

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

贝因美 (002570)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师  
执业编号: S1500520110001  
联系电话: 13392190215  
邮箱: mazheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 表现超越行业，24 年稳中求进

2024 年 05 月 04 日

**事件：** 公司公布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年，公司实现营收 25.28 亿元，同比+0.76%；实现归母净利润 4745 万元，同比+126.97%；实现扣非归母净利润 1825 万元，同比+108.58%。其中，23Q4 公司实现营收 6.12 亿元，同比+2.06%；实现归母净利润-191 万元，同比+99.13%；实现扣非归母净利润-307 万元，同比+98.68%。24Q1，公司实现营收 7.20 亿元，同比+2.28%；实现归母净利润 2207 万元，同比+80.19%；实现扣非归母净利润 1846 万元，同比+364.72%。

### 点评：

- **23 年表现超越行业，利润大幅改善。** 2023 年，婴配粉行业规模同比减少双位数百分比。在此背景下，公司收入表现出色。分品类看，奶粉类、米粉类和其他类分别实现收入 23.37 亿元、4127 万元和 1.50 亿元，同比+2.66%、+169.74%和-30.98%，奶粉收入增速大幅超越行业。毛利端看，公司 23 年毛利率达 47.07%，同比+1.19pct，主要系公司减少产品折扣、高毛利产品（爱加保护盖、可睿欣等）销售增长所致。费用端看，公司整体费用率保持相对稳定，叠加资产减值损失、信用减值损失和营业外支出占比较 2022 年明显下降，公司整体归母净利润率实现转正，利润获得大幅改善。
- **24Q1 延续升势，利润表现出色。** 收入端看，公司 24Q1 收入延续去年升势，同比+2.88%。利润端看，毛利率同比-0.28pct，表现相对稳定。销售费用率的下降（同比-0.77pct）叠加资产减值损失和信用减值损失占比的下降使得归母净利润率提升 1.32pct，归母净利润大幅增长 80.19%。
- **行业及竞争格局有望改善，公司持续稳健经营。** 行业层面看，去年结婚人数开始回升，达 768 万对，同比+12.36%。考虑到今年是龙年，我们预计出生人口数有望回升。竞争格局上看，2023 年 2 月，婴配粉新国标正式颁布，更加严格的注册制已开始出清中小企业，头部企业集中度提升明显。公司层面看，凭借研发端不断推出新品、管理端全产业链布局、品牌端加强构建母婴生态圈、渠道端打造数智化新零售平台，公司正不断加强其在各个维度的竞争力，实现持续稳健经营。
- **盈利预测与投资评级：环境改善叠加稳健经营，今年业绩有望持续提升。** 如上所述，今年婴配粉行业在需求及竞争格局层面均有望迎来边际改善，叠加公司持续稳健经营，把握婴幼儿、儿童及成人全生命周期产品机遇，今年业绩有望迎来持续提升。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.09/0.11/0.14 元，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧**

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2,509	2,528	2,883	3,331	3,871
增长率 YoY %	7.0%	0.8%	14.0%	15.6%	16.2%
归属母公司净利润 (百万元)	-176	47	97	118	146
增长率 YoY%	-340.0%	127.0%	103.4%	21.8%	24.3%
毛利率%	45.9%	47.1%	47.5%	47.8%	48.0%
净资产收益率 ROE%	-11.4%	3.0%	5.5%	6.1%	6.8%
EPS(摊薄)(元)	-0.16	0.04	0.09	0.11	0.14
市盈率 P/E(倍)	—	89.90	34.13	28.03	22.54
市净率 P/B(倍)	3.80	2.68	1.88	1.70	1.54

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2024年04月30日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	2,045	2,170	1,958	2,165	2,311	
货币资金	798	1,028	793	881	992	
应收票据	67	111	127	146	170	
应收账款	533	397	434	502	477	
预付账款	99	136	106	122	141	
存货	413	430	436	453	469	
其他	135	68	62	62	61	
<b>非流动资产</b>	1,832	1,730	2,046	2,047	2,046	
长期股权投资	89	85	100	100	100	
固定资产(合计)	873	810	1,220	1,230	1,239	
无形资产	159	151	153	155	157	
其他	711	685	573	562	551	
<b>资产总计</b>	3,877	3,900	4,004	4,212	4,357	
<b>流动负债</b>	2,203	2,196	2,113	2,114	2,024	
短期借款	1,108	1,026	1,012	929	900	
应付票据	39	113	18	19	19	
应付账款	367	346	436	405	386	
其他	688	711	648	761	718	
<b>非流动负债</b>	83	62	62	62	62	
长期借款	40	28	28	28	28	
其他	43	34	34	34	34	
<b>负债合计</b>	2,286	2,258	2,176	2,176	2,086	
少数股东权益	52	51	72	98	130	
归属母公司股东权益	1,539	1,591	1,756	1,938	2,141	
<b>负债和股东权益</b>	3,877	3,900	4,004	4,212	4,357	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	2,509	2,528	2,883	3,331	3,871	
同比(%)	7.0%	0.8%	14.0%	15.6%	16.2%	
归属母公司净利润	-176	47	97	118	146	
同比	-	127.0%	103.4%	21.8%	24.3%	
毛利率(%)	45.9%	47.1%	47.5%	47.8%	48.0%	
ROE%	-11.4%	3.0%	5.5%	6.1%	6.8%	
EPS(摊薄)(元)	-0.16	0.04	0.09	0.11	0.14	
P/E	—	89.90	34.13	28.03	22.54	
P/B	3.80	2.68	1.88	1.70	1.54	
EV/EBITDA	27.80	16.16	13.34	11.42	9.69	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	2,509	2,528	2,883	3,331	3,871	
营业成本	1,358	1,338	1,514	1,739	2,015	
营业税金及附加	33	29	33	39	46	
销售费用	821	792	902	1,049	1,219	
管理费用	170	200	231	267	310	
研发费用	21	20	29	33	39	
财务费用	38	28	37	36	32	
减值损失合计	-51	-26	-21	-22	-23	
投资净收益	-14	22	0	0	0	
其他	-96	-50	21	21	21	
<b>营业利润</b>	-94	66	137	167	208	
营业外收支	-66	1	1	1	1	
<b>利润总额</b>	-160	67	138	169	210	
所得税	5	9	21	25	31	
<b>净利润</b>	-165	58	118	143	178	
少数股东损益	11	10	21	26	32	
<b>归属母公司净利润</b>	-176	47	97	118	146	
EBITDA	223	266	266	297	335	
EPS(当年)(元)	-0.16	0.04	0.09	0.11	0.14	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	377	414	149	228	204	
净利润	-165	58	118	143	178	
折旧摊销	118	118	92	92	92	
财务费用	51	40	41	39	37	
投资损失	14	-22	0	0	0	
营运资金变动	194	127	-112	-57	-115	
其它	166	93	10	11	12	
<b>投资活动现金流</b>	-116	-41	-305	10	10	
资本支出	-132	-69	-301	-1	-1	
长期投资	-3	0	-15	0	0	
其他	18	28	11	11	11	
<b>筹资活动现金流</b>	-297	-143	-79	-151	-102	
吸收投资	0	1	0	0	0	
借款	-147	-145	-14	-83	-29	
支付利息或股息	-54	-43	-65	-68	-73	
<b>现金流净增加额</b>	-34	221	-235	88	111	

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深入研究东鹏饮料）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

**王雪骄**，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深入研究农夫山泉）行业。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。