

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

相关研究

《贝因美：大国品牌，再次出发》 2021年6月18日

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

## 经营持续稳健，业绩有望提升

2023年05月04日

**事件：贝因美公布 2022 年年报及 2023 年一季报。**2022 年，公司收入 26.55 亿元，同比+4.53%，归母净利润-1.76 亿元，同比-340.06%。其中，22Q4 营收 6.25 亿元，同比-29.01%，归母净利润-2.20 亿元，同比-737.20%。23Q1，公司营收 7.17 亿元，同比+3.04%，归母净利润 1225 万元，同比-39.13%。

**点评：**

- **22 年营收稳健增长，利润受减值等因素影响下滑。**2022 年，公司在婴配粉终端市场体量中个位数下滑的背景下，增长快于行业，核心品类奶粉营收增速达同比+8%，表现稳健。单从销量来看，奶粉销量提升更达 20%，表现优异。利润端看，公司 2022 年全年毛利率及费用率均表现较为平稳，毛利率同比-3.56pct，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比+1.59pct/-1.25pct/-0.23pct/-0.23pct。由于信用减值准备、资产减值准备及违约损失的计提，公司 2022 年利润受到影响而录得下滑。
- **23Q1 营收持续提升，营业利润保持稳健。**2023 年 1-2 月，婴配粉终端市场体量呈现中双位数下滑，公司迎难而上，营收录得同比+3.04%的增长。利润端上，公司毛利率及费用率较去年同期变化较小，毛利率同比-1.62pct，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比-1.31pct/-0.37pct/0.00pct/+1.52pct。因此，公司营业利润同比保持相对稳健，归母净利润在单季所得税扣除过多的影响下同比略有下降。
- **行业持续变革，公司经营不断提升。**婴配粉行业当前面临两大变革，一方面，出生人口在过去几年持续收缩；另一方面，婴配粉新国标于今年 2 月正式实施。在防疫政策调整后，我们认为出生人口有望出现反弹，而婴配粉新国标的实施，有望使得行业集中度提升，利好婴配粉大厂和头部品牌。公司层面上，公司持续精进经营，作为婴配粉头部品牌，拿下多款新国标配方注册，在多渠道不断推进获客和销售，同时以数字化和精细化管理提升运营效率，有望在行业持续变革之下获得营收和市占率的双重提升。
- **盈利预测与公司评级：环境有望好转，业绩有望提升。**一方面，在防疫政策调整后，我们认为出生人口有望出现反弹；另一方面，婴配粉新国标的实施，使得已获新国标配方注册的公司经营上占得先机。在公司持续不断的努力下，我们预计 2022-2024 年 EPS 为 0.25/0.39/0.59 元，增速为 251%/58%/52%，维持“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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,540	2,655	3,864	5,551	7,987
增长率 YoY %	-4.7%	4.5%	45.5%	43.7%	43.9%
归属母公司净利润 (百万元)	73	-176	266	419	637
增长率 YoY%	122.6%	-340.1%	250.9%	57.7%	52.2%
毛利率%	46.9%	43.4%	41.7%	43.1%	43.6%
净资产收益率ROE%	4.1%	-11.4%	14.7%	19.1%	23.2%
EPS(摊薄)(元)	0.07	-0.16	0.25	0.39	0.59
市盈率 P/E(倍)	75.43	—	17.86	11.33	7.44
市净率 P/B(倍)	3.10	3.80	2.62	2.16	1.73

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年04月28日收盘价

## 信息披露

根据公司公告，信达证券股份有限公司控股股东信达资产管理股份有限公司实际控制的宁波信达华建投资有限公司目前持有贝因美公司5390万股，占公司股份总数4.99%，为贝因美公司第二大股东，敬请投资者注意。

		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	2,183	2,045	2,412	3,061	3,767	
货币资金	677	798	778	1,172	1,658	
应收票据	61	67	98	141	203	
应收账款	742	533	804	836	766	
预付账款	60	99	25	28	27	
存货	506	413	648	822	1,050	
其他	138	135	58	61	63	
<b>非流动资产</b>	1,886	1,832	2,159	2,182	2,216	
长期股权投资	118	89	104	104	104	
固定资产	960	873	1,246	1,219	1,191	
无形资产	162	159	215	282	360	
其他	647	711	593	577	560	
<b>资产总计</b>	4,069	3,877	4,571	5,243	5,983	
<b>流动负债</b>	2,119	2,203	2,639	2,898	3,047	
短期借款	1,011	1,108	1,094	1,012	900	
应付票据	48	39	27	35	43	
应付账款	334	367	648	736	865	
其他	726	688	870	1,116	1,239	
<b>非流动负债</b>	114	83	53	53	53	
长期借款	65	40	10	10	10	
其他	49	43	43	43	43	
<b>负债合计</b>	2,233	2,286	2,692	2,952	3,101	
少数股东权益	51	52	69	96	137	
归属母公司	1,786	1,539	1,810	2,196	2,745	
<b>负债和股东权益</b>	4,069	3,877	4,571	5,243	5,983	

		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,540	2,655	3,864	5,551	7,987	
同比	-4.7%	4.5%	45.5%	43.7%	43.9%	
归属母公司净利润	73	-176	266	419	637	
同比	122.6	-	250.9%	57.7%	52.2%	
毛利率(%)	46.9%	43.4%	41.7%	43.1%	43.6%	
ROE%	4.1%	-11.4%	14.7%	19.1%	23.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.07	-0.16	0.25	0.39	0.59	
P/E	75.43	—	17.86	11.33	7.44	
P/B	3.10	3.80	2.62	2.16	1.73	
EV/EBITDA	19.25	27.80	10.74	6.47	3.96	

		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	2,540	2,655	3,864	5,551	7,987	
营业成本	1,348	1,503	2,252	3,160	4,509	
营业税金及	33	33	48	64	94	
销售费用	745	821	966	1,388	1,997	
管理费用	195	170	193	278	399	
研发费用	26	21	39	56	80	
财务费用	75	38	37	36	27	
减值损失合	-36	-51	-1	-2	-3	
投资净收益	7	-14	0	0	0	
其他	7	-96	22	22	22	
<b>营业利润</b>	96	-94	349	590	900	
营业外收支	-5	-66	4	4	4	
<b>利润总额</b>	91	-160	353	594	904	
所得税	9	5	71	148	226	
<b>净利润</b>	81	-165	282	445	678	
少数股东损	8	11	17	27	41	
<b>归属母公司</b>	73	-176	266	419	637	
EBITDA	312	223	473	712	1,013	
EPS(当	0.07	-0.16	0.25	0.39	0.59	

		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	247	377	494	679	861	
净利润	81	-165	282	445	678	
折旧摊销	119	118	107	106	105	
财务费用	59	51	44	42	38	
投资损失	-7	14	0	0	0	
营运资金变	-67	194	63	87	41	
其它	62	166	-3	-2	-1	
<b>投资活动现金流</b>	-154	-116	-360	-56	-66	
资本支出	-165	-132	-345	-56	-66	
长期投资	6	-3	-15	0	0	
其他	6	18	0	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	191	-297	-154	-229	-309	
吸收投资	253	0	0	0	0	
借款	-40	-147	-44	-83	-112	
支付利息或股息	-64	-54	-110	-147	-198	
<b>现金流净增加额</b>	290	-34	-20	394	486	

## 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，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。

**姜青丰**，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

**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（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

**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（深度研究贵州茅台、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）等。

**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。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com

华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 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 20% 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%~20%；	<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。