

证券研究报告

公司研究

公司跟踪报告

贝因美(002570)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席研究员

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

困境反转，曙光初现

2022年03月29日

- **公司 Q4 业绩大概率反转，经营活动现金流持续扩张。**根据公司先前发布的 2021 年度业绩预告，预计公司 2021 年实现归母净利润 6000-9000 万元，扣非净利润 600-900 万元，同比均扭亏为盈。公司 2021 年 Q1-3 录得归母净利润 3875 万元，扣非净利润-797 万元。拆解来看，公司 Q4 归母净利润预计为 2125-5125 万元，扣非净利润预计为 1397-1697 万元，同比上年扭亏为盈，并为全年业绩反转奠定基调。另一方面，相对于公司净利润，其经营活动现金流早已提前反转。自 2019 年 Q3 起，公司经营活动现金流持续改善，至 2021 年 Q3 达 0.92 亿元，远高于同期归母净利润。
- **创始人回归提振士气，降本增效狠抓管理。**创始人谢宏 2011 年因个人原因辞任公司所有职务，于 2021 年 1 月起重新出任总经理并亲自操盘。谢宏的回归，一方面为公司发展颠簸而受挫的士气带来了有效的提振，内部员工及经销商均信心满满；另一方面也为公司的改革带来了切实可行的措施。**战略方面**，公司确立了以用户数据为核心，产品为基础，数智化驱动的母婴新零售业务模式。**产品方面**，婴配粉业务，公司采用多品类策略，主打高性价比产品，主力单品爱加价格带在 370 元/kg 附近；同时，公司围绕母婴生态圈，提供婴幼儿辅食、儿童零食、营养品及特医食品等产品。**运营方面**，公司多维度推进降本增效。产能端，公司积极与多方洽谈合作，推进 OBM、ODM 和 OEM 项目，充分利用富余产能。渠道端，公司积极推进直供体系和平台合作，削减经销商层级并增厚公司与终端利润。组织架构端，公司精简中后台，提升销售端，并鼓励全员营销。公司调研显示，自创始人回归后，公司同口径可比业务的毛利率和净利率均有所提升。
- **行业前景利好公司，今年紧抓存量和增量。**近年来，我国新生儿数量呈持续下滑态势。疫情发生后，部分夫妻备孕计划推迟，2020 年 10 月后下滑速度进一步加剧。伴随病毒毒力下降及疫情逐步受控，新生儿数量未来将有望恢复至 2020 年的 1200 万水平左右。另一方面，各段奶粉人均消费量的不断攀升，特别是三段奶粉的人均消费量提升，则将提振婴配粉市场的整体规模。竞争格局方面，受窜货乱价影响，部分竞争对手价盘近期出现动荡，而公司坚持高性价比的产品及精简的渠道模式，始终稳控价盘，保障渠道利益，市场份额有望在价格战中受益。另一方面，公司长期积淀的研发体系和过硬的产品质量也将使自身产品在国产奶粉崛起潮及新国标二次注册下突围。

2022 年，公司将从三大方面着手，推进存量和增量业务。首先，公司将继续在传统渠道中加强奶粉基本盘，提升原有品类（如爱加系列）的销量。其次，公司将在直供渠道大力推进新品可睿欣的销售，在线上渠道推动菁爱的销售。可睿欣作为公司解决宝宝消化吸收难题的创新之作，集益生菌、益生元、OPO 和水解蛋白于一体，专供线下渠道，性价比极高（零售价 300 元左右）。菁爱去年上半年缺货，今年在货品充

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

足的情况下销量有望拉升。最后，公司积极利用富余产能，与大客户洽谈 OBM、ODM 和 OEM 项目，助推营收及利润进一步增长。

- **公司有望重振雄风。**公司先前陷入调整，主要系创始人长期缺位，导致内部管理缺失，反映在渠道端出现问题。创始人回归后，汲取先前教训，产品端聚焦产品品质与性价比；渠道端缩短渠道链条，通过数智化加强渠道掌控力；产能端积极利用富余产能多方合作。行业端看，新生儿数量短期受疫情冲击，但中期有望恢复；高端奶粉竞争激烈且部分竞争对手价盘混乱；国产奶粉上升势头明显且新国标二次注册将进一步出清小厂商。综合以上因素，我们认为公司将有望从谷底反转，重回行业前列。
- **盈利预测与公司评级：向下空间有限，向上空间可期。**2022 年，公司将在传统渠道加强基本盘，在直供渠道力推可睿欣，在线上渠道补货菁爱，在大客户渠道收割订单，反转趋势明确且利润弹性较大。我们预计 2021-2023 年 EPS 为 0.07/0.15/0.23 元，增速为 125%/105%/49%。当下公司股价和 PB 均位于历史区间底部，向下空间有限，我们维持目标股价 7.9 元，维持“买入”评级。
- **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧。**

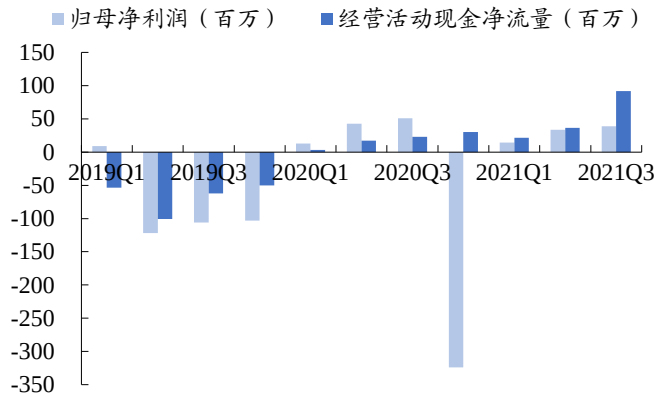
重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,785	2,665	2,557	3,192	3,997
增长率 YoY %	11.8%	-4.3%	-4.1%	24.8%	25.2%
归属母公司净利润 (百万元)	-103	-324	81	166	248
增长率 YoY%	-350.7%	-214.6%	124.9%	105.4%	49.1%
毛利率%	50.1%	45.8%	48.6%	52.0%	53.3%
净资产收益率 ROE%	-6.1%	-22.3%	5.3%	10.0%	13.4%
EPS(摊薄)(元)	-0.10	-0.30	0.07	0.15	0.23
市盈率 P/E(倍)	—	—	67.82	33.02	22.15
市净率 P/B(倍)	3.43	4.62	3.60	3.31	2.97

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 03 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 5500 万股，占公司股份总数 5.38%，为贝因美公司第二大股东，敬请投资者注意。

图 1: 公司经营活动现金流自 2019 年 Q3 起持续改善



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 2: 贝因美主力产品性价比高



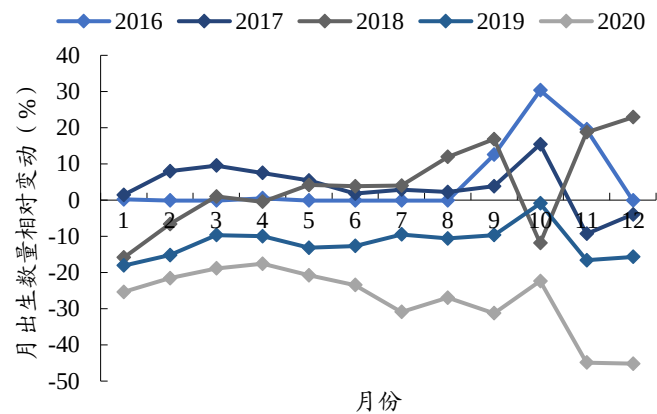
资料来源: 京东, 信达证券研发中心 注: 均为 1 段价格, 获取时间为 2022 年 3 月 29 日

表 1: 贝因美销售渠道多元

销售渠道	收入占比	毛利率
经销商	36.79%	47.57%
直供客户	20.32%	69.29%
电子商务	14.44%	39.25%
总承销商	21.54%	54.08%
包销商	6.28%	62.93%
其他	0.64%	89.77%
合计	100.00%	60.48%

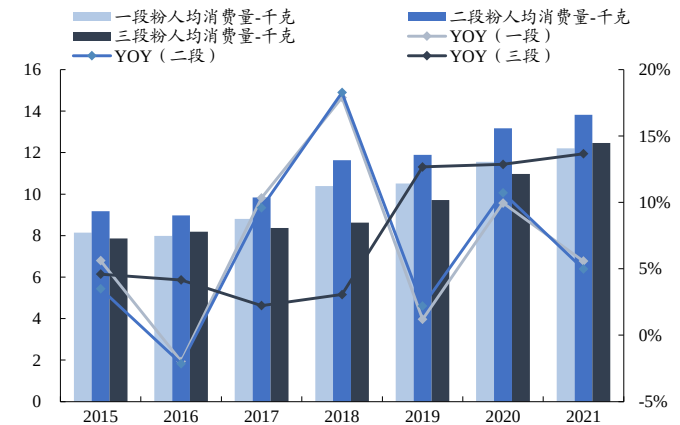
资料来源: 公司 2020 年年报, 信达证券研发中心

图 3: 疫情导致新生儿数量短期下滑



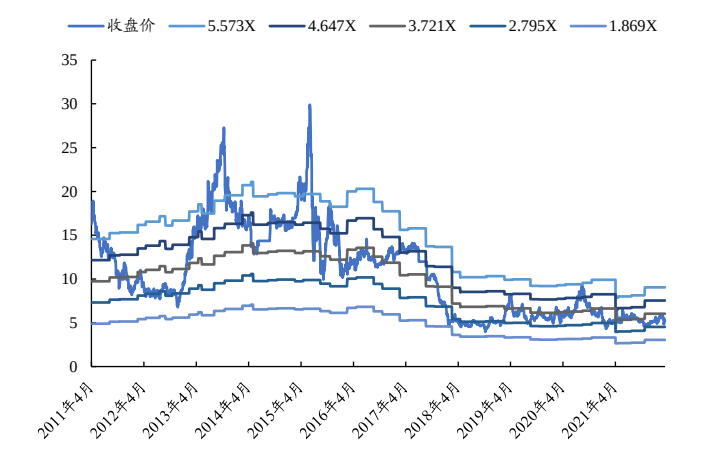
资料来源: 《新冠肺炎疫情对中国出生人口变动的影响》, 信达证券研发中心

图 4: 各段奶粉人均消费量不断上升



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 5: 当下股价及所对应 PB 均处于历史底部



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,297	2,080	1,510	1,680	1,314
货币资金	665	705	410	610	310
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	786	643	532	481	383
预付账款	78	18	14	14	11
存货	539	528	378	399	434
其他	228	185	175	176	176
非流动资产	2,079	1,955	2,132	2,096	2,067
长期股权投资	92	101	116	116	116
固定资产	1,439	1,031	1,426	1,420	1,414
无形资产	170	163	200	245	298
其他	377	659	391	315	239
资产总计	4,376	4,034	3,643	3,775	3,381
流动负债	2,240	2,362	1,986	1,995	1,391
短期借款	1,111	1,280	1,025	1,034	434
应付票据	49	18	15	17	18
应付账款	455	432	378	357	358
其他	626	633	568	587	581
非流动负债	407	166	76	56	56
长期借款	340	110	20	0	0
其他	66	56	56	56	56
负债合计	2,647	2,528	2,062	2,051	1,447
少数股东权益	41	53	58	68	84
归属母公司	1,688	1,453	1,523	1,656	1,850
负债和股东权益	4,376	4,034	3,643	3,775	3,381

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,785	2,665	2,557	3,192	3,997
同比	11.8%	-4.3%	-4.1%	24.8%	25.2%
归属母公司净利润	-103	-324	81	166	248
同比	-	-	124.9%	105.4%	49.1%
毛利率(%)	50.1%	45.8%	48.6%	52.0%	53.3%
ROE%	-6.1%	-22.3%	5.3%	10.0%	13.4%
EPS(摊薄)(元)	-0.10	-0.30	0.07	0.15	0.23
P/E	—	—	67.82	33.02	22.15
P/B	3.43	4.62	3.60	3.31	2.97
EV/EBITDA	82.79	-218.41	49.89	22.70	14.68

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,785	2,665	2,557	3,192	3,997
营业成本	1,390	1,444	1,315	1,534	1,865
营业税金及	33	29	28	37	47
销售费用	1,103	1,089	959	1,181	1,467
管理费用	315	249	220	268	324
研发费用	17	12	26	32	40
财务费用	32	44	-5	-3	-5
减值损失合	-13	-109	0	0	0
投资净收益	1	62	62	62	62
其他	26	-62	28	28	28
营业利润	-91	-313	105	233	348
营业外收支	-8	2	3	3	3
利润总额	-99	-311	108	236	351
所得税	-4	3	22	59	88
净利润	-95	-313	86	177	264
少数股东损	8	11	5	11	16
归属母公司	-103	-324	81	166	248
EBITDA	77	-33	118	251	367
EPS(当	-0.10	-0.30	0.07	0.15	0.23

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现	-50	30	282	253	372
金流	-95	-313	86	177	264
净利润	150	126	108	110	113
折旧摊销	35	55	0	0	0
财务费用	-1	-62	-62	-62	-62
投资损失	-171	31	153	31	60
营运资金变	33	194	-3	-3	-3
其它	-48	41	-213	-1	-11
投资活动现	-90	-126	-331	-57	-67
资本支出	72	89	62	0	0
长期投资	-30	78	56	56	56
其他	-266	-21	-365	-53	-662
筹资活动现	58	0	0	0	0
吸收投资	-151	-389	-345	-11	-600
借款	-55	-69	-20	-42	-62
支付利息或股息	-360	52	-295	200	-300
现金流净增					
加额					

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，6 年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015 年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

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	李若琳	13122616887	liruolin@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	孙憧	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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	王之明	1599555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@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都不曾与，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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。