

2022年04月30日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

贝因美(002570): 边际改善加速, 等待业绩拐点

推荐 (首次)

事件

分析师: 孙山山

执业证书编号: S1050521110005

邮箱: sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2022-04-29

当前股价(元)	4.24
总市值(亿元)	45.8
总股本(百万股)	1,080.0
流通股本(百万股)	1,022.5
52周价格范围(元)	3.88-6.62
日均成交额(百万元)	223.7

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

2022年04月28日晚间, 公司发布2021年年报和2022年一季度报: 2021年营收25.40亿元(同减4.7%), 归母净利润0.73亿元(同增123%), 扣非0.07亿元(同增101.5%)。2022Q1营收8.14亿元(同增44%), 归母净利润0.20亿元(同增38.5%), 扣非0.16亿元(同增266%)。

投资要点

■ 四季度边际改善, 一季度开卷有益

公司2021年营收25.40亿元(同减4.7%), 归母净利润0.73亿元(同增123%), 扣非0.07亿元(同增101.5%); 其中2021Q4营收8.81亿元(同增92%), 归母净利润0.35亿元(同增109%), 扣非0.15亿元(同增103%), 四季度环比加速改善, 2021年顺利收官。2022Q1营收8.14亿元(同增44%), 归母净利润0.20亿元(同增38.5%), 扣非0.16亿元(同增266%), 一季度开卷有益, 加速改善。毛利率2021年46.922%(同增1.1pct), 其中2021Q4为36.13%(同增0.9pct), 2022Q1为38.37%(同减14.5pct), 系原材料上涨所致。净利率2021年3.20%(同增15pct), 其中2021Q4为4.29%(同增85pct), 2022Q1为2.58%(同减0.7pct), 主要系毛利率下降所致。2022Q1末合同负债0.57亿元, 环比下降0.22亿元, 同比增加0.22亿元, 处于历史较高位置, 蓄水池效应有望重启; 2022Q1经营活动现金流净额0.53亿元(同增145%), 其中回款8.13亿元(同增50.6%), 春节效应明显。

■ 奶粉量贡献大于价, 新零售模式进展顺利

分产品看, 2021年奶粉类营收21.16亿元(同减12.5%), 占比83.34%(同减7pct), 毛利率54%(同增6pct); 米粉类营收0.18亿元(同减45%), 占比0.72%(同减0.5pct), 毛利率30%(同减5.6pct); 其他类营收4.05亿元(同增90%), 占比15.94%(同增8pct), 毛利率10.46%(同减11.5pct)。

量价来看, 2021年奶粉总销量为1.71万吨(同增2%), 对应吨价为12.38万元/吨(同减14%); 米粉总销量为0.04万吨(同减40%), 对应吨价为5.19万元/吨(同减9%); 其他总销量为0.02万吨(同减38%), 对应吨价为209.63万元/吨(同增204%)。

分渠道看, 2021年经销商营收9.18亿元(同减2%), 占比

36%（同增1pct）；直供客户营收0.93亿元（同减82%），占比4%（同减16pct）；电子商务营收3.92亿元（同增7%），占比15.5%（同增1.7pct）；总承销商营收4.27亿元（同减22%），占比17%（同减4pct）；包销商营收3.29亿元（同增106%），占比13%（同增7pct），新零售模式的成功推进，使得公司对下游渠道和门店的议价能力在增强；其他营收0.13亿元（同减19%），占比0.5%（同减0.1pct）；其他业务营收3.66亿元（同增202%），占比14%（同增10pct）。截止2021年度，拥有经销商1526家，净增加584家，其中东区226家、南一区174家、南二区277家、西区248家、北一区463家、北二区109家及其他区域29家。

产能来看，2021年奶粉总产能为1.86万吨（同增5%），米粉总产能为0.04万吨（同减34%），其他总产能为0.02万吨（同减47%）。

■ 继续做强主营品牌，深耕新零售渠道

品牌端，通过投放浙江卫视《青春环游记》等一系列综艺节目，牵手网易、宝宝树、美柚、育儿网等重要行业媒体，大幅提升品牌曝光率；通过线下门店互动节目《美妈有话说》聚焦重点区域，深入400余家门店进行消费者访谈，走进Z时代妈咪，共计覆盖1.5亿余人次。

产品端，不断挖掘新消费形势下各类群体营养需求，创新推出“睛彩”系列叶黄素酯调制乳片、“火星宝贝”系列儿童奶粉、豆豆奶昔、“羊羊伊倍”系列配方羊奶粉等新品。

渠道端，新零售团队通过“一店一码、一店一策”，建成以贝家商城、天猫旗舰店、京东旗舰店为核心品牌窗口，以抖音、快手、小红书等内容电商平台为延伸的业务布局。

2022经营计划：1）打造大国品牌；通过CCTV大国品牌栏目有效提高品牌声量；借助央视媒体下沉三四五线市场；推出大国品牌系列活动，拔高品牌调性；持续打造IP，塑造品牌年轻个性。2）做强主营品类，推动品类功能化，建设用户口碑，提升用户引流效率，开拓细分市场；3）全面梳理优化渠道，深耕、精耕婴童渠道，加强新零售布局；4）优化产业布局，提升运营效能；5）打造愿景组织，推动文化创新。

■ 盈利预测

当前公司处于困境反转阶段，边际改善加速，我们预计2022-2024年EPS为0.12/0.17/0.24元，当前股价对应PE分别为35/25/18倍，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、新品推广不及预期、原

材料大幅上涨风险、产能投放不及预期、产品单一风险等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	2,540	3,119	3,936	4,877
增长率（%）	-4.7%	22.8%	26.2%	23.9%
归母净利润（百万元）	73	130	183	256
增长率（%）	-122.6%	76.8%	41.2%	39.6%
摊薄每股收益（元）	0.07	0.12	0.17	0.24
ROE（%）	4.0%	6.9%	9.5%	12.7%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	2,540	3,119	3,936	4,877
现金及现金等价物	677	801	819	915	营业成本	1,348	1,651	2,096	2,576
应收款	822	837	971	1,002	营业税金及附加	33	37	43	49
存货	506	532	586	647	销售费用	745	998	1,220	1,502
其他流动资产	179	249	297	342	管理费用	195	250	311	380
流动资产合计	2,183	2,420	2,672	2,906	财务费用	75	30	33	32
非流动资产：					研发费用	26	31	39	49
金融类资产	72	112	127	137	费用合计	1,041	1,309	1,603	1,963
固定资产	960	983	953	903	资产减值损失	-36	-30	-25	-20
在建工程	146	58	23	9	公允价值变动	6	5	4	3
无形资产	162	154	146	138	投资收益	7	6	5	4
长期股权投资	118	118	118	118	营业利润	96	163	228	315
其他非流动资产	501	501	501	501	加：营业外收入	2	3	3	2
非流动资产合计	1,886	1,814	1,740	1,669	减：营业外支出	7	6	5	4
资产总计	4,069	4,234	4,413	4,575	利润总额	91	160	225	313
流动负债：					所得税费用	9	17	23	31
短期借款	1,011	1,061	1,101	1,131	净利润	81	143	202	282
应付账款、票据	382	416	469	503	少数股东损益	8	14	19	27
其他流动负债	725	725	725	725	归母净利润	73	130	183	256
流动负债合计	2,119	2,203	2,296	2,361					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	65	105	135	155	成长性				
其他非流动负债	49	49	49	49	营业收入增长率	-4.7%	22.8%	26.2%	23.9%
非流动负债合计	114	154	184	204	归母净利润增长率	-122.6%	76.8%	41.2%	39.6%
负债合计	2,233	2,357	2,480	2,565	盈利能力				
所有者权益					毛利率	46.9%	47.1%	46.8%	47.2%
股本	1,080	1,080	1,080	1,080	四项费用/营收	41.0%	42.0%	40.7%	40.3%
股东权益	1,837	1,876	1,932	2,010	净利率	3.2%	4.6%	5.1%	5.8%
负债和所有者权益	4,069	4,234	4,413	4,575	ROE	4.0%	6.9%	9.5%	12.7%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	54.9%	55.7%	56.2%	56.1%
净利润	81	143	202	282	营运能力				
少数股东权益	8	14	19	27	总资产周转率	0.6	0.7	0.9	1.1
折旧摊销	114	72	73	71	应收账款周转率	3.1	3.7	4.1	4.9
公允价值变动	6	5	4	3	存货周转率	2.7	3.2	3.7	4.1
营运资金变动	38	-38	-167	-93	每股数据（元/股）				
经营活动现金净流量	247	197	132	289	EPS	0.07	0.12	0.17	0.24
投资活动现金净流量	-154	24	51	54	P/E	62.5	35.3	25.0	17.9
筹资活动现金净流量	31	-14	-76	-154	P/S	1.8	1.5	1.2	0.9
现金流量净额	124	207	106	188	P/B	2.6	2.5	2.5	2.4

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，1年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。