

## 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

## 业绩同比提升，期待趋势持续

2023年09月01日

**事件：**公司公布 2023 年上半年业绩。2023 年上半年，公司实现营收 13.76 亿元，同比-1.72%；实现归母净利润 4422 万元，同比+3.04%；实现扣非归母净利润 2756 万元，同比+0.74%。其中，23Q2 公司实现营收 6.59 亿元，同比-6.42%；实现归母净利润 3197 万元，同比+40.28%；实现扣非归母净利润 2359 万元，同比+99.24%。

## 点评：

- 行业持续下行，公司收入表现稳健。上半年看，婴配粉市场行业销售额进一步下滑，牛奶粉和羊奶粉销售额分别同比下降 14.0% 和 14.7% (AC 尼尔森数据)。在此背景下，公司收入表现稳健。分品类看，23H1 奶粉类、米粉类和其他类分别实现收入 11.81 亿元、1827 万元和 1.77 亿元，同比-0.80%、+170.29% 和 -12.85%。
- 降本增效效果明显，Q2 净利润大幅提升。毛利端看，公司 Q2 毛利率表现出色，达 44.37%，同比+1.56pct。费用端看，Q2 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 30.64%、5.00%、0.35% 和 -0.66%，同比+1.23pct、-0.17pct、-0.52pct 和 -3.64pct。财务费用的下降使得公司 Q2 净利润率同比大幅提升 2.40pct，至 5.65%，从而使得归母净利润同比提升 40.28%。
- 无惧行业变化，公司持续提升经营。今年以来，婴配粉市场受到出生人口下降和新国标更替两大事件的双重挤压，竞争异常激烈。公司则在去年早早推进新国标注册工作，同时持续推动数智化变革和降本增效，在今年上半年的市场中表现稳健。
- 盈利预测与投资评级：行业制约因素有望逐步解除，公司业绩有望持续提升。一方面，伴随疫情影响逐步减弱，出生人口的数量有望迎来阶段性的反弹；另一方面，新国标的注册有望出清部分中小品牌，市场占有率有望向头部品牌集中。叠加公司自身在经营上的诸多变革，我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.11/0.19/0.29 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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,540	2,655	2,922	3,548	4,312
增长率 YoY %	-4.7%	4.5%	10.1%	21.4%	21.5%
归属母公司净利润 (百万元)	73	-176	120	210	314
增长率 YoY%	122.6%	-340.1%	168.1%	75.4%	49.6%
毛利率%	46.9%	43.4%	44.3%	43.9%	43.5%
净资产收益率 ROE%	4.1%	-11.4%	7.0%	10.9%	14.0%
EPS(摊薄)(元)	0.07	-0.16	0.11	0.19	0.29
市盈率 P/E(倍)	75.43	—	38.85	22.15	14.81
市净率 P/B(倍)	3.10	3.80	2.74	2.41	2.08

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年08月31日收盘价

资产负债表					单位:百万元	利润表					单位:百万元	
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,183	2,045	2,134	2,504	2,826		营业总收入	2,540	2,655	2,922	3,548	4,312
货币资金	677	798	910	1,288	1,666		营业成本	1,348	1,503	1,628	1,991	2,437
应收票据	61	67	74	90	110		营业税金及附加	33	33	36	41	51
应收账款	742	533	608	535	413		销售费用	745	821	841	958	1,078
预付账款	60	99	18	18	15		管理费用	195	170	175	177	216
存货	506	413	468	518	568		研发费用	26	21	29	35	43
其他	138	135	55	55	55		财务费用	75	38	42	47	46
非流动资产	1,886	1,832	2,159	2,182	2,216		减值损失合计	-36	-51	-31	-22	-18
长期股权投资	118	89	104	104	104		投资净收益	7	-14	0	0	0
固定资产(合计)	960	873	1,246	1,219	1,191		其他	7	-96	17	18	19
无形资产	162	159	215	282	360		营业利润	96	-94	156	294	442
其他	647	711	593	577	560		营业外收支	-5	-66	4	4	4
资产总计	4,069	3,877	4,293	4,687	5,041		利润总额	91	-160	159	298	446
流动负债	2,119	2,203	2,479	2,630	2,657		所得税	9	5	32	75	111
短期借款	1,011	1,108	1,322	1,389	1,433		净利润	81	-165	127	224	334
应付票据	48	39	19	22	23		少数股东损益	8	11	8	13	20
应付账款	334	367	468	464	467		归属母公司净利润	73	-176	120	210	314
其他	726	688	669	756	733		EBITDA	312	223	319	452	592
非流动负债	114	83	53	53	53		EPS(当年)(元)	0.07	-0.16	0.11	0.19	0.29
长期借款	65	40	10	10	10							
其他	49	43	43	43	43							
负债合计	2,233	2,286	2,533	2,683	2,710							
少数股东权益	51	52	60	74	94							
归属母公司股东权益	1,786	1,539	1,700	1,930	2,238							
负债和股东权益	4,069	3,877	4,293	4,687	5,041							
重要财务指标					单位:百万元							
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E							
营业收入	2,540	2,655	2,922	3,548	4,312							
同比(%)	-4.7%	4.5%	10.1%	21.4%	21.5%							
归属母公司净利润	73	-176	120	210	314							
同比	122.6%	-	168.1%	75.4%	49.6%							
毛利率(%)	46.9%	43.4%	44.3%	43.9%	43.5%							
ROE%	4.1%	-11.4%	7.0%	10.9%	14.0%							
EPS(摊薄)(元)	0.07	-0.16	0.11	0.19	0.29							
P/E	75.43	—	38.85	22.15	14.81							
P/B	3.10	3.80	2.74	2.41	2.08							
EV/EBITDA	19.25	27.80	15.96	10.59	7.51							

## 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。

**唐有力**，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

**娄青丰**，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。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（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

**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年留美在乳业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（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

**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（深度研究绝味食品、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）。

**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（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深度研究农夫山泉）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 20% 以上； <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~20%； <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间； <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	<b>看涨：</b> 行业指数超越基准； <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。

## 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。