

2024年05月04日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 业绩增长彰显经营韧性，新增长点持续开拓

## —贝因美（002570.SZ）公司事件点评报告

### 买入（维持）

### 事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

2024年04月29日，贝因美发布2023年年报、2024年一季度报。

### 投资要点

#### 基本数据

2024-04-30

当前股价（元）	3.05
总市值（亿元）	33
总股本（百万股）	1080
流通股本（百万股）	1080
52周价格范围（元）	2.66-4.48
日均成交额（百万元）	47.61

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

#### 相关研究

- 《贝因美（002570）：业绩符合预期，盈利能力持续改善》2023-10-31
- 《贝因美（002570）：业绩符合预期，盈利能力望持续改善》2023-08-30
- 《贝因美（002570）：2022年顺利收官，2023年期待更好表现》2023-04-29

#### 业绩维持稳定增长，盈利端修复效果显著

公司2023/2023Q4/2024Q1总营收分别为25.28/6.12/7.20亿元，分别同增1%/2%/2%，归母净利润分别为0.47/-0.02/0.22亿元，2022为-1.76亿元/2022Q4为-2.20亿元/同增81%，实现营收和利润双增，整体业绩稳定发展。**盈利端**，2023/2024Q1公司毛利率分别为47.07%/44.34%，分别同增1pct/0.3pct，毛利率呈上升趋势，主要系产品销售折扣减少/高毛利产品销售增长所致。公司重整管理体系、梳理营销策略，不断强化费效考核/压缩低效投入，2023/2024Q1销售费率分别同减1pct/1pct至31.34%/28.45%，管理费率分别同比+1pct/-0.1pct至7.91%/6.61%。综合来看，公司2023/2024Q1的净利率分别为2.29%/3.40%，分别同增9pcts/1pct，随着营销链路不断疏通，公司盈利端有望延续恢复性增长。

#### 奶粉基本盘持续夯实，米粉类ODM业务放量

分产品看，1) 奶粉类业务基本盘夯实，新国标注册完成增强品牌力。2023年公司奶粉类营收为23.37亿元（同增3%），销量为2.28万吨（同增11%），吨价为10.24万元/吨（同减8%）。公司已完成所有婴配粉的新国标注册，增强消费者信任，并集中发力于可睿欣、爱加等高毛利产品，推动产品结构升级；同时公司发力全家营养，开拓成人奶粉系列、加快中老年营养产品临床验证，从而完成品类矩阵补齐，挖掘市场新增量。2) 米粉类ODM订单高增。2023年米粉类营收为0.41亿元（同增170%），销量为0.07万吨（同增137%），主要系定制类ODM米粉订单量增长较多所致，吨价为5.60万元/吨（同增14%），实现量价齐升。3) 其他类由于产品结构调整，量跌价增。2023年公司其他类产品的营收为1.50亿元（同减31%），销量为0.002万吨（同减49%），吨价为792.36万元/吨（同增35%），主要系公司根据业务发展需要缩减部分品类结构所致。

#### 渠道建设稳步推进，市场下沉挖掘新增量

分渠道看，2023 年公司经销商/直供客户/电子商务/总承销商/包销商/其他/其他业务收入营收分别为 5.33/4.13/4.70/3.72/6.13/0.12/1.15 亿元，分别同比-37%/+119%/+8%/-8%/+42%/-68%/-31%。截至 2023 年末，公司经销商数量为 1995 家，较 2022 年末净增加 208 家，公司持续发力渠道建设，挖掘三四线城市/乡镇等下沉市场增量，同时公司积极拓展 ODM/OEM 业务，通过与有实力的渠道商、平台客户加强合作，实现渠道推力提升。

### 盈利预测

当前公司处于恢复性增长阶段，产品不断迭代升级，边际改善望加速。我们看好公司持续推陈出新，努力提升市场影响力。根据年报和一季度报，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.09/0.15/0.19 元，当前股价对应 PE 分别为 33/21/16 倍，维持“买入”投资评级。

### 风险提示

宏观经济下行风险、原材料上涨风险、新品推广不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	2,528	3,018	3,507	3,959
增长率（%）	0.8%	19.4%	16.2%	12.9%
归母净利润（百万元）	47	100	160	209
增长率（%）	127.0%	111.2%	59.8%	30.9%
摊薄每股收益（元）	0.04	0.09	0.15	0.19
ROE（%）	2.9%	6.0%	9.2%	11.4%

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	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>2,528</b>	<b>3,018</b>	<b>3,507</b>	<b>3,959</b>
现金及现金等价物	1,028	1,203	1,609	1,890	营业成本	1,338	1,585	1,826	2,054
应收款	523	579	480	434	营业税金及附加	29	28	32	35
存货	430	353	305	286	销售费用	792	942	1,091	1,227
其他流动资产	189	121	105	79	管理费用	200	235	270	301
流动资产合计	2,170	2,256	2,500	2,689	财务费用	28	15	7	2
<b>非流动资产:</b>					研发费用	20	24	28	32
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	1,041	1,216	1,396	1,561
固定资产	810	909	910	873	资产减值损失	-26	-24	-15	-10
在建工程	255	102	41	16	公允价值变动	-26	-20	-15	-10
无形资产	151	143	136	129	投资收益	22	18	15	10
长期股权投资	85	85	85	85	<b>营业利润</b>	<b>66</b>	<b>138</b>	<b>221</b>	<b>288</b>
其他非流动资产	430	430	430	430	加:营业外收入	1	1	2	3
非流动资产合计	1,730	1,669	1,600	1,533	减:营业外支出	1	0	1	2
资产总计	3,900	3,925	4,100	4,222	<b>利润总额</b>	<b>67</b>	<b>139</b>	<b>222</b>	<b>289</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	9	19	29	38
短期借款	1,026	1,176	1,256	1,306	<b>净利润</b>	<b>58</b>	<b>121</b>	<b>192</b>	<b>251</b>
应付账款、票据	459	331	356	343	少数股东损益	10	21	32	42
其他流动负债	614	614	614	614	<b>归母净利润</b>	<b>47</b>	<b>100</b>	<b>160</b>	<b>209</b>
流动负债合计	2,196	2,170	2,273	2,306					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	28	38	46	51	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	34	34	34	34	营业收入增长率	0.8%	19.4%	16.2%	12.9%
非流动负债合计	62	72	80	85	归母净利润增长率	127.0%	111.2%	59.8%	30.9%
负债合计	2,258	2,242	2,354	2,391	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	47.1%	47.5%	47.9%	48.1%
股本	1,080	1,080	1,080	1,080	四项费用/营收	41.2%	40.3%	39.8%	39.4%
股东权益	1,642	1,683	1,747	1,830	净利率	2.3%	4.0%	5.5%	6.3%
负债和所有者权益	3,900	3,925	4,100	4,222	ROE	2.9%	6.0%	9.2%	11.4%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	57.9%	57.1%	57.4%	56.6%
净利润	58	121	192	251	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	10	21	32	42	总资产周转率	0.6	0.8	0.9	0.9
折旧摊销	112	62	68	67	应收账款周转率	4.8	5.2	7.3	9.1
公允价值变动	-26	-20	-15	-10	存货周转率	3.1	4.6	6.1	7.3
营运资金变动	260	-87	185	74	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	414	95	463	425	EPS	0.04	0.09	0.15	0.19
投资活动现金净流量	-41	54	61	61	P/E	69.4	32.9	20.6	15.7
筹资活动现金净流量	-197	80	-40	-113	P/S	1.3	1.1	0.9	0.8
现金流量净额	175	229	483	373	P/B	2.1	2.0	2.0	2.0

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，6 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、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 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。

**肖燕南：**湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**廖望州：**香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 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	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

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。