

# 贝因美 (002570)

## 创始人回归力挽颓风，重构母婴新零售生态圈

投资评级

买入

首次评级

2022年09月01日

收盘价(元):

5.43

### 公司基本数据

总股本(百万股)	1,080.04
总市值(百万)	5,864.64
流通股本(百万股)	1,071.71
流通市值(百万)	5,819.40
12月最高/最低价(元)	6.17/3.88
资产负债率(%)	54.13
每股净资产(元)	1.69
市盈率(TTM)	70.91
市净率(PB)	3.21
净资产收益率(%)	2.35

### 股价走势图



### 作者

裴伊凡 分析师  
SAC执业证书: S0640516120002  
联系电话: 010-59562517  
邮箱: peiyf@avicsec.com

### 相关研究报告

◆ 事件: 公司发布 2022 年半年报, 报告期内, 公司实现营业收入 16.14 亿元, 同比+44.0%; 归母净利润 4291 万元, 同比+28.0%; 扣非后归母净利润 2736 万元, 同比+60.1%; 毛利率 38.02%, 同比-15.58pct, 净利率 2.72%, 同比-0.67pct。22H1, 公司积极应对疫情冲击, 营收和净利逆势实现双位数高增长, 盈利能力边际改善, 其中毛利率大幅下滑的原因主要系报告期内公司毛利率较低的其他业务收入较上年同期均有较大增长。

单季度来看, 22Q2, 公司实现营收 8.00 亿元, 同比+44.2%; 归母净利润 2279 万元, 同比+20.0%; 毛利率 37.67%, 同比-16.71pct, 环比-0.70pct; 净利率 2.86%, 同比-0.61pct, 环比+0.28pct。

◆ 定位“亲子顾问, 育儿专家”, 重新布局母婴生态圈。贝因美初创于 1992 年, 主要从事婴幼儿食品的研发、生产和销售等业务。公司创始人重新操盘, 带领团队夯实存量、拓展增量, 压缩低效投入, 疏通营销链路, 持续推动向新零售方向转型, 管理及运营效率不断提高。

◆ 经营能力边际改善, 新零售转型初显成效。

① 分产品看, 22H1, 奶粉类/其他类业务/米粉类分别实现营业收入 11.90/4.17/0.07 亿元, 同比+18.2%/+308.3%/-44.3%; 收入占比分别为 73.74%/25.84%/0.42%, 同比-16.07%/+16.73%/-0.66 pct; 公司以自主生产为主要生产模式, 少量产品通过 OEM 模式生产, 其中本期奶粉类产品生产量及销量均同比上升 30%以上。

②分渠道看, 22H1, 公司经销商/总承销商/电子商务/包销商/直供客户/其他渠道分别实现营业收入 4.90/2.48/2.04/1.97/0.71/0.04 亿元, 分别同比+16.24%/+40.87%/+12.48%/+11.33%/-7.29%/-57.92%; 公司正在重点打造线上线下融合的新零售业务模式, 精准营销触达用户, 与用户建立更紧密的联系。

◆ 营收结构变化导致毛利率下滑, 费用率控制优异。盈利能力: 22H1, 公司整体毛利率 38.02%, 同比-15.58pct, 净利率 2.72%, 同比+0.67pct; 费用方面: 22H1, 公司销售/管理/财务/研发费用率分别为

股市有风险 入市需谨慎

25.76%/5.25%/1.56%/0.66%，同比-7.02/-2.28/-1.82/-0.68pct，三费均有所下降，降本增效效果显著，公司管理及经营效率稳步提升。

◆ “全品类+多渠道+重研发”，重构母婴品牌价值链。

**产品端：**公司产品包括婴幼儿/成人配方乳粉、婴幼儿零辅食、奶基营养品、含乳饮料等各类健康食品，辐射整个母婴消费圈层；公司成功打造了超级单品“爱加”、“可睿欣”等婴幼儿奶粉，满足不同年龄层消费群体需求；公司具备先进的全产业链管理系统，在黑龙江拥有自建牧场保障优质奶源，同时与全球主要原料供应商合作，保重要原材料的采购供应；22H1,公司获得由中国乳制品工业协会颁发的“2021年度质量金奖”，自2014年起，公司已连续9年获得该荣誉，力证公司产品的高品质。

**渠道端：**公司在全国拥有完善的分支机构，辐射数万个零售终端；持续推进向新零售方向转型，通过新零售模式实现在线化、数智化动态实时跟踪运营情况的业务比重大幅增长，已基本实现线上线下融合的新零售业务模式。

**研发端：**公司在婴幼儿配方乳粉的研发、生产等技术方面积累了丰富的经验，现拥有发明专利21项，婴幼儿配方乳粉注册配方产品60个，特殊医学用途配方食品注册配方4个，软件著作权20项。

◆ **政策利好催化母婴行业，高质量国产乳制品迎来发展红利期。**一方面，中国人口增速放缓，“低增长率+老龄化”趋势加剧，伴随着未来“三胎”政策的全面放开和配套措施的不断完善，新生儿出生率有望稳步提升；另一方面，今年以来，我国儿童粉销售额同比增长高286%，特殊医学配方奶粉的销售额也增长强劲，同比增长超62.40%，随着消费者健康管理意识的不断提升，乳制品及奶基营养品市场渗透率不断提高，高品质国货母婴品牌有望赢得更高的用户认可度，坐享未来母婴行业增长红利。

◆ **投资建议：**公司以“贝因美·beingmate”品牌为统领，以用户思维为导向，打造开放式母婴生态圈，为新生代父母在婴童的生育、养育、教育方面提供了全面解决方案，引领“科学化+精细化”育儿新模式。综上，预计2022-2024年公司归母净利润分别为1.28/2.49/4.57亿元，EPS分别为0.12/0.23/0.42元，当前股价对应PE分别为46/24/13倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**疫情反复的影响、行业政策风险、新业务推广不及预期、行业竞争加剧风险、销售平台管控风险。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2665.13	2539.56	3318.07	4343.98	5643.34
增长率 (%)	-4.32%	-4.71%	30.66%	30.92%	29.91%
归母净利润 (百万元)	-324.28	73.31	127.62	249.44	456.88
增长率 (%)	-214.58%	122.61%	74.07%	95.45%	83.17%
每股收益 (元)	-0.30	0.07	0.12	0.23	0.42
市盈率 (P/E)	-18.09	79.99	45.95	23.51	12.84

资料来源：同花顺，中航证券研究所

**财务报表与财务指标 (单位: 百万元)**

资产负债表						利润表							
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	665.50	705.16	676.87	331.81	434.40	813.55	营业收入	2785.48	2665.13	2539.56	3318.07	4343.98	5643.34
应收账款及账款	794.72	679.95	902.31	947.16	1240.01	1610.92	营业成本	1390.27	1444.40	1347.89	2008.78	2627.95	3364.81
预付账款	77.79	17.96	60.11	64.52	94.46	109.73	税金及附加	33.10	28.97	32.66	41.48	54.30	70.54
其他应收款	20.05	18.36	19.60	24.12	31.57	41.02	销售费用	1103.15	1089.26	745.26	862.70	1086.00	1354.40
存货	539.19	528.26	505.65	755.77	989.72	1265.95	管理费用	315.42	249.27	194.83	199.08	238.92	282.17
其他流动资产	199.64	129.84	118.79	157.09	205.67	267.18	研发费用	16.86	12.26	26.14	26.54	34.75	45.15
流动资产总计	2296.99	2079.53	2193.32	2280.46	2984.83	4108.35	财务费用	31.68	44.16	74.99	31.03	10.71	0.11
长期股权投资	92.44	100.94	117.51	118.01	118.51	119.01	资产减值损失	-13.40	-108.61	-35.84	-46.82	-61.30	-79.63
固定资产	1439.48	1031.25	962.67	832.33	698.18	560.23	信用减值损失	-16.62	-96.09	-22.35	-19.91	-21.72	-22.57
在建工程	55.37	114.51	145.67	121.39	97.11	72.83	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	170.25	163.32	161.87	136.07	110.04	83.77	投资收益	0.87	61.62	7.23	23.24	23.24	23.24
长期待摊费用	0.51	5.64	10.23	5.11	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	5.89	5.67	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	321.03	539.10	498.16	540.73	498.56	456.40	资产处置收益	14.35	0.01	-2.50	3.95	3.95	3.95
非流动资产合计	2079.08	1954.76	1896.10	1753.63	1522.40	1292.24	其他收益	28.73	27.83	25.80	27.45	27.45	27.45
资产总计	4375.97	4034.29	4089.42	4034.09	4507.23	5400.59	营业利润	-91.07	-312.53	95.80	136.38	262.99	478.60
短期借款	1110.57	1279.80	1011.35	396.55	128.59	0.00	营业外收入	1.22	2.97	2.03	2.07	2.07	2.07
应付票据及账款	503.19	449.70	381.81	640.49	837.91	1072.86	营业外支出	9.02	1.22	7.17	5.80	5.80	5.80
其他流动负债	626.14	632.97	725.54	963.18	1279.03	1637.79	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2239.89	2362.47	2118.70	1990.22	2245.53	2710.64	利润总额	-86.87	-310.78	90.66	132.64	259.26	474.87
长期借款	340.38	110.17	66.07	32.41	2.40	-23.31	所得税	-3.55	2.67	9.50	5.84	11.41	20.90
其他非流动负债	66.34	55.82	47.91	47.91	47.91	47.91	净利润	-95.32	-313.45	81.16	126.81	247.85	453.97
非流动负债合计	406.72	166.00	113.99	80.33	50.32	24.60	少数股东损益	7.76	10.83	7.85	-0.81	-1.59	-2.92
负债合计	2646.61	2528.47	2232.69	2070.55	2295.85	2735.23	归属母公司股东净利润	-103.08	-324.28	73.31	127.62	249.44	456.88
股本	1022.52	1022.52	1080.04	1080.04	1080.04	1080.04	EBITDA	82.67	-140.17	281.52	391.37	501.70	705.64
资本公积	1232.30	1247.89	1442.78	1442.78	1442.78	1442.78	NOPLAT	-71.09	-276.64	150.27	156.25	257.87	453.86
留存收益	-586.78	-817.26	-736.99	-809.37	-359.93	96.95	EPS(元)	-0.10	-0.30	0.07	0.12	0.23	0.42
归属母公司权益	1688.04	1453.14	1795.94	1913.46	2162.89	2619.78							
少数股东权益	41.32	52.68	50.90	50.08	45.49	45.58							
股东权益合计	1729.35	1505.83	1836.73	1963.54	2211.39	2665.36							
负债和股东权益合计	4375.97	4034.29	4089.42	4034.09	4507.23	5400.59							
现金流量表						主要财务比率							
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	-95.32	-313.45	81.16	78.13	199.17	405.29	成长能力						
折旧与摊销	149.86	126.46	115.87	227.69	231.73	230.66	营收增长率	11.83%	-4.32%	-4.71%	30.66%	30.92%	29.91%
财务费用	31.68	44.16	74.99	31.03	10.71	0.11	营业利润增长率	-220.43%	-243.19%	130.65%	42.36%	92.84%	81.99%
投资损失	-0.87	-61.62	-7.23	-23.24	-23.24	-23.24	EBIT增长率	-142.44%	-296.80%	162.13%	-1.20%	64.94%	75.94%
营运资金变动	-190.76	13.06	-67.43	54.12	-88.51	-150.68	EBITDA增长率	-74.66%	-269.56%	300.84%	39.02%	28.19%	40.65%
其他经营现金流	55.48	221.74	45.99	-47.76	46.96	46.96	归母净利润增长率	-350.73%	-214.58%	122.61%	74.07%	95.45%	83.17%
经营性现金流	-49.94	30.34	243.31	319.97	376.82	509.11	经营现金流增长率	-117.15%	160.75%	702.01%	31.51%	17.77%	35.10%
资本支出	126.79	137.66	173.05	0.00	0.00	-0.00	盈利能力						
长期投资	72.34	43.77	5.86	0.00	0.00	0.00	毛利率	50.09%	45.80%	46.92%	39.46%	39.50%	40.38%
其他投资现金流	6.94	134.88	13.66	24.45	24.45	24.45	净利率	-3.42%	-11.76%	3.20%	3.82%	5.71%	8.04%
投资性现金流	-47.60	40.99	-153.54	24.45	24.45	24.45	营业利润率	-3.27%	-11.73%	3.77%	4.11%	6.05%	8.48%
短期借款	-37.43	169.23	-268.45	-824.80	-257.98	-128.59	ROE	-6.11%	-22.32%	4.11%	6.67%	11.53%	17.44%
长期借款	-171.99	-230.21	-44.10	-33.86	-30.01	-25.72	ROA	-2.36%	-8.04%	1.80%	3.16%	5.53%	8.46%
普通股增加	0.00	0.00	57.52	0.00	0.00	0.00	ROIC	-2.76%	-10.44%	6.35%	6.50%	11.23%	20.12%
资本公积增加	19.45	15.59	194.89	0.00	0.00	0.00	P/E	-56.89	-18.09	79.99	45.95	23.51	12.84
其他筹资现金流	-76.39	24.92	251.53	-31.03	-10.71	-0.11	P/S	2.11	2.20	2.31	1.77	1.35	1.04
筹资性现金流	-266.35	-20.57	191.40	-689.49	-295.68	-154.41	P/B	3.47	4.04	3.28	3.06	2.71	2.24
现金流量净额	-359.97	52.17	287.00	-345.06	102.59	379.15	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
							EV/EBIT	-95.87	-27.28	37.12	38.17	22.07	11.69
							EV/EBITDA	77.93	-51.89	21.84	15.96	11.87	7.87
							EV/NOPLAT	-90.62	-26.29	40.92	39.98	23.10	12.23

数据来源：同花顺iFind，中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。  
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。  
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。  
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。  
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001  
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。  
风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无限。

### 免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637