

贝因美 (002570)

步入快速发展轨道，股权激励彰显信心

- ◆ **事件：**公司发布 2022 年三季报，前三季度公司实现营业收入 24.17 亿元，同比+45.79%；归母净利润 0.44 亿元，同比+14.19%；扣非后归母净利润 0.19 亿元，同比+335.52%，较上年同期实现扭亏为盈；毛利率 35.17%，同比-17.49pct；费用管控良好，销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.99%/5.17%/0.61%/1.34%，同比-8.72 pct /-2.94 pct /-0.86 pct /-2.38pct，净利率 1.95%，同比-0.66pct。
- ◆ **单季度来看，**2022Q3，公司主营利好及新品持续放量，实现营收 8.03 亿元，同比+49.62%；归母净利润 0.01 亿元，同比-74.46%；毛利率 29.43%，同比-21.27 pct，环比-8.24pct；净利率 0.41%，同比-0.57pct，环比-2.45pct。
- ◆ **经营边际改善，困境反转趋势向好。**公司创始人重新操盘，推动向新零售方向转型，管理及运营效率不断提高。三季度内，公司按照新国标政策的要求，快速切换产品并清理老库存，毛利率有所承压主要系二次配方注册将于 2023 年 2 月实施，终端市场竞争激烈，公司正处于抢占市场份额的攻坚时刻，对部分品类主动让利渠道抢占市场，以及原辅料成本上升、业务结构有所改变所致，而经营现金流净额大幅增长，上年同期的 9183 万元提升到本报告期的 3.04 亿元，同比增长 231.36%，整体发展势头强劲。
- ◆ **传统主营稳健增长，新零售业务表现亮眼。**公司今年的主营业务和创新业务都呈现较好的增长势头，**主营业务方面**，作为公司新零售直供渠道的首款明星产品，贝因美“可睿欣”产品力强，复购率高，且已率先获得新国标二次配方注册证，获得注册的二注新品也将于近期上市，公司大单品“爱加”等多个配方已完成现场审查，其他系列的婴幼儿配方奶粉的注册工作正在顺利推进中；**创新业务方面**，主要围绕母婴生态圈的构建，从有利于增强公司上游话语权，增加用户粘性，降低获客成本，提升客单价，形成良性协同生态。
- ◆ **股权激励绑定核心骨干利益，提升公司凝聚力。**报告期内，公司推出股票期权激励计划，行权价格为 4.89 元/股，要求 2022 年至 2024 年间，营业收入不低于 35.4 亿元、66.37 亿元、106.19 亿元，归母净利润不低于 1.2 亿元、4 亿元、8 亿元，触发值不低于当年目标 80%，收入利润各一半权重。
- ◆ **投资建议：**公司以“贝因美·beingmate”品牌为统领，以用户思维为导向，构建新零售模式提升运营效能，打造开放式母婴生态圈，为新

投资评级

买入

维持评级

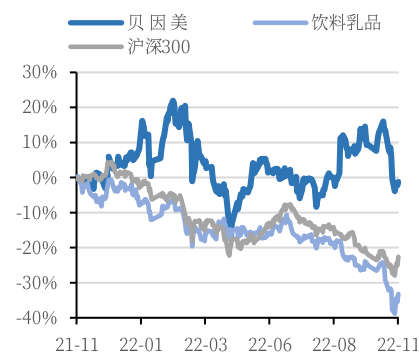
2022 年 11 月 04 日

收盘价(元): 4.82

公司基本数据

总股本(百万股)	1,080.04
总市值(百万)	5,205.81
流通股本(百万股)	1,071.71
流通市值(百万)	5,165.66
12 月最高/最低价(元)	6.17/3.88
资产负债率(%)	52.57
每股净资产(元)	1.66
市盈率(TTM)	66.05
市净率(PB)	2.91
净资产收益率(%)	2.47

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

创始人回归力挽颓风，重构母婴新零售生态圈
 —2022-09-04

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。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 41/21/11 倍，维持“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）	-16.05	71.01	40.79	20.87	11.39

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	676.97	321.91	424.40	912.55	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	1990.27	1444.40	1347.89	2008.78	2627.95	3364.81
预付账款	77.79	17.96	60.11	64.52	84.46	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	18.26	19.60	24.12	31.87	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	958.72	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	115.79	157.09	205.67	267.19	研发费用	16.86	12.26	26.14	26.54	34.75	45.15
流动资产合计	2296.99	2079.53	2192.22	2280.46	2994.93	4105.35	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	1021.25	962.67	832.33	698.18	580.23	信用减值损失	-16.62	-96.09	-22.35	-19.91	-21.72	-22.87
在建工程	55.37	114.51	145.67	121.39	97.11	72.83	其他综合收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	170.25	162.32	161.97	126.07	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	483.16	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	4088.32	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	1279.90	1011.35	336.55	123.59	0.00	营业外收入	1.22	2.97	2.03	2.07	2.07	2.07
应付账款及账款	502.19	449.70	381.51	640.49	837.91	1072.86	营业外支出	9.02	1.22	7.17	5.80	5.80	5.80
应付债券	626.14	632.97	725.54	962.18	1279.03	1637.78	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	-98.87	-310.78	90.66	132.64	259.26	474.87
长期借款	340.38	110.17	66.07	22.41	2.40	-23.31	所得税	-3.55	2.67	9.30	5.84	11.41	20.90
其他非流动负债	66.24	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	1090.04	1090.04	1090.04	1090.04	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	-566.78	-517.26	-736.99	-609.27	-359.92	96.95	EPS(元)	-0.10	-0.30	0.07	0.12	0.23	0.42
其他综合收益	1688.04	1453.14	1785.94	1913.46	2162.89	2619.78							
少数股东权益	41.22	52.68	50.90	50.08	48.49	45.59							
股东权益合计	1729.35	1505.83	1826.73	1962.54	2211.39	2665.36							
负债和股东权益合计	4375.97	4034.29	4088.32	4034.09	4507.23	5400.59							

现金流量表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动	-95.32	-313.45	81.16	78.13	199.17	405.29
投资活动	149.86	126.46	115.87	227.69	231.73	230.66
筹资活动	31.68	44.16	74.99	31.03	10.71	0.11
现金净增加	-0.87	-81.62	-7.23	-23.24	-23.24	-23.24
期初现金	190.76	13.06	-67.48	54.12	-88.51	-180.68
期末现金	55.48	221.74	45.99	-47.76	46.96	46.96
经营活动净流量	-49.94	30.34	243.31	319.97	376.82	509.11
资本支出	126.79	137.66	173.05	0.00	0.00	-0.00
长期投资	72.34	43.77	5.86	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	6.84	134.88	13.66	24.45	24.45	24.45
投资性现金流	-47.60	40.99	-153.84	24.45	24.45	24.45
短期借款	-37.43	169.23	-268.45	-524.30	-237.96	-123.59
长期借款	-171.98	-230.21	-44.10	-33.66	-30.01	-25.72
普通股增加	0.00	0.00	57.52	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	19.45	15.89	194.99	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-78.39	24.82	251.53	-31.03	-10.71	-0.11
筹资性现金流	-266.35	-20.87	191.40	-639.49	-298.68	-154.41
现金净流量	-359.97	82.17	287.00	-348.06	102.59	379.15

主要财务比率						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长性						
营收增长率	11.83%	-4.32%	-4.71%	30.66%	30.92%	29.91%
营业利润增长率	-220.43%	-243.19%	130.65%	42.36%	92.84%	81.99%
EBIT增长率	-142.44%	-296.80%	162.13%	-1.20%	64.94%	75.94%
EBITDA增长率	-74.66%	-269.56%	300.84%	39.02%	28.19%	40.65%
归母净利增长率	-350.73%	-214.58%	122.61%	74.07%	95.45%	83.17%
经营现金流增长率	-117.15%	160.75%	702.01%	31.51%	17.77%	35.10%
盈利能力						
毛利率	50.09%	45.80%	46.92%	39.46%	39.50%	40.38%
净利率	-3.42%	-11.76%	3.20%	3.82%	5.71%	8.04%
营业利润率	-3.27%	-11.73%	3.77%	4.11%	6.05%	8.48%
ROE	-6.11%	-22.32%	4.11%	6.67%	11.53%	17.44%
ROA	-2.36%	-8.04%	1.80%	3.16%	5.53%	8.46%
ROIC	-2.76%	-10.44%	6.35%	6.50%	11.23%	20.12%
偿债能力						
P/E	-80.30	-16.05	71.01	40.79	20.87	11.39
P/S	1.87	1.95	2.05	1.57	1.20	0.92
P/B	3.08	3.58	2.92	2.72	2.41	1.99
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBIT	-95.87	-27.28	37.12	34.14	19.63	10.30
EV/EBITDA	77.93	-51.89	21.84	14.28	10.56	6.93
EV/NOPLAT	-90.82	-26.29	40.92	35.76	20.55	10.78

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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、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