

贝因美(002570.sz)

上半年净利润同比下滑，但婴童行业前景可期

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010017

2011年中报收入符合预期，但净利增速稍低于预期

上半年销售收入 23.82 亿元，同比增长 18.18%，符合我们此前 20% 预测增速；净利润 1.95 亿元，同比仅增长 1.49%，扣除非经常性损益后净利润为 1.78 亿元，同比下滑 21.34%；EPS 为 0.49 元。

中报关键信息：毛利率维稳，三大费用率皆同比上升

1) 上半年公司奶粉收入为 21.35 亿元，同比增长 22.6%，而米粉类收入为 1.38 亿元，同比下滑 8.7%。募投项目在 2013 年达产前，公司产能受限，而为抢占市场份额，提价幅度有限，预计全年收入增速约为 20% 左右。2) 综合毛利率基本维持在 62.72%，其中，奶粉毛利率下滑 0.95%，米粉毛利率下滑 8.72%，预计下半年毛利率有望改善。3) 华中地区增长最快，同比增速为 33%，且收入占比为 18.4%，仅次于华南地区，华南增速为 18.7%，而华西和华东（不含浙江）地区增速仅为 7% 左右。4) 上半年销售费用率、管理费用率以及财务费用率分别为 42.84%、7.42% 和 0.66%，同比去年增长 4.52%。目前奶粉竞争格局仍处“混战”中，销售费用率较难下降。

公司看点：定位清晰，婴童行业前景广阔

1) 居民消费收入提高以及出生率提高将继续推动行业发展，前景可期。2) 公司定位婴幼儿产业综合方案解决者和服务提供商，打破婴幼儿奶粉“天花板”：第一、奶粉仅是具体化产品，跳出产品可提供更多附加值的服务，辅助扩大奶粉收入规模。第二、婴童行业广阔，不仅可以销售食品，还可以销售如尿不湿等婴童用品、玩具类等。

盈利预测和投资评级：一年内合理估值为 37-44 元

预计 11-13 年 EPS 为 1.11 元、1.47 元和 2.11 元，按照 12 年 25-30PE 计算，12 个月内合理价值为 37-44 元，给予“买入”评级。

风险提示：上游材料价格上涨，食品安全问题，首发股份解禁减持压力。
预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,245.22	4,028.30	4744.36	5719.39	8481.33
增长率(%)	67.41%	24.13%	17.78%	20.55%	48.29%
EBITDA(百万元)	515.55	645.33	665.26	909.63	1287.72
净利润(百万元)	375.78	422.24	473.73	625.79	899.58
增长率(%)	243.66%	12.36%	12.19%	32.10%	43.75%
每股收益(元)	0.981	1.102	1.11	1.47	2.11
市盈率	0.00	0.00	29.59	22.40	15.58
市净率	0.00	0.00	4.21	3.54	2.89
EV/EBITDA	0.00	0.00	17.77	13.08	8.74

数据来源: 浙江贝因美科工贸股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

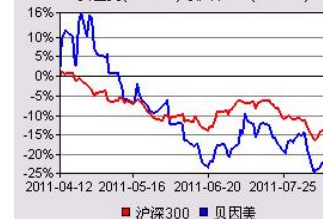
公司评级

买入

当前价格(元)	32.90
目标价格(元)	44.00
前次评级	买入

股价走势

贝因美(002570)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-11.08%	-16.75%	-21.63%
沪深 300	-7.39%	-7.01%	-1.52%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

426.05/43.00

主要股东:

贝因美集团有限公司

主要股东持股比例

38.66%

财务比率

ROE	38.23%
ROA	24.65%
资产负债率	58.49%
每股净资产(元)	2.88

2010 年报数据

2011年中报业绩：收入基本符合预期

今年上半年，公司实现营业收入23.82亿元，同比增长18.18%，符合我们此前20%预测增速；净利润1.95亿元，同比仅增长1.49%，扣除非经常性损益后净利润为1.78亿元，同比下滑21.34%；EPS为0.49元。

中报关键信息：毛利率维稳，三大费用率皆上升

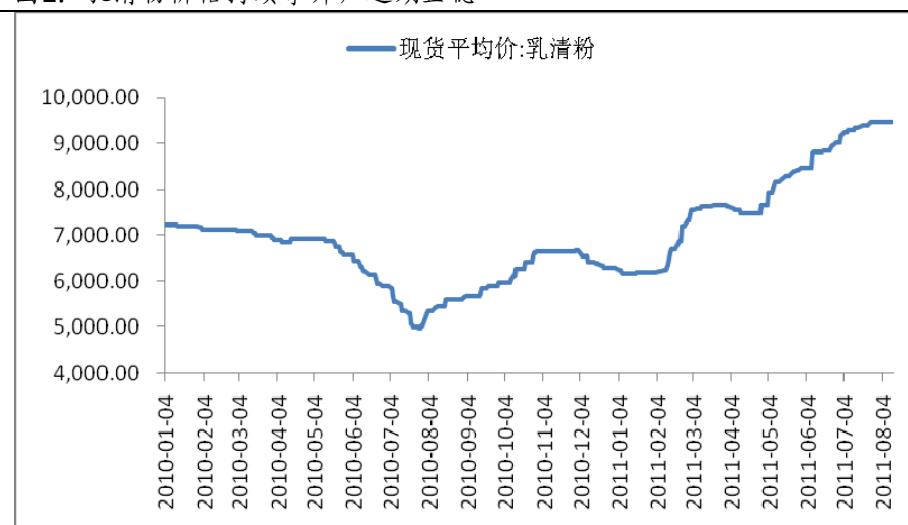
第一、上半年公司奶粉收入为21.35亿元，同比增长22.6%，而米粉类收入为1.38亿元，同比下滑8.7%。我们认为，奶粉收入增速小于伊利股份上半年33%增速，部分原因因为公司的主要产品为高端产品，今年食品安全导致海外代购明显致使收入增速下滑，而米粉市场有待开发。预计募投项目将在2013年达产，则公司今年受制产能，另外为抢占市场份额，提价幅度有限，故我们预计今年公司全年销售收入增速约为20%左右。

第二、综合毛利率基本维持在62.72%，同比微幅下滑0.03个百分点，其中，奶粉毛利率下滑0.95个百分点，米粉毛利率下滑8.72个百分点，今年上半年原奶、乳清等上游原材料涨幅明显情况下，公司毛利率基本维持不变，预计下半年乳清粉价格继续攀升较难持续，且公司于7月份对部分产品有小幅提价，将有利于公司毛利率改善。

第三、从区域销售情况看，公司在华中地区增长最为迅速，同比增速为33%，且收入占比为18.4%，仅次于华南地区，而收入比重最高的华南地区销售收入增速为18.7%，而华西和华东（不含浙江）地区收入增速仅为7%左右，综合而言，公司销售区域分布相对平衡。

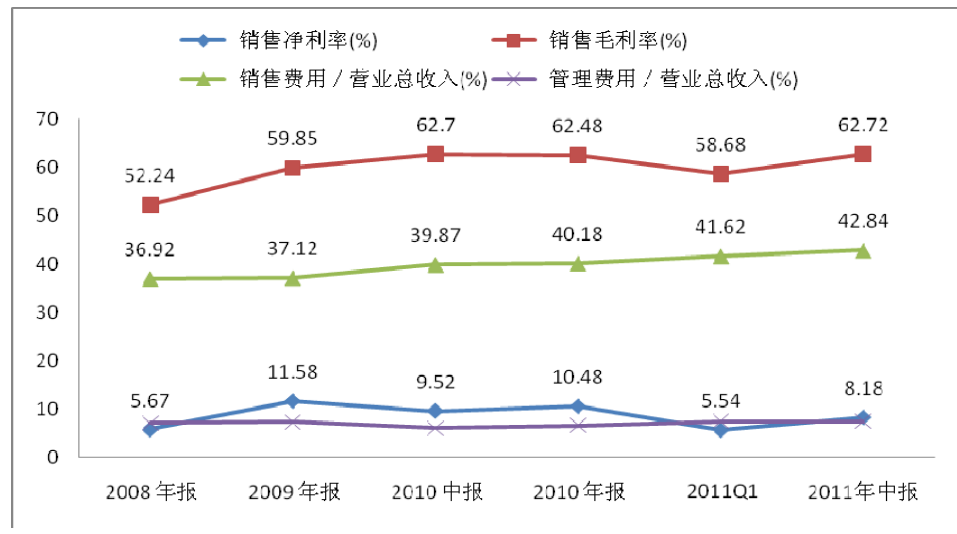
第四、上半年三大费用率皆上升，销售费用占收入比重、管理费用率以及财务费用率分别为42.84%、7.42%和0.66%，加总为50.92%，同比去年增长4.52个百分点。目前奶粉竞争格局仍处“混战”中，销售费用率较难下降，劳动力成本上升和运输等费用增加使得公司管理费用也有所增长。

图1：乳清粉价格持续攀升，近期企稳



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

图2：公司毛利率、销售费用率和净利率情况



数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

公司未来看点：公司定位清晰，婴童行业前景可期

- 短期行业仍处“混战”中，未来前景可期：1) 短期来看，行业销售费用率高难下降，造成其局面的主要原因为：A、国内将奶粉定位为快消品，使得其广告费用和渠道费用居高不下；B、品牌太多，需要用广告来告知消费者，宣传产品。2) 长期来看，行业整合是趋势，从国家对食品安全角度考虑，未来小企业生存成本越来越大，大企业有整合空间。且大多数国家2-3个优势品牌市场份额为70%左右，如在美国，美赞臣、雅培和雀巢三家市场份额超过90%。3) 居民消费收入提高以及出生率提高将继续推动行业发展，前景可期。A、居民收入增长将推动原有中高收入消费者进行消费升级，带来行业“价”的上升，低收入人群收入增长将增加行业“量”的增长。B、未来十几年将是我国生育高峰期，未来我国“二胎”政策放开将推动行业发展。
- 定位婴幼儿产业生教养综合方案解决者和服务提供商，打破婴幼儿奶粉“天花板”，至少有两大成功之处：第一、奶粉仅是具体化产品，公司跳出产品可提供更多附加值的服务，具备专业方面优势，则可扩大奶粉销售量。第二、婴童行业广阔，不仅可以销售食品，还可以销售如尿不湿等婴童用品、玩教具等。（详细内容参与我们7月20日发布的调研简报）

盈利预测与投资评级：一年内合理估值37-44元

盈利预测假设：1) 募投项目2013年贡献产能，在募投项目未达产前，公司通过外购，销量小幅增长；2) 公司每年都8-10%小幅提价；3) 2011年毛利率下降至59%，此后基本保持稳定；4) 销售费用率保持在39-40%水平。

我们预计11-13年EPS为1.11元、1.47元和2.11元，按照12年25-30PE计算，12个月内合理价值为37-44元，给予“买入”评级。

风险提示：上游材料价格上涨，食品安全问题，首发股份解禁减持压力。

资产负债表

单位：百万元

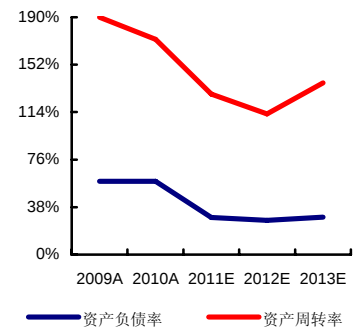
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	945	1,393	3,133	3,490	4,631
货币资金	337	579	2,544	2,471	3,114
应收及预付	236	378	111	438	652
存货	352	436	478	581	865
其他流动资产	20	0	0	0	0
非流动资产	1,082	1,267	1,601	1,968	2,289
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	628	1,108	1,496	1,849	2,170
在建工程	293	2	-8	12	17
无形资产	137	132	113	107	102
其他长期资产	24	25	0	0	0
资产总计	2,027	2,660	4,734	5,458	6,919
流动负债	1,005	1,190	1,052	1,150	1,712
短期借款	205	405	0	0	0
应付及预收	687	728	1,052	1,150	1,712
其他流动负债	113	57	0	0	0
非流动负债	185	366	351	351	351
长期借款	180	351	351	351	351
应负债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	15	0	0	0
负债合计	1,190	1,556	1,403	1,501	2,063
股本	383	383	426	426	426
资本公积	78	78	1,788	1,788	1,788
留存收益	375	644	1,117	1,743	2,643
归属母公司股东权益	835	1,104	3,331	3,957	4,857
少数股东权益	1	0	0	0	0
负债和股东权益	2,027	2,660	4,734	5,458	6,919

利润表

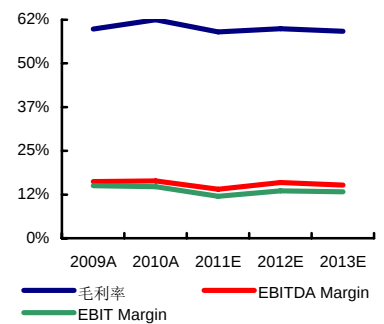
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3245	4028	4744	5719	8481
营业成本	1303	1511	1944	2293	3466
营业税金及附加	12	43	50	60	90
销售费用	1205	1618	1898	2231	3282
管理费用	237	264	285	359	520
财务费用	17	29	-1	-5	-4
资产减值损失	-2	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	474	552	568	781	1128
营业外收入	15	62	62	62	62
营业外支出	29	66	33	43	47
利润总额	461	548	597	801	1143
所得税	85	126	124	175	243
净利润	376	422	474	626	899
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	376	422	474	626	900
EBITDA	527	662	665	910	1288
EPS (元)	0.98	1.10	1.11	1.47	2.11

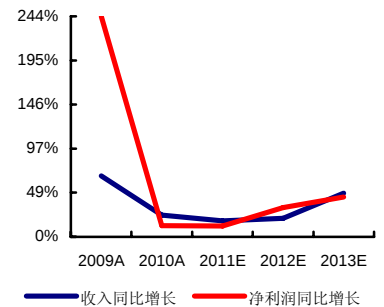
资产负债率趋势



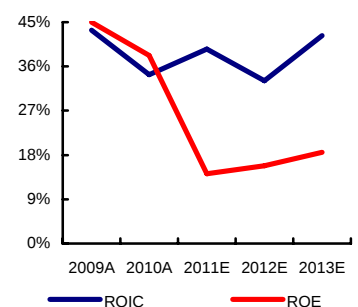
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

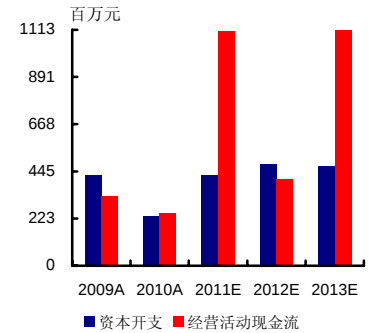
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	329	250	1,107	408	1,113
净利润	376	422	474	626	899
折旧摊销	39	70	98	133	164
营运资金变动	-98	-284	539	-331	64
其它	12	42	-4	-19	-15
投资活动现金流	-444	-214	-428	-480	-470
资本支出	-424	-233	-428	-480	-470
投资变动	-19	20	0	0	0
其他	-1	-1	0	0	0
筹资活动现金流	155	202	1,286	0	0
银行借款	504	661	-405	0	0
债券融资	-428	-267	-63	0	0
股权融资	224	0	1,753	0	0
其他	-144	-191	0	0	0
现金净增加额	40	238	1,964	-72	643
期初现金余额	293	337	579	2,544	2,471
期末现金余额	333	575	2,544	2,471	3,114

主要财务比率

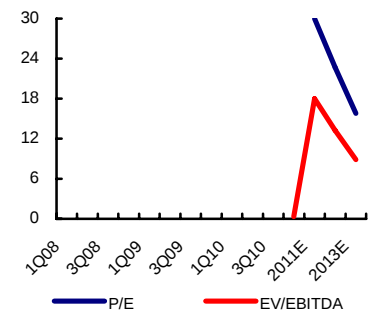
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	67.4%	24.1%	17.8%	20.6%	48.3%
营业利润	286.7%	16.6%	2.9%	37.5%	44.4%
归属于母公司净利润	243.7%	12.4%	12.2%	32.1%	43.8%
获利能力					
毛利率	59.9%	62.5%	59.0%	59.9%	59.1%
净利率	11.6%	10.5%	10.0%	10.9%	10.6%
ROE	45.0%	38.2%	14.2%	15.8%	18.5%
ROIC	43.4%	34.3%	39.5%	33.0%	42.3%
偿债能力					
资产负债率	58.7%	58.5%	29.6%	27.5%	29.8%
净负债比率	9.9%	20.3%	-65.8%	-53.6%	-56.9%
流动比率	0.94	1.17	2.98	3.03	2.70
速动比率	0.53	0.76	2.46	2.46	2.13
营运能力					
总资产周转率	1.90	1.72	1.28	1.12	1.37
应收账款周转率	19.10	17.52	17.52	17.52	17.52
存货周转率	4.32	3.84	4.07	3.95	4.01
每股指标 (元)					
每股收益	0.98	1.10	1.11	1.47	2.11
每股经营现金流	0.86	0.65	2.60	0.96	2.61
每股净资产	2.18	2.88	7.82	9.29	11.40
估值比率					
P/E	0.0	0.0	29.6	22.4	15.6
P/B	0.0	0.0	4.2	3.5	2.9
EV/EBITDA	0.2	0.3	17.8	13.1	8.7

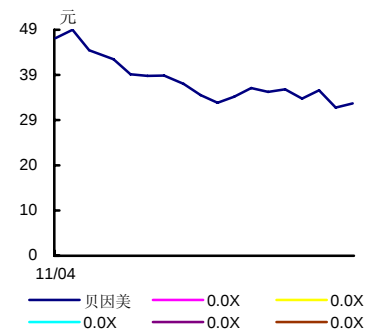
资本支出与经营活动现金流



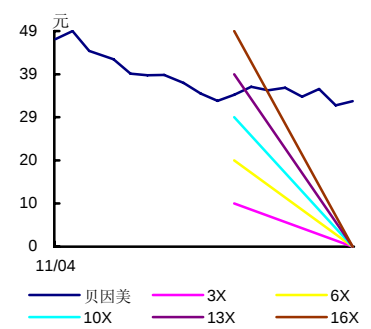
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料行业研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

贝因美(002570.sz)公司调研报告

胡鸿

2011-07-20

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。