

贝因美

拟设立跨境电商平台，效果有待观察

公司动态

公司近况

公司公告其全资子公司拟以自有资金人民币 100 万元在香港投资设立全资子公司华贝（香港）电子商务有限公司，经营跨境电商业务，旨在通过该平台将公司自有或代理的海外产品在国内销售，或将公司自有或代理的产品销往海外。

评论

平台处于筹备初期，效果有待观察。公司此番尝试跨境电商业务，从侧面反映出海淘和电商对我国婴幼儿奶粉行业的影响仍在持续，公司希望通过涉足跨境电商弥补自身在线上渠道的短板并寻求新增长点。我们认为经营电商平台的关键是用户流量的获取，目前国内已有小红书、洋码头、蜜芽宝贝等多个相对成熟的跨境电商平台，公司自建平台是否能够成功切取份额仍有待观察，长期上政府对跨境电商的政策是否会有所变动亦存不确定性。公司拟投资设立的跨境电商平台目前尚处于筹备初期，初始投资规模不大，预计对报表的短期影响有限。

行业新政值得关注，公司拐点尚待确认。若同时针对国内与海外品牌的婴幼儿配方奶粉注册制管理办法能在年内出台，将加速削减婴幼儿奶粉品牌数量，届时不符合要求的中小品牌退出将为剩余企业留出一定市场空间。我们认为政策变革或将成为行业去产能与集中度提升的催化，但政策推出的时间/内容及推出后的落地效果目前尚难以判断。此外，即使大部分中小品牌退出市场，婴幼儿奶粉企业仍然面临大品牌之间的竞争，公司是否较其他国产或进口大品牌更具竞争优势也是判断其未来份额能否提升的关键。从目前情况看，截至 Q3 公司渠道库存基本恢复正常，但仍然面临销售政策与产品结构调整等问题，虽然在 Q3 的业绩预告中，公司预计 Q4 单季将扭亏并实现较高盈利，但我们认为现阶段行业和公司拐点尚不明朗，Q4 单季可能的改善是由短期压货或费用管控带来还是已出现长期可持续的反转仍有待观察。

估值建议

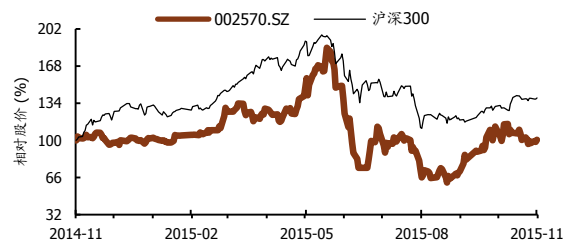
维持原盈利预测不变，预计 2015/2016 年收入分别为 42.7/46.8 亿元，归属母公司净利润分别为-1.55/0.46 亿元。维持中性评级。

风险

行业竞争加剧、原材料价格上涨、食品安全事件。

维持中性

股票代码	002570.SZ
评级	中性
最新收盘价	人民币 16.26
目标价	人民币 13.71
52 周最高价/最低价	人民币 30.97~9.78
总市值(亿)	人民币 166
30 日日均成交额(百万)	人民币 978.29
发行股数(百万)	1,023
其中：自由流通股(%)	40
30 日日均成交量(百万股)	56.48
主营行业	食品饮料



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	6,117	5,049	4,265	4,675
增速	14.2%	-17.5%	-15.5%	9.6%
归属母公司净利润	721	69	-155	46
增速	41.5%	-90.4%	-325.6%	N.M.
每股净利润	0.71	0.07	-0.15	0.05
每股净资产	3.83	3.49	3.34	3.38
每股股利	0.41	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.20	-0.18	-0.27	0.51
市盈率	23.1	241.3	N.M.	360.3
市净率	4.2	4.7	4.9	4.8
EV/EBITDA	15.0	70.4	N.M.	72.2
股息收益率	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	14.8%	1.4%	-3.4%	1.0%
平均净资产收益率	19.7%	1.8%	-4.5%	1.3%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

吕若晨

分析师

ruochen.lv@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080514080002

SFC CE Ref: BEE828

袁霏阳

分析师

feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080511030012

SFC CE Ref: AIZ727



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)					主要财务比率				
	2013A	2014A	2015E	2016E		2013A	2014A	2015E	2016E
利润表									
营业收入	6,117	5,049	4,265	4,675	成长能力				
营业成本	2,360	2,325	1,957	2,083	营业收入	14.2%	-17.5%	-15.5%	9.6%
营业税金及附加	73	63	53	59	营业利润	26.7%	-90.4%	-349.8%	N.M.
营业费用	2,466	2,207	2,118	2,134	EBITDA	22.4%	-77.3%	-117.4%	N.M.
管理费用	316	366	361	372	净利润	41.5%	-90.4%	-325.6%	N.M.
财务费用	-53	-28	-15	-18	盈利能力				
其他	0	0	0	0	毛利率	61.4%	53.9%	54.1%	55.4%
营业利润	939	90	-225	44	营业利润率	15.4%	1.8%	-5.3%	0.9%
营业外收支	22	14	18	18	EBITDA 利润率	16.5%	4.5%	-0.9%	4.9%
利润总额	961	104	-207	62	净利润率	11.8%	1.4%	-3.6%	1.0%
所得税	240	41	-52	15	偿债能力				
少数股东损益	0	-6	0	0	流动比率	2.83	2.38	2.25	2.20
归属母公司净利润	721	69	-155	46	速动比率	2.09	1.58	1.21	1.37
EBITDA	1,008	228	-40	227	现金比率	1.29	0.49	0.00	0.23
资产负债表					资产负债率	22.9%	24.4%	23.5%	23.4%
货币资金	1,515	558	-1	242	净债务资本比率	净现金	净现金	0.0%	净现金
应收账款及票据	390	457	502	420	回报率分析				
预付款项	179	201	170	180	总资产收益率	14.8%	1.4%	-3.4%	1.0%
存货	865	915	1,087	868	净资产收益率	19.7%	1.8%	-4.5%	1.3%
其他流动资产	376	584	584	584	每股指标				
流动资产合计	3,324	2,715	2,342	2,294	每股净利润 (元)	0.71	0.07	-0.15	0.05
固定资产及在建工程	1,524	1,651	1,775	1,883	每股净资产 (元)	3.83	3.49	3.34	3.38
无形资产及其他长期资产	203	225	216	208	每股股利 (元)	0.65	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,830	2,018	2,133	2,232	每股经营现金流 (元)	0.20	-0.18	-0.27	0.51
资产合计	5,154	4,733	4,475	4,526	估值分析				
短期借款	0	0	0	0	市盈率	23.1	241.3	N.M.	360.3
应付账款及票据	1,091	1,072	980	979	市净率	4.2	4.7	4.9	4.8
其他流动负债	84	69	59	64	EV/EBITDA	15.0	70.4	N.M.	72.2
流动负债合计	1,175	1,141	1,039	1,044	股息收益率	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	4	14	14	14					
负债合计	1,179	1,156	1,053	1,058					
股东权益合计	3,913	3,566	3,411	3,457					
少数股东权益	0	4	4	4					
负债及股东权益合计	5,092	4,726	4,468	4,519					
现金流量表									
净利润	721	69	-155	46					
折旧和摊销	106	141	185	201					
营运资本变动	-617	-398	-288	295					
其他	-54	-270	0	0					
经营活动现金流	210	-188	-274	524					
投资活动现金流入	12	1,525	0	0					
投资活动现金流出	-1,866	-1,011	-300	-300					
投资活动现金流	-1,853	515	-300	-300					
股权融资	0	10	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-249	-407	15	18					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-1,892	-80	-559	243					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

贝因美婴童食品股份有限公司是国内知名品牌奶粉企业之一，是三聚氰胺事件中少数未被检测出三聚氰胺的奶粉公司。公司主要产品包括婴幼儿配方奶粉、营养米粉、其他婴幼儿辅食和婴童用品。贝因美品牌是国内婴幼儿食品领域的领导品牌之一。

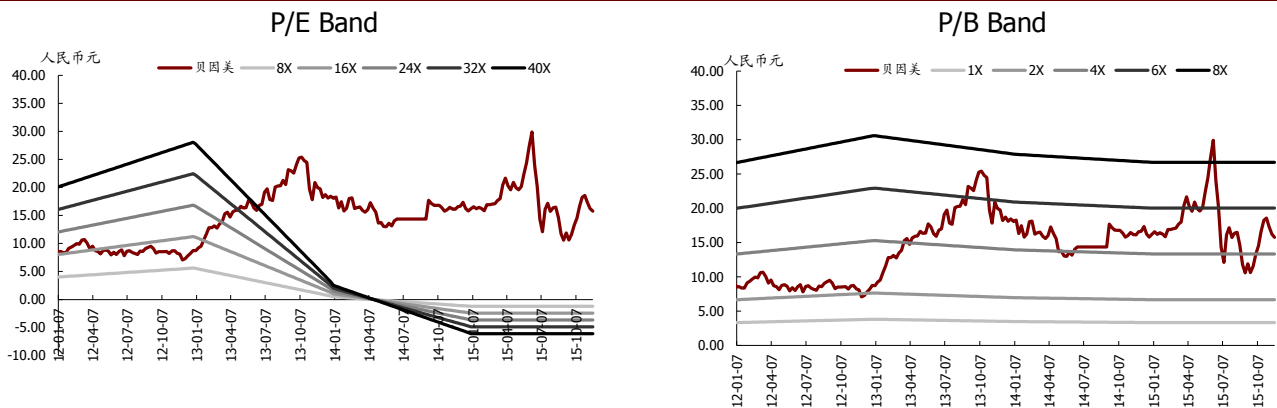


图表 1：可比公司估值表

代码	当前股价 2015/11/25	市值 亿元	市盈率 2014A	市盈率 2015E	市盈率 2016E	市净率 2014A	市净率 2015E	市净率 2016E	净资产收益率(%) 2014A	净资产收益率(%) 2015E	净资产收益率(%) 2016E	股息收益率(%) 2014A	股息收益率(%) 2015E	股息收益率(%) 2016E	EV/EBITDA 2014A	EV/EBITDA 2015E	EV/EBITDA 2016E	市销率 2014A	市销率 2015E	市销率 2016E
乳制品板块																				
伊利股份 600887.SH	15.41	935	22.8	21.6	18.4	5.1	4.6	4.1	22.2	21.3	22.3	2.6	2.7	3.2	15.8	13.7	10.3	1.7	1.6	1.4
光明乳业 600597.SH	16.51	203	34.1	31.6	25.4	4.5	4.1	3.7	13.1	13.1	14.6	1.4	1.4	1.4	17.1	14.6	12.3	1.0	0.9	0.9
贝因美 002570.SZ	16.26	166	241.3	-107.0	360.3	4.7	4.9	4.8	1.9	-4.6	1.3	0.0	0.0	0.0	86.8	-633.8	81.9	3.3	3.9	3.6
蒙牛乳业 2319.HK	13.06	512	16.8	14.6	13.3	0.9	0.8	0.8	5.5	5.7	5.7	2.8	3.4	3.7	6.9	10.5	11.5	1.0	1.0	1.0
合生元 1112.HK	13.52	85	7.9	15.3	15.1	2.4	2.3	2.1	30.5	15.1	13.7	5.1	1.3	1.3	4.7	9.2	8.7	1.8	2.1	2.0
雅士利 1230.HK	1.93	92	28.4	40.3	28.9	2.2	1.1	1.0	7.8	2.6	3.6	1.1	0.7	1.0	16.0	17.9	11.3	3.3	3.8	3.6
现代牧业 1117.HK	2.17	115	6.7	8.8	6.5	1.2	1.1	1.0	18.5	12.5	15.0	0.0	0.0	0.0	6.6	7.0	5.9	3.5	2.3	2.2
中国圣牧 1432.HK	1.70	108	11.7	9.5	7.3	2.2	1.8	1.5	19.1	19.0	19.9	0.0	0.0	0.0	12.8	10.2	8.9	5.1	3.2	2.5
乳制品板块总体平均			14.3	15.7	12.8	2.1	1.8	1.6	13.0	9.9	10.5	1.4	1.1	1.2	8.9	9.2	7.6	1.9	1.7	1.5

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 2：贝因美历史估值区间



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司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。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

截至本报告发布日，中金公司或其关联机构持有下述公司已发行股份的 1%以上：贝因美。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30%以上；绝对收益在 20%以上的个股为“推荐”、在-10%~20%之间的为“中性”、在-10%以下的为“回避”；绝对收益在-20%以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10%以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10%以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

