

品渥食品 (300892.SZ) / 食品加工

新渠道进展顺利, 德亚加速可期

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 63.51

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qizq.com.cn

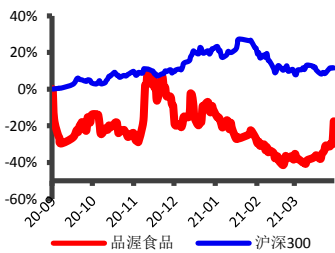
研究助理: 罗頔影

Email: luody@r.qizq.com.cn

### 基本状况

总股本(亿股)	1.00
流通股本(亿股)	0.25
市价(元)	63.51
市值(亿元)	64
流通市值(亿元)	16

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1. 品渥食品深度: 进口食品第一股, 持续发力全渠道布局

### 公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1380	1503	1844	2376	3029
增长率 yoy%	10.36%	8.91%	22.67%	28.90%	27.47%
净利润	99	136	142	187	242
增长率 yoy%	26.72%	37.31%	4.37%	31.73%	29.39%
每股收益(元)	0.99	1.36	1.42	1.87	2.42
每股现金流量	1.31	1.37	1.37	1.61	2.23
净资产收益率	29.25%	12.68%	10.24%	12.93%	15.93%
P/E	53.95	39.29	37.64	28.58	22.09
PEG	2.29	1.86	1.71	1.21	1.04
P/B	15.78	4.98	3.85	3.69	3.52

备注: 股价数据更新截止 2021 年 4 月 23 日

### 投资要点

- **事件: 公司发布 2020 年报和 21 年一季报: 20 年实现营收 15.03 亿元, yoy+8.91%; 归母净利润 1.36 亿元, yoy +37.31%; 扣非净利润 1.29 亿元, yoy 38.45%。21Q1 实现营收 3.18 亿元, yoy+15.95%; 归母净利润 3003.51 万元, yoy+23.11%; 扣非净利润 2339.54 万元, yoy+6.07%。**
- **收入增速放缓主要受疫情+会计准则调整影响, 德亚奶加速可期。**公司 20Q4、21Q1 分别实现收入 4.12、3.18 亿元, 分别同比-1.62%、+15.95%, 收入增速下滑、放缓主要受会计准则调整影响, 原计入销售费用的应付客户对冲价冲减了部分当期收入。**分品类看**, 乳品(德亚)、啤酒、粮油、谷物和综合食品, 分别实现收入 10.94、2.01、0.69、0.62、0.75 亿元, 分别同增 13.2%、12.6%、-9.4%、-0.3%、-20.6%。乳品和啤酒的收入占比分别提升 2.7pct 和 0.4pct 至 72.9%、13.4%。德亚收入增速下降主要受疫情下报关减缓、国外产能受限+收入准则调整影响, 根据渠道调研, 预计同比口径下收入同比增长约 20%。啤酒实现加速增长, 粮油和谷物下滑放缓, 去年公司分品类成立事业部的改善效应开始显现。**分渠道看**, 线上、下分别实现营收 8.7、6.3 亿元, 分别同比+20.2%、-3.5%, 线上收入占比提升 5.5pct 至 57.9%。其中线上自营和分销增速最快, 分别增长 37.8%、31.9%, 增长主要由于公司开拓叮咚买菜、朴朴等电商进展顺利, 同时线上直播、抖音、社团等多个新兴渠道也蓬勃发展共同贡献高增速。
- **疫情+渠道结构优化助推净利率提升。**公司 2020 全年、20Q4、21Q1 **毛利率**分别为 34.2% (同比-4.4pct)、32.5% (环比+0.3pct)、30.2%; **销售费用率**分别为 20.6% (同比-6.4pct)、20.7% (环比-0.4pct)、18.5%。毛利率和销售费用率大幅下降主要受会计准则调整影响。综合看, 20 全年, 20Q4、21Q1 毛销差分别为 13.6%(+2.1pct)、11.8%(环比-0.1pct)、11.6%, 20 年同比提升较多主要受疫情影响, 终端促销活动减少, 费用下降所致, 预计今年恢复常态后销售费用率会略出现上升。2020 全年、20Q4、21Q1 **净利率**分别为 9.04%、8.08% (环比-0.55pct)、9.44%, Q1 净利率上行因获政府补助所致, Q1 扣非净利率为 7.35%。综合考虑今年促销活动恢复正常+股权支付下费用率上行+渠道结构优化助推盈利能力提升, 我们预计今年净利率约 7.5-8%, 仍高于 19 年及以前的水平。
- **德亚、啤酒加速增长可期。**1) **德亚乳品:** 去年全国白奶需求加大, 公司供应商产能紧张, 去年开始增加产能满足战略增长需求。2021 年下半年, 公司投资新增 1 条 200ML 纯奶包装线投产, 同时在原有产能的向公司增加

200ML 的供应量，预计合计可用产能增加 1.3 亿只/年，共计约 2600 万千克，同比 2019 年的销量增长 27%。公司将通过线上直播、社区团购等新渠道进行下沉。2) **啤酒**：品渥在去年下半年成立单独的啤酒事业部，今年或将发力开拓餐饮渠道贡献新增量。

- **国内居民消费水平的提高和线上渠道的便捷性为进口食品进入消费者视野创造了良好条件。看好公司作为国内领先的进口食品运营商，持续布局均衡的全渠道模式，不断提高自身盈利水平。**根据公司 20 年业绩和会计准则变化，我们调整盈利预测，预计 2021-2023 年公司收入分别为 18.4/23.8/30.3 亿元，同比增长 23%/29%/27%，预计归母净利润为 1.42/1.87/2.42 亿元，同比增长 4.4%/31.7%/29.4%（不考虑激励摊销费用为 19%/25%/24%），EPS 分别为 1.42/1.87/2.42 元（21-22 年前次预测值为 1.68/2.21 元），对应 PE 分别为 38X、29X，22X，维持“买入”评级。
- **风险提示**：食品安全风险，行业竞争加剧，渠道区域开拓不及预期。

**图表 1: 品渥食品三大财务报表预测 (单位: 百万元)**

利润表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>1,380</b>	<b>1,503</b>	<b>1,844</b>	<b>2,376</b>	<b>3,029</b>	货币资金	200	487	369	475	606
增长率	10.4%	8.9%	22.7%	28.9%	27.5%	应收款项	149	133	208	225	318
营业成本	-848	-990	-1,218	-1,568	-2,000	存货	216	196	314	341	496
% 销售收入	61.5%	65.8%	66.1%	66.0%	66.0%	其他流动资产	17	346	821	825	836
毛利	532	513	626	809	1,029	流动资产	582	1,162	1,711	1,867	2,255
% 销售收入	38.5%	34.2%	33.9%	34.0%	34.0%	% 总资产	74.1%	84.9%	86.8%	85.8%	86.6%
营业税金及附加	-6	-6	-7	-9	-12	长期投资	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	3	162	189	214	237
营业费用	-373	-309	-391	-509	-651	% 总资产	0.4%	11.9%	9.6%	9.8%	9.1%
% 销售收入	27.0%	20.6%	21.2%	21.4%	21.5%	无形资产	43	40	36	32	27
管理费用	-26	-22	-46	-49	-50	非流动资产	204	206	259	310	348
% 销售收入	1.9%	1.49%	2.50%	2.1%	1.7%	% 总资产	25.9%	15.1%	13.2%	14.2%	13.4%
息税前利润 (EBIT)	127	176	181	242	316	<b>资产总计</b>	<b>785</b>	<b>1,369</b>	<b>1,970</b>	<b>2,176</b>	<b>2,603</b>
% 销售收入	9.2%	11.7%	9.8%	10.2%	10.4%	短期借款	12	0	103	236	364
财务费用	-2	-3	-4	-2	-3	应付款项	280	235	411	424	649
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	其他流动负债	59	62	71	72	73
资产减值损失	-1	3	-3	0	0	流动负债	352	297	586	732	1,086
公允价值变动收益	0	2	0	0	0	长期贷款	95	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0
% 税前利润	—	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>447</b>	<b>297</b>	<b>586</b>	<b>732</b>	<b>1,086</b>
营业利润	124	177	174	240	313	<b>普通股股东权益</b>	<b>338</b>	<b>1,071</b>	<b>1,385</b>	<b>1,444</b>	<b>1,517</b>
营业利润率	9.0%	11.8%	9.5%	10.1%	10.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业外收支	8	8	8	8	8	<b>负债股东权益合计</b>	<b>785</b>	<b>1,369</b>	<b>1,970</b>	<b>2,176</b>	<b>2,603</b>
税前利润	<b>132</b>	<b>185</b>	<b>182</b>	<b>248</b>	<b>321</b>	<b>比率分析</b>					
利润率	9.5%	12.3%	9.9%	10.4%	10.6%		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	-33	-44	-46	-61	-79	<b>每股指标</b>					
所得税率	24.8%	24.0%	25.4%	24.6%	24.6%	每股收益 (元)	0.99	1.36	1.42	1.87	2.42
净利润	99	136	142	187	242	每股净资产 (元)	3.38	10.71	13.85	14.44	15.17
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	1.31	1.37	1.37	1.61	2.23
归属于母公司的净利润	<b>99</b>	<b>136</b>	<b>142</b>	<b>187</b>	<b>242</b>	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.99	1.31	1.69
净利率	7.2%	9.0%	7.7%	7.9%	8.0%	<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	29.25%	12.68%	10.24%	12.93%	15.93%
净利润	99	136	142	187	242	总资产收益率	12.60%	9.93%	7.20%	8.58%	9.28%
加: 折旧和摊销	3	12	5	7	10	投入资本收益率	44.09%	52.78%	55.76%	57.83%	59.36%
资产减值准备	1	2	0	0	0	<b>增长率</b>					
公允价值变动损失	0	-2	0	0	0	营业收入总收入增长率	10.36%	8.91%	22.67%	28.90%	27.47%
财务费用	0	4	4	2	3	EBIT增长率	25.42%	36.52%	5.31%	31.30%	30.58%
投资收益	0	0	0	0	0	净利润增长率	26.72%	37.31%	4.37%	31.73%	29.39%
少数股东损益	0	0	0	0	0	总资产增长率	19.41%	74.27%	43.98%	10.45%	19.61%
营运资金的变动	49	1	-14	-36	-32	<b>资产管理能力</b>					
<b>经营活动现金净流</b>	<b>131</b>	<b>137</b>	<b>137</b>	<b>161</b>	<b>223</b>	应收账款周转天数	37.9	33.6	33.1	32.6	32.1
固定资本投资	-44	-5	-60	-60	-50	存货周转天数	55.8	49.4	49.8	49.6	49.7
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-64</b>	<b>-341</b>	<b>-526</b>	<b>-58</b>	<b>-48</b>	应付账款周转天数	85.9	69.8	70.3	70.5	70.5
股利分配	0	0	-99	-131	-169	固定资产周转天数	0.8	19.8	34.3	30.6	26.8
其他	9	476	370	135	125	<b>偿债能力</b>					
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>9</b>	<b>476</b>	<b>271</b>	<b>4</b>	<b>-44</b>	净负债/股东权益	-109.36%	-34.41%	-26.87%	-25.61%	-125.00%
<b>现金净流量</b>	<b>76</b>	<b>272</b>	<b>-118</b>	<b>107</b>	<b>131</b>	EBIT利息保障倍数	51.5	54.1	46.1	121.0	107.8
						资产负债率	56.94%	21.71%	29.73%	33.63%	41.73%

来源: wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。