

强烈推荐-A (维持)

品渥食品 300892.SZ

当前股价: 50.21 元

2021年04月26日

收入稳健增长, 全渠道拓展顺利

基础数据

上证综指	3441
总股本(万股)	10000
已上市流通股(万股)	2500
总市值(亿元)	50
流通市值(亿元)	13
每股净资产(MRQ)	11.0
ROE(TTM)	12.8
资产负债率	21.7%
主要股东	王牧
主要股东持股比例	45.0%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《品渥食品(300892)——立足乳品优势赛道, 快速成长的进口食品品牌商》2020-12-06

丁浙川

dingzhechuan@cmschina.com.cn
S1090519070002

李秀敏

lixiumin1@cmschina.com.cn
S1090520070003

研究助理

徐锡联

xuxilian@cmschina.com.cn

事件: 公司发布 2020 年年报及 2021Q1 业绩报告, 业绩基本符合预期。2020 年实现收入 15.03 亿元, 同比+8.91%, 归母净利润 1.36 亿元, 同比+37.31%。2021Q1 实现收入 3.18 亿元, 同比+15.95%, 归母净利润 0.30 亿元, 同比+23.11%。看好公司未来全渠道发展。

□ 2020 年收入稳健增长, 2021Q1 高基数下收入增速亮眼。2020 年实现收入 15.03 亿元, 同比+8.91%, 分产品来看乳品/啤酒/粮油/谷物/综合同比分别为 +13.18%/+12.56%/-9.41%/-0.32%/-20.58%。其中德亚品牌实现销售收入 10.94 亿元, 同比增长 13.18%, 瓦伦丁品牌实现销售收入 2.01 亿元, 同比增长 27.37%。分渠道来看, 线上实现收入 8.69 亿元, 占比 57.82%, 线下实现收入 6.33 亿元, 占比 42.10%。2021 年 Q1 实现营业收入为 3.18 亿元, 较去年同期增长 15.95%, 实现归属于上市公司股东的净利润为 0.30 亿元, 较去年同期增长 23.11%。

□ 毛利率略有下滑, 费用率改善带来盈利水平提升。公司 2020 年全年毛利率为 34.15%, 同比下滑 4.38pct; 得益于精细管理和销售管控制度的完善, 期间费用率整体下降。销售/管理/财务费用率分别为 20.57%/1.49%/0.22%, 同比变动-6.45%/-0.36%/+0.03pct; 2020 年全年净利率为 9.04%, 同比提升 1.87pct。2021Q1 毛利率为 30.16%, 同比下滑 2.44pct, 销售/管理/财务费用率分别为 18.52%/2.92%/-1.98%, 同比变动-0.91%/+1.19%/+0.10pct。2020Q1 净利率为 9.44%, 同比提升 0.55pct。

□ 加强销售渠道建设, 积极布局新渠道。公司实施“紧跟新零售变化, 布局全渠道”的渠道渗透策略, 形成了以线下直销渠道、线下经销渠道、线上电商渠道等相结合的立体式营销渠道, 实现了对各市场的全面覆盖。线下直销渠道覆盖了沃尔玛山姆、大润发、麦德龙、家乐福、华润万家 OLE、永辉超市等国内外知名大卖场; 线下经销渠道覆盖了约 700 多家活跃经销商所辖地区的中小型超市、便利店等网点; 线上电商渠道覆盖了京东、天猫超市、盒马鲜生、苏宁易购、叮咚买菜、朴朴主流电商平台及天猫、拼多多等平台自营旗舰店。同时在社区团购、直播、社交电商等新渠道也在快速发展。

□ 投资建议: 我们预计公司 2021~2023 年净利润分别为 1.66/2.01/2.45 亿元, 当前股价对应 2021 年 PE 为 30X, 维持“强烈推荐-A”评级。

□ 风险提示: 市场竞争加剧, 供应商集中度较高, 食品安全, 限售股解禁集中减持的风险。

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	1380	1503	1887	2349	2863
同比增长	10%	9%	26%	24%	22%
营业利润(百万元)	124	173	213	259	317
同比增长	27%	39%	23%	22%	23%
净利润(百万元)	99	136	166	201	245
同比增长	27%	37%	22%	21%	22%
每股收益(元)	1.32	1.36	1.66	2.01	2.45
PE	38.1	37.0	30.2	25.0	20.5
PB	11.1	4.7	4.1	3.6	3.2

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 公司各季度业绩情况 (单位: 百万)

	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
营业收入	624.42	336.40	419.03	274.48	407.72	408.39	412.24	318.26
营业成本	395.59	199.85	252.75	185.00	261.88	264.52	278.17	222.28
毛利润	228.83	136.55	166.27	89.48	145.83	143.86	134.07	95.98
销售税金	2.42	1.38	2.13	1.10	1.79	1.31	1.74	1.37
销售费用	165.53	100.66	106.61	53.33	84.23	86.22	85.35	58.93
管理费用	9.48	10.80	5.25	4.75	3.48	7.18	6.92	9.28
财务费用	-0.69	1.87	1.31	0.33	3.24	0.21	-0.55	-6.30
投资收益	0.00	0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	2.57
资产减值损失	0.90	-1.14	-0.52	-0.65	1.12	-3.87	0.67	0.58
营业利润	52.54	19.98	51.52	29.01	54.32	45.52	43.77	34.96
营业外收入	2.54	0.91	4.21	3.13	1.87	1.95	0.74	7.10
营业外支出	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.00	0.10	0.09
利润总额	55.07	20.88	55.71	32.13	56.18	47.47	44.41	41.96
所得税	13.70	4.97	14.06	7.73	13.29	12.22	11.10	11.93
净利润	41.37	15.91	41.66	24.40	42.88	35.25	33.31	30.04
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	41.37	15.91	41.66	24.40	42.88	35.25	33.31	30.04

资料来源: wind, 招商证券

表 2: 公司各季度利润率情况 (%)

	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
毛利率	36.65	40.59	39.68	32.60	35.77	35.23	32.52	30.16
销售费用率	26.51	29.92	25.44	19.43	20.66	21.11	20.70	18.52
管理费用率	1.52	3.21	1.25	1.73	0.85	1.76	1.68	2.92
财务费用率	-0.11	0.55	0.31	0.12	0.79	0.05	-0.13	-1.98
营业利润率	8.41	5.94	12.29	10.57	13.32	11.15	10.62	10.98
净利率	6.63	4.73	9.94	8.89	10.52	8.63	8.08	9.44
所得税率	24.88	23.82	25.23	24.07	23.66	25.74	24.99	28.42

资料来源: wind, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	582	1162	1245	1336	1479
现金	200	487	514	508	543
交易性投资	0	332	332	332	332
应收票据	0	1	1	2	2
应收款项	143	127	138	172	210
其它应收款	6	5	7	8	10
存货	216	196	235	293	357
其他	17	14	17	21	26
非流动资产	204	206	340	460	569
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3	162	300	424	536
无形资产	43	40	36	33	29
其他	158	4	4	4	4
资产总计	785	1369	1584	1796	2049
流动负债	352	297	347	408	475
短期借款	12	0	0	0	0
应付账款	200	184	230	286	349
预收账款	15	15	19	23	28
其他	125	98	98	98	98
长期负债	95	0	0	0	0
长期借款	95	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	447	297	347	408	475
股本	75	100	100	100	100
资本公积金	18	590	590	590	590
留存收益	245	381	547	699	883
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	338	1071	1238	1389	1573
负债及权益合计	785	1369	1584	1796	2049

现金流量表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	131	137	196	212	263
净利润	99	136	166	201	245
折旧摊销	3	12	21	35	47
财务费用	0	4	0	0	0
投资收益	0	(0)	0	0	0
营运资金变动	32	(15)	(9)	(44)	(49)
其它	(3)	0	17	20	20
投资活动现金流	(64)	(341)	(168)	(168)	(168)
资本支出	(64)	(11)	(168)	(168)	(168)
其他投资	0	(330)	0	0	0
筹资活动现金流	9	476	0	(50)	(60)
借款变动	12	(118)	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0	0
资本公积增加	(0)	572	0	0	0
股利分配	0	0	0	(50)	(60)
其他	(2)	(3)	0	0	0
现金净增加额	76	272	27	(6)	35

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1380	1503	1887	2349	2863
营业成本	848	990	1234	1538	1873
营业税金及附加	6	6	15	23	29
营业费用	373	309	396	493	601
管理费用	26	22	28	35	43
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	2	3	0	0	0
资产减值损失	(2)	(2)	0	0	0
公允价值变动	0	2	0	0	0
其他收益	1	0	0	0	0
投资收益	(0)	0	0	0	0
营业利润	124	173	213	259	317
营业外收入	8	8	8	8	8
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	132	180	220	267	325
所得税	33	44	54	66	80
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净	99	136	166	201	245

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年成长率					
营业收入	10%	9%	26%	24%	22%
营业利润	27%	39%	23%	22%	23%
净利润	27%	37%	22%	21%	22%
获利能力					
毛利率	38.5%	34.2%	34.6%	34.5%	34.6%
净利率	7.2%	9.0%	8.8%	8.6%	8.6%
ROE	29.3%	12.7%	13.4%	14.5%	15.6%
ROIC	20.9%	12.4%	13.0%	14.1%	15.2%
偿债能力					
资产负债率	56.9%	21.7%	21.9%	22.7%	23.2%
净负债比率	14.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.7	3.9	3.6	3.3	3.1
速动比率	1.0	3.3	2.9	2.6	2.4
营运能力					
资产周转率	1.8	1.1	1.2	1.3	1.4
存货周转率	4.0	4.8	5.7	5.8	5.8
应收帐款周转率	9.9	11.1	14.1	15.0	14.8
应付帐款周转率	4.2	5.2	6.0	6.0	5.9
每股资料 (元)					
EPS	1.32	1.36	1.66	2.01	2.45
每股经营现金	1.75	1.37	1.96	2.12	2.63
每股净资产	4.51	10.71	12.38	13.89	15.73
每股股利	0.00	0.00	0.50	0.60	0.73
估值比率					
PE	38.1	37.0	30.2	25.0	20.5
PB	11.1	4.7	4.1	3.6	3.2
EV/EBITDA	40.6	27.9	22.1	17.6	14.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

丁浙川，商业组首席分析师，布里斯托大学金融硕士、电子科技大学工学学士，曾任职于华泰证券零售组，2019年加入招商证券。2019-2020年Wind金牌分析师第一名。

李秀敏，商业组资深分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018年6月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。团队获得2019年Wind金牌分析师餐饮旅游行业第一名。2020年金牛奖休闲服务行业最佳分析团队客观量化榜单第二名。

徐锡联，上海交通大学金融硕士，上海财经大学金融工程学士，2020年加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。