

品渥食品 (300892)

立足全球、服务国内，借力新零售打造进口食品行业领先者

整合全球优质食品资源，服务国内。品渥食品 (300892.SZ)是一家从事自有品牌食品开发、进口、销售及国外食品的合作代理业务的公司，公司产品分为自有品牌产品、合作品牌产品和代理品牌产品，主要聚焦于乳品、啤酒、粮油、谷物以及饼干点心类等五大品类。公司股权结构集中，公司公开发行新股不超过 2500 万股，占发行后总股本的比例不低于 25%，新股募集资金总额为 6.67 亿元，扣除发行费用后募集资金净额为 5.97 亿元。

消费升级激发进口食品潜力，新零售渠道模式带动行业发展。公司主营业务包括进口液态奶、进口啤酒、进口橄榄油等进口食品。近年进口液态奶、进口啤酒、进口橄榄油在消费升级背景下消费量逐年提升，发展空间大。随着互联网技术的不断深化和普及，国内居民消费方式发生了深刻变化，网络购物市场规模不断扩大，这将有利于进口食品行业拓宽销售渠道，保持营收规模稳定增长。

产品更新及时、渠道优质稳定、运营推广日趋成熟。近年来公司乳品、啤酒等产品线不断更新，公司自有品牌产品迭代迅速及时。作为一家进口食品公司，公司拥有稳定优质、长期合作的海外供应商，而销售端，公司形成了以线下直销渠道、线下经销渠道以及线上电商渠道等相结合的立体式营销渠道。公司不断加强品牌推广，在采购、仓储物流、交付等各个方面运营管理与质量控制日趋成熟。

财务方面，借力新零售营收稳步提升，盈利能力良好。2015 年来公司营收增速均为正，2018 年来公司营收增速逐年提高，2020 前 3 季度公司营收 10.9 亿元，同比增长 13.51%，同时公司借力新零售，加大线上销售尤其是线上统一入仓销售模式，实现销售稳步增长。毛利率方面，公司近三年毛利率为 39.73%/38.77%/38.47%，各品牌业务毛利率基本维持稳定。盈利能力方面，公司 2018-2020 前三季度的归母净利润增速分别为 22.42%/26.72%/79.01%，公司归母净利率从 2016 年来稳步上升，2020 年前三季度的归母净利率已经达到 9.4%。盈利能力不断上升。

投资建议：品渥食品作为国内较早实现进口食品自有品牌运营的企业，产品更新迅速及时，紧跟消费趋势，国外进口食品渠道优质稳定、运营推广日趋成熟。公司逐步发力新零售线上销售模式，营收稳步提升，盈利及现金流向好。随着公司仓储物流产品链进一步完善，品牌推广力度加大，以及国家消费升级政策以及物流和相关产业配套的不断成熟，公司业绩有望进一步增长。我们预计公司 2020-2022 净利润分别为 1.47 亿元/1.83 亿元/2.14 亿元，对应 PE 为 38.95X/31.17X/26.61X。估值方面，我们以三只松鼠、良品铺子、来伊份作为可比公司，我们以疫情趋于稳定的 21 年作为基础，给予品渥食品 20 年 48.72 倍估值，目标市值为 71.38 亿元，对应股价 71.38 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：进口食品市场需求变化风险；新冠肺炎导致公司业绩下滑风险；境外供应商合作风险；汇率波动风险；食品安全风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,250.27	1,379.84	1,573.02	1,793.25	2,062.23
增长率(%)	2.85	10.36	14.00	14.00	15.00
EBITDA(百万元)	105.96	131.34	194.25	245.98	290.77
净利润(百万元)	78.07	98.93	146.52	183.08	214.44
增长率(%)	22.41	26.72	48.10	24.95	17.13
EPS(元/股)	0.78	0.99	1.47	1.83	2.14
市盈率(P/E)	73.10	57.69	38.95	31.17	26.61
市净率(P/B)	23.83	16.88	11.20	8.24	6.29
市销率(P/S)	4.56	4.14	3.63	3.18	2.77
EV/EBITDA	0.00	0.00	28.62	21.81	18.21

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2020 年 11 月 22 日

投资评级

行业 食品饮料/食品加工

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 57.07 元

目标价格 71.38 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 100.00

流通 A 股股本(百万股) 23.71

A 股总市值(百万元) 5,707.00

流通 A 股市值(百万元) 1,353.15

每股净资产(元) 10.38

资产负债率(%) 28.17

一年内最高/最低(元) 82.00/52.50

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 公司简介及历史沿革.....	5
1.1. 发展历程：产自国外，服务国内	5
1.2. 产品以乳品、啤酒为主，线上线下齐发力	6
1.3. 股权结构集中，绑定管理人员与公司利益一致	8
2. 消费升级激发进口食品潜力，新零售渠道模式带动行业发展.....	9
2.1. 国产液态奶规模稳定，进口液态奶行业上升空间足	11
2.2. 国内啤酒市场产量下滑，差异化、高品质啤酒将成为啤酒消费主流选择	14
2.3. 国内橄榄油消费量逐年增加，进口橄榄油发展空间广阔	17
2.4. 网购日趋普及，新零售推动消费升级	19
3. 产品更新及时、渠道优质稳定、运营推广日趋成熟	20
3.1. 自有品牌产品迭代及时，标准化产品开发	20
3.2. 打造优质品牌，推广覆盖面足	22
3.3. 国外进口渠道稳定优质，线上线下销售全布局	23
3.4. 高效运营管理，保障持续创新力	25
4. 财务分析：借力新零售营收稳步提升，盈利能力良好	26
4.1. 营业收入稳步上升，逐步发力线上销售模式	26
4.2. 毛利率维持稳定，自有品牌毛利逐年增加	27
4.3. 盈利能力显著提升	30
4.4. 线上销售比例提升带动费用下降，销售模式逐步优化	31
4.5. 现金流不断改善	32
4.6. 资本结构逐步优化，短期偿债压力小	32
5. 盈利预测与投资建议.....	33
6. 风险提升.....	34

图表目录

图 1：公司重点经营进口食品 9 个品牌.....	5
图 2：公司 2019 年各品牌业务营收占比	5
图 3：公司发展历程	6
图 4：公司总营业收入及变动情况	6
图 5：公司营收按品牌分类（万元）	6
图 6：公司主营业务收入按各类型产品分类	7
图 7：公司主营业务收入构成按销售模式分类	7
图 8：公司股权结构	8
图 9：截至 2020 年三季度末公司募集资金金额及用途（万元）	9
图 10：2009-2019 居民消费支出（亿元）及增长率	9
图 11：2009-2019 进口食品规模（百万美元）	9
图 12：2009-2019 各国人均进口食品金额（美元）	10

图 13: 2020 年 1-9 月各类型进口食品金额 (万元) 及占比.....	10
图 14: 2007-2017 年中国奶牛存栏量、奶类产量及乳制品进口量	11
图 15: 2019-2023 年我国牛奶产品市场规模变化趋势预测 (亿元)	11
图 16: 中国液体奶产量 (万吨)	12
图 17: 2015.1-2020.10 中国牛奶及酸奶零售价.....	12
图 18: 2013-2019 液态奶进口量 (左轴) 及进口额 (右轴) 变化	12
图 19: 各国液态奶人均消费量.....	12
图 20: 城镇及农村居民人均液态奶消费量 (千克)	12
图 21: 城市及农村居民液态奶渗透率.....	12
图 22: 1999-2019 啤酒产量 (万千升)	14
图 23: 2009-2019 各国人均啤酒产量 (升/人) 长期稳定	14
图 24: 2012-2019 中国啤酒消费量 (千万升)	14
图 25: 2017 各国人均啤酒消费量 (升/年)	14
图 26: 各国人均啤酒消费支出 (美元) /人均可支配收入	15
图 27: 2016-2020 啤酒平均价格 (元)	15
图 28: 2013-2019 啤酒进口量 (万升) 及进口金额 (万美元)	15
图 29: 中国高端啤酒消费量及消费额.....	15
图 30: 中国各类型啤酒品牌.....	16
图 31: 中国啤酒消费量各企业市占率	16
图 32: 中国高端啤酒各企业市占率	16
图 33: 品利橄榄油各类型产品	17
图 34: 2017-2020E 全球橄榄油产量 (百万吨)	17
图 35: 中国橄榄油消费量 (万吨)	17
图 36: 中国历年橄榄油出口量、进口量 (吨) 及变动情况	18
图 37: 中国历年橄榄油出口金额 (万美元)	18
图 38: 2019 包装食用油各品类零售均价 (元/吨)	18
图 39: 各类食用油营养成分比例	18
图 40: 2019 各品牌橄榄油竞争格局	19
图 41: 2015-2019 实物商品网上零售额 (亿元) 及 YOY、渗透率	20
图 42: 网络购物及手机网络购物的网民使用率	20
图 43: 2019H1、2020H1 液态奶各销售渠道销售同比增速	20
图 44: 2018H1-2020H1 液态奶销售渠道占比 (%)	20
图 45: 公司 “德亚” 乳品产品线发展历程	21
图 46: “瓦伦丁” 啤酒产品线	21
图 47: “亨利” 谷物产品线	21
图 48: 公司新产品开发流程一	22
图 49: 公司新产品开发流程二	22
图 50: 2017-2019 公司广告设计费用 (万元) 及其 YOY	23
图 51: 公司 2017 年来加强品牌推广	23
图 52: 2017-2019 各典型渠道销售金额 (万元)	25
图 53: 2017-2019 各典型渠道销售营收金额占主营业务收入比例	25

图 54: 公司国外采购具体流程	26
图 55: 公司 2015-2020M9 营业收入	26
图 56: 2017-2019 主营业务收入构成按销售模式划分	26
图 57: 主营业务收入构成按季度划分	27
图 58: 主营业务收入构成按产品品牌划分 (亿元)	27
图 59: 2017-2019 公司毛利润 (万元)	27
图 60: 2017-2019 公司主营业务毛利按品牌类型分类 (万元)	27
图 61: 2017-2019 公司各业务毛利率	28
图 62: 2017-2019 公司各品牌业务毛利率	28
图 63: 2017-2019 可比公司毛利率对比	29
图 64: 2019 乳品类可比公司毛利率对比	29
图 65: 2019 啤酒类可比公司毛利率对比	29
图 66: 2017-2019 年粮油类可比公司毛利率对比	29
图 67: 2017-2019 饼干点心类可比公司毛利率对比	30
图 68: 2017-2019 谷物类可比公司毛利率对比	30
图 69: 2015-2020M9 公司归母净利润 (万元) 及 YOY	30
图 70: 2015-2019 归母净利率: 逐年提升	30
图 71: 公司各项费用 (万元) 及期间费用 YOY	31
图 72: 公司各类费用率	31
图 73: 各公司期间费用率	32
图 74: 2016-2020 前三季度公司各类现金流净额 (万元)	32
图 75: 2016-2020M9 公司自由现金流金额 (万元)	32
图 76: 2015-2020 前三季度公司资产负债率 (万元)	33
图 77: 2015-2020 前三季度公司流动比率和速动比率	33
 表 1: 公司三类线上销售模式介绍	7
表 2: 截至 2020 第三季度公司管理人员通过熹利投资间接持股情况	9
表 3: 乳制品行业各公司 2019 年收入情况 (万元)	13
表 4: 2020 年 5-6 月各类型牛奶单价	13
表 5: 2020 年 11 月各品牌啤酒价格	17
表 6: 各品牌橄榄油价格	19
表 7: 2017-2019 公司“德亚”酸奶销售收入 (万元)	22
表 8: 公司进口食品供应商	24
表 9: 2017-2019 各品牌产品毛利率变动	28
表 10: ROE 及杜邦分析	31
表 11: 品渥食品估值表	33
表 12: 可比公司估值表	34

1. 公司简介及历史沿革

1.1. 发展历程：产自国外，服务国内

品渥食品 (300892.SZ)是一家从事自有品牌食品开发、进口、销售及国外食品的合作代理业务的公司，是国内较早实现进口食品自有品牌运营的企业。公司产品分为自有品牌产品、合作品牌产品和代理品牌产品：1)自有品牌是指公司对消费者需求及偏好研究后，自主进行品牌开发与推广的相关产品，该类产品品牌的中英文商标均为公司所有，产品由国外优质供应商根据公司的要求生产，并由公司在中国大陆境内进行最终销售；2)合作品牌产品是指公司与国外品牌商进行品牌合作的相关产品，该类产品品牌的中文商标为公司所有，英文商标为国外品牌商持有，产品由国外品牌商根据约定生产，并由公司在中国大陆境内进行最终销售；3)代理品牌产品是指公司经国外品牌商授权在中国大陆境内销售的相关产品，该类型品牌的商标为国外品牌商所有，产品由国外品牌商生产，由公司在中国大陆境内进行最终销售。

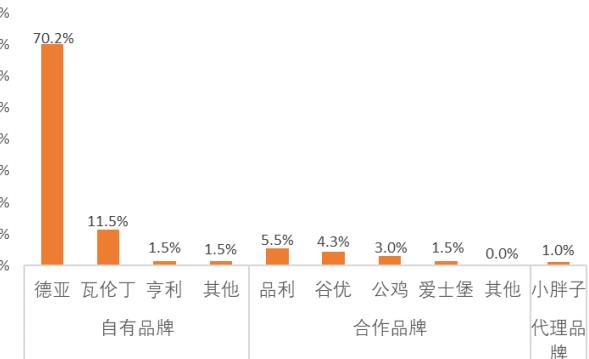
目前，公司产品以德亚乳品、瓦伦丁啤酒、亨利谷物等自有品牌和品利橄榄油等合作品牌进口食品为主，主要聚焦于乳品、啤酒、粮油、谷物等几大食品品类。通过整合全球优质食品资源，公司全力打造“进口食品自有品牌”的品牌发展战略，致力于将中国美食品牌与全球生产体系嫁接。2019年，公司营收13.8亿元，其中自有品牌德亚乳品占比70.2%、瓦伦丁啤酒占比11.5%、亨利谷物占比1.5%；合作品牌品利橄榄油占比5.5%、谷优饼干占比4.3%。

图1：公司重点经营进口食品9个品牌



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图2：公司2019年各品牌业务营收占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2000年，公司引入品利橄榄油进入中国，是国内较早的进口食品运营企业。2012年以来，公司对国内消费者需求及偏好研究后，不断推出自主研发的品牌，并在品牌基础上不断推出新口味、新品类产品，逐步覆盖更广泛人群：

在2012年公司推出“德亚”纯牛奶后，2015年，公司推出德亚酸奶；2016年，公司推出黄桃、蓝莓等多种口味德亚酸奶以及澳大利亚奶源地纯牛奶；2018年，公司推出德亚儿童酸奶；2019年，公司推出德亚儿童牛奶系列及德亚成人乳粉系列；2020年，公司推出法国进口有机低脂高钙牛奶系列。

“瓦伦丁”品牌进口啤酒于2013年推出。2018年，瓦伦丁荷拉斯啤酒荣获中国国际啤酒挑战赛金奖；2017年，瓦伦丁被京东超市认定为用户挚爱品牌；根据京东联合21世纪经济研究院发布的《2017年线上酒业消费报告》，瓦伦丁销售额位列行业线上第五。

2016年公司将“亨利”品牌自有化，2018年，公司对亨利现有品牌形象和产品线进一步创新升级，在口味选择、包装设计上，更加契合现代年轻消费群体对于健康早餐的新选择。

合作品牌方面，公司 2000 年引入品利橄榄油后，公司将“精选、健康、品质、美味”作为品利橄榄油的产品定位，品利橄榄油 2016 年成为“体育·训练局国家队运动员备战保障产品”。

图 3：公司发展历程


资料来源：公司官网、招股说明书，天风证券研究所

1.2. 产品以乳品、啤酒为主，线上线下齐发力

营收稳步增长，公司业务不断向自有品牌产品聚焦，逐步减少代理品牌产品销售业务。2019 年公司营收达 13.8 亿人民币，同比变动+10.36%，2020 年以来，公司录得营收 10.9 亿元，同比变动+13.51%。按品牌分类，公司近年来不断向自有品牌产品聚焦，逐步减少代理品牌产品销售业务，2019 年公司自有品牌营收 11.66 亿元，占营收比例 84.61%，较 2017 年的 65.89% 提升近 20 个百分点。相比之下，合作品牌和代理品牌的营收逐年递减，合作品牌 2019 年营收 1.98 亿元，占比 14.37%，较 2017 年的 28.97% 下降了 14.6 个百分点。

相对于品牌合作以及品牌代理，自营品牌的模式有两个优点：一方面可以充分利用国外优质的原材料资源、供应商加工能力，满足消费者对优质进口食品的需求；另一方面可以为增强客户对公司自身品牌的消费粘性，强化公司产品的市场影响力，从而保障公司业绩稳定持续发展。

图 4：公司总营业收入及变动情况
图 5：公司营收按品牌分类（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

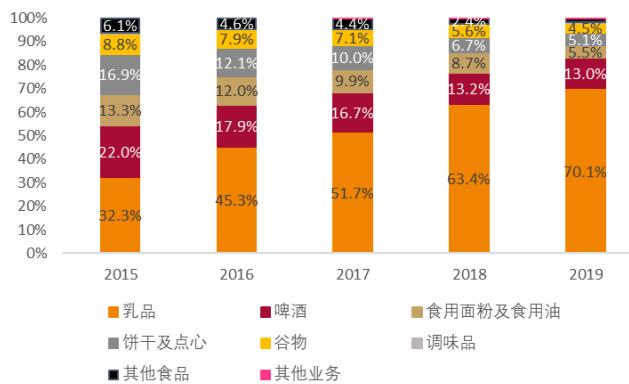


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

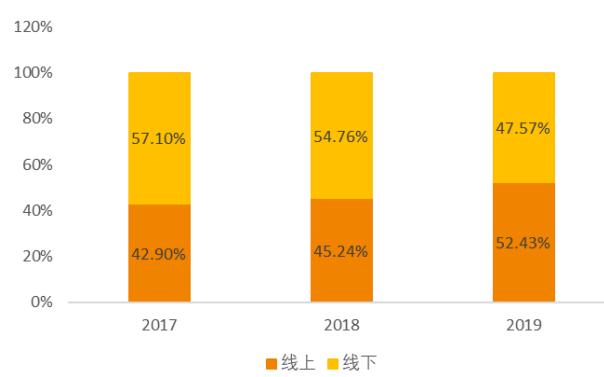
按产品类型分类，乳品业务营收占比逐年提升，啤酒业务维持稳定，其他业务营收占比不同幅度下降。公司自营品牌“德亚”乳品增长迅速，2019年德亚乳品营收9.67亿元，同比增长23.16%，占公司营收比例70.1%，2017-2019复合增长率为26.15%，显著高于公司总体营收增长水平及行业增长水平。同时，公司“瓦伦丁”啤酒近年营收规模维持稳定，2019年公司啤酒业务营收1.79亿元，同比增长8.05%，占公司营收比例13%，三年复合增长率为-3.1%。除此之外，公司其他业务，例如粮油、谷物、饼干近年营收规模均有一定幅度下降：公司粮油业务以“品利”橄榄油开展，2019年营收0.76亿元，同比变动-29.97%；公司饼干业务以合作品牌“谷优”开展，2019年营收0.60亿元，同比变动-9.25%；公司谷物业务以“亨利”开展，2019年营收0.21亿元，同比变动-23.25%。

按销售模式分类，公司线上线下销售共同发力。2017-2019年，公司线上销售占比分别为42.9%/45.24%/52.43%，线下销售占比分别为57.1%/54.76%/47.57%，二者分庭抗礼。公司近年来顺应互联网发展趋势，逐步发力线上统一入仓销售模式，线下销售占比逐年下降。

为了更好地适应互联网发展的新趋势，公司积极拓展互联网电商业务。按照订单获取方式、销售对象、货物流转方式的不同，公司线上销售模式又可以分为线上统一入仓模式（如京东、天猫超市、盒马鲜生、叮咚买菜等）、线上分销模式（如上海祁信贸易有限公司等）和线上自营模式（如官方旗舰店等）。

图6：公司主营业务收入按各类型产品分类


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图7：公司主营业务收入构成按销售模式分类


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表1：公司三类线上销售模式介绍

销售模式	订单获取方式	销售对象	货物流转方式	退换货方式	结算方式
统一入仓	电商平台下单	各电商平台（如京东、天猫超市等）	公司发货至电商平台指定的仓库，由电商平台向消费者发货	电商平台直接向消费者提供退换货服务	公司与主要电商平台采取定期结算机制，按照销售结算单进行

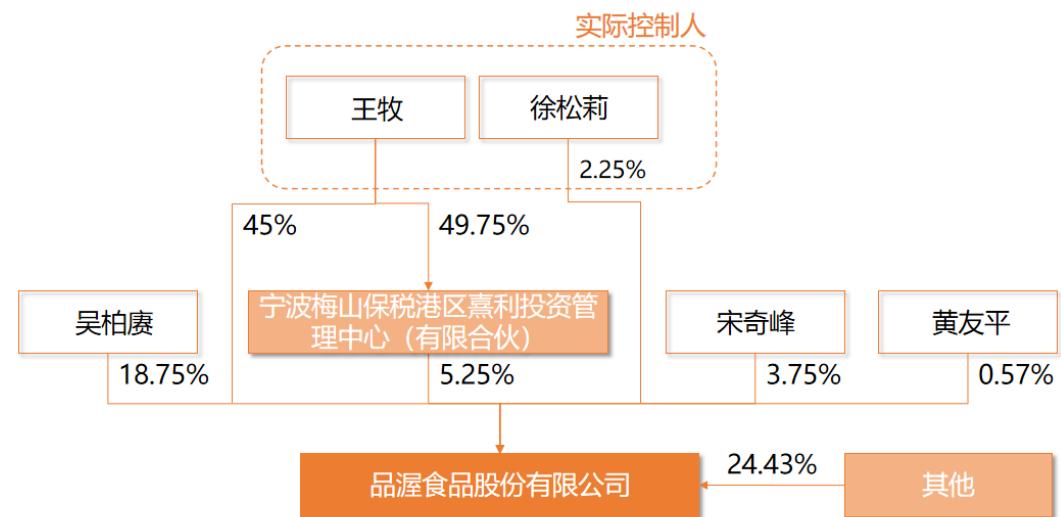
最终结算					
线上分销	线上分销商下单	线上分销商(如上海祁信贸易有限公司等)	公司根据线上分销商需求发货至线上分销商指定仓库,由线上分销商向消费者发货	线上分销商直接向消费者提供退换货服务	先款后货,线上分销商确认收货后公司确认收入
线上自营	消费者通过线上店铺下单	终端消费者	公司直接负责发货	公司直接向消费者提供退换货服务	消费者收货确认后,公司确认收入

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 股权结构集中, 绑定管理人员与公司利益一致

在完成上市后,王牧和徐松莉夫妇为公司的实际控制人,其中王牧通过直接持股以及宁波熹利投资一共持有公司股权的47.61%。截至2020年三季度,公司实际控制人王牧直接持股比例为45%,徐松莉持股比例为2.25%。除了实际控制人、董事吴柏庚、董事/副总经理宋奇峰,公司其他管理人员通过宁波熹利投资间接对公司进行持股。

图 8：公司股权结构



资料来源：Wind、招股说明书，天风证券研究所

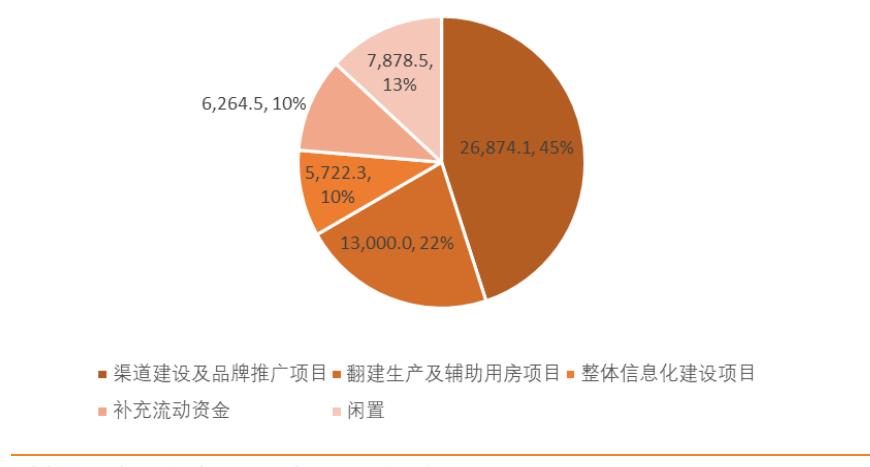
表 2：截至 2020 第三季度公司管理人员通过熹利投资间接持股情况

姓名	职务	持股平台	在持股平台持股比例	间接持有公司股份比例
王牧	董事长、总经理	熹利投资	49.75%	2.61%
朱国辉	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	熹利投资	14.29%	0.75%
赵宇宁	董事、副总经理、市场总监	熹利投资	14.29%	0.75%
吴鸣鹤	副总经理、电子商务销售总监	熹利投资	3.05%	0.16%
李斌桢	采购总监、监事会主席	熹利投资	2.79%	0.15%
陈建华	KA 经理、监事	熹利投资	0.86%	0.05%
田道扬	物流经理、监事	熹利投资	0.78%	0.04%

资料来源：招股说明书、Wind，天风证券研究所

公司公开发行新股不超过 2500 万股，占发行后总股本的比例不低于 25%，新股募集资金总额为 6.67 亿元，扣除发行费用后募集资金净额为 5.97 亿元。9 月 29 日，公司召开第二届董事会第二次会议，审议通过了《关于使用部分超募资金永久性补充流动资金的议案》，同意公司使用 3,000.00 万元的超募资金永久性补充流动资金。

图 9：截至 2020 年三季度末公司募集资金金额及用途（万元）



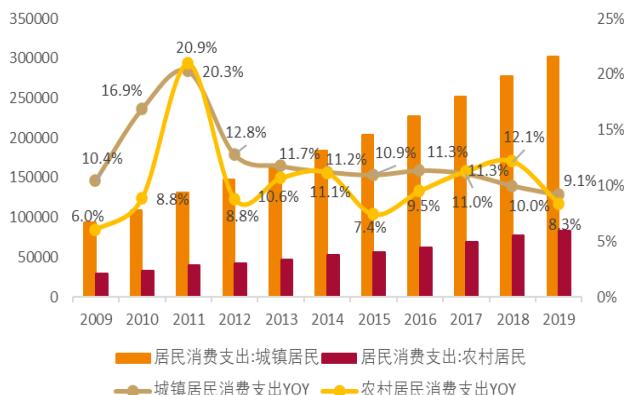
资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

2. 消费升级激发进口食品潜力，新零售渠道模式带动行业发展

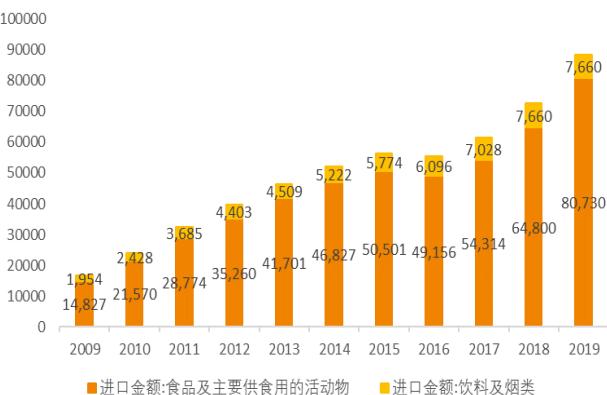
居民生活水平不断提高，带动进口消费增长，近年进口食品规模不断增加。我国居民消费支出水平逐年提升，2019 年中国城镇居民消费支出达 30.2 万亿元，同比增速+9.1%，农村居民消费支出达 8.36 万亿元，同比增速+8.3%，近年来居民消费支出稳步提升。与之对应，国内消费者需求逐渐向高品质、优价类食品靠拢，带动进口食品消费增长。2009-2019 年，中国进口食品规模增长迅速，由 2009 年的 168 亿美元增长至 2019 年的 884 亿美元，十年复合增长率达 18%。随着开放政策及贸易便利化措施的不断支持，进口食品已成为居民食品重要组成部分。

图 10：2009-2019 居民消费支出（亿元）及增长率

图 11：2009-2019 进口食品规模（百万美元）



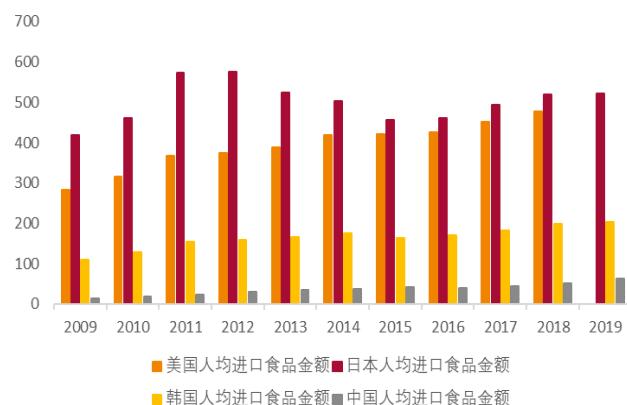
资料来源：Wind, 天风证券研究所



资料来源：国家统计局, 天风证券研究所

进口食品逐渐被越来越多消费者接受，和美日韩等国家差距明显，未来增长空间较大。随着居民收入的提升，消费水平及观念的提高，进口食品占居民消费金额比例也在增加。而与美日韩等发达国家相比，我国人均进口食品消费金额较低，2019 年为 63.2 美元，与韩国的 202.3 美元、日本的 522.3 美元差距明显。在消费升级的大趋势下，预计未来进口食品空间较大。

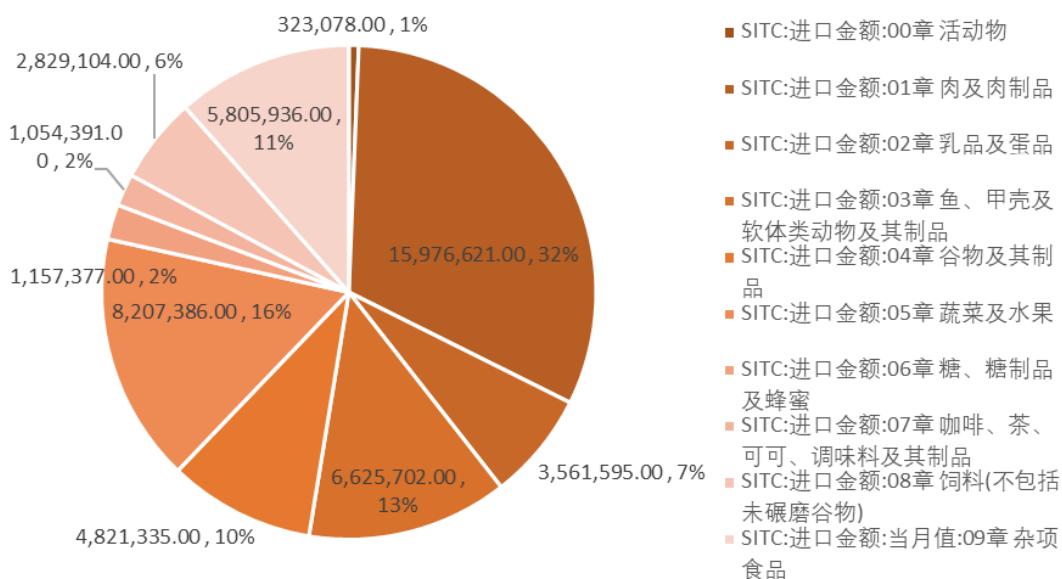
图 12：2009-2019 各国人均进口食品金额（美元）



资料来源：世界银行, 天风证券研究所

进口肉及肉制品、进口谷物及其制品、进口蔬菜及水果消费金额最大。2020 年 1-9 月国内食品及活动物进口金额达 5036 亿人民币，其中肉及肉制品进口金额 1598 亿元，占比 32%，乳品及蛋品进口金额 356 亿元，占比 7%，谷物及其制品进口金额 482 亿元，占比 10%，蔬菜及水果进口金额 821 亿元，占比 16%。

图 13：2020 年 1-9 月各类型进口食品金额（万元）及占比



资料来源：海关总署，天风证券研究所

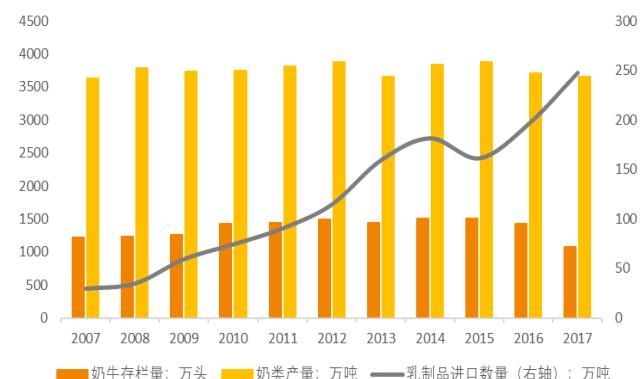
目前，国内进口食品行业整体处于完全竞争状态。行业内经营主体较多，发展规模参差不齐，主要以小规模、地区性进口食品代理商为主。未来，行业内规模以上企业可能通过差异化、品牌化等战略来提升自身产品的市场认知度和认可度，提高综合竞争力。

2.1. 国产液态奶规模稳定，进口液态奶行业上升空间足

近些年来国内消费者对乳品消费需求不断提升，但国内奶牛存栏量及原奶产量未出现同比增长的态势，导致我国原奶供给持续小于需求。根据中国乳业年鉴，近年来中国奶类产量规模长期维持在 3700 万吨左右，2017 年产量 3655 万吨。与此同时，消费者对乳品消费需求促使乳制品进口数量在逐年提升。因此，国内乳制品行业对原奶进口的需求仍将延续。

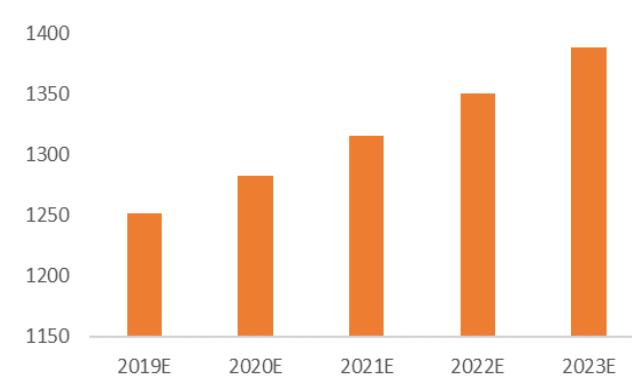
根据国家食物与营养咨询委员会的消费阶段性目标，到 2020 年，人均奶类消费量将达到 28 千克，到 2030 年将达到 41 千克。根据欧睿咨询预测，中国牛奶销售额将从 2019 年的 1,251.68 亿元增加至 2023 年的 1,388.56 亿元，年均复合增长率为 2.63%，中国牛奶市场规模将实现稳步增长。

图 14：2007-2017 年中国奶牛存栏量、奶类产量及乳制品进口量



资料来源：中国乳业年鉴，天风证券研究所

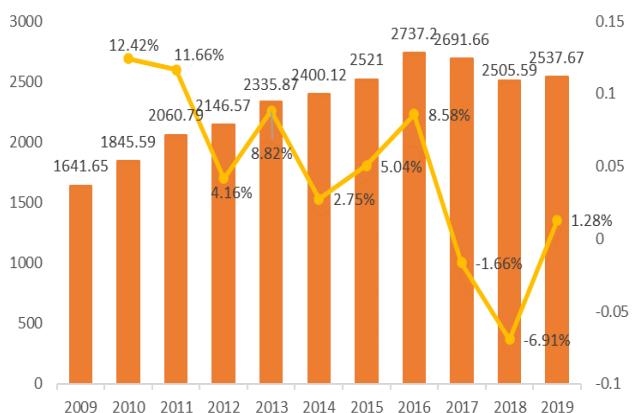
图 15：2019-2023 年我国牛奶产品市场规模变化趋势预测 (亿元)



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

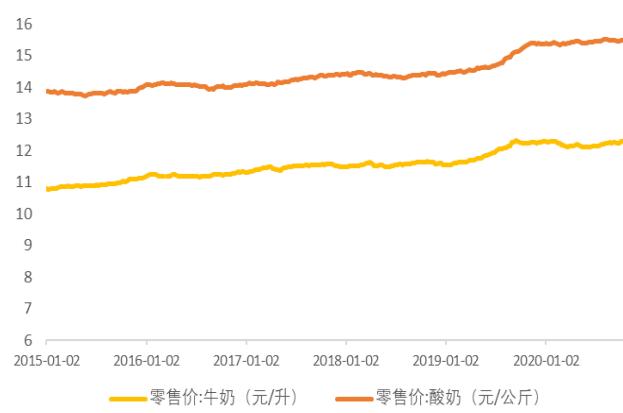
目前液态奶市场保持着量稳价升的态势。根据商务部数据，2020年10月30日牛奶平均零售价达12.3元/升，酸奶零售价15.51元/公斤，五年复合增长率达2.1%、2.3%。长期以来进口液态奶均作为中高端品牌出现在市场上，液态奶整体价格上升和居民消费水平的增加有利于居民对进口液态奶需求的提升。

图 16：中国液体奶产量（万吨）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 17：2015.1-2020.10 中国牛奶及酸奶零售价



资料来源：商务部，天风证券研究所

我国进口液态奶仍具有上升空间。2013 年以来，我国液态奶进口量及进口金额逐年稳步上升，根据中国奶业协会统计，液态奶进口量从 2013 年的 19.48 万吨增长至 2019 年的 92.43 万吨，年复合增长率高达 29.62%，2019 年液态奶进口额为 11.6 亿美元。另外，与美国、欧盟等地相比，我国液态奶消费水平仍处于较低水平，与生活习惯相近的日韩相比也仍有较大差距，根据中国奶业年鉴，我国人均液态奶消费量在 20 千克/年左右，与日韩相比有近 60-70% 的空间。在国内奶类产量规模长期保持稳定下，进口液态奶仍具上升空间。

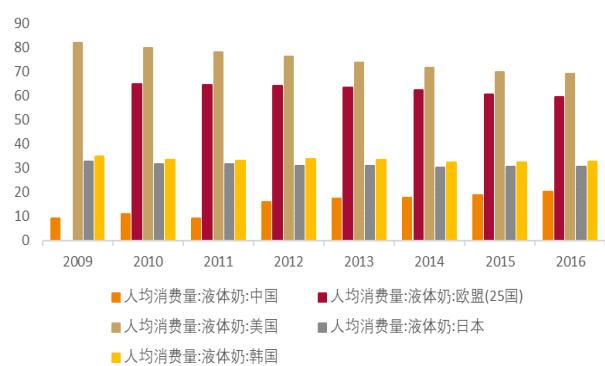
随着销售渠道的不断下沉以及国内三、四线城市消费结构的升级，液态奶产品进口数量的增长将更广阔地对农村或低能级城市渗透。

图 18：2013-2019 液态奶进口量（左轴）及进口额（右轴）变化



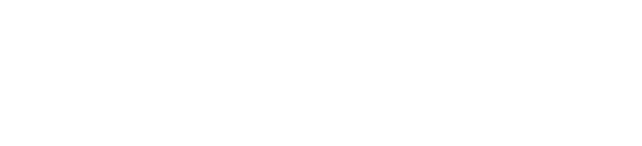
资料来源：中国奶业协会，天风证券研究所

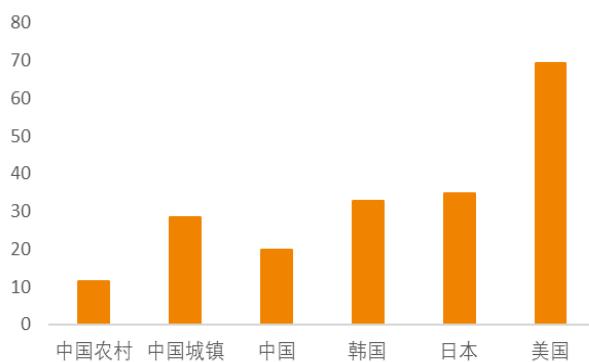
图 19：各国液态奶人均消费量



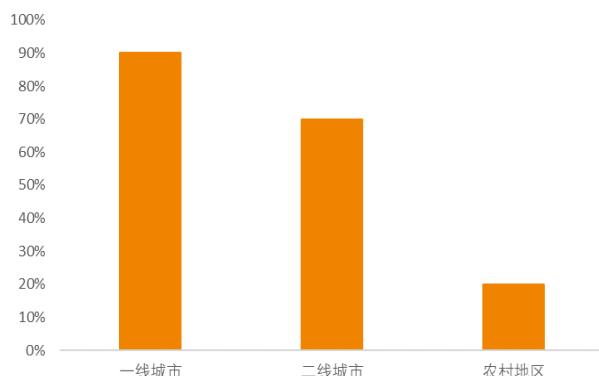
资料来源：中国奶业年鉴，天风证券研究所

图 20：城镇及农村居民人均液态奶消费量（千克）





资料来源：智研咨询，天风证券研究所



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

竞争格局方面，当前国内乳制品行业市场规模大，基本形成了以蒙牛乳业、伊利股份为核心的双寡头竞争态势。伊利和蒙牛 2019 年营收分别达到 738 亿元和 679 亿元，资产规模分别为 605 亿元和 785 亿元，行业内其他公司与这两家公司有显著的差距。2019 年乳制品上市公司营收中位值在 15.5 亿元附近，与之对比下德亚乳品的规模处于行业中下游。

表 3：乳制品行业各公司 2019 年收入情况 (万元)

公司名称	证券代码	收入规模	资产规模
伊利股份	600887.SH	7,376,079.30	6,046,126.70
蒙牛乳业	2319.HK	6,787,781.70	7,853,740.50
光明乳业	600597.SH	1,380,169.25	1,763,710.68
三元股份	600429.SH	455,901.06	1,338,778.39
新乳业	002946.SZ	541,051.12	536,408.61
天润乳业	600419.SH	158,846.73	202,480.11
皇氏集团	002329.SZ	152,032.88	494,562.64
燕塘乳业	002732.SZ	49,332.72	132,489.15
科迪乳业	002770.SZ	55,267.26	342,457.42
妙可蓝多	600882.SH	139,822.15	244,309.45
庄园牧场	002910.SZ	77,851.39	249,272.70
麦趣尔	002719.SZ	25,425.18	122,554.21
平均值	-	1,433,296.73	1,610,574.21
中位值	-	155,439.81	418,510.03
德亚乳品	-	96,696.85	78,530.53

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

在进口乳品细分市场，德亚乳品具有一定竞争力。根据尼尔森出具的《酸奶、牛奶品类相关数据报告》，2019 年度，德亚纯牛奶市场份额 1.0%，占进口纯牛奶市场份额 12.0%；2019 年度，德亚酸奶市场份额 0.4%，占进口酸奶市场份额 89.2%；2019 年度，德亚纯奶及德亚酸奶在纯奶和酸奶的整体市场份额 0.7%，在进口纯奶和进口酸奶市场份额 15.4%。价格方面，德亚单盒的价格在进口牛奶中低于安佳、德运、欧德堡，与国产相比，德亚牛奶价格同样处于较低位置，较低得价格可为德亚乳品在低能级或农村地区渗透时带来竞争力。

表 4：2020 年 5-6 月各类型牛奶单价

	成交均价 (元)	类型
伊利金典纯牛奶 250ml*24 盒	130	国产
伊利安慕希风味酸牛奶原味 205g*12+4 盒	69.8	国产
豆本豆唯甄豆奶 250ml*24 盒	69.9	国产
伊利无菌砖纯牛奶 250ml*20 盒/箱	69.9	国产

认养一头牛常温原味酸奶 200g*12 盒 2 箱	98.8	国产
蒙牛特仑苏 250ml*16 盒/整箱	85	国产
旺旺旺仔牛奶 O 泡组合装 245ml*8 罐	68	国产
三元方白纯牛奶 250ml*24 盒	59.9	国产
德亚脱脂纯牛奶 200ml*30 盒/整箱	79.9	进口
安佳纯牛奶 250ml*24 盒	99.9	进口
德运纯牛奶 200ml*24 盒	89	进口
欧德堡脱脂纯牛奶 200ml*24 盒	69.9	进口

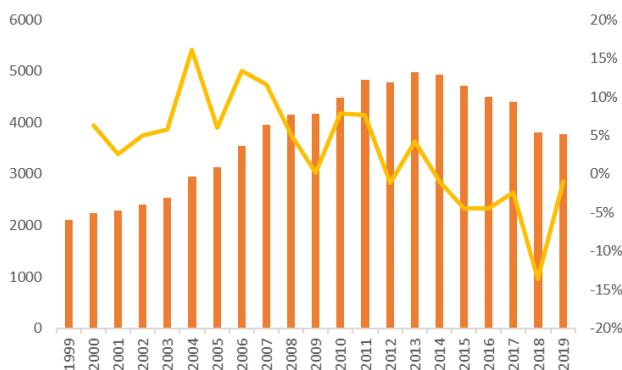
资料来源：淘宝官网、中国报告网，天风证券研究所

2.2. 国内啤酒市场产量下滑，差异化、高品质啤酒将成为啤酒消费主流选择

啤酒品类开发方面，公司主要考虑到国内市场对于中高档啤酒消费需求日益增长，进口啤酒在口味和配方等方面具有独特性等因素。公司“瓦伦丁”啤酒为公司自主经营的啤酒品牌，主要从德国、比利时进口，两国啤酒生产历史较为悠久，在全球享有高品质啤酒美誉。

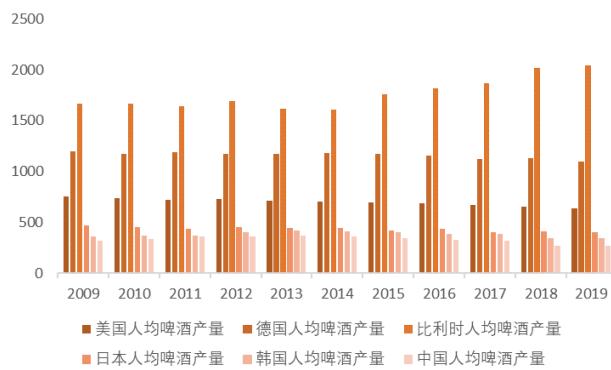
我国啤酒市场规模预计将维持稳定。总产量方面，我国啤酒产量自 2013 年产量达到 498.28 亿升的高峰后，即开始逐年长期负增长。2019 年我国啤酒产量 376.5 亿升，同比变动 -0.93%，下滑速度较 2018 年的 -13.65% 有所缓解，但总体来说啤酒市场规模或将继续保持稳定规模。在人均产量方面，2019 年，我国人均啤酒产量达 269 升/人，略低于日本的 408 升/人以及韩国的 348 升/人，但是考虑到 2009 年以来我国人均啤酒产量逐年下滑，且与日韩及美德比利时等国的人均啤酒产量差异长期维持稳定，因此未来人均啤酒产量或不会有上升趋势。

图 22：1999-2019 啤酒产量（万千升）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 23：2009-2019 各国人均啤酒产量（升/人）长期稳定



资料来源：世界银行，巴特哈斯集团，天风证券研究所

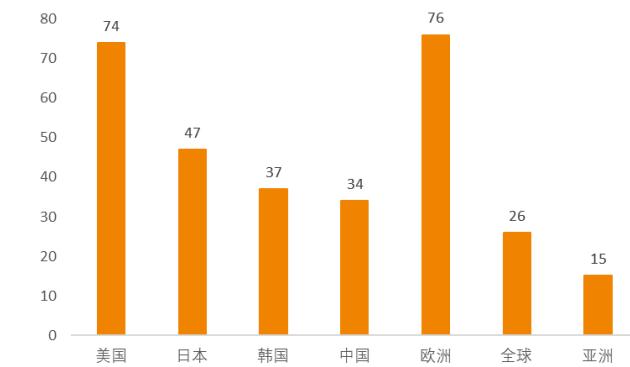
消费量方面，我国人均啤酒消费量已超世界平均水平。2014 年以来中国啤酒消费量呈现下滑的趋势，2019 年中国啤酒消费量达 3685 千万升。而我国人均啤酒消费量与日韩等生活习惯相近的国家接近，且超出世界平均水平，根据智研咨询，2017 年中国啤酒人均消费量达 34 升，与韩国的 37 升及日本 47 升较为接近，超出全球的 26 升，

图 24：2012-2019 中国啤酒消费量（千万升）

图 25：2017 各国人均啤酒消费量（升/年）



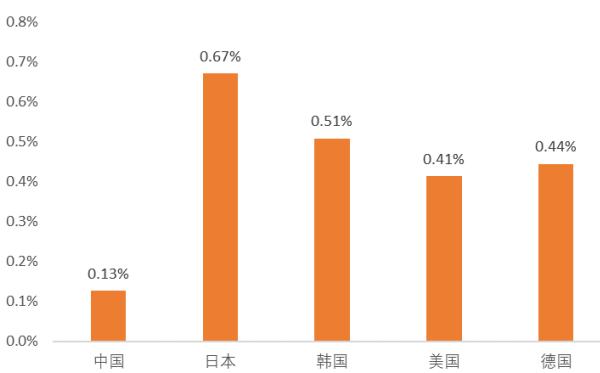
资料来源：智研咨询，天风证券研究所



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

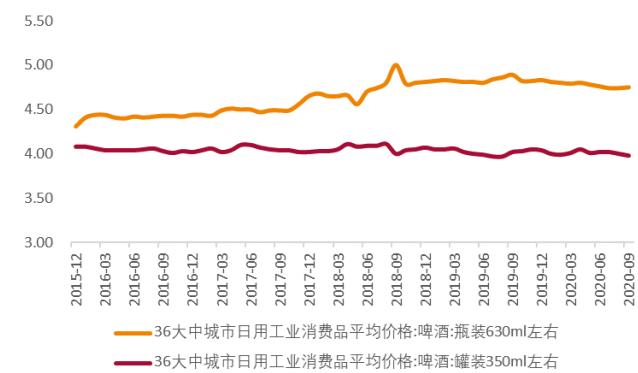
而我国啤酒消费在价格上仍有较大增长空间，啤酒市场消费由增量向增质转变，差异化、高品质啤酒将成为啤酒消费的主流选择。根据欧睿咨询，2019年我国人均啤酒消费支出占比为0.13%，显著低于日本的0.67%、韩国的0.51%、美国的0.41%。中日韩人均啤酒消费量类似，而中国的消费金额/可支配收入被大幅超出，表明我国啤酒消费金额空间有望进一步释放。

图 26：各国人均啤酒消费支出 (美元) / 人均可支配收入



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

图 27：2016-2020 啤酒平均价格 (元)



资料来源：国家发改委，天风证券研究所

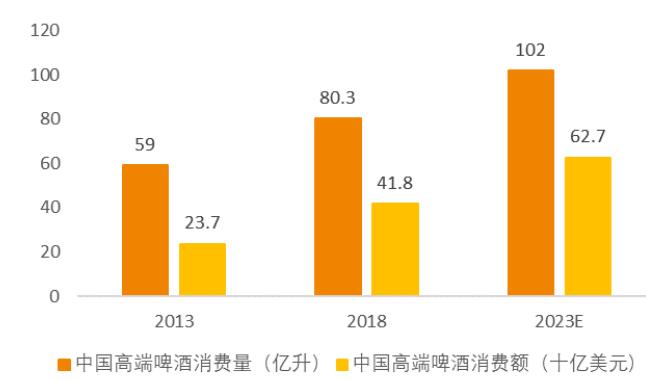
得益于国内居民消费水平的进一步提升和消费升级趋势，在啤酒消费规模维持稳定的同时，进口啤酒仍维持较高增速，对于中高档啤酒消费需求不断上升。2013年以来啤酒进口量及进口金额稳步上升，2019年啤酒进口量7.3亿升，较2013年的1.8亿升增加3倍左右，六年复合增速达26%，与国内啤酒总体产量形成对比，高端啤酒呈现稳健增长趋势。根据GlabalData，中国从2013到2018年高端啤酒消费量年复合增长率达6.4%，消费金额年复合增长率高达12%，预计未来高端啤酒市场规模将进一步扩大。

图 28：2013-2019 啤酒进口量 (万升) 及进口金额 (万美元)

图 29：中国高端啤酒消费量及消费额



资料来源：中国海关，天风证券研究所

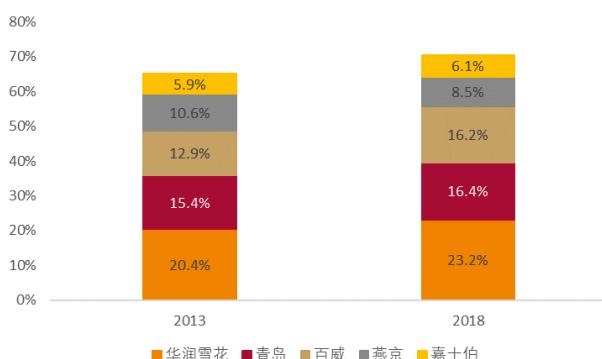


资料来源：GlobalData，天风证券研究所

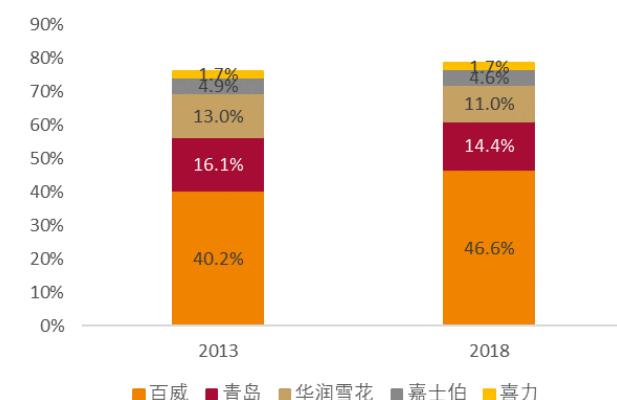
图 30：中国各类型啤酒品牌


资料来源：教士/时代/科罗娜/青岛/喜力/百威/哈尔滨/嘉士伯/燕京/雪花/双鹿/雁荡山/金士百等公司官网，天风证券研究所

目前，中国啤酒格局较稳定，且前几大品牌的市占率正稳步上升。2013 年五大啤酒企业市占率为 65.2%，2018 年提升至 70.4%；2013 年五大高端啤酒企业市占率为 75.9%，2018 年提升至 78.4%。品渥旗下瓦伦丁系列啤酒属于中高端类型啤酒，根据京东数据，瓦伦丁小麦白啤酒 500ml*24 听规格价格为 119 元，单价低于百威及喜力，同时高于哈尔滨小麦王、雪花勇闯天涯等，与雪花经典 10 度价格类似。

图 31：中国啤酒消费量各企业市占率


资料来源：GlobalData，天风证券研究所

图 32：中国高端啤酒各企业市占率


资料来源：GlobalData，天风证券研究所

表 5：2020 年 11 月各品牌啤酒价格

品牌类型	规格	价格/元
瓦伦丁小麦白啤酒	500ml*24 听	119
奥丁格小麦黑啤酒	500ml*24 听	168
百威拉格啤酒	550ml*12 听	119
喜力啤酒	500ml*24 听	218
嘉士伯醇滑啤酒	500ml*12 听	79
雪花勇闯天涯	330ml*24 听	86
雪花啤酒清爽	330ml*24 听	76
青岛啤酒经典 10 度	500ml*24 听	114
哈尔滨小麦王	550ml*20 听	69.9
珠江纯生	330ml*24 听	72
燕京啤酒	500ml*12 听	48
燕京 U8	500ml*12 瓶	119

资料来源：京东，天风证券研究所

2.3. 国内橄榄油消费量逐年增加，进口橄榄油发展空间广阔

进口橄榄油是公司的另一大业务，公司旗下“品利”橄榄油是公司与国外品牌商西班牙墨尔集团（Muela-Olives S.L.）进行品牌合作的产品。品利橄榄油是公司粮油类重点产品。2017-2019 年度，品利橄榄油销售收入分别为 11,441.58 万元、10,832.75 万元、7,585.84 万元，占公司当期主营业务收入的比例分别为 9.42%、8.67%、5.50%。作为中国橄榄油国标参与起草单位，公司将“精选、健康、品质、美味”作为品利橄榄油的产品定位，品利橄榄油 2016 年成为“体育·训练局国家队运动员备战保障产品”。

图 33：品利橄榄油各类型产品

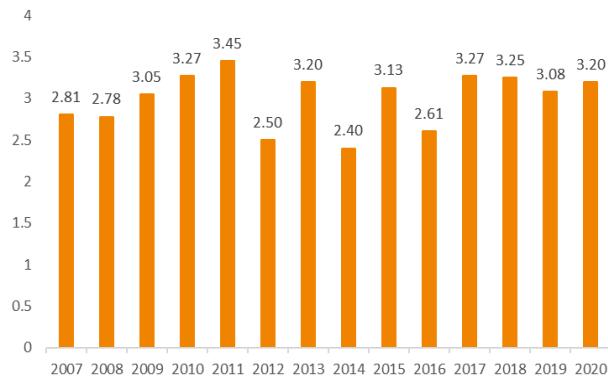


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

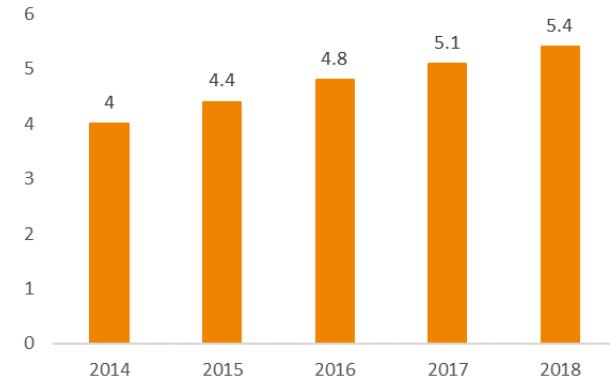
世界橄榄油产量稳定，中国对橄榄油需求日渐旺盛，但消费依赖进口。产量上来看，全球橄榄油产量长期维持稳定，根据 USDA 数据，近几年橄榄油产量维持在 3 百万吨附近。世界橄榄油主产国集中在地中海沿岸国家，主要为西班牙、意大利、希腊等国。而随着居民消费意识的转变和对橄榄油的认识加深，近年来中国橄榄油消费量稳步提升。

图 34：2017-2020E 全球橄榄油产量（百万吨）

图 35：中国橄榄油消费量（万吨）



资料来源：Wind, 天风证券研究所



资料来源：华经情报网, 天风证券研究所

我国橄榄油依赖进口，进口橄榄油发展空间广阔。我国橄榄油严重依赖进口，2019 年我国橄榄油进口量达 5.4 万吨，同比变动 35.64%，对比之下 2019 年我国橄榄油出口仅 112 吨。2014 年以来我国橄榄油进口量占我国橄榄油消费量的绝大部分。进口金额上，近年进口橄榄油金额在 2 亿美元左右，2019 年进口橄榄油金额达 1.8 亿美元，同比变动 2.23%。

随着消费者越来越注重食品健康，橄榄油越来越受到中国消费者的欢迎，预计为例中国橄榄油消费量将继续呈上升趋势。橄榄油与其他品类食用油相比，含有相对更高的单不饱和脂肪酸（油酸），可以更好地维持正常血脂水平，减少心脑血管疾病地发生，有益于心、脑、肾、血管地健康。

图 36：中国历年橄榄油出口量、进口量（吨）及变动情况



资料来源：海关总署, 天风证券研究所

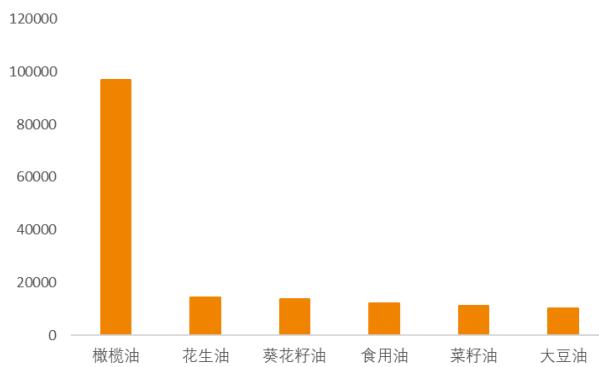
图 37：中国历年橄榄油出口金额（万美元）



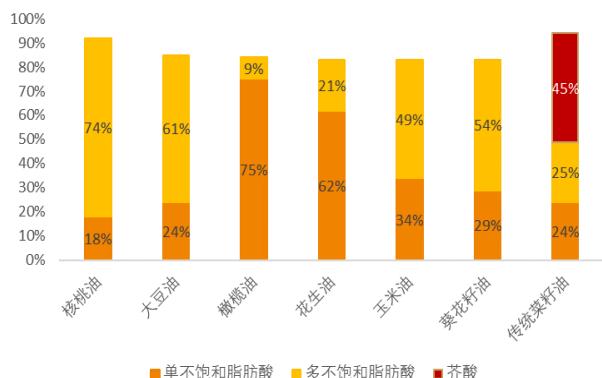
资料来源：海关总署, 天风证券研究所

图 38：2019 包装食用油各品类零售均价（元/吨）

图 39：各类食用油营养成分比例



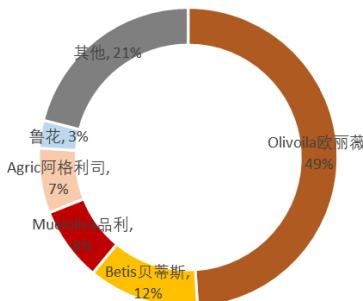
资料来源：华经情报网，天风证券研究所



资料来源：湘天华，天风证券研究所

竞争格局方面，进口橄榄油市场行业集中度较大，品利橄榄油占据市场一席之地。橄榄油市场上的龙头企业为“欧丽薇”，隶属于益海嘉里集团，属于益海嘉里原料进口，国内自主生产的自主品牌，欧丽薇 2019 年市占率达到 49%；第二位为“贝蒂斯”，为青岛金欧利营销有限公司代理销售的西班牙品牌，2019 年市占率 12%；第三位品渥食品代理的品利橄榄油，市占率 8%。该行业市场集中度较大，国产品牌橄榄油行业竞争力较小。

图 40：2019 各品牌橄榄油竞争格局



资料来源：华经情报网，天风证券研究所

表 6：各品牌橄榄油价格

品牌	类型	价格 (元/瓶)
Olivoila 欧丽薇	压榨纯正橄榄油 1.6L	99.9
Olivoila 欧丽薇	特级初榨橄榄油 750ml	94
Betis 贝蒂斯	特级初榨橄榄油 750ml	128
Mueloliva 品利	特级初榨橄榄油 1L	69.9
Mueloliva 品利	特级初榨橄榄油 750ml	49.9
Agria 阿格利司	特级初榨橄榄油 1L	49
鲁花	特级初榨橄榄油 500ml	59.9
鲁花	特级初榨橄榄油 700ml	79.9

资料来源：京东，天风证券研究所

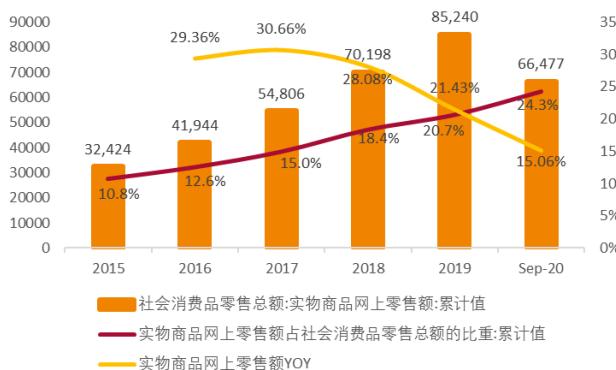
2.4. 网购日趋普及，新零售推动消费升级

随着互联网技术的不断深化和普及，国内居民消费方式发生了深刻变化。互联网用户规模的快速增加促进了中国居民商品购买习惯的改变，极大推动了中国网络购物产业的发展。

2020年以来,国内实物商品网上零售额达66477亿元,占社消零售总额比重提升至24.3%,自2015年的10.8%以来渗透率持续提升。同时,中国网民使用收集网络购物使用率达80.1%,逐年稳步提升。

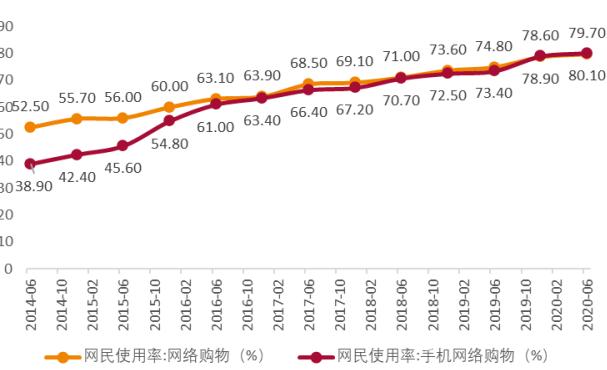
随着国家不断推出电子商务扶持政策以及物流和相关产业配套的不断成熟,国内电子商务行业发展趋势良好,网络购物市场规模不断扩大,这将有利于食品行业拓宽销售渠道,保持营收规模稳定增长。此外,电商企业渠道下沉和国外扩张带动了农村电商和跨境电商的快速发展,使农村网购消费潜力和网民对全球优质商品的消费需求得到释放,这将进一步推动消费升级。

图41: 2015-2019实物商品网上零售额(亿元)及YOY、渗透率



资料来源:国家统计局,天风证券研究所

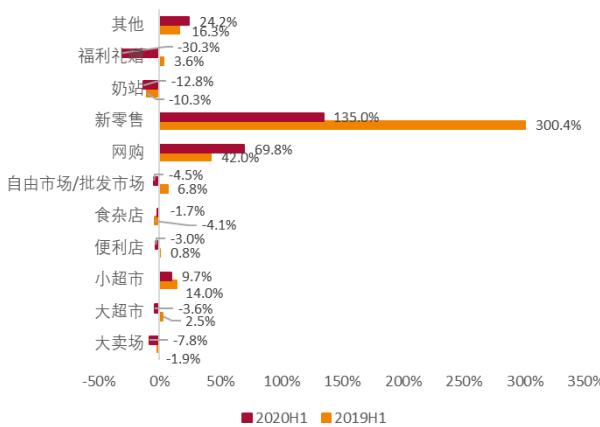
图42: 网络购物及手机网络购物的网民使用率



资料来源:中国互联网络信息中心,天风证券研究所

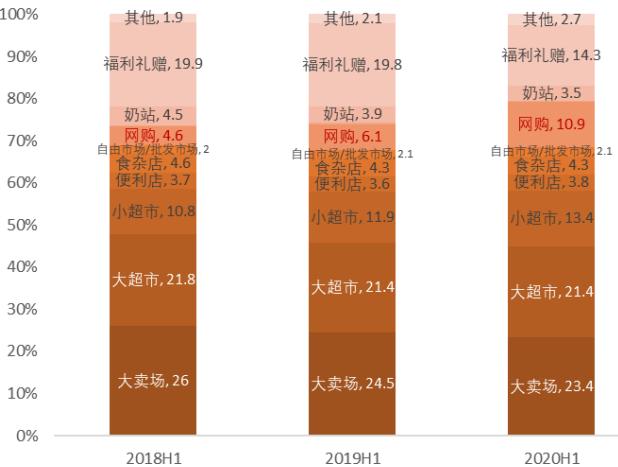
液态奶在大超市等渠道持续衰退,网购、新零售渠道加速增长。今年以来,受疫情影响,新零售以及网购渠道销售同比增速分别达到135%、69.8%,显著快于其他渠道液态奶销售增速,其中大卖场及大超市2020H1液态奶销售同比增速分别变动-7.8%、-3.6%。销售额占比方面,大卖场和大超市是液态乳品最重要的购买渠道,但客流减少明显,同时小超市、网购占比增幅明显,新零售占比不高,但销售额增幅迅速。

图43: 2019H1、2020H1液态奶各销售渠道销售同比增速



资料来源:中国经济趋势研究院,天风证券研究所

图44: 2018H1-2020H1液态奶销售渠道占比(%)



资料来源:中国经济趋势研究院,天风证券研究所

3. 产品更新及时、渠道优质稳定、运营推广日趋成熟

3.1. 自有品牌产品迭代及时,标准化产品开发

公司自有品牌产品迭代迅速及时。近年来，公司业务不断向自有品牌产品聚焦，逐步减少合作品牌和代理品牌产品销售业务，**一方面自有品牌能更及时地根据消费者习惯需求进行产品迭代，从而进行产品设计与产品定价，另一方面更方便进行品牌掌控与成本控制。**1)

“德亚”乳品品牌自创立以来，2012年，公司推出德亚全脂/低脂/脱脂纯牛奶；2015年，公司推出德亚酸奶；2016年，公司推出黄桃、蓝莓等多种口味德亚酸奶以及澳大利亚奶源地纯牛奶；2018年，公司推出德亚儿童酸奶；2019年，公司推出德亚儿童牛奶系列及德亚成人奶粉系列；2020年，公司推出法国进口有机低脂高钙牛奶系列。2)“瓦伦丁”啤酒行了持续的品类创新，2013年，公司推出瓦伦丁黑啤、烈性、拉格系列；2014年，公司推出瓦伦丁小麦系列；2016年，公司推出瓦伦丁黑啤型、小麦型、拉格和烈性足球运动电商系列；2018年，公司推出瓦伦丁荷拉斯系列和硬骨头精酿系列；2019年，公司推出瓦伦丁比利时白啤系列。2019年6月，公司实现了“爱士堡”品牌的自有化，“爱士堡”纳入“瓦伦丁”品牌的子品牌管理。3)“亨利”谷物自2016年被公司自有化以来，对产品线及品牌形象不断更新，目前已涵盖儿童谷物片、燕麦片、烘焙燕麦片等产品。

目前公司乳品、啤酒、谷物产品创新升级空间仍较大，在消费升级大背景下，及时对消费者潮流做出调整更新将为公司产品提供源源不断地生命力。

图 45：公司“德亚”乳品产品线发展历程

200ml纯奶 (德国进口)	1L纯奶 (德国进口)	常温酸奶 (德国进口)	儿童系列 (德国进口)	果味酸奶 (德国进口)
250ml纯奶 (澳洲进口)	1L纯奶 (澳洲进口)	杯装酸奶 (西班牙进口)	成人奶粉 (新西兰进口)	有机低脂高钙牛奶 (法国进口)
2012年，德国纯奶系列上市；2016年澳洲纯奶系列上市	2015年，酸奶系列上市 2017年，杯装酸奶上市	2018年，儿童酸奶上市 2019年，儿童牛奶上市 2019年，成人奶粉上市	2020年，有机牛奶上市 2020年，果味酸奶上市	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 46：“瓦伦丁”啤酒产品线



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 47：“亨利”谷物产品线



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

事实上公司已从产品迅速更新迭代中尝到甜头。2017-2019年度，德亚酸奶营业收入增速

显著。根据欧睿咨询，2016 年常温酸奶市场规模 247 亿元，2017 年市场规模 324 亿元，2018 年市场规模 397 亿元，年均复合增长率高达 26.78%。公司 2016 年准确把握市场机遇期，定位进口常温酸奶细分市场，推出多种口味常温酸奶。2016 年度为品牌推广期，2017 年度为德亚酸奶品牌快速发展期，2017 年度德亚酸奶销售收入 2.1 亿元，同比增长 112.01%。

表 7：2017-2019 公司“德亚”酸奶销售收入（万元）

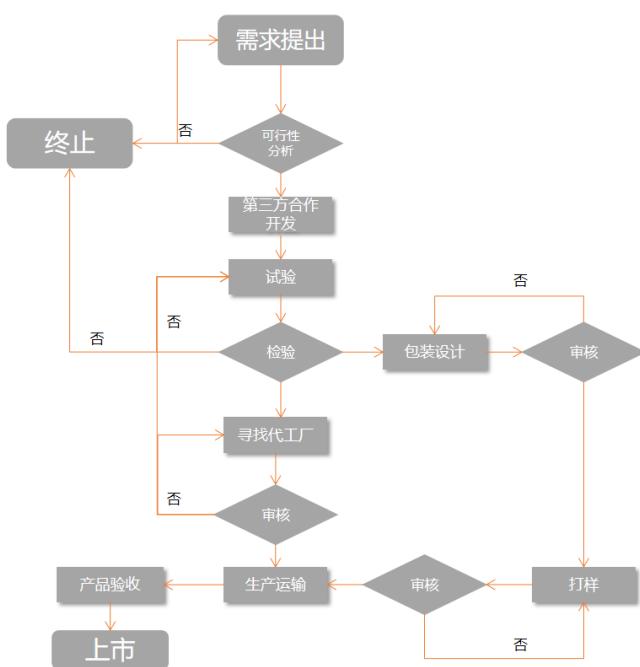
项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
销售收入	28,081.10	27,554.42	21,055.70
增长率	1.91%	30.86%	112.01%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

在产品开发上，公司已建立完善地产品开发流程。整个流程可分为三部分：市场趋势分析、产品设计、上市及其跟踪。公司与京东、天猫等大型电商以及盒马鲜生等新零售渠道客户持续保持有效沟通，通过大数据分析最新的客户消费需求。在此基础上，提出新需求或新产品并进行可行性分析、竞品分析。完成产品开发后即上市并进行产品销售跟踪。

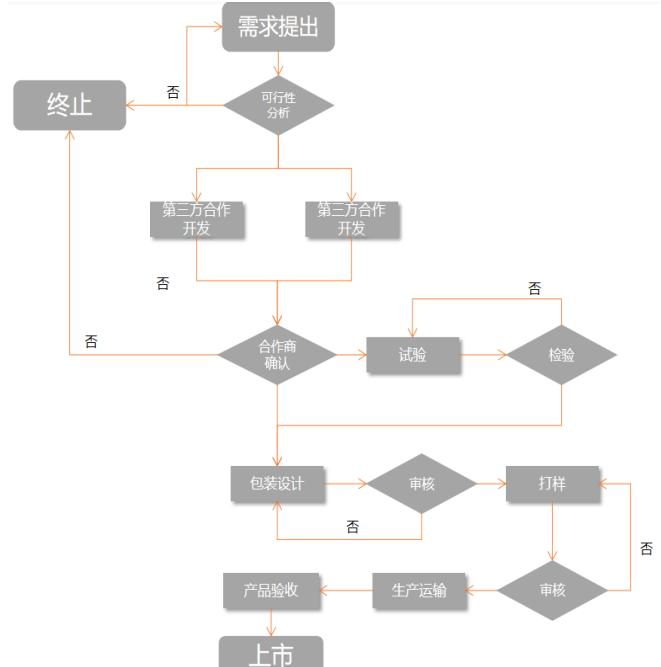
因此，公司相对于国内的公司，有更多渠道观察国际上食品行业的最新发展趋势，并与国外供应商保持密切的沟通和探讨；相对于国外公司，拥有更大消费升级潜力的市场以及国内新零售数据支持。

图 48：公司新产品开发流程一



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 49：公司新产品开发流程二



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 打造优质品牌，推广覆盖面足

公司近年越来越重视品牌打造。根据招股说明书，公司 2017-2019 广告设计费用分别为 1152.25 万元/1548.99 万元/2802.46 万元，2019 年广告设计费用增速 80.92%。

图 50：2017-2019 公司广告设计费用（万元）及其 YOY



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

目前，公司的品牌推广流程较为成熟，分为四部分：1) 电商平台推广，2) 体育赛事活动赞助，3) 影视剧、综艺节目植入，4) 知名动漫 IP 合作及新媒体营销。除了直接在天猫、淘宝、京东等电商平台投放广告或购买品牌推广服务之外，公司品牌推广方式多以新零售、网络推广方式为主，与其面向年轻消费群体理念一致。

图 51：公司 2017 年来加强品牌推广



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3. 国外进口渠道稳定优质，线上线下销售全布局

公司作为一家进口食品公司，拥有稳定优质、长期合作的海外供应商，包括德国第三大乳制品企业好沃德集团、德国第二大乳制品企业 Müller 集团、德国 Ehrmann 集团以及全球

第七大乳制品企业爱氏晨曦集团 (Arla Foods amba) 等等知名乳品制造企业，位居德国前列的卡尔斯堡集团 (Karlsberg Brauerei GmbH)、比利时 Martens 等优质啤酒制造企业；西班牙墨尔集团 (Muela-Olives S.L.) 等高品质橄榄油制造企业。

表 8：公司进口食品供应商

供应商	具体合作情况	正在履行合同期限	品类	2019 年	占总采购金额比例	后续合作计划
				采购金额 (万元)		
				比例		
Hochwald Foods GmbH	公司与 Hochwald Foods GmbH 自 2012 年开始自有品牌合作。2017 年 5 月，双方签订协议，Hochwald Foods GmbH 投入一条 200ml 利乐钻的新产线用于满足公司儿童牛奶和常温酸奶的需求。	2018.1.1-2020.12.31	乳品	22887.96	29.53%	Hochwald Foods GmbH 是公司的长期优质合作伙伴，合同到期前公司 will与其续签合同。
Arla Foods amba	公司与 Arla Foods amba 自 2015 年开始合作。	2017.10.1-2020.12.31	乳品	8513.35	10.99%	合同到期前，公司将根据产品价格、数量、交货期等因素与 Arla Foods amba 进行商业谈判以确定后续合作计划。
Immergut GmbH & Co. KG	公司与 Immergut GmbH & Co. KG 自 2015 年开始合作。	2015.7.31-2020.12.31	乳品	12035.68	15.53%	因公司与 Ehrmann GmbH Oberschönegg im Allgäu 和 Hochwald Foods GmbH 在酸奶方面展开良好的合作，在与 Immergut GmbH & Co. KG 合同到期后，公司将终止与其合作。
Ehrmann GmbH Oberschönegg im Allgäu	公司与 Ehrmann GmbH Oberschönegg im Allgäu 于 2018 年开始合作，2019 年 9 月，双方签订协议，Ehrmann GmbH Oberschönegg im Allgäu 再投入一条新产线用于满足公司常温酸奶的需求。	2018.10.9-2021.12.31	乳品			公司已与 Ehrmann GmbH Oberschönegg im Allgäu 签订补充协议将双方合作期限延长至 2024.12.31。
Sachsenmilch Leppersdorf GmbH	公司与 Sachsenmilch Leppersdorf GmbH 于 2018 年开始合作。	2018.8.20-2021.12.31	乳品		-	
Privatbrauerei Eichbaum GmbH & Co.KG	公司与 Privatbrauerei Eichbaum GmbH & Co.KG 自 2010 年开始合作。2019 年 6 月，公司与 Privatbrauerei Eichbaum GmbH & Co.KG 达成协议，“爱士堡”品牌英文标识改为公司自有商标“Wurenbacher”，实现了“爱士堡”品牌的自有化，“爱士堡”纳入“瓦伦丁”品牌的子品牌管理。	2019.1.1-2021.2.31	啤酒	6439.8	8.31%	-

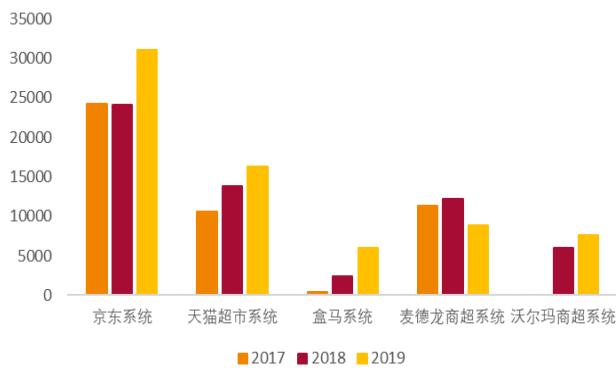
Muela-Oli ves S.L. 公司与 Muela-Olives S.L 自 2000 年开始合作。根据双方签订的《合资合同》，公司与 Muela-Olives S.L 合资成立上海墨利，分别持有上海墨利 50% 的股权。Muela-Olives 将品利橄榄油“Mueloliva”商标无偿转让至上海墨利。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

销售渠道方面，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、线下经销渠道以及线上电商渠道等相结合的立体式营销渠道。品渥食品线下直销渠道覆盖了麦德龙、家乐福、大润发、沃尔玛、华润万家、永辉超市、百佳、苏果超市等国内外知名商超的门店；线下经销渠道覆盖了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天猫、京东、盒马鲜生、苏宁易购、顺丰优选、7FRESH 及各品牌网上自营旗舰店等主流电商销售平台。根据 2017-2019 年公司前五销售渠道，京东、天猫、盒马等各类线上渠道营收均逐年增加，同时，公司对于大型线下商超重视程度也在加大，沃尔玛系统 2019 年营收 0.76 亿元，同比增长 27.4%。

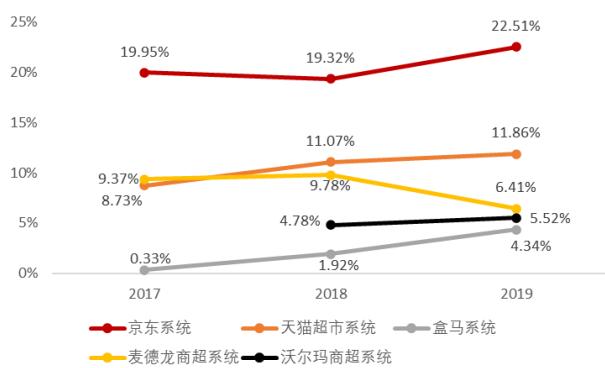
本次募集资金中包含 2.7 亿元进行渠道建设及品牌推广项目，项目周期 1 年半。其中，渠道建设主要为商超、便利店、电商、即饮渠道等渠道建设以及产品的促销工作。未来，公司在巩固现有渠道的基础上，将大力扩张便利店系统、面包店、牛奶店、即饮渠道、新零售系统等线下终端渠道，同时深耕电商渠道，通过整合渠道资源增加销售机会。

图 52：2017-2019 各典型渠道销售金额（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 53：2017-2019 各典型渠道销售营收金额占主营业务收入比例



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.4. 高效运营管理，保障持续创新力

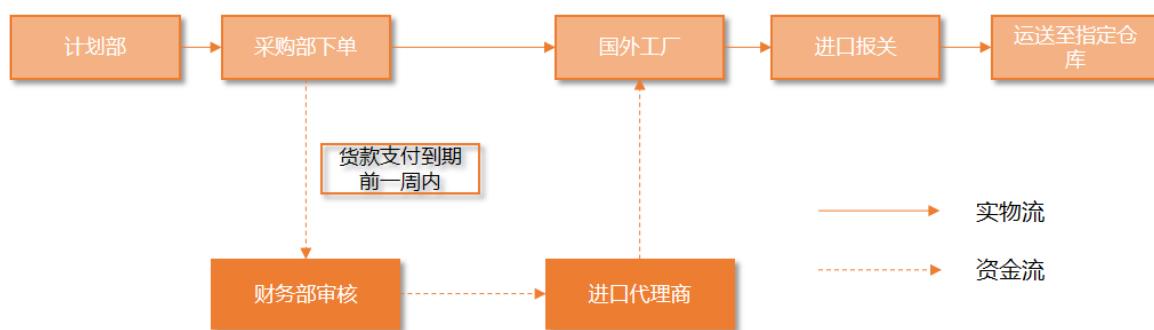
公司的进口食品均从国外采购，公司在采购、仓储物流、交付等各个方面运营管理与质量控制较为成熟。公司国外采购具体的流程如下：1) 计划部向采购部发送采购需求申请；2) 采购运作专员将采购申请转化为采购订单，以邮件的形式发送至供应商处；3) 国外工厂在接收到订单信息后，书面回复确认并组织生产，在约定时间内将货物发送至指定口岸；4) 采购运作专员跟踪国外工厂的生产和产品发运的各个环节，如订单确认、排产时间确认、装柜时间确认、装船时间确认；5) 产品运输到中国港口后，委托报关企业完成产品的报关、报检、产品送货到公司仓库，仓库管理人员将入库产品信息录入 SAP 财务系统，最终完成入库。6) 采购部根据订单及到货情况确定付款金额，并在付款日期前一周内向财务部发出货款支付申请。财务部在收到付款申请并审核无误后汇款至进口代理商，由代

理商向国外生产商支付货款。

仓储物流方面，公司选择国际上享有声誉的货运代理公司，并为产品购买货运保险以保证产品能够按时按量到达。工厂生产完成后海运运输一般需要 2 个月时间，公司要求工厂到货日期不能超过生产日期后 3 个月。公司在上海、天津、广州三地分设仓储、物流中心，分配专门仓储质量检验人员对仓库中的货物定期进行检查和查验，一旦发现质量问题，由专门人员进行统一处理，确保在仓产品的安全可靠性。

本次募资中，公司计划未来计划投资 1.5 亿元，在上海市松江区新建现代立体仓库、办公楼、分拣中心、综合楼等。根据招股说明书，该项目总建筑面积 57,288.00 平方米，集智能仓储、生产包装、分拣中心、客户体验中心、产品研发中心、食品自检实验室等为一体。该项目完成后，公司仓储运输和交付效率将进一步上升，企业持续创新力将得到提升。

图 54: 公司国外采购具体流程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 财务分析：借力新零售营收稳步提升，盈利能力良好

4.1. 营业收入稳步上升，逐步发力线上销售模式

公司营业收入稳步上升。2015 年来公司营收增速均为正，2018 年来公司营收增速逐年提高，2020 前 3 季度公司营收 10.9 亿元，同比增长 13.51%。按照销售模式划分，公司收入贡献最大的三类方式为线上统一入仓、线下直销、线下经销。2019 年线上统一入仓、线下直销、线下经销收入分别为 6.27 亿元、4.02 亿元、2.48 亿元，占营收比例分别为 45.5%、29.1%、18%。注意到公司线上销售占比逐年增加，特别是统一入仓的方式营收占比由 2017 年的 35%提高至 2019 年的 45.5%，公司统一入仓模式下营业收入的飞速增长主要受益于近年来中国互联网电子商务行业迅猛发展。线下各类销售方式营收占比均呈下降趋势，表明公司正发力线上销售，销售模式逐步优化。

图 55：公司 2015-2020M9 营业收入

图 56: 2017-2019 主营业务收入构成按销售模式划分



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



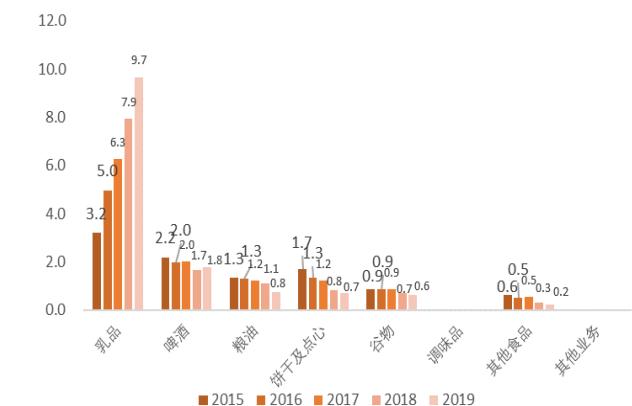
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

分季度看，四个季度营收较均匀，四季度销量较大。啤酒一般在夏季炎热期间及全球体育赛事特别是世界杯举办期间消耗量较大，销售旺季一般集中在5-9月。总体而言，受中秋节、国庆长假以及中国互联网电商平台开展“双十一”、“双十二”电商大促活动的影响，公司四季度实现收入相对较高，呈现一定的季节性特征。

分产品看，乳品是公司的主要营收来源且占比逐年提升，啤酒营收较稳定。公司通过“德亚”进行乳品生产销售，2019年公司乳品销售金额9.7亿元，同比增长22%，占营收比例70.1%，较2015年提升了37.8个百分点。乳品是公司营收增长的重要动力。除乳品外，啤酒是公司增长另一引擎，近年营收占比稳定。公司以“瓦伦丁”品牌进行啤酒生产销售，2019年公司啤酒业务营收1.8亿元，同比增长8%，占营收比例13%，近年来占比较为稳定。**乳品、啤酒、粮油、饼干及点心以及谷物构成了公司主营业务收入的主要来源。**2017-2019年度，上述五大系列产品收入合计占主营业务收入的比例分别为95.54%、97.63%、98.2%。

图 57：主营业务收入构成按季度划分


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 58：主营业务收入构成按产品品牌划分（亿元）


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.2. 毛利率维持稳定，自有品牌毛利逐年增加

2017-2019年度，公司营业毛利分别为48382.61万元、48491.27万元、53165.27万元，其中主营业务毛利占当期营业毛利的比例分别为99.68%、99.94%、99.74%。

按品牌类型分类，公司自有品牌毛利占比大且逐年增大。2019年公司自有品牌毛利4.46亿元，占主营业务毛利的84.16%，较2018提升8.59个百分点。相比之下合作品牌和代理品牌毛利额及占比均在下滑，合作品牌和代理品牌2019年毛利分别为8073万元、325万元，同比分别变动-28%、-50%。

图 59：2017-2019公司毛利润（万元）
图 60：2017-2019公司主营业务毛利按品牌类型分类（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



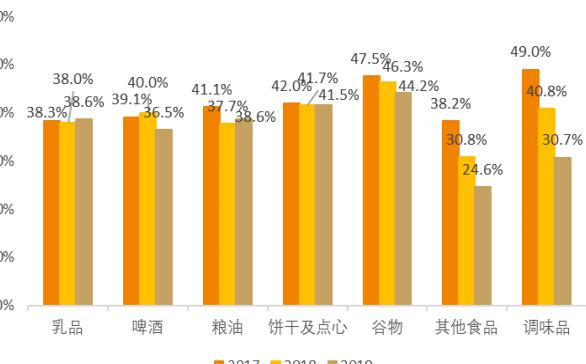
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

毛利率方面，公司近三年毛利率为 39.73%/38.77%/38.47%，各品牌业务毛利率基本维持稳定。品牌分类中，合作品牌毛利率最高，代理品牌毛利率最低且逐年下降。2019 年合作品牌毛利率 40.75%，自有品牌 38.26%，二者近三年维持稳定，代理品牌 2019 年毛利率 23.26%，呈逐年下降的趋势。

按业务类型分类，公司谷物业务毛利率最高，乳品、啤酒、粮油、饼干毛利率稳定，调味品、谷物毛利率有所下降。乳品近三年毛利率为 38.3%/38%/38.6%，保持稳定，啤酒、粮油、饼干均类似。谷物近三年毛利率 47.5%/46.3%/44.2%，调味品近三年毛利率 49%/40.8%/30.7%，呈下滑趋势，其中调味品毛利率下滑显著。

图 61：2017-2019 公司各业务毛利率


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 62：2017-2019 公司各品牌业务毛利率


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司各产品毛利率的变动主要与其销售策略有关，品利橄榄油等进口产品品牌毛利率波动还与产地产量有关。

表 9：2017-2019 各品牌产品毛利率变动

项目	毛利率			毛利率贡献			2019 毛	2018 毛
	2019 年	2018 年	2017 年	2019 年	2018 年	2017 年	利率贡献变动	利率贡献变动
A	B	C	E	F	G	H=E-F	I=F-G	
德亚酸奶	32.39%	28.87%	29.51%	9.41%	10.04%	9.89%	-0.63%	0.15%
德亚纯奶	41.15%	42.91%	43.25%	29.20%	27.60%	27.34%	1.60%	0.25%
帕斯卡及	-91.35%	38.20%	32.31%	-0.01%	0.35%	1.05%	-0.36%	-0.70%
其他								
乳品	38.60%	37.99%	38.29%	38.60%	37.99%	38.29%	0.61%	-0.30%
瓦伦丁	37.07%	41.23%	39.69%	32.77%	28.41%	24.91%	4.36%	3.50%
爱士堡及	31.78%	37.30%	38.01%	3.68%	11.60%	14.16%	-7.92%	-2.55%

其他

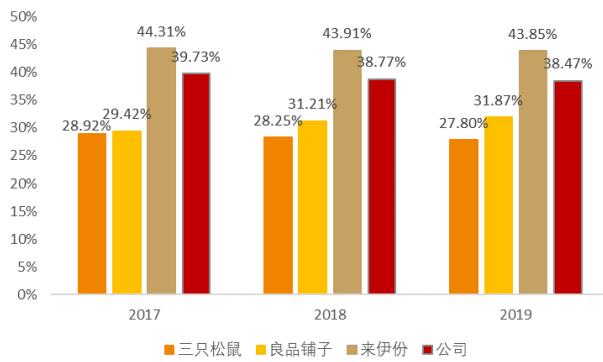
啤酒	36.45%	40.01%	39.06%	36.45%	40.01%	39.06%	-3.55%	0.95%
品利	38.66%	37.97%	41.52%	38.67%	37.67%	39.31%	1.00%	-1.64%
亿芭利及	/	3.33%	34.37%	/	0.03%	1.83%	/	-1.80%
其他								
粮油	38.58%	37.70%	41.14%	38.58%	37.70%	41.14%	0.88%	-3.44%
谷优	45.26%	44.93%	44.02%	38.69%	35.49%	24.55%	3.20%	10.94%
爱利地	/	-33.32%	32.08%	/	-0.48%	4.05%	/	2.06%
雅娜	20.43%	38.57%	48.26%	2.97%	6.11%	8.76%	-3.15%	-9.24%
多恩	/	23.39%	42.46%	/	0.81%	3.58%	/	-2.77%
丹娜小姐	/	-107.09%	20.78%	/	-0.28%	1.05%	/	-1.33%
及其他								
饼干及点心	41.51%	41.64%	41.98%	41.51%	41.64%	41.98%	-0.14%	-0.33%
亨利	42.06%	38.46%	45.53%	14.09%	14.97%	21.59%	-0.88%	-6.62%
公鸡及其他	45.22%	51.28%	49.29%	30.07%	31.32%	25.92%	-1.25%	5.40%
谷物	44.16%	46.29%	47.51%	44.16%	46.29%	47.51%	-2.13%	-1.22%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

与其他公司进行对比，公司各类型业务基本处于行业平均水平。2019 年三只松鼠、良品铺子、来伊份等可比公司毛利率分别为 27.8%、31.87%、43.85%，公司处于平均水平。公司乳品、啤酒、饼干三类业务毛利率 2019 年分别为 38.6%、36.45%、41.5%，均处于可比公司中间水平。

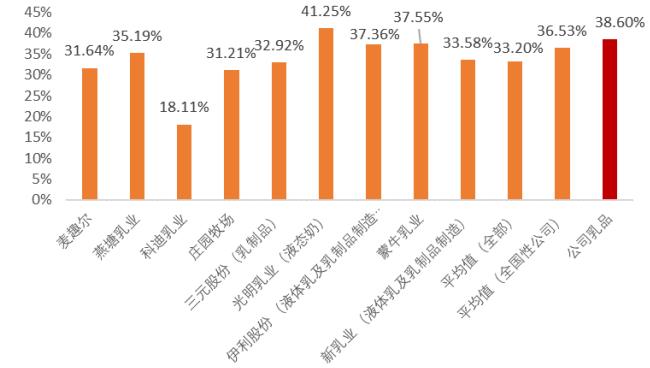
公司粮油类业务毛利率较可比公司显著更高，主要原因是：公司粮油产品主要为品利橄榄油，消费定位于偏好进口食品、对油品质量较高的消费人群，该类消费者对价格的敏感性不强，而西王食品、道道全粮油产品主要为玉米油、花生油等，产品消费者对价格的敏感性较强。

图 63：2017-2019 可比公司毛利率对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 64：2019 乳品类可比公司毛利率对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

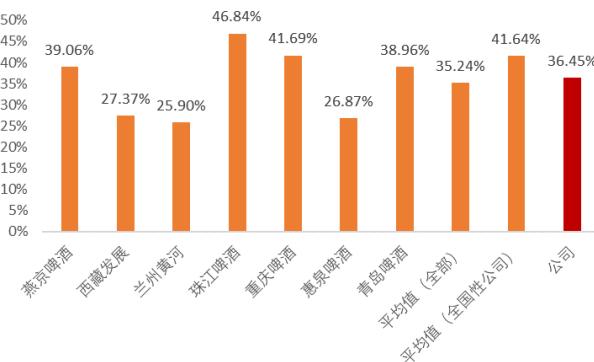
图 65：2019 啤酒类可比公司毛利率对比



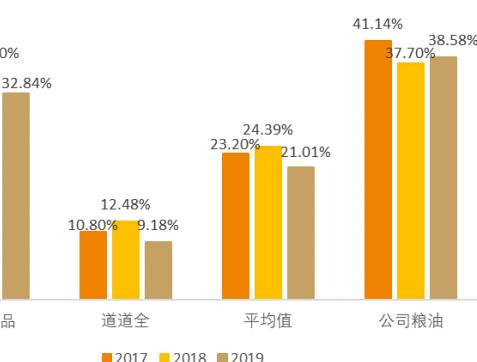
请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

图 66：2017-2019 年粮油类可比公司毛利率对比





资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 67: 2017-2019 饼干点心类可比公司毛利率对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 68: 2017-2019 谷物类可比公司毛利率对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.3. 盈利能力显著提升

公司盈利能力显著提升，屡创新高。2016 年来公司归母净利润逐年提升，2018-2020 前三季度的归母净利润增速分别为 22.41%/26.72%/79.01%，逐年上市且显著高于营收的增速，尤其是 2020 年来的净利润增速达到近年最高。公司归母净利率从 2016 年来稳步上升，2020 年前三季度的归母净利率已经达到 9.4%，为 5 年最高。公司不断上升的盈利能力与其费用率的下降有关。

图 69: 2015-2020m9 公司归母净利润（万元）及 YOY



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 70: 2015-2019 归母净利率：逐年提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司 ROE 一直呈下降趋势，主要与其所有者权益波动有关。2015 年公司所有者权益金额仅为 1169 万元，2020 年来公司通过上市将所有者权益扩大至 10.38 亿元，权益乘数降为 1.39。2015 年来公司资产周转率呈下降趋势，1) 公司 2017 年来开始建造仓库、分拣中心等固定资产，为后续运营提供保障。2) 2018 年来公司存货和应收账款增多。未来，随着公司主营业务规模的持续扩张或行业所处宏观环境的变化，公司应收账款和存货余额可能进一步扩大。

表 10：ROE 及杜邦分析

	2015	2016	2017	2018	2019	2020m1-9
净资产收益率	331.84%	34.15%	39.46%	32.61%	29.25%	9.88%
杜邦分析：						
归母净利率	3.9%	3.5%	5.2%	6.2%	7.2%	9.4%
资产周转率	1.82	2.20	1.99	1.90	1.76	0.75
权益乘数	46.62	4.43	3.78	2.75	2.32	1.39

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.4. 线上销售比例提升带动费用下降，销售模式逐步优化

2017-2020 前三季度，公司期间费用分别为 3.81 亿元/3.86 亿元/4.01 亿元/2.43 亿元，2020 年以来公司继续发力线上销售，降低线下直销比例，并取得显著成效，在营业收入增长 13.51% 的情况下销售费用继续降低，公司 2020 年来盈利能力继续向好。

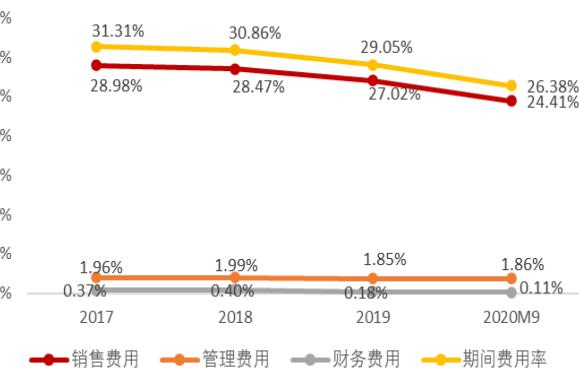
公司期间费用率逐年降低，2020 前三季度降至 26.38%。公司降成本成效显著，2020 前三季度销售费用率为 24.42%，管理费用率 1.86%，财务费用率 0.11%，公司 2020 年来费用率降幅明显，主要原因或为：1) 公司积极转型销售模式，线上统一入仓占营收比例逐步提高，线下销售模式占比下降，对应销售费用下降。2) 新型冠状病毒肺炎疫情期间，促销人员无法进入线下商超开展工作，公司促销费、劳务费合计金额较 2019 年 1-6 月合计下降 697.90 万元，导致促销费、劳务费合计占营业收入的比例由 2019 年 1-6 月的 4.16% 下降至 2020 年 1-6 月的 2.54%；3) 受新型冠状病毒肺炎疫情影响，销售费用-差旅费、交通费、职工薪酬、招待费合计占营业收入的比例由 2019 年 1-6 月的 4.44% 下降至 2020 年 1-6 月的 3.67%。

图 71：公司各项费用（万元）及期间费用 YOY



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 72：公司各类费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司与行业可比公司相比销售费用率较高且变动趋势略有差异，主要系公司销售渠道差异导致。公司主要通过线下直销和线上统一入仓（B2B）进行销售，三只松鼠、良品铺子等

公司的主要销售渠道包括线上自营以及线下直营店。线下直销相比其他模式销售费用较高，导致公司销售费用率高于可比公司。随着公司销售模式逐渐优化，积极转型线上销售，未来公司销售费用率有望进一步降低。

而管理费用率方面，公司的管理费用率显著低于行业及可比公司，主要原因同样是销售模式的差异。来伊份的直营店数量较多，良品铺子的直营店数量远远小于来伊份，导致其门店管理费用相对来伊份较低。品渥食品暂时没有直营店销售模式，在相应管理费用率上更有优势，同样以线上为主的三只松鼠管理费用率同样较低。

图 73：各公司期间费用率

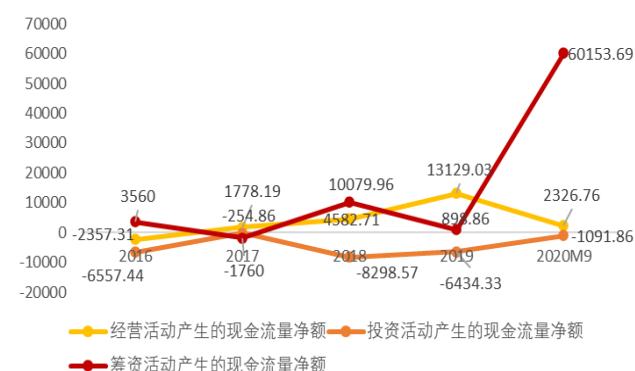
		2017	2018	2019
销售费用率	三只松鼠	19.36%	20.86%	22.59%
	良品铺子	19.46%	19.45%	20.50%
	来伊份	30.42%	32.89%	32.63%
	三家平均值	23.08%	24.40%	25.24%
	公司	28.98%	28.47%	27.02%
管理费用率	三只松鼠	2.13%	2.11%	2.21%
	良品铺子	8.22%	6.34%	5.68%
	来伊份	9.32%	11.07%	11.11%
	三家平均值	6.56%	6.52%	6.33%
	公司	1.96%	1.99%	1.85%
财务费用率	三只松鼠	-0.01%	-0.13%	-0.14%
	良品铺子	0.07%	0.03%	-0.13%
	来伊份	-0.20%	-0.15%	0.00%
	三家平均值	-0.05%	-0.08%	-0.09%
	公司	0.37%	0.40%	0.18%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.5. 现金流不断改善

公司现金流稳步改善，上市后现金状况良好。公司 2019 年经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为 13129 万元、-6434.33 万元、898.86 万元。2020 年上市以来筹资活动现金流大幅增长，根据三季报，公司前三季度筹资活动现金流 60153.69 万元。公司自由现金流 2019 以来持续为正，2020 年前 9 个月自由现金流净额达 2447 万元，近五年来整体改善显著。

图 74：2016-2020 前三季度公司各类现金流净额（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 75：2016-2020M9 公司自由现金流金额（万元）

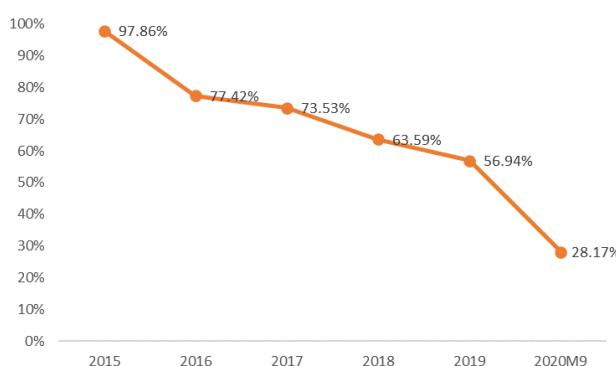


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.6. 资本结构逐步优化，短期偿债压力小

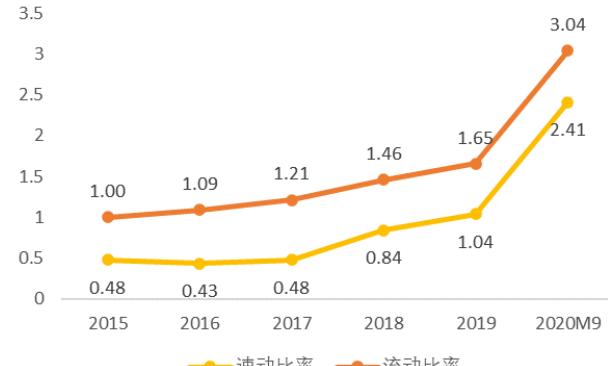
资产负债率逐年下降，资本结构逐步优化，成功上市带来货币资金迅速增加。2015年来公司资产负债率逐年下降，截至2020年三季度。2015-2019年公司流动比率和速动比率稳步增长，2020年来，由于2020年成功上市，公司货币资金增长迅猛，因此公司短期偿债能力大幅增加，未来公司对于筹集资金的使用情况与运营值得关注。

图 76：2015-2020 前三季度公司资产负债率（万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 77：2015-2020 前三季度公司流动比率和速动比率



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

收入假设：2018年来公司营收增速逐年提高，2020前3季度公司营收10.9亿元，同比增长13.51%。根据公司销售的季节性，公司第四季度有“双十一”等促销活动或帮助公司营收增速更进一步，因此我们预测公司2020-2020营收增速为14%/14%/15%。

成本费用假设：1) **毛利率：**公司近年来毛利率稳定，未来公司毛利率或将继续维持平稳，我们预测公司2020-2022毛利率为38.5%/38.5%/38.5%。2) **销售费用率：**公司近年来积极发力线上销售，降成本成效显著，2020前三季度销售费用率为24.42%，随着公司线上销售占比提升，公司销售费用率或将进一步下降，我们预计2020-2022公司销售费用率为24.2%/23%/22.7%。3) **管理费用率：**公司2020年前三季度管理费用率1.86%，与2019年的1.85%维持平稳，我们预计公司2020-2022管理费用率为1.86%/1.9%/1.85%。4) **财务费用率：**公司财务费用稳定，且占费用比例小，我们预计公司2020-2022财务费用率为-0.29%/-0.7%/-1.12%。

品渥食品作为国内较早实现进口食品自有品牌运营的企业，产品更新迅速及时，紧跟消费趋势，国外进口食品渠道优质稳定、运营推广日趋成熟。公司逐步发力新零售线上销售模式，营收稳步提升，盈利及现金流向好。随着公司仓储物流产品链进一步完善，品牌推广力度加大，以及国家消费升级政策以及物流和相关产业配套的不断成熟，公司业绩有望进一步增长。我们预计公司2020-2022净利润分别为1.47亿元/1.83亿元/2.14亿元，对应PE为38.95X/31.17X/26.61X。估值方面，我们以三只松鼠、良品铺子、来伊份作为可比公司，考虑到三只松鼠主要通过天猫商城、京东等互联网平台以及团购、线下体验店等多元化渠道开展自有品牌食品的销售，来伊份拥有众多连锁门店（以直营门店为主），且重启门店扩张策略，我们以疫情趋于稳定的21年作为基础，给予品渥食品20年48.72倍估值，目标市值为71.38亿元，对应股价71.38元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11：品渥食品估值表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,250.27	1,379.84	1,573.02	1,793.25	2,062.23
增长率(%)	2.85	10.36	14.00	14.00	15.00
EBITDA (百万元)	105.96	131.34	194.25	245.98	290.77
净利润 (百万元)	78.07	98.93	146.52	183.08	214.44
增长率(%)	22.41	26.72	48.10	24.95	17.13

EPS (元/股)	0.78	0.99	1.47	1.83	2.14
市盈率 (P/E)	75.64	59.69	40.30	32.25	27.54
市净率 (P/B)	24.66	17.46	11.59	8.52	6.51
市销率 (P/S)	4.72	4.28	3.75	3.29	2.86
EV/EBITDA	0.00	0.00	29.64	22.61	18.89

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 12：可比公司估值表

股票代码	股票简称	市值 (百万)	股价	EPS				PE				
				(11.15)	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300783.SZ	三只松鼠	22419.91	55.91	0.6	0.63	0.83	1.08	1.08	108.12	89.12	67.47	51.73
603719.SH	良品铺子	24633.43	61.43	0.95	0.86	1.16	1.45	1.45	71.23	52.86	42.45	
603777.SH	来伊份	4288.32	12.72	0.03	0.24	0.49	0.84	0.84	384.82	54.08	25.84	15.07
平均值					0.58	0.83	1.12	1.12		71.48	48.72	36.42

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提升

进口食品市场需求变化风险

公司需要在产品开发及产品创意等方面进行持续研究，不断开发出适应消费者偏好和需求的新产品。如果公司未能全面、及时地把握进口食品行业的最新发展趋势，导致公司不能有效预测并快速响应消费者消费偏好的变化，则消费者对公司产品认同度将会降低，对公司的经营业绩产生不利影响。

新冠肺炎导致公司业绩下滑风险

目前新冠肺炎疫情仍未完全平息，全球各地仍有局部爆发的风险，如果公司产品供应商生产地爆发相应疫情，或将对公司产品生产造成不利影响，导致公司业绩下滑。

境外供应商合作风险

公司主要产品的供应商均位于境外，且主要集中于德国、西班牙等欧盟地区，地域相对集中。目前公司与境外供应商保持着良好的合作关系，但不排除未来因行业政策法规、地缘政治突发事件出现调整或双方在业务合作上出现分歧，导致双方终止合作关系，从而对公司的经营产生不利影响。

汇率波动风险

公司采购业务主要以欧元、美元为结算货币。因此人民币汇率如果出现大幅波动，则将对公司正常经营以及进口产品的成本造成一定影响。

食品安全风险

存在因质量控制制度和标准未得到严格执行、检测流程操作不当等导致食品质量安全问题发生的可能。另外，公司产品进入流通渠道后，食品安全问题会受到不可控因素的影响。

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	124.02	199.96	241.02	349.21	419.18	营业收入	1,250.27	1,379.84	1,573.02	1,793.25	2,062.23
应收票据及应收账款	135.07	143.15	171.45	187.20	225.25	营业成本	765.36	848.19	967.41	1,102.85	1,268.27
预付账款	2.41	5.30	3.49	6.53	4.99	营业税金及附加	5.50	5.93	7.87	8.34	10.72
存货	211.03	216.45	321.00	230.43	403.71	营业费用	355.99	372.80	380.67	412.45	468.13
其他	25.38	16.86	26.25	23.70	25.58	管理费用	24.85	25.53	29.26	34.07	38.15
流动资产合计	497.90	581.72	763.21	797.06	1,078.72	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.03	0.07	0.07	0.07	0.07	财务费用	5.02	2.49	(0.29)	(0.70)	(1.12)
固定资产	2.54	3.36	84.50	159.47	217.79	资产减值损失	(3.63)	(0.77)	0.00	0.00	0.00
在建工程	109.91	153.43	128.06	124.83	104.90	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	44.11	42.64	40.45	38.26	36.07	投资净收益	(0.02)	(0.00)	0.00	0.00	0.00
其他	3.13	4.08	3.76	3.62	3.78	其他	(0.22)	1.64	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	159.73	203.58	256.83	326.25	362.61	营业利润	97.42	124.03	188.11	236.24	278.08
资产总计	657.64	785.31	1,020.04	1,123.31	1,441.33	营业外收入	7.68	7.65	6.89	7.41	7.32
短期借款	23.32	12.19	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.07	0.02	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	205.17	199.68	262.08	264.33	341.04	利润总额	105.03	131.67	195.00	243.65	285.39
其他	113.61	139.97	161.25	165.60	192.55	所得税	26.96	32.73	48.48	60.57	70.95
流动负债合计	342.11	351.84	423.32	429.93	533.59	净利润	78.07	98.93	146.52	183.08	214.44
长期借款	73.50	94.85	86.51	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	78.07	98.93	146.52	183.08	214.44
其他	2.59	0.43	0.50	0.60	0.51	每股收益(元)	0.78	0.99	1.47	1.83	2.14
非流动负债合计	76.09	95.28	87.01	0.60	0.51						
负债合计	418.19	447.12	510.34	430.53	534.10						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
股本	75.00	75.00	100.00	100.00	100.00						
资本公积	17.98	17.78	17.78	17.78	17.78						
留存收益	164.44	263.18	409.70	592.78	807.23						
其他	(17.97)	(17.78)	(17.78)	(17.78)	(17.78)						
股东权益合计	239.44	338.19	509.70	692.78	907.23						
负债和股东权益总	657.64	785.31	1,020.04	1,123.31	1,441.33						
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	78.07	98.93	146.52	183.08	214.44	成长能力					
折旧摊销	3.79	3.20	6.43	10.44	13.81	营业收入	2.85%	10.36%	14.00%	14.00%	15.00%
财务费用	0.35	0.37	(0.29)	(0.70)	(1.12)	营业利润	3.11%	27.32%	51.66%	25.59%	17.71%
投资损失	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	22.41%	26.72%	48.10%	24.95%	17.13%
营运资金变动	(31.74)	49.06	(56.35)	81.18	(108.28)	获利能力					
其它	(4.66)	(20.28)	0.00	0.00	(0.00)	毛利率	38.78%	38.53%	38.50%	38.50%	38.50%
经营活动现金流	45.83	131.29	96.31	274.00	118.86	净利率	6.24%	7.17%	9.31%	10.21%	10.40%
资本支出	94.07	48.25	59.93	79.90	50.09	ROE	32.61%	29.25%	28.75%	26.43%	23.64%
长期投资	0.03	0.04	0.00	0.00	0.00	ROIC	77.92%	44.09%	56.18%	48.97%	59.47%
其他	(177.09)	(112.63)	(119.93)	(159.90)	(100.09)	偿债能力					
投资活动现金流	(82.99)	(64.34)	(60.00)	(80.00)	(50.00)	资产负债率	63.59%	56.94%	50.03%	38.33%	37.06%
债权融资	103.32	117.04	96.51	10.00	10.00	净负债率	-8.65%	-24.52%	-28.35%	-48.96%	-45.10%
股权融资	(5.29)	(2.68)	25.28	0.70	1.12	流动比率	1.46	1.65	1.80	1.85	2.02
其他	2.77	(105.37)	(117.04)	(96.51)	(10.00)	速动比率	0.84	1.04	1.04	1.32	1.27
筹资活动现金流	100.80	8.99	4.76	(85.81)	1.12	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	9.75	9.92	10.00	10.00	10.00
现金净增加额	63.64	75.94	41.07	108.18	69.98	存货周转率	4.63	6.46	5.85	6.50	6.50
						总资产周转率	1.97	1.91	1.74	1.67	1.61
每股指标(元)						每股指标(元)					
						每股收益	0.78	0.99	1.47	1.83	2.14
						每股经营现金流	0.46	1.31	0.96	2.74	1.19
						每股净资产	2.39	3.38	5.10	6.93	9.07
估值比率						估值比率					
						市盈率	73.10	57.69	38.95	31.17	26.61
						市净率	23.83	16.88	11.20	8.24	6.29
						EV/EBITDA	0.00	0.00	28.62	21.81	18.21
						EV/EBIT	0.00	0.00	29.60	22.77	19.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com