

# 品渥食品 (300892)

## 21H1 业绩受品牌渠道费用投放影响，全渠道拓展能力持续迭代累积，未来值得期待

**事件：**公司发布 21H1 中报。公司 2021H1 实现营业收入为 6.89 亿元，同增 0.97%，实现归母净利润 0.44 亿元，同减 34.22%。其中 21Q1/Q2 实现营收 3.18/3.71 亿元，Q1 同增 15.95%，Q2 同减 9.11%；实现归母净利润 0.30\0.14 亿元，Q1 同增 23.11%，Q2 同减 66.84%。

**点评：**收入端：①按渠道分，(1) 线上 2021H1 营业收入 4.23 亿元，同增 8.45%；其中统一入仓模式营业收入 3.54 亿元，同增 5.93%，线上自营营业收入 0.65 亿元，同增 33.20%，线上分销营业收入 0.05 亿元，同减 37.34% (2) 线下 2021H1 营业收入 2.65 亿元，其中线下自营营业收入 1.44 亿元，同增 19.46%。线下经销营收 1.18 亿元，同增 7.50%，线下其他营收 0.03 亿元，同增 27.77%。公司上半年加大了渠道内的品牌费用和直播费用的投入，带动线上自营渠道销售增长较快。

毛利率：公司 2021H1 实现毛利率 31.28%，同减 3.21pct。分渠道看，线上毛利率 31.18%，同减 3.48 pct，其中统一入仓模式 31.76%，同减 2.27 pct，线上自营 27.58%，同减 10.68%，线上分销 36.87%，同减 2.13%；线下 31.34%，同减 2.78 pct，其中线下自营 31.17%，同减 3.32 pct，线下经销 31.68%，同减 2.17 pct，线下其他 25.40%，同增 8.22 pct。公司 2021Q2 实现毛利率 32.25%，环增 2.09pct，同减 3.52 pct。

成本端：公司 2021H1 营业成本 4.73 亿元，同增 5.92%，期间费用率为 24.64%，同增 2.75 pct。①销售费用率：公司 2021H1 销售费用为 1.57 亿元，同增 14.34%，销售费用率 22.83%，同增 2.67 pct，变动主要因为扩大品牌影响力，本期公司加大了渠道内的品牌费用和直播费用的投入，带动线上自营渠道销售增长较快，同时导致本期的毛利率下降，销售费用上升。②管理费用率：管理费用 0.20 亿元，同增 144.46%，管理费用率为 2.92%，同增 1.71 pct，管理费用的上升主要是股份支付增长。③财务费用率：公司 2021H1 财务费用为-0.08 亿元，同减 325.76%，财务费用率为-1.17%，同减 1.69 pct，主要是因为利息收入较大。

利润端：上半年公司归母净利润 4426 万元，同减 34.22%。分季度看，21Q1/Q2 分别为 3004 万元、1422 万元，同比分别变动 23.11%、-66.84%，主要由于：(1) 乳品外其他品类产品收入有所下降。主要是受市场销售渠道变化影响，公司线下直营渠道销售下降 19.46%。(2) 21H1 公司加大了渠道内的品牌费用和直播费用的投入，带动线上自营渠道销售增长较快，同时导致本期的毛利率下降，销售费用上升。(3) 受疫情影响，上期促销活动减少，销售费用率较低。21H1 针对新渠道新产品加大了促销活动力度，导致本期毛利下降和销售费用增加。

**投资建议：**公司产品不断迭代，拥全渠道布局能力强。上半年公司线上多渠道拓展加大投入，全渠道布局发力有望持续。我们预计公司 21/22 归母净利润分别为 1.83 亿元/2.14 亿元，对应 PE 分别为 20X/17X。

**风险提示：**线下渠道下沉不及预期、经营不及预期、食品安全风险、产品开发不及预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,379.84	1,502.82	1,753.79	2,051.94	2,462.32
增长率(%)	10.36	8.91	16.70	17.00	20.00
EBITDA(百万元)	131.34	192.17	233.46	274.54	348.41
净利润(百万元)	98.93	135.84	183.23	213.88	268.55
增长率(%)	26.72	37.31	34.88	16.73	25.56
EPS(元/股)	0.99	1.36	1.83	2.14	2.69
市盈率(P/E)	37.15	27.05	20.06	17.18	13.68
市净率(P/B)	10.87	3.43	2.93	2.50	2.12
市销率(P/S)	2.66	2.45	2.10	1.79	1.49
EV/EBITDA	0.00	29.80	12.06	9.36	7.47

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	36.66 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	100.00
流通 A 股股本(百万股)	25.00
A 股总市值(百万元)	3,666.00
流通 A 股市值(百万元)	916.50
每股净资产(元)	10.97
资产负债率(%)	27.39
一年内最高/最低(元)	87.66/35.10

### 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

- 《品渥食品-年报点评报告:20 年及 21Q1 持续稳健增长，全渠道运营能力不断累积，助力未来业绩快速放量》 2021-04-25
- 《品渥食品-首次覆盖报告:立足全球、服务国内，借力新零售打造进口食品行业领先者》 2020-11-22

## 1. 事件

公司发布 21H1 中报。公司 2021H1 实现营业收入为 6.89 亿元，同增 0.97%，实现归母净利润 0.44 亿元，同减 34.22%。其中 21Q1/Q2 实现营收 3.18/3.71 亿元，Q1 同增 15.95%，Q2 同减 9.11%；实现归母净利润 0.30\0.14 亿元，Q1 同增 23.11%，Q2 同减 66.84%。

图 1：公司各季度营收

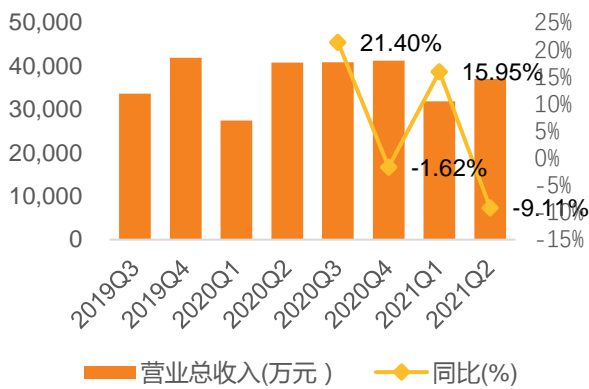


图 2：公司各季度归母净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

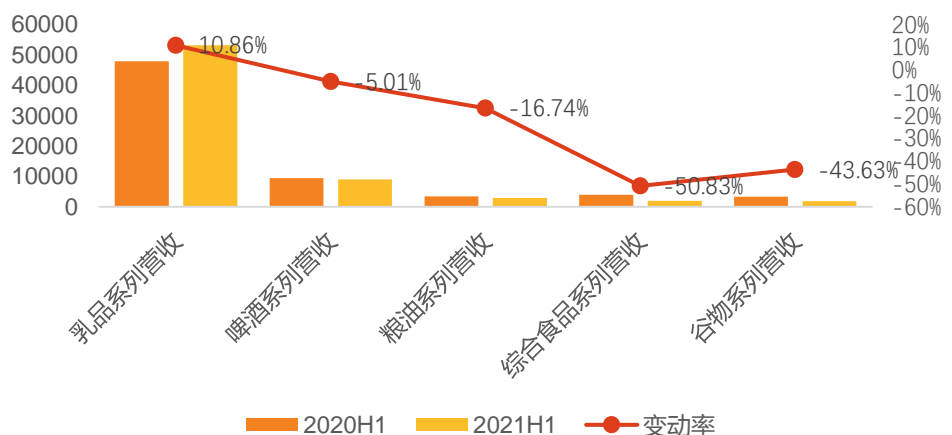
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 收入端

**按渠道分：**（1）线上 2021H1 营业收入 4.23 亿元，同增 8.45%；其中统一入仓模式营业收入 3.54 亿元，同增 5.93%，线上自营营业收入 0.65 亿元，同增 33.20%，线上分销营业收入 0.05 亿元，同减 37.34%（2）线下 2021H1 营业收入 2.65 亿元，其中线下自营营业收入 1.44 亿元，同减 19.46%。线下经销营收 1.18 亿元，同增 7.50%，线下其他营收 0.03 亿元，同增 27.77%。**渠道端线上渠道收入增加原因为公司加大了渠道内的品牌费用和直播费用的投入，带动线上自营渠道销售增长较快；**

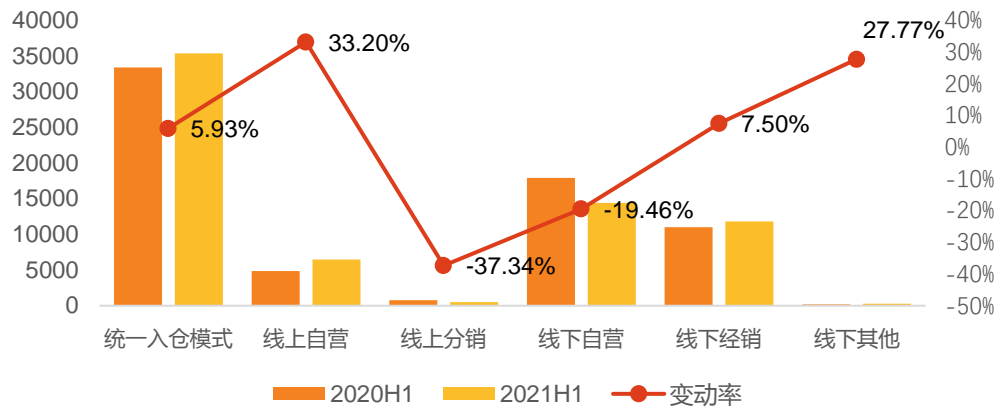
**按产品分：**（1）乳品系列 2021H1 营收 5.32 亿元，同增 10.86%（2）啤酒系列 2021H1 营收 0.90 亿元，同减 5.01%（3）粮油系列 2021H1 营收 0.29 亿元，同减 16.74%（4）综合食品系列 2021H1 营收 0.19 亿元，同减 50.83%（5）谷物系列 2021H1 营收 0.19 亿元，同减 43.63%。**报告期内乳品系列产品继续保持增长，收入增长率 10.86%，其他品类产品收入有所下降。主要是受市场销售渠道变化影响，公司线下直营渠道销售下降 19.46%，影响了公司收入增长。**

图 3：2020-2021H1 分产品营收及变动率（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2020-2021H1 分渠道营收及变动率（万元）

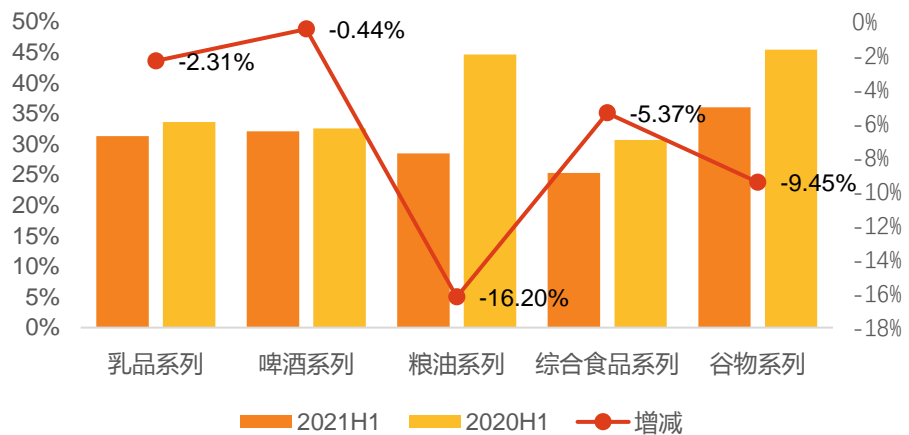


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 毛利率

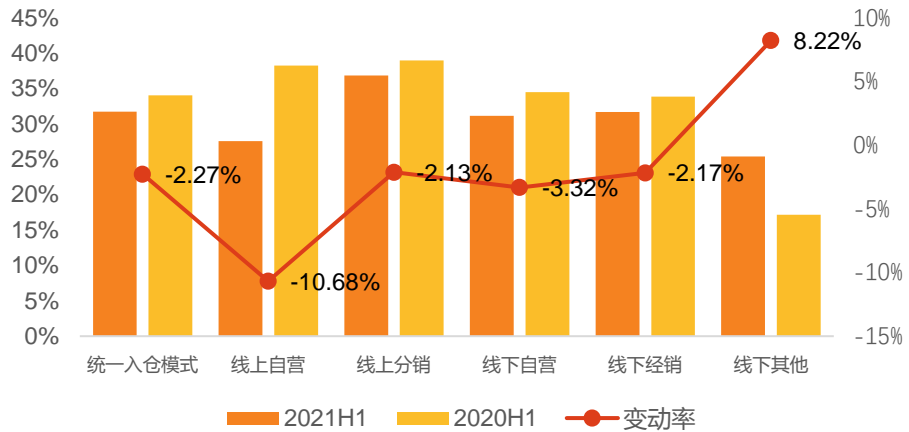
公司 2021H1 实现毛利率 31.28%，同减 3.21pct。①分产品看，乳品系列毛利率 31.30%，同减 2.31pct，啤酒系列 32.09%，同减 0.44 pct，粮油系列 28.46%，同减 16.20 pct，综合食品系列 25.30%，同减 5.37 pct，谷物系列 35.99%，同减 9.45 pct。②分渠道看，线上毛利率 31.18%，同减 3.48 pct，其中统一入仓模式 31.76%，同减 2.27 pct，线上自营 27.58%，同减 10.68%，线上分销 36.87%，同减 2.13%；线下 31.34%，同减 2.78 pct，其中线下自营 31.17%，同减 3.32 pct，线下经销 31.68%，同减 2.17 pct，线下其他 25.40%，同增 8.22 pct。公司 2021Q2 实现毛利率 32.25%，环增 2.09pct，同减 3.52 pct。

图 5：2020-2021H1 毛利率变化（以产品分类）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：2020-2021H1 毛利率变化（以渠道分类）

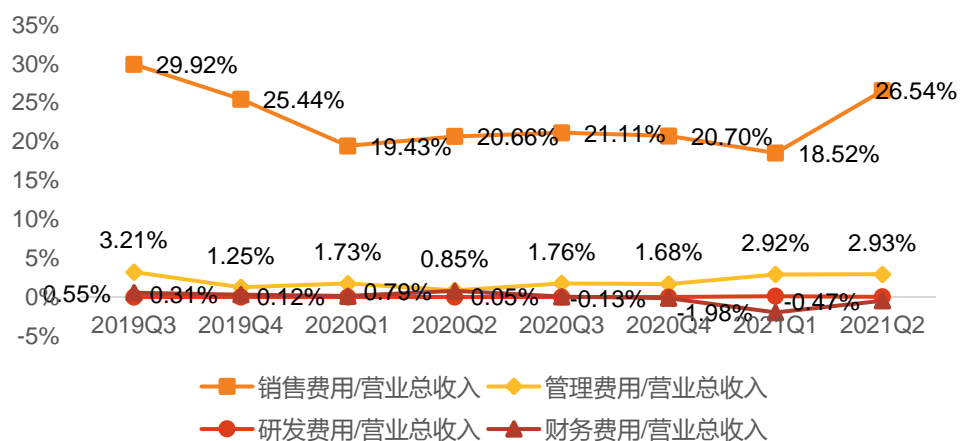


资料来源：公司公告、天风证券研究所

#### 4. 成本端

公司 2021H1 营业成本 4.73 亿元，同增 5.92%，期间费用率为 24.64%，同增 2.75 pct。①销售费用率：公司 2021H1 销售费用为 1.57 亿元，同增 14.34%，销售费用率 22.83%，同增 2.67 pct，变动主要因为扩大品牌影响力，本期公司加大了渠道内的品牌费用和直播费用的投入，带动线上自营渠道销售增长较快，同时导致本期的毛利率下降，销售费用上升。②管理费用率：管理费用 0.20 亿元，同增 144.46%，管理费用率为 2.92%，同增 1.71 pct，管理费用的上升主要是股份支付增长。③财务费用率：公司 2021H1 财务费用为-0.08 亿元，同减 325.76%，财务费用率为-1.17%，同减 1.69 pct，主要是因为利息收入较大。公司 2021Q2 期间费用率（含研发费用）为 29.01%，同增 6.70 pct，较 2020Q2 费用率上升，主要由于为获得新客户，本期针对新渠道新产品加大了促销活动力度，导致本期毛利下降和销售费用增加。

图 7：公司费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 5. 利润端

上半年公司归母净利润 4426 万元，同减 34.22%。分季度看，21Q1\Q2 分别为 3004 万元、1422 万元，同比分别变动 23.11%、-66.84%，主要由于：（1）乳品外其他品类产品收入有所下降。主要是受市场销售渠道变化影响，公司线下直营渠道销售下降 19.46%。（2）

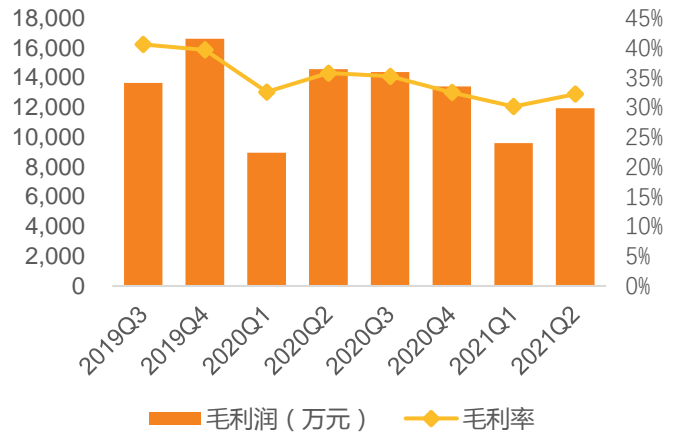
21H1 公司加大了渠道内的品牌费用和直播费用的投入，带动线上自营渠道销售增长较快，同时导致本期的毛利率下降，销售费用上升。(3) 受疫情影响，上期促销活动减少，销售费用率较低。21H1 针对新渠道新产品加大了促销活动力度，导致本期毛利下降和销售费用增加。

图 8：公司各季度净利润与净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司各季度毛利润与毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 6. 投资建议

公司产品不断迭代，拥抱全渠道布局能力强。上半年公司线上多渠道拓展加大投入，全渠道布局发力有望持续。我们预计公司 21/22 归母净利润分别为 1.83 亿元/2.14 亿元，对应 PE 分别为 20x/17x。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	199.96	486.88	718.27	916.16	927.29
应收票据及应收账款	143.15	128.43	222.33	188.06	304.40
预付账款	5.30	6.35	7.31	8.65	9.03
存货	216.45	196.16	384.34	218.47	532.54
其他	16.86	344.45	165.28	220.24	175.02
<b>流动资产合计</b>	<b>581.72</b>	<b>1,162.28</b>	<b>1,497.53</b>	<b>1,551.58</b>	<b>1,948.27</b>
长期股权投资	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
固定资产	3.36	162.27	184.95	227.79	269.77
在建工程	153.43	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	42.64	40.41	38.14	35.88	33.62
其他	4.08	3.54	3.70	3.57	3.60
<b>非流动资产合计</b>	<b>203.58</b>	<b>206.29</b>	<b>262.87</b>	<b>336.92</b>	<b>378.82</b>
<b>资产总计</b>	<b>785.31</b>	<b>1,368.57</b>	<b>1,760.40</b>	<b>1,888.51</b>	<b>2,327.10</b>
短期借款	12.19	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	199.68	184.25	266.19	260.03	322.72
其他	139.97	112.86	238.96	159.56	266.81
<b>流动负债合计</b>	<b>351.84</b>	<b>297.12</b>	<b>505.15</b>	<b>419.59</b>	<b>589.53</b>
长期借款	94.85	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.43	0.07	0.60	0.39	0.50
<b>非流动负债合计</b>	<b>95.28</b>	<b>0.07</b>	<b>0.60</b>	<b>0.39</b>	<b>0.50</b>
<b>负债合计</b>	<b>447.12</b>	<b>297.18</b>	<b>505.75</b>	<b>419.98</b>	<b>590.02</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	75.00	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	17.78	590.18	590.18	590.18	590.18
留存收益	263.18	971.42	1,154.65	1,368.53	1,637.07
其他	(17.78)	(590.21)	(590.18)	(590.18)	(590.18)
<b>股东权益合计</b>	<b>338.19</b>	<b>1,071.39</b>	<b>1,254.65</b>	<b>1,468.53</b>	<b>1,737.07</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>785.31</b>	<b>1,368.57</b>	<b>1,760.40</b>	<b>1,888.51</b>	<b>2,327.10</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	98.93	135.84	183.23	213.88	268.55
折旧摊销	3.20	11.76	3.58	5.82	8.12
财务费用	0.37	4.05	(6.02)	(8.17)	(9.21)
投资损失	0.00	(0.00)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	49.06	2.33	(89.82)	107.36	(260.61)
其它	(20.28)	(16.90)	36.87	49.17	(45.07)
<b>经营活动现金流</b>	<b>131.29</b>	<b>137.07</b>	<b>127.84</b>	<b>368.05</b>	<b>(38.22)</b>
资本支出	48.25	15.34	59.47	80.21	49.89
长期投资	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(112.63)	(356.57)	28.03	(258.54)	(9.76)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(64.34)</b>	<b>(341.23)</b>	<b>87.50</b>	<b>(178.33)</b>	<b>40.14</b>
债权融资	117.04	0.00	10.00	10.00	10.00
股权融资	(2.68)	594.12	6.05	8.17	9.21
其他	(105.37)	(118.16)	0.00	(10.00)	(10.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>8.99</b>	<b>475.97</b>	<b>16.05</b>	<b>8.17</b>	<b>9.21</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>75.94</b>	<b>271.81</b>	<b>231.39</b>	<b>197.89</b>	<b>11.13</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,379.84</b>	<b>1,502.82</b>	<b>1,753.79</b>	<b>2,051.94</b>	<b>2,462.32</b>
营业成本	848.19	989.58	1,161.01	1,356.33	1,502.02
营业税金及附加	5.93	5.95	8.16	9.64	12.31
营业费用	372.80	309.12	363.56	429.47	517.09
管理费用	25.53	22.34	28.06	36.93	45.55
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	2.49	3.23	(6.02)	(8.17)	(9.21)
资产减值损失	(0.77)	(2.74)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	1.87	36.87	49.17	(45.07)
投资净收益	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.64	0.85	(73.75)	(98.33)	90.14
<b>营业利润</b>	<b>124.03</b>	<b>172.62</b>	<b>235.90</b>	<b>276.89</b>	<b>349.50</b>
营业外收入	7.65	7.69	7.55	7.51	7.45
营业外支出	0.02	0.12	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>131.67</b>	<b>180.19</b>	<b>243.45</b>	<b>284.40</b>	<b>356.95</b>
所得税	32.73	44.34	60.22	70.52	88.40
<b>净利润</b>	<b>98.93</b>	<b>135.84</b>	<b>183.23</b>	<b>213.88</b>	<b>268.55</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>98.93</b>	<b>135.84</b>	<b>183.23</b>	<b>213.88</b>	<b>268.55</b>
每股收益(元)	0.99	1.36	1.83	2.14	2.69

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	10.36%	8.91%	16.70%	17.00%	20.00%
营业利润	27.32%	39.17%	36.66%	17.38%	26.22%
归属于母公司净利润	26.72%	37.31%	34.88%	16.73%	25.56%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.53%	34.15%	33.80%	33.90%	39.00%
净利率	7.17%	9.04%	10.45%	10.42%	10.91%
ROE	29.25%	12.68%	14.60%	14.56%	15.46%
ROIC	44.09%	52.78%	69.46%	51.14%	70.70%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	56.94%	21.71%	28.73%	22.24%	25.35%
净负债率	-24.52%	-45.44%	-56.45%	-61.71%	-52.81%
流动比率	1.65	3.91	2.96	3.70	3.30
速动比率	1.04	3.25	2.20	3.18	2.40
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.92	11.07	10.00	10.00	10.00
存货周转率	6.46	7.28	6.04	6.81	6.56
总资产周转率	1.91	1.40	1.12	1.12	1.17
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.99	1.36	1.83	2.14	2.69
每股经营现金流	1.31	1.37	1.28	3.68	-0.38
每股净资产	3.38	10.71	12.55	14.69	17.37
<b>估值比率</b>					
市盈率	37.15	27.05	20.06	17.18	13.68
市净率	10.87	3.43	2.93	2.50	2.12
EV/EBITDA	0.00	29.80	12.06	9.36	7.47
EV/EBIT	0.00	31.73	12.25	9.56	7.65

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