



2020年3月31日

百润股份(002568): 业绩符合预期, 产品、产能和销售渠道持续完善

食品饮料

审慎推荐(首次)

当前股价: 33.97元

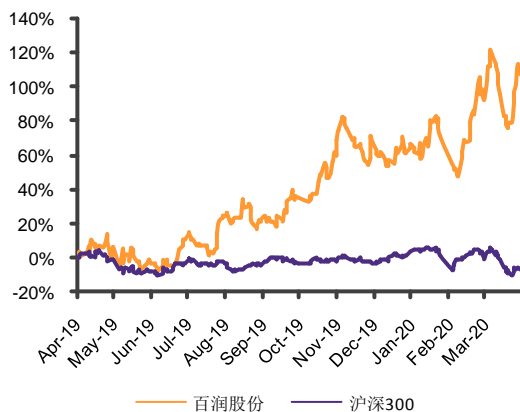
主要财务指标(单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,468	1,761	2,085	2,434
(+/-)	19.4%	19.9%	18.4%	16.7%
营业利润	391	457	551	692
(+/-)	135.2%	16.7%	20.5%	25.6%
归属母公司净利润	300	357	430	540
(+/-)	142.7%	18.7%	20.5%	25.6%
EPS(元)	0.58	0.69	0.83	1.04
市盈率	58.8	49.5	41.1	32.7

公司基本情况(最新)

总股本/已流通股(亿股)	5.20/3.49
流通市值(亿元)	118.56
每股净资产(元)	3.85
资产负债率(%)	21.80

股价表现(最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

投资要点:

● **公司业绩符合预期。**报告期内, 公司实现营业收入14.68亿元, 同比增长19.39%; 归属于上市公司股东的净利润3.00亿元, 同比增长142.67%; 扣非后净利润2.79亿元, 同比增长221.61%; 每股收益0.58元。2019Q4单季实现营业收入4.52亿元, 同比增长20.07%; 归母净利润0.72亿元, 实现扭亏。

● **香精香料与预调鸡尾酒双业务发展。**公司综合毛利率水平较高, 虽然2019年较上年微降0.41pct, 但仍达到68.27%。分产品来看, 预调酒业务实现收入12.79亿元, 同比增长22.42%, 收入占比87.61%, 销量达到1268万箱, 同比增长29.04%, 单箱价格同比下滑5.13%, 毛利率68.55%, 同比减少0.91pct, 主要受售价较低的微醺占比提升所致; 香精香料业务实现收入1.81亿元, 同比微增0.37%, 占比12.39%, 毛利率66.93%, 同比增加2.65pct, 实现了公司规模和效益的双发展, 公司整体的竞争力得到进一步提升。分地区来看, 华东、华北、华西、华南区域收入都实现了两位数的增长, 其中华东区域收入占比最高, 占41.24%。

● **管理费用率大幅降低致期间费用率优化。**2019全年期间费用率34.96%, 同比大幅减少13.65pct, 主要是管理费用率明显下滑7.75pct至6.11%, 主要系上年同期公司终止限制性股票激励计划, 视同加速行权, 确认股权激励费用7,761.00万元, 19年不再计提相关费用, 从而导致股权激励费用营收占比同比减少6.31pct; 销售费用率为29.22%, 同比降低5.88pct, 主要归功于广告费用率由2018年的9.68%降至4.87%。预调鸡尾酒期末库存量同比减少34.39%至54万箱, 主要是预调鸡尾酒业务加强库存管理, 增加适销对路的产品, 提高存货周转率所致。

● **行业发展空间巨大, 公司产品、产能和销售渠道持续完善。**根据成熟市场经验和国内市场客观数据分析, 随着国内消费

升级以及饮用习惯的养成，预调鸡尾酒行业具有良好的发展趋势和巨大的市场空间。(1) 公司目前已成为国内预调鸡尾酒龙头企业，市场占有率持续提升，预调鸡尾酒在售产品涵盖了 3%-13.5%不同酒精度的 7 个系列，提供 40 多种口味选择，包括不同容量的玻璃瓶装和易拉罐装，可以满足不同消费者和不同消费场景的需求，公司预调鸡尾酒业务具有长期持续的增长潜力。(2) 公司上海、天津、成都、佛山四大生产基地，将辐射全国，满足全国多渠道渗透需求，大幅度优化物流成本；伏特加及威士忌是预调鸡尾酒产品的重要原料基酒，公司将加快伏特加及威士忌生产项目建设，将增强公司预调鸡尾酒产品的核心竞争力。(3) 今年公司将布局并推进烈酒全产业链建设，拟与邛崃市人民政府签署《烈酒生产基地升级项目投资协议书》、《巴克斯烈酒品牌文化体验中心项目投资协议书》等。上述项目的建设将有利于增强公司核心竞争力，提升公司经营效益，保障公司长期健康发展。

● **盈利预测：**我们预测公司 2020-2022 年主营业务收入分别为 17.61 亿元、20.85 亿元、24.34 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 3.57、4.30 和 5.40 亿元，对应 EPS 分别为 0.69 元、0.83 元、1.04 元，当前股价对应 PE 分别为 49.5/41.1/32.7 倍，给予“审慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；行业竞争加剧的风险；食品安全风险。



图表 1: 公司盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产:					营业收入	1,468	1,761	2,085	2,434
货币资金	488	986	1,550	2,215	营业成本	466	562	653	737
应收款	137	164	194	226	营业税金及附加	72	82	99	116
存货	90	108	126	142	销售费用	429	528	615	694
待摊费用和其他流动资产	9,546	9,546	9,546	9,546	管理费用	90	111	129	146
流动资产合计	809	1,258	1,870	2,583	财务费用	-5	-8	-9	-11
非流动资产:					费用合计	513	631	735	829
可供出售金融资产	-	-	-	-	资产减值损失	-1	-1	-1	-2
固定资产+在建工程	1,273	10,801	10,933	11,064	公允价值变动	-	-	-	-
无形资产+商誉	19,189	91,533	85,430	79,735	投资收益	-	-	-	-
其他非流动资产	255	255	255	255	营业利润	391	457	551	692
非流动资产合计	1,752	12,004	12,075	12,149	加: 营业外收入	2	-	-	-
资产总计	2,562	13,262	13,945	14,733	减: 营业外支出	12	-	-	-
流动负债:					利润总额	381	457	551	692
短期借款	-	-	-	-	所得税费用	81	101	121	152
应付账款、票据	270	325	378	427	净利润	300	356	429	539
其他流动负债	225	225	225	225	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
流动负债合计	494	10,839	11,092	11,340	归母净利润	300	357	430	540
非流动负债:									
长期借款	-	-	-	-	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
其他非流动负债	64	64	64	64	成长性				
非流动负债合计	64	64	64	64	营业收入增长率	19.4%	19.9%	18.4%	16.7%
负债合计	558	10,903	11,156	11,404	营业利润增长率	135.2%	16.7%	20.5%	25.6%
所有者权益					归母净利润增长率	142.7%	18.7%	20.5%	25.6%
股本	520	520	520	520	总资产增长率	5.6%	417.8%	5.1%	5.7%
资本公积金	1,204	1,204	1,204	1,204	盈利能力				
未分配利润	165	486	873	1,358	毛利率	68.3%	68.1%	68.7%	69.7%
少数股东权益	2	2	2	2	营业利润率	26.7%	25.9%	26.4%	28.4%
所有者权益合计	2,003	2,360	2,789	3,329	三项费用/营收	35.0%	35.9%	35.3%	34.1%
负债和所有者权益	2,562	13,262	13,945	14,733	EBIT/销售收入	23.7%	23.2%	24.4%	26.7%
					净利润率	20.4%	20.2%	20.6%	22.2%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE	15.0%	15.1%	15.4%	16.2%
净利润	300	356	429	539	营运能力				
折旧与摊销	71	133	129	126	总资产周转率	57.3%	13.3%	15.0%	16.5%
财务费用	-0	-8	-9	-11	资产结构				
存货的减少	-14	-18	-18	-16	资产负债率	21.8%	82.2%	80.0%	77.4%
营运资本变化	147	28	23	16	现金流质量				
其他非现金部分	24	-	-	-	经营净现金流/净利	1.77	1.38	1.29	1.21
经营活动现金净流量	530	491	554	654	每股数据(元/股)				
投资活动现金净流量	-366	-	-	-	每股收益	0.58	0.69	0.83	1.04
筹资活动现金净流量	-321	8	9	11	每股净资产	3.85	4.54	5.37	6.40
现金流量净额	-156	499	564	665					

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>