

百润股份 (002568)

预调酒场景持续验证，公司竞争优势逐步扩大

事件：公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年实现归母净利润 5.11-5.56 亿元，同比增长 70%-85%，其中 Q4 预计实现归母净利润 1.27-1.72 亿元，同比增长 77.47%-140.23%。业绩超预期。

疫情培育消费习惯，预调酒业务维持快速增长。我们预计公司预调酒业务 Q4 收入同比增长 40% 左右，延续三季度高增态势，我们判断主因一是下半年渠道下沉或较上半年加速；二是新品推出提高复购，小美好系列、圣诞节限定款等的推出有利于维持产品动销；三是线上数据持续高增，根据淘宝网数据显示，Q4 锐澳旗舰店销售额同比+86.85%。2020 年在疫情的背景下，公司业绩持续高增，验证了预调酒日常消费场景的可行性，同时也加速了消费习惯的养成。未来随着消费者对该品类认知的不断提升，公司业绩维持高增可期。此外，公司香精业务的稳健增长，以及公司费效比的持续提升共同助力公司快速成长。

定增落地，产品研发优势有望逐步提升，公司壁垒随规模逐步建立。公司于 20 年 11 月完成定增发行，发行价 62.68 元/股，相当于发行期首日前 20 个交易日公司股票交易均价 62.90 元/股的 99.65%。此次定增几乎以平价方式发行，彰显了资本市场对于公司未来发展的信心。而随着公司定增项目的推进，国产基酒将逐步投产，届时有望替代进口基酒降低成本。另一方面，自建基酒产能一方面有利于保障供应，同时也能保证酒体的稳定性，使得公司在产品研发方面的优势进一步扩大。在产品的驱动下，公司有望借助渠道的下沉以及场景的开拓，不断的扩大规模，培育消费者心智，形成较强的品牌力。随着公司渠道和品牌优势的逐步建立，公司壁垒将逐步形成。

公司核心竞争力持续强化，量价齐升可期。我们认为推动公司价值持续提升的主要驱动力是消费场景的不断扩充带来的数倍量级的消费需求。销量方面，我们预计公司仍将借助高性价比微醺加快消费者培育，助力渠道下沉。同时积极开发夜场等即饮渠道，拓张消费场景。价格方面，未来随着高度化、威士忌基酒等产品的推出，公司的吨价有望持续提升。定增的落地也说明二级市场对公司和行业前景的看好，随着公司渠道和品牌的逐步建立，公司有望成为该品类的领导者。我们预计预调酒市场的发展空间较大，公司作为行业龙头将把握发展机遇，充分受益行业的增长。

投资建议：根据公司业绩预告及未来展望，我们将公司 2020-2022 年营收由 19.25/24.12/30.68 亿元调整至 19.69/25.13/32.20 亿元，同比 +34.05%/27.64%/28.17%，归母净利润由 5.05/6.43/8.34 亿元调整至 5.31/6.83/9.03 亿元，同比 +76.65%/28.67%/32.20%，EPS 分别为 0.99/1.27/1.68 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：新品推广不及预期，渠道拓展不及预期，食品安全风险等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,229.99	1,468.44	1,968.50	2,512.68	3,220.48
增长率(%)	4.95	19.39	34.05	27.64	28.17
EBITDA(百万元)	255.53	482.79	746.25	991.55	1,311.38
净利润(百万元)	123.76	300.33	530.62	682.82	902.64
增长率(%)	(32.24)	142.67	76.68	28.68	32.19
EPS(元/股)	0.23	0.56	0.99	1.27	1.68
市盈率(P/E)	444.14	183.02	103.59	80.50	60.90
市净率(P/B)	28.61	27.47	24.81	22.39	19.84
市销率(P/S)	44.69	37.43	27.92	21.88	17.07
EV/EBITDA	15.54	26.68	72.59	54.64	41.35

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	102.58 元
目标价格	元

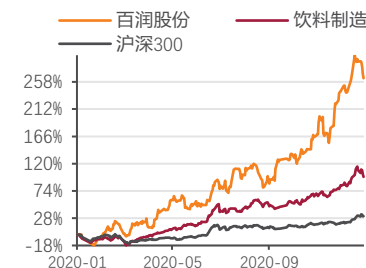
基本数据

A 股总股本(百万股)	535.85
流通 A 股股本(百万股)	348.70
A 股总市值(百万元)	54,967.74
流通 A 股市值(百万元)	35,769.68
每股净资产(元)	3.99
资产负债率(%)	24.02
一年内最高/最低(元)	115.85/22.70

作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
吴文德	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070003	
wuwende@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《百润股份-季报点评:预调酒板块延续高景气态势，公司量价齐升可期》
2020-10-23
- 2 《百润股份-公司点评:预调酒板块景气度持续提升，看好公司长期发展》
2020-09-25
- 3 《百润股份-半年报点评:持续高增验证前期逻辑，赛道思维重塑估值体系》
2020-07-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	643.11	487.71	984.25	1,256.34	1,610.24
应收票据及应收账款	107.03	118.45	165.89	190.07	257.22
预付账款	16.16	13.01	39.19	19.41	50.65
存货	75.91	89.70	129.10	128.54	182.90
其他	95.29	100.57	119.76	111.45	149.80
流动资产合计	937.51	809.44	1,438.18	1,705.82	2,250.81
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	876.97	1,179.67	1,116.96	1,693.11	2,135.05
在建工程	155.21	92.95	280.86	80.72	(57.93)
无形资产	196.71	191.89	191.97	191.93	191.76
其他	258.70	287.57	286.27	276.43	282.82
非流动资产合计	1,487.59	1,752.08	1,876.07	2,242.19	2,551.69
资产总计	2,425.09	2,561.52	3,314.25	3,948.01	4,802.50
短期借款	10.00	0.00	438.59	739.31	1,152.78
应付票据及应付账款	167.82	269.88	273.83	399.23	441.77
其他	271.32	224.62	295.45	295.28	376.42
流动负债合计	449.14	494.50	1,007.86	1,433.82	1,970.97
长期借款	0.00	0.00	31.79	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	52.53	63.81	56.87	57.74	59.47
非流动负债合计	52.53	63.81	88.66	57.74	59.47
负债合计	501.67	558.31	1,096.51	1,491.55	2,030.44
少数股东权益	2.19	2.07	1.92	1.66	1.34
股本	531.74	519.80	535.85	535.85	535.85
资本公积	1,282.30	1,204.09	1,204.09	1,204.09	1,204.09
留存收益	1,479.64	1,494.25	1,679.96	1,918.95	2,234.87
其他	(1,372.45)	(1,217.01)	(1,204.09)	(1,204.09)	(1,204.09)
股东权益合计	1,923.43	2,003.21	2,217.74	2,456.46	2,772.06
负债和股东权益总	2,425.09	2,561.52	3,314.25	3,948.01	4,802.50

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	123.70	300.21	530.62	682.82	902.64
折旧摊销	73.45	72.35	85.77	129.54	167.28
财务费用	2.46	(0.05)	(4.51)	(3.84)	(2.80)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	140.10	164.64	(63.88)	140.70	(71.56)
其它	2.62	(6.66)	(0.15)	(0.26)	(0.32)
经营活动现金流	342.34	530.49	547.86	948.95	995.24
资本支出	174.47	295.69	218.00	504.63	468.66
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(344.22)	(662.02)	(428.26)	(1,010.43)	(939.56)
投资活动现金流	(169.76)	(366.32)	(210.26)	(505.80)	(470.90)
债权融资	10.00	0.00	470.37	739.31	1,152.78
股权融资	81.80	(7.46)	33.47	3.84	2.80
其他	(234.45)	(313.21)	(344.90)	(914.21)	(1,326.02)
筹资活动现金流	(142.65)	(320.67)	158.94	(171.06)	(170.44)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	29.93	(156.50)	496.54	272.09	353.90

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,229.99	1,468.44	1,968.50	2,512.68	3,220.48
营业成本	385.21	465.96	570.77	713.46	889.85
营业税金及附加	57.23	72.16	84.65	97.99	123.99
营业费用	431.79	429.14	476.38	615.61	782.58
管理费用	170.42	89.75	104.33	128.15	164.24
研发费用	62.88	63.74	68.90	90.46	112.72
财务费用	(4.19)	(5.46)	(4.51)	(3.84)	(2.80)
资产减值损失	2.39	0.00	3.00	5.00	3.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(42.16)	(38.28)	0.00	0.00	0.00
营业利润	166.42	391.42	664.99	865.85	1,146.90
营业外收入	6.90	1.80	3.50	4.06	3.12
营业外支出	0.13	12.22	5.40	5.92	7.85
利润总额	173.19	380.99	663.08	864.00	1,142.18
所得税	49.49	80.79	132.62	181.44	239.86
净利润	123.70	300.21	530.47	682.56	902.32
少数股东损益	(0.06)	(0.12)	(0.15)	(0.26)	(0.32)
归属于母公司净利润	123.76	300.33	530.62	682.82	902.64
每股收益（元）	0.23	0.56	0.99	1.27	1.68

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	4.95%	19.39%	34.05%	27.64%	28.17%
营业利润	-29.14%	135.20%	69.89%	30.21%	32.46%
归属于母公司净利润	-32.24%	142.67%	76.68%	28.68%	32.19%
获利能力					
毛利率	68.68%	68.27%	71.00%	71.61%	72.37%
净利率	10.06%	20.45%	26.96%	27.17%	28.03%
ROE	6.44%	15.01%	23.95%	27.82%	32.58%
ROIC	11.24%	29.48%	43.03%	48.04%	54.35%
偿债能力					
资产负债率	20.69%	21.80%	33.08%	37.78%	42.28%
净负债率	-32.92%	-24.35%	-23.17%	-21.05%	-16.50%
流动比率	2.09	1.64	1.43	1.19	1.14
速动比率	1.92	1.46	1.30	1.10	1.05
营运能力					
应收账款周转率	12.63	13.03	13.85	14.12	14.40
存货周转率	16.04	17.73	17.99	19.51	20.68
总资产周转率	0.52	0.59	0.67	0.69	0.74
每股指标（元）					
每股收益	0.23	0.56	0.99	1.27	1.68
每股经营现金流	0.64	0.99	1.02	1.77	1.86
每股净资产	3.59	3.73	4.14	4.58	5.17
估值比率					
市盈率	444.14	183.02	103.59	80.50	60.90
市净率	28.61	27.47	24.81	22.39	19.84
EV/EBITDA	15.54	26.68	72.59	54.64	41.35
EV/EBIT	21.70	31.31	82.02	62.85	47.40

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