

21Q1 业绩超预期，预调酒龙头增长空间广阔

- **20Q4 盈利增长加速，21Q1 业绩超出预期。**公司公告 20 年业绩快报和 21 年一季度业绩预告，20 年实现营收 19.27 亿元，同比增长 31.2%，归母净利润 5.36 亿元，同比增长 78.4%；其中 20Q4 实现营收 6.02 亿元，同比增长 33.1%，归母净利润 1.53 亿元，同比增长 112.5%，盈利增长加速；21Q1 盈利 1.23~1.36 亿元，同比增长 100%~120%，业绩高增，超出市场预期。

核心观点

- **预调酒业务盈利高增，渠道继续拓展推动增长。**20 年预调鸡尾酒收入 17.12 亿元，同比增长 33.8%，净利润 4.00 亿元，同比增长 86.9%；其中 20Q4 实现收入 5.27，同比增长 32.7%，净利润 1.03 亿元，同比增长 124.9%，增速较 Q2/Q3 的 56.5%/105.0%继续上升。20 年预调酒业务净利率 23.4% (+6.6pct)，预计主要受益于公司费用精准投放，销售费用率下降，以及产销量扩大拉动产能利用率提升等。产品结构上，瓶装占比约 40%，其余为微醺、强爽等；微醺仍是目前重点布局产品，占比逐步提升；公司通过定增威士忌陈酿项目等，加码新品研发，打造长期业绩增长点。公司加大渠道建设，预计经销商数量稳步增长；公司与经销商共同搭建二级分销体系，由一二线城市继续向下线城市渗透，有效提升网点覆盖面和产品铺市率。
- **香精等业务经营改善明显，21 年有望继续贡献盈利增长。**20 年预调酒以外业务实现收入 2.15 亿元，同比增长 13.5%，归母净利润 1.36 亿元，同比增长 57.1%，盈利改善明显；预计主要因为下游乳制品、饮料、烟草、烘焙等行业复苏后，需求增长拉动香精业务经营改善；看好 21 年盈利继续增长。
- **预调酒需求旺盛空间巨大，看好公司业绩高增。**疫情后，预调酒居家饮用场景被验证并得到强化，21Q1 的高增反映了下游旺盛的需求。对比海外市场，国内预调酒行业仍处于早期阶段，未来成长空间巨大；公司作为绝对龙头，持续推进营销推广和消费者教育，主导行业发展，看好未来业绩保持高增。

财务预测与投资建议：根据业绩预告，上调营收和毛利率，下调费用，预测公司 20-22 年每股收益分别为 1.03、1.50、2.02 元（原 20-22 年预测为 0.92、1.20、1.52 元）。我们沿用历史估值法，在剔除负值后，公司近 5 年历史平均估值为 78 倍，给予公司 21 年 78 倍 PE，对应目标价 117 元，维持增持评级。

风险提示：营销推广不及预期、费用大幅增加、原材料成本大幅上涨风险。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,230	1,468	1,927	2,544	3,237
同比增长(%)	5.0%	19.4%	31.2%	32.1%	27.2%
营业利润(百万元)	166	391	672	973	1,311
同比增长(%)	-29.1%	135.2%	71.8%	44.7%	34.8%
归属母公司净利润(百万元)	124	300	536	777	1,047
同比增长(%)	-32.2%	142.7%	78.4%	45.1%	34.8%
每股收益(元)	0.24	0.58	1.03	1.50	2.02
毛利率(%)	68.7%	68.3%	70.0%	70.7%	71.4%
净利率(%)	10.1%	20.5%	27.8%	30.5%	32.4%
净资产收益率(%)	6.7%	15.3%	24.7%	30.7%	35.5%
市盈率	313.5	129.2	72.4	49.9	37.0
市净率	20.2	19.4	16.6	14.3	12.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

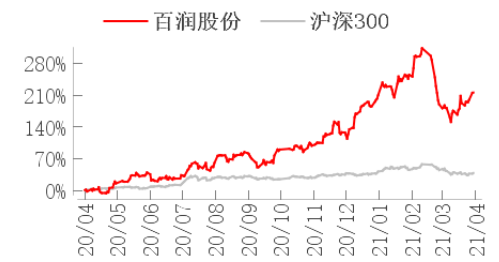


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月30日)	106.22 元
目标价格	117 元
52周最高价/最低价	141.94/30.94 元
总股本/流通A股(万股)	53,585/34,870
A股市值(百万元)	56,918
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年03月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	7.18	9.09	1.85	215.82
相对表现	4.82	10.48	-3.09	194.75
沪深300	2.36	-1.39	4.94	21.07



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪

021-63325888*6079
caiqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519080001

联系人 周翰

021-63325888*7524
zhouhan@orientsec.com.cn

相关报告

预调酒东风再起势能彰显，RIO 抢占先机卷土重来 2020-11-15

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

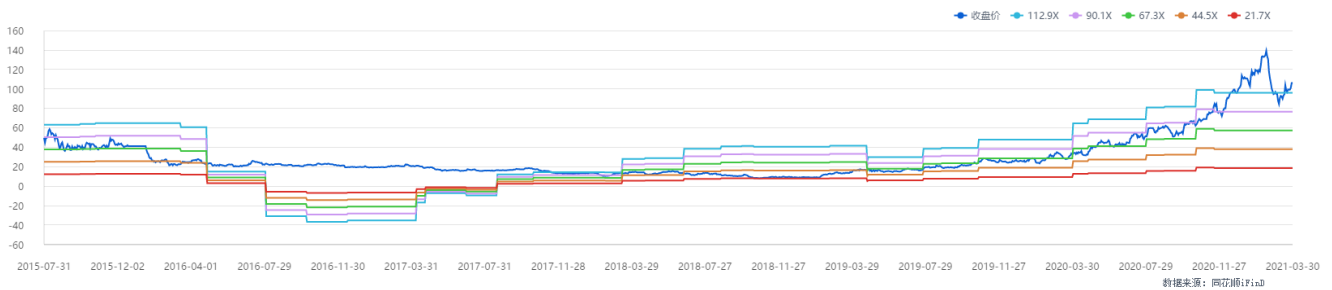
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

根据业绩预告，上调营收和毛利率，下调费用，预测公司 20-22 年每股收益分别为 1.03、1.50、2.02 元（原 20-22 年预测为 0.92、1.20、1.52 元）。我们沿用历史估值法，在剔除负值后，公司近 5 年历史平均估值为 78 倍，给予公司 21 年 78 倍 PE，对应目标价 117 元，维持增持评级。

图 1：百润股份历史 PE Band



资料来源：IFind、东方证券研究所

表 1：业务预测调整表

	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
预调鸡尾酒						
销售收入（百万元）	1,711	2,249	2,853	1,712	2,322	3,014
变动幅度				0.1%	3.3%	5.6%
增长率	33.7%	31.4%	26.9%	33.8%	35.7%	29.8%
变动幅度				0.1%	4.3%	2.9%
毛利率	68.7%	68.6%	68.5%	70.2%	70.9%	71.5%
变动幅度				1.5%	2.3%	3.0%
食用香精						
销售收入（百万元）	186	190	192	204	210	210
变动幅度				9.5%	10.5%	9.5%
增长率	3.0%	2.0%	1.0%	12.8%	3.0%	0.0%
变动幅度				9.8%	1.0%	-1.0%
毛利率	68.9%	69.0%	70.0%	69.0%	69.0%	70.0%
变动幅度				0.1%	0.0%	0.0%
其他业务						
销售收入（百万元）	10	11	11	11	12	12
变动幅度				8.8%	8.5%	7.9%
增长率	20.0%	10.0%	5.0%	30.0%	10.0%	5.0%
变动幅度				10.0%	0.0%	0.0%
毛利率	62.0%	62.0%	62.0%	63.0%	63.0%	63.0%
变动幅度				1.0%	1.0%	1.0%
合计						
销售收入（百万元）	1,907	2,450	3,057	1,927	2,544	3,237
变动幅度				1.0%	3.9%	5.9%
增长率	29.9%	28.5%	24.8%	31.2%	32.1%	27.2%
变动幅度				1.3%	3.6%	2.4%
毛利率	68.7%	68.6%	68.6%	70.0%	70.7%	71.4%
变动幅度				1.3%	2.1%	2.8%

资料来源：公司公告、东方证券研究所预测

表 2：盈利预测调整表预测

	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,907	2,449	3,057	1,927	2,544	3,237
变动幅度				1.0%	3.9%	5.9%
营业成本（百万元）	596	768	960	577	746	927
变动幅度				-3.2%	-2.8%	-3.5%
销售费用（百万元）	476	602	738	468	568	683
变动幅度				-1.6%	-5.7%	-7.4%
管理费用（百万元）	155	184	217	156	181	214
变动幅度				0.3%	-1.4%	-1.4%
财务费用（百万元）	-6	-8	-10	-6	-9	-13
变动幅度				0.7%	-9.2%	-25.6%
营业利润（百万元）	627	821	1040	672	973	1311
变动幅度				7.2%	18.5%	26.1%
利润总额（百万元）	625	820	1035	675	980	1320
变动幅度				8.0%	19.5%	27.6%
净利润（百万元）	476	625	789	536	777	1047
变动幅度				12.5%	24.4%	32.8%
归属于母公司净利润（百万元）	476	625	789	536	777	1047
变动幅度				12.5%	24.4%	32.8%
每股收益（元）	0.92	1.20	1.52	1.03	1.50	2.02
变动幅度				12.0%	24.6%	32.6%
毛利率	68.7%	68.6%	68.6%	70.0%	70.7%	71.4%
变动幅度				1.3%	2.0%	2.8%
净利率	25.0%	25.5%	25.8%	27.8%	30.5%	32.4%
变动幅度				2.8%	5.0%	6.6%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

风险提示

- **营销推广不及预期。**RIO 基本主导了国内预调酒行业的发展，公司产品销售主要依赖于自身营销推广，如果营销推广不利可能导致自身产品销售及预调酒行业渗透率提升不及预期。
- **费用大幅增加风险。**公司目前仍处于扩张期，近年来通过营销模式调整成功提升了费效比，但随着 RIO 在沿海、发达城市的渗透率提升，公司在往内陆、三四线城市拓展过程中可能导致费用投放大幅增加，从而对整体盈利产生不利影响。
- **原材料成本大幅上涨风险。**公司基酒、包装材料等成本占比较高，若原材料采购成本大幅提升，公司产销规模扩大带来的规模效应无法完全覆盖成本涨幅，将对毛利率带来负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	643	488	703	1,044	1,468	营业收入	1,230	1,468	1,927	2,544	3,237
应收票据、账款及款项融资	107	118	152	195	242	营业成本	385	466	577	746	927
预付账款	16	13	17	23	29	营业税金及附加	57	72	95	125	159
存货	76	90	109	138	167	营业费用	432	429	468	568	683
其他	95	101	94	107	116	管理费用及研发费用	233	153	156	181	214
流动资产合计	938	809	1,075	1,506	2,021	财务费用	(4)	(5)	(6)	(9)	(13)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	2	1	0	0	0
固定资产	877	1,180	1,251	1,332	1,396	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	155	93	150	167	161	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	197	192	187	183	179	其他	42	39	35	40	45
其他	259	288	287	276	282	营业利润	166	391	672	973	1,311
非流动资产合计	1,488	1,752	1,875	1,958	2,018	营业外收入	7	2	8	11	13
资产总计	2,425	2,562	2,950	3,464	4,039	营业外支出	0	12	5	4	4
短期借款	10	0	0	0	0	利润总额	173	381	675	980	1,320
应付票据及应付账款	168	270	334	432	537	所得税	49	81	140	203	273
其他	271	225	215	254	259	净利润	124	300	536	777	1,047
流动负债合计	449	494	549	686	796	少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	124	300	536	777	1,047
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.24	0.58	1.03	1.50	2.02
其他	53	64	57	58	59						
非流动负债合计	53	64	57	58	59	主要财务比率					
负债合计	502	558	606	744	855		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	2	2	2	2	2	成长能力					
实收资本(或股本)	532	520	536	536	536	营业收入	5.0%	19.4%	31.2%	32.1%	27.2%
资本公积	1,192	1,191	1,188	1,188	1,188	营业利润	-29.1%	135.2%	71.8%	44.7%	34.8%
留存收益	197	290	618	993	1,458	归属于母公司净利润	-32.2%	142.7%	78.4%	45.1%	34.8%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,923	2,003	2,344	2,719	3,184	毛利率	68.7%	68.3%	70.0%	70.7%	71.4%
负债和股东权益总计	2,425	2,562	2,950	3,464	4,039	净利率	10.1%	20.5%	27.8%	30.5%	32.4%
						ROE	6.7%	15.3%	24.7%	30.7%	35.5%
						ROIC	5.9%	15.5%	24.3%	30.2%	34.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	20.7%	21.8%	20.5%	21.5%	21.2%
净利润	124	300	536	777	1,047	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	69	71	83	92	100	流动比率	2.09	1.64	1.96	2.19	2.54
财务费用	(4)	(5)	(6)	(9)	(13)	速动比率	1.92	1.46	1.76	1.99	2.33
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	101	28	5	47	18	应收账款周转率	12.7	13.0	14.3	14.7	14.8
其它	53	137	(6)	11	(5)	存货周转率	5.0	5.6	5.8	6.1	6.1
经营活动现金流	342	530	612	918	1,148	总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
资本支出	(164)	(300)	(207)	(185)	(154)	每股指标(元)					
长期投资	1	1	(1)	0	0	每股收益	0.24	0.58	1.03	1.50	2.02
其他	(7)	(67)	(0)	0	(0)	每股经营现金流	0.64	1.02	1.14	1.71	2.14
投资活动现金流	(170)	(366)	(208)	(184)	(154)	每股净资产	3.70	3.85	4.51	5.23	6.12
债权融资	(0)	(0)	0	(0)	(0)	估值比率					
股权融资	78	(13)	13	0	0	市盈率	313.5	129.2	72.4	49.9	37.0
其他	(220)	(308)	(202)	(393)	(570)	市净率	20.2	19.4	16.6	14.3	12.2
筹资活动现金流	(143)	(321)	(189)	(393)	(570)	EV/EBITDA	165.4	83.8	51.1	36.3	27.4
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	236.1	99.2	57.5	39.7	29.5
现金净增加额	30	(156)	216	340	424						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有百润股份(002568)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn