



2021年4月22日

百润股份 (002568) : 预调酒营收大幅增长, 数字零售渠道表现亮眼

食品饮料

审慎推荐 (维持) 当前股价: 116.5 元

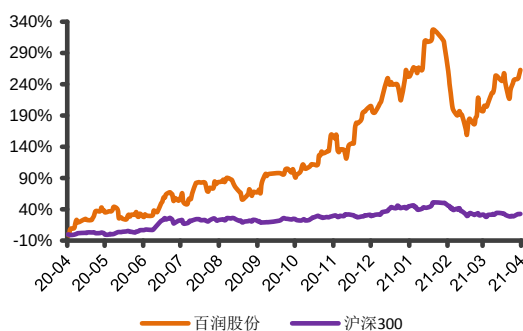
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,927	2,610	3,408	4,335
(+/-)	31.2%	35.5%	30.6%	27.2%
营业利润	672	923	1,231	1,597
(+/-)	71.7%	37.4%	33.3%	29.7%
归属母公司净利润	536	735	980	1,270
(+/-)	78.3%	37.3%	33.3%	29.6%
EPS (元)	1.00	1.37	1.83	2.37
市盈率	116.5	84.9	63.7	49.2

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	5.36 / 3.49
流通市值 (亿元)	412
每股净资产 (元)	6.25
资产负债率 (%)	17.2

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

● 公司于4月21日晚间发布2020年报和2021一季报。2020全年公司实现营业收入19.27亿元, 同比增31.2%; 实现归属于上市公司股东的净利润5.36亿元, 同比增78.31%; 扣非后净利润4.61亿元, 同比增65.4%; 每股收益1.03元。其中Q4单季实现营业收入6.02亿元, 同比增33.08%; 归母净利润1.52亿元, 同比增112.23%; 每股收益0.28元。拟每10股派发现金红利5元(含税), 同时每10股转增4股。21年Q1单季实现营业收入5.17亿元, 同比增52.88%; 归母净利润1.31亿元, 同比增111.81%, 每股收益0.24元。

● 预调酒营收大幅增长, 数字零售渠道表现亮眼。2020年公司营业收入/归母净利润双双快速增长, 主要是预调酒销量同比增长42.51%所致。分产品来看, 预调酒收入17.12亿元, 同比+33.82%, 收入占比88.86%, 毛利率下降3.18pct至65.37%, 主要是受新收入准则影响, 调整后毛利率+1.1pct; 食用香精收入1.99亿元, 同比+9.68%, 毛利率下降0.66pct至66.27%, 调整后毛利率+0.53pct。分地区来看, 华东地区占比最大, 占营收比重43.57%。华东/华西地区营业收入大幅增长, 分别为8.39/3.32亿元, 同比+38.6%/+45.17%; 华北/华南地区营业收入稳步增长, 分别为2.46/4.94亿元, 同比+13.37%/+20.57%。分渠道来看, 公司线下零售渠道营业收入14.66亿元, 同比+26.42%; 数字零售渠道逐渐变成公司营销主阵地, 实现营业收入3.81亿元, 同比+55.78%; 即饮渠道营业收入0.64亿元, 同比+13.29%。2021Q1预调酒收入4.58亿元, 同比+51.15%, 较去年33.82%的增速进一步提高。

● 期间费用率控制良好, 净利率大幅提升。全年期间费用率30.36%, 同比下降8.95pct。其中销售费用率22.22%, 同比下降7pct, 主要是业务招待费下降所致; 管理费用率8.55%, 同比下降1.9pct; 财务费用率和研发费用率基本保持稳定。



公司毛利率下降 2.77pct 至 65.5%，主要受到新收入准则影响。净利率上升 7.34pct 至 27.79%，创近五年新高。

● **公司未来看点。**（1）随着全球威士忌市场快速升温，中国进口威士忌增速较快，价格随着消费升级稳步上升，市场越来越成熟。公司计划投资烈酒生产基地升级项目（二期），项目投资额 5.28 亿元，为进入烈酒行业做好产品准备；（2）公司全资子公司上海巴克斯酒业拟以自有资金人民币 44,800 万元收购上海模共实业有限公司 100% 股权，为建设国内综合性、体验式的品鉴体验中心和酒文化传播基地夯实基础，实现公司产业升级、体验升级和品牌升级；（3）公司积极优化和拓展渠道，实现线下零售渠道、数字零售渠道、即饮渠道等多渠道共同发展；（4）公司是预调鸡尾酒行业的龙头，预调鸡尾酒行业已经进入快速发展期，目前国内预调鸡尾酒占酒类饮品比例远低于国外水平，具有长足的发展空间。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 26.10、34.08 和 43.35 亿元，EPS 分别为 1.37、1.83 和 2.37 元，当前股价对应 PE 分别为 84.9、63.7 和 49.2 倍，考虑到公司的高成长性，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；原材料价格波动风险；食品安全问题。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	1,927	2,610	3,408	4,335
货币资金	1,503	1,272	1,192	1,178	营业成本	665	898	1,158	1,453
应收款	131	232	303	385	营业税金及附加	100	100	100	100
存货	105	175	225	283	销售费用	428	587	757	954
其他流动资产	88	92	97	102	管理费用	101	136	174	217
流动资产合计	1,827	1,771	1,817	1,948	财务费用	-8	-21	-18	-18
非流动资产:					研发费用	64	86	112	143
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	585	788	1,024	1,296
固定资产+在建工程	1,609	1,905	2,196	2,483	资产减值损失	0	0	0	0
无形资产+商誉	234	258	283	312	公允价值变动	0	0	0	0
其他非流动资产	216	238	262	288	投资收益	0	0	0	0
非流动资产合计	2,060	2,401	2,742	3,083	营业利润	672	923	1,231	1,597
资产总计	3,887	4,172	4,558	5,031	加: 营业外收入	3	4	4	4
流动负债:					减: 营业外支出	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	利润总额	675	926	1,234	1,600
应付账款、票据	372	482	621	779	所得税费用	139	191	255	330
其他流动负债	279	306	337	371	净利润	535	735	980	1,270
流动负债合计	651	788	958	1,150	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债:					归母净利润	536	735	980	1,270
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	18	19	20	21	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	18	19	20	21	成长性				
负债合计	669	807	978	1,171	营业收入增长率	31.2%	35.5%	30.6%	27.2%
所有者权益					营业利润增长率	71.7%	37.4%	33.3%	29.7%
股本	536	536	536	536	归母净利润增长率	78.3%	37.3%	33.3%	29.6%
资本公积金	2,179	2,179	2,179	2,179	总资产增长率	51.7%	7.3%	9.3%	10.4%
未分配利润	311	384	502	654	盈利能力				
少数股东权益	2	2	2	2	毛利率	65.5%	65.6%	66.0%	66.5%
所有者权益合计	3,218	3,365	3,581	3,860	营业利润率	34.9%	35.4%	36.1%	36.8%
负债和所有者权益	3,887	4,172	4,558	5,031	三项费用/营收	30.4%	30.2%	30.1%	29.9%
					EBIT/销售收入	35.1%	35.5%	36.2%	36.9%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	27.8%	28.2%	28.7%	29.3%
净利润	535	735	980	1270	ROE	16.6%	21.8%	27.4%	32.9%
折旧与摊销	93	109	133	159	营运能力				
财务费用	3	-21	-18	-18	总资产周转率	49.6%	62.6%	74.8%	86.2%
存货的减少	-16	-69	-50	-57	资产结构				
营运资本变化	86	8	68	76	资产负债率	17.2%	19.3%	21.4%	23.3%
其他非现金部分	22	-21	-23	-25	现金流质量				
经营活动现金净流量	723	741	1089	1405	经营净现金流/净利润	1.35	1.01	1.11	1.11
投资活动现金净流量	-385	-404	-425	-446	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	676	-567	-746	-973	每股收益	1.00	1.37	1.83	2.37
现金流量净额	1,014	-231	-81	-14	每股净资产	6.01	6.28	6.68	7.20

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>