

百润股份 (002568)

疫情加速预调酒场景培育，公司竞争优势持续强化

事件：公司发布 2020 年年报和 2021 年一季报，2020 年实现营收 19.27 亿元，同比增长 31.2%，实现归母净利润 5.36 亿元，同比增长 78.31%。其中 2020Q4 实现营收 6.02 亿元，同比增长 33.08%，实现归母净利润 1.52 亿元，同比增长 112.23%。2021 年一季度实现营收 5.17 亿元，同比增长 52.88%，实现归母净利润 1.31 亿元，同比增长 112.15%。21Q1 业绩超预期。

预调酒加速放量，整体经营业绩大幅增长。

公司预调酒 20 年实现营收 17.12 亿元，同比+33.82%，净利润 4.00 亿元，同比+86.87%。预调酒业务快速增长，主因一是疫情加速预调酒居家饮用场景培育，公司现代化渠道优势显现；二是公司持续推动新品上市，通过消费者研究中心进行多维度消费者研究，分阶段有步骤地进行产品推新与品类升级，新品取得良好效果，提高消费者复购；三是公司渠道战略愈发精细化，一方面线上渠道持续聚焦，全年实现 3.81 亿元，同比+55.78%，另一方面加快渠道的下沉和扩张，全年经销商净增加 425 家至 1578 家，同比+36.9%。分地区来看，华东和华南仍是公司的主力地区，而华西增长较快 (+45.17%)，华北或受疫情影响，增速有所放缓 (+13.37%)。21Q1 受春节延后、就地过年等利好影响，预调酒加速放量，实现营收 4.58 亿元，同比+51.15%，同时香精业务较 20 年同期恢复显著，使得一季度整体表现亮眼。

毛利率提升同时费效比持续改善，公司盈利能力不断增强。

公司 20 年全年和 21Q1 分别实现归母净利率 27.79%/25.32%，分别同比 +7.34/7.07pcts，盈利能力不断提升，其中毛利率的持续改善是一大主因。公司 20 年全年实现主营业务毛利率 65.46%，同比-2.89pcts，主因会计政策调整，运费转入营业成本所致，调整至可比口径后毛利率为 69.42%，同比+1.07pcts，我们判断与微醺放量推升公司规模效应以及吨价提升有关。期间费用方面，公司 20 年销售费用率（调整后）/管理费用率（含研发）/财务费用率分别为 26.14%/8.55%/-0.41%，分别同比 -3.08/1.91/0.04pcts。公司费效比的持续提升或与促销减少以及公司营销的持续精准化有关。我们认为公司凭借创意和产品驱动市场，具备较强的营销和推新能力，费效改善空间大。未来公司或将持续加大细分市场的拓展，强化精准定位和营销，费效有望持续提升。同时随着微醺的放量以及国产基酒的投放，公司毛利率仍存改善空间，盈利能力将持续提升。

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。长期来看，公司通过全产业链布局方式，持续强化竞争优势，逐步形成产品研发、生产和销售联动。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，充分受益行业的成长。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，而由规模所带来的竞争优势也将持续提升。此外，公司公告拟投资烈酒生产基地升级项目二期，为进入烈酒行业做产品准备，公司产品序列有望不断丰富，增长空间或进一步打开。

盈利预测：根据公司财报和未来展望，我们将公司 2021-2022 年营收由 25.62/33.42 亿元调整至 25.65/33.47 亿元，同比+33.15%/30.46%，归母净利润由 6.83/9.03 亿元调整至 7.42/9.76 亿元，同比+38.64%/31.46%，EPS 分别为 1.39/1.82 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。

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	116.5 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)	62,426.81
流通 A 股市值(百万元)	40,623.59
每股净资产(元)	6.25
资产负债率(%)	20.27
一年内最高/最低(元)	141.94/32.31

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

- 《百润股份-公司点评:预调酒板块加速放量，公司业绩实现高增》
2021-04-02
- 《百润股份-公司点评:预调酒场景持续验证，公司竞争优势逐步扩大》
2021-01-17
- 《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

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,468.44	1,926.64	2,565.38	3,346.68	4,377.78
增长率(%)	19.39	31.20	33.15	30.46	30.81
EBITDA(百万元)	482.79	724.63	1,033.20	1,382.76	1,837.90
净利润(百万元)	300.33	535.51	742.41	976.01	1,311.99
增长率(%)	142.67	78.31	38.64	31.46	34.42
EPS(元/股)	0.56	1.00	1.39	1.82	2.45
市盈率(P/E)	207.86	116.57	84.09	63.96	47.58
市净率(P/B)	31.20	19.41	17.69	16.02	14.12
市销率(P/S)	42.51	32.40	24.33	18.65	14.26
EV/EBITDA	26.68	74.75	58.64	43.71	32.76

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	487.71	1,502.99	1,588.92	1,733.89	2,188.89	营业收入	1,468.44	1,926.64	2,565.38	3,346.68	4,377.78
应收票据及应收账款	118.45	110.28	260.27	213.84	394.18	营业成本	465.96	664.62	817.61	1,043.33	1,337.15
预付账款	13.01	15.44	38.46	21.14	52.79	营业税金及附加	72.16	100.14	102.62	127.17	161.98
存货	89.70	105.24	208.17	168.59	299.42	营业费用	429.14	428.11	538.73	709.50	919.33
其他	100.57	92.84	144.15	123.31	178.50	管理费用	89.75	100.85	112.88	150.60	197.00
流动资产合计	809.44	1,826.79	2,239.97	2,260.77	3,113.78	研发费用	63.74	63.83	76.96	93.71	122.58
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(5.46)	(7.88)	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,179.67	1,125.40	1,053.60	1,600.92	2,014.23	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	92.95	484.01	652.27	452.13	313.48	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	191.89	234.21	232.20	230.04	227.73	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	287.57	216.45	252.61	251.23	239.43	其他	(38.28)	(95.08)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,752.08	2,060.07	2,190.68	2,534.32	2,794.87	营业利润	391.42	672.06	916.59	1,222.37	1,639.74
资产总计	2,561.52	3,886.87	4,430.65	4,795.09	5,908.65	营业外收入	1.80	3.35	4.01	3.05	3.47
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	211.58	营业外支出	12.22	0.60	4.32	5.72	3.55
应付票据及应付账款	269.88	371.91	402.95	589.16	687.50	利润总额	380.99	674.80	916.29	1,219.71	1,639.66
其他	224.62	278.61	451.89	264.71	550.97	所得税	80.79	139.32	174.09	243.94	327.93
流动负债合计	494.50	650.52	854.85	853.87	1,450.06	净利润	300.21	535.49	742.19	975.77	1,311.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(0.12)	(0.02)	(0.22)	(0.24)	(0.26)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	300.33	535.51	742.41	976.01	1,311.99
其他	63.81	17.99	44.78	42.19	34.99	每股收益(元)	0.56	1.00	1.39	1.82	2.45
非流动负债合计	63.81	17.99	44.78	42.19	34.99						
负债合计	558.31	668.51	899.62	896.06	1,485.05						
少数股东权益	2.07	2.05	1.83	1.59	1.33	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	519.80	535.85	535.85	535.85	535.85	成长能力					
资本公积	1,204.09	2,178.97	2,178.97	2,178.97	2,178.97	营业收入	19.39%	31.20%	33.15%	30.46%	30.81%
留存收益	1,494.25	2,693.36	2,993.35	3,361.58	3,886.42	营业利润	135.20%	71.70%	36.39%	33.36%	34.14%
其他	(1,217.01)	(2,191.88)	(2,178.97)	(2,178.97)	(2,178.97)	归属于母公司净利润	142.67%	78.31%	38.64%	31.46%	34.42%
股东权益合计	2,003.21	3,218.35	3,531.03	3,899.02	4,423.61	获利能力					
负债和股东权益总计	2,561.52	3,886.87	4,430.65	4,795.09	5,908.65	毛利率	68.27%	65.50%	68.13%	68.82%	69.46%
						净利率	20.45%	27.79%	28.94%	29.16%	29.97%
						ROE	15.01%	16.65%	21.04%	25.04%	29.67%
						ROIC	29.48%	42.92%	49.53%	57.88%	68.54%
						偿债能力					
						资产负债率	21.80%	17.20%	20.30%	18.69%	25.13%
						净负债率	-24.35%	-46.70%	-45.00%	-44.47%	-44.70%
						流动比率	1.64	2.81	2.62	2.65	2.15
						速动比率	1.46	2.65	2.38	2.45	1.94
						营运能力					
						应收账款周转率	13.03	16.85	13.85	14.12	14.40
						存货周转率	17.73	19.77	16.37	17.77	18.71
						总资产周转率	0.59	0.60	0.62	0.73	0.82
						每股指标(元)					
						每股收益	0.56	1.00	1.39	1.82	2.45
						每股经营现金流	0.99	1.35	1.35	2.35	2.80
						每股净资产	3.73	6.00	6.59	7.27	8.25
						估值比率					
						市盈率	207.86	116.57	84.09	63.96	47.58
						市净率	31.20	19.41	17.69	16.02	14.12
						EV/EBITDA	26.68	74.75	58.64	43.71	32.76
						EV/EBIT	31.31	85.58	66.10	49.45	36.72

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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