

百润股份 (002568.SZ)

审慎推荐(维持评级)

当前价格: 116.5 元
 目标价格: 147.9 元

渠道持续裂变, 新品储备充足, 未来增速可期

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	536/349
流通 A 股市值 (百万元)	41,182
每股净资产 (元)	6.25
资产负债率 (%)	20.27
一年内最高/最低 (元)	141.94/31.25

事件:

公司发布2020年度报告及2021年一季报。2020年实现营收19.27亿元, 同增31.20%; 实现归母净利5.36亿元, 同增78.31%; 2020Q1实现营收5.17亿元, 同增52.88%; 实现归母净利1.31亿元, 同增112.15%, 接近预告上限。

点评:

➤ **公司业绩维持高增速, 实现归母净利润超预期。**根据公告, 公司2020Q4、2021Q1分别实现营收6.02、5.17亿元, 同增33.08%、52.88%。自2019年以来, 单季度营收实现稳定的高增长, 暂无掉头迹象。2020年公司毛利率为65.50%, 较去年下降2.76pct, 主要系新会计准则影响, 调整后公司2020年综合毛利率为69.41%, 较去年提高1.14pct。2020年、2021Q1公司销售费用率分别下降7.0、8.6pcts, 除了新会计准则的影响, 公司营销更加数字化, 广告投放更加精准、有效。因此, 毛销差扩大后, 2020年和2021Q1归母净利润分别为5.36、1.31亿元, 分别同增78.31%、112.15%, 超出市场预期。

➤ **公司利用线上赚足“噱头”, 推进线下持续下沉, 为公司未来业绩可持续高增长提供通道。**公司线下零售渠道、数字零售渠道、即饮渠道营收占比分别为76.67%、19.90%、3.43%, 增速分别为26.42%、55.78%、13.29%, 说明公司利用各种限量款、合作款在线上通过抖音、小红书等新媒体势力造势较为成功, 精准营销使得线上产品获得高增长。同时, 有力的营销手段获得经销商认可, 2020年末经销商较年初净增加425家至1578家, 同增36.90%, 渠道裂变将共同提升产品铺货速度。

➤ **公司打造新品能力强, 随着烈酒基地升级项目加快, Highball、利口酒、日常消费型威士忌等新款在路上, 为公司未来业绩增长提供新“动力”。**公司2020年持续对产品包装进行升级, 推出微醺茶酒系列、季节限定款, 及时满足消费者对新鲜感的需求, 市场反馈较好。4月份还将推出草莓乳酸菌风味的“微醺”和5度清爽气泡酒, 产品出新速度快。而且, 根据公司定增公告, 烈酒基地升级项目在2021年有望加快, 自供基酒有望降低生产成本和满足公司生产更多新品的需求。根据公司过往的推新反馈, 我们对公司的highball、利口酒等新品储备有信心, 有望成为公司未来业绩新的增长“动力”。

➤ **盈利预测:** 我们预计公司2021-2023年收入分别26.33/33.91/43.52亿元, 同增36.64%/28.82%/28.32%; 净利润分别为7.85/10.57/13.16亿元, 同增46.63%/34.64%/24.44%; 对应PE为81.00/77.67/62.42倍。

➤ **风险提示:** 新产品推广不达预期; 低度酒竞争加剧, 预调鸡尾酒行业需求萎缩; 食品安全事件。

一年内股价相对走势



团队成员:

分析师 赖靖瑜
 执业证书编号: S0210520080004
 电话: 021-20655283
 邮箱: lly2652@hfzq.com.cn

相关报告

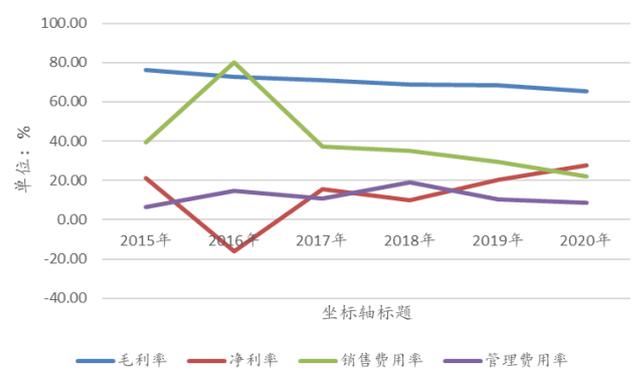
《百润股份 (002568.SZ): 做正确的事, 迎接高速增长未来》— 2020.11.16

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,468	1,927	2,633	3,391	4,352
增长率(%)	19.39	31.20	36.64	28.82	28.32
净利润(百万元)	300	536	785	1,057	1,316
增长率(%)	142.67	78.31	46.63	34.64	24.44
EPS(元/股)	0.58	1.03	1.47	1.97	2.46
市盈率(P/E)	45.47	104.36	81.00	77.67	62.42
市净率(P/B)	6.82	17.38	17.18	15.51	13.74

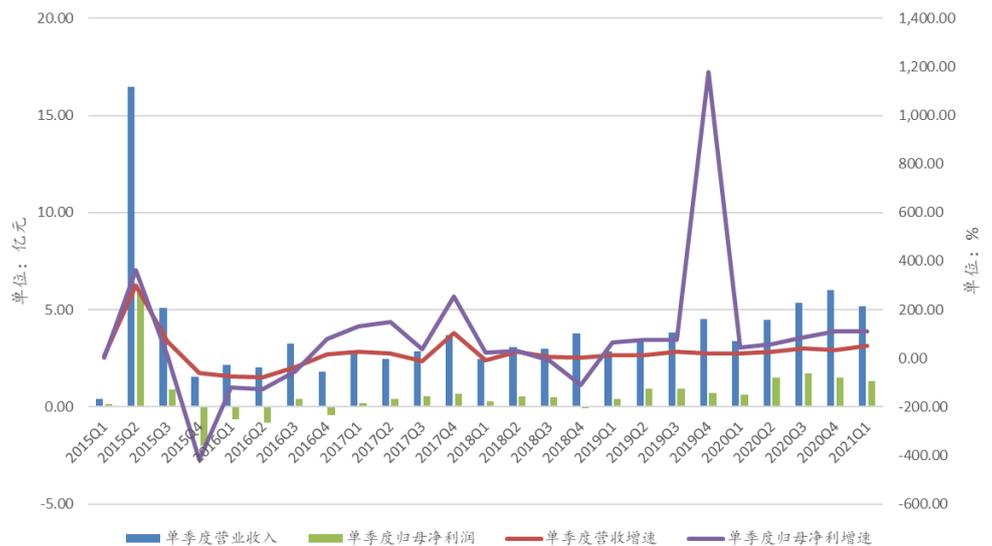
数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1：公司营收、归母净利润及其增速情况


数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 2：公司毛利率、净利率及费用率情况


数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 3：公司单季度营收、归母净利润及其增速情况


数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 4: 财务预测摘要

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,503	2,169	3,808	4,245	营业收入	1,927	2,633	3,391	4,352
应收票据	3	4	6	7	营业成本	665	895	1,130	1,430
应收账款	107	107	107	350	税金及附加	100	137	136	196
预付账款	15	25	32	38	销售费用	428	527	661	870
存货	105	105	198	251	管理费用	101	138	170	218
合同资产	0	0	0	0	研发费用	64	53	68	87
其他流动资产	94	128	163	209	财务费用	-8	-8	-7	-7
流动资产合计	1,827	2,538	4,314	5,100	信用减值损失	0	0	0	0
其他长期投资	32	32	32	32	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,125	1,125	1,182	1,286	投资收益	0	0	0	0
在建工程	484	484	484	484	其他收益	96	96	96	96
无形资产	234	228	205	185	营业利润	672	987	1,330	1,654
商誉	0	0	0	0	营业外收入	4	3	3	5
其他非流动资产	185	227	228	227	营业外支出	1	1	1	1
非流动资产合计	2,060	2,096	2,131	2,214	利润总额	675	989	1,332	1,658
资产合计	3,887	4,634	6,445	7,314	所得税	140	204	275	342
短期借款	0	100	100	50	净利润	535	785	1,057	1,316
应付票据	1	2	2	2	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	371	469	624	779	归属母公司净利润	535	785	1,057	1,316
预收款项	0	0	0	0	NOPLAT	529	779	1,052	1,310
合同负债	45	61	78	101	EPS (摊薄)	1.00	1.47	1.97	2.46
其他应付款	31	31	31	31					
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	203	248	295	355					
流动负债合计	651	911	1,130	1,318					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	18	18	18	18					
非流动负债合计	18	18	18	18					
负债合计	669	929	1,148	1,336					
归属母公司所有者权益	3,216	3,703	5,295	5,976					
少数股东权益	2	2	2	2					
所有者权益合计	3,218	3,705	5,297	5,978					
负债和股东权益	3,887	4,634	6,445	7,314					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	724	867	1,153	1,330
现金收益	620	870	1,146	1,406
存货影响	-16	0	-93	-53
经营性应收影响	6	-11	-8	-250
经营性应付影响	76	98	156	155
其他影响	38	-90	-49	72
投资活动现金流	-385	-129	-618	-618
资本支出	-451	-86	-130	-181
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	66	-43	-488	-437
融资活动现金流	676	-71	1,104	-275
借款增加	0	100	0	-50
股利及利息支付	-314	-473	-634	-789
股东融资	994	1,174	0	0
其他影响	-4	-872	1,738	564

主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	31.2%	36.6%	28.8%	28.3%
EBIT增长率	76.7%	47.2%	35.0%	24.5%
归母净利润增长率	78.3%	46.6%	34.6%	24.4%
获利能力				
毛利率	65.5%	66.0%	66.7%	67.1%
净利率	27.8%	29.8%	31.2%	30.2%
ROE	16.6%	21.2%	20.0%	22.0%
ROIC	20.7%	25.6%	24.1%	27.0%
偿债能力				
资产负债率	17.2%	20.1%	17.8%	18.3%
债务权益比	0.6%	3.2%	2.2%	1.1%
流动比率	280.6%	278.6%	381.8%	386.9%
速动比率	264.5%	267.1%	364.2%	367.9%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.6
应收账款周转天数	21	15	11	19
应付账款周转天数	173	169	174	177
存货周转天数	53	42	48	57
每股指标 (元)				
每股收益	1.00	1.47	1.97	2.46
每股经营现金流	1.35	1.62	2.15	2.48
每股净资产	6.00	6.91	9.88	11.15
估值比率				
P/E	104	81	78	62
P/B	17	17	16	14
EV/EBITDA	104	74	56	45

数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 座

机构销售：金灿灿

联系电话：021-20657884

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn