

公司研究

预调酒业务向好，业绩表现亮眼

——百润股份（002568.SZ）2021年半年度业绩预告点评

要点

事件：百润股份发布2021年半年度业绩预告，预计2021H1实现营业收入11.82-12.22亿元、同增50-55%，归母净利润3.50-3.82亿元，同增65-80%。其中2021Q2预计实现营业收入6.65-7.05亿元、同增48-57%，归母净利润2.19-2.51亿元、同增46-67%。

预调鸡尾酒业务快速增长，收入&业绩均超预期：根据第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，2021年1-5月锐澳品牌在阿里系线上平台共实现销售额1.55亿元，其中4-5月分别实现销售额2157万元/2310万元，同增124%/129%。618活动期间，锐澳预售成交额在天猫低度酒品类中位居第一，同时根据京东公布的鸡尾酒/预调酒热卖产品榜单，锐澳在前十榜单中占据八个席位。公司预调鸡尾酒业务实现快速增长，带动收入规模较快提升。同时公司回归产品本身，采用精准营销的模式，提高费用投放效率，业绩预告中收入&利润均超市场预期。

一轮周期后涅槃重生，积累较强的产品塑造能力：在2012-2018年预调酒从放量、到调整、再到复苏的一轮周期中，百润不断积累经验，积极把握当下女性饮酒量提升的趋势，成功推出大单品微醺。当前公司以家庭饮用第一品牌、女性饮酒第一品牌、年轻人的第一口酒为目标。我们认为，公司能够以终端消费者为核心，做到人、货、场的匹配，并将研发、消费者研究、传播链打通，从而增强预调酒的消费黏性以及新品的成功概率。在丰富的消费者调研数据支撑下，公司有持续推出大单品。

新品推出+渠道下沉+烈酒基地建设，进一步打开成长空间：产品端，公司于2021H1推出酒精度5度的清爽系列、在强爽系列中增加0糖&9度新品、战略布局气泡水系列。公司产品储备丰富，能够持续推陈出新，为业绩带来新的增长点。渠道端，公司将加快渠道下沉进度，拓展至三四线城市，并加大产品渗透程度，持续提升渠道覆盖率。此外，公司于2017年开始兴建嵊州酒厂，以保证基酒的高质高效供应。酒厂拥有威士忌和伏特加产线，其中威士忌生产具有较强壁垒且投产周期较长，公司通过双产线的协同布局，能够较好缓解早期威士忌投产所带来的盈利压力，同时抢先布局威士忌亦能进一步打开公司长期发展空间。

盈利预测、估值与评级：我们维持百润股份2021-2023年EPS分别为1.07/1.46/1.97元。预调酒是食品饮料赛道中的优质赛道，百润作为行业龙头，具备长期增长潜力。维持“买入”评级。

风险提示：行业边际竞争激烈程度高于预期；原材料成本上涨高于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,468	1,927	2,657	3,609	4,749
营业收入增长率	19.39%	31.20%	37.89%	35.85%	31.59%
净利润（百万元）	300	536	806	1,093	1,474
净利润增长率	142.67%	78.31%	50.46%	35.61%	34.92%
EPS（元）	0.58	1.00	1.07	1.46	1.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.01%	16.65%	21.46%	22.54%	23.32%
P/E	150	87	81	59	44
P/B	22.5	14.4	17.3	13.4	10.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-06-29

注：公司2019年年末总股本为5.20亿股、2020年年末为5.36亿股、2021年6月因转增致总股本增加至7.50亿股

买入（维持）

当前价/目标价：86.68/99.50元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsec.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

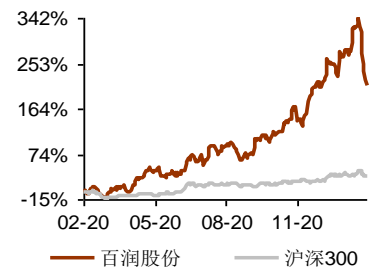
021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	7.50
总市值(亿元)	649.92
一年最低/最高(元)	42.02/143.37
近3月换手率	36.59%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-27.11	-21.07	76.22
绝对	-1.32	14.89	187.38

资料来源：Wind

相关研报

多元化的饮酒市场，进击的预调酒巨头——百润股份（002568.SZ）投资价值分析报告（2021-06-09）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,468	1,927	2,657	3,609	4,749
营业成本	466	665	906	1,231	1,620
折旧和摊销	71	92	113	121	126
税金及附加	72	100	138	188	247
销售费用	429	428	505	686	855
管理费用	90	101	133	180	237
研发费用	64	64	80	108	142
财务费用	-5	-8	-3	-4	-4
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	391	672	1,002	1,361	1,838
利润总额	381	675	1,007	1,366	1,843
所得税	81	139	201	273	369
净利润	300	535	806	1,093	1,474
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	300	536	806	1,093	1,474
EPS(按最新股本计)	0.58	1.00	1.07	1.46	1.97

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	530	723	909	1,283	1,684
净利润	300	536	806	1,093	1,474
折旧摊销	71	92	113	121	126
净营运资金增加	139	167	502	594	711
其他	20	-71	-511	-524	-628
投资活动产生现金流	-366	-385	-27	-20	-20
净资本支出	-366	-385	-20	-20	-20
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	0	-7	0	0
融资活动现金流	-321	676	-264	4	4
股本变化	-12	16	214	0	0
债务净变化	-10	0	0	0	0
无息负债变化	67	110	136	243	291
净现金流	-156	1,014	617	1,266	1,668

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	68.3%	65.5%	65.9%	65.9%	65.9%
EBITDA 率	31.3%	39.3%	42.0%	41.0%	41.4%
EBIT 率	26.4%	34.5%	37.7%	37.7%	38.7%
税前净利润率	25.9%	35.0%	37.9%	37.8%	38.8%
归母净利润率	20.5%	27.8%	30.3%	30.3%	31.0%
ROA	11.7%	13.8%	17.7%	18.5%	19.2%
ROE (摊薄)	15.0%	16.6%	21.5%	22.5%	23.3%
经营性 ROIC	12.1%	17.4%	23.1%	27.5%	32.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	22%	17%	18%	18%	17%
流动比率	1.64	2.81	3.27	3.89	4.45
速动比率	1.46	2.65	3.08	3.70	4.26
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,562	3,887	4,561	5,897	7,662
货币资金	488	1,503	2,120	3,387	5,054
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	118	107	148	201	264
应收票据	0	3	0	0	0
其他应收款 (合计)	18	20	28	38	50
存货	90	105	145	197	259
其他流动资产	82	73	109	157	214
流动资产合计	809	1,827	2,571	4,008	5,879
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,180	1,125	1,138	1,114	1,061
在建工程	93	484	363	272	204
无形资产	192	234	249	264	279
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	74	25	33	33	33
非流动资产合计	1,752	2,060	1,990	1,890	1,783
总负债	558	669	805	1,048	1,339
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	269	371	505	687	904
应付票据	1	1	0	0	0
预收账款	32	0	0	0	0
其他流动负债	72	84	84	84	84
流动负债合计	494	651	787	1,030	1,321
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	64	18	18	18	18
非流动负债合计	64	18	18	18	18
股东权益	2,003	3,218	3,757	4,849	6,324
股本	520	536	750	750	750
公积金	1,329	2,382	2,249	2,340	2,340
未分配利润	165	311	769	1,770	3,245
归属母公司权益	2,001	3,216	3,755	4,847	6,321
少数股东权益	2	2	2	2	2

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	29.22%	22.22%	19.00%	19.00%	18.00%
管理费用率	6.11%	5.23%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用率	-0.37%	-0.41%	-0.11%	-0.10%	-0.08%
研发费用率	4.34%	3.31%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税率	21%	21%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.02	1.35	1.21	1.71	2.25
每股净资产	3.85	6.00	5.01	6.46	8.43
每股销售收入	2.82	3.60	3.54	4.81	6.33

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	150	87	81	59	44
PB	22.5	14.4	17.3	13.4	10.3
EV/EBITDA	99.4	61.2	58.1	43.3	32.2
股息率	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE