

2021 年半年报点评：预调酒持续提速，业绩表现亮眼

买入（首次）

2021 年 07 月 28 日

证券分析师 于芝欢

执业证号：S0600521050002

yuzhihuan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,927	2,703	3,698	5,048
同比（%）	31.2%	40.3%	36.8%	36.5%
归母净利润（百万元）	536	820	1,142	1,567
同比（%）	78.3%	53.0%	39.3%	37.2%
每股收益（元/股）	1.00	1.09	1.52	2.09
P/E（倍）	69.02	63.11	45.29	33.01

事件：公司发布 2021 年中报，2021H1 实现营收 12.12 亿元，同比+53.72%，归母净利润 3.69 亿元，同比+73.94%，符合预期，处于预告区间中位。2021Q2 实现营收 6.95 亿元，同比+54.35%，归母净利润 2.38 亿元，同比+58.25%。其中 2021H1 预调酒实现营收 10.56 亿元，同比+50.56%，净利润 2.68 亿元，同比+71.86%。2021Q2 实现营收 5.99 亿元，同比+50.11%，净利润 1.77 亿元，同比+53.28%。

投资要点

- **预调酒增长持续提速。**分产品看，2021H1 预调酒/香精及其他分别实现收入 10.56/1.56 亿元，同比增长 50.56%/81.40%，其中 2021Q2 预调酒/香精及其他分别实现收入 5.99/0.96 亿元，同比+50.11%/87.46%。预调酒增长持续提速，预计主要源于新品不断推出带来增量（如推出清爽/强爽/经典新品等，升级包装），渠道拓展效果明显（高线城市类深分销模式推进，下沉渠道提升渗透率），以及公司 2021 年以来围绕消费者推进数字化转型。分渠道看，2021H1 线下零售/数字零售/即饮渠道分别实现收入 8.46/2.97/0.51 亿元，同比+44.15%/59.49%/306.90%，其中即饮渠道快速增长源于 2020 年受疫情影响较大，2021 年实现良好恢复。2021H1 公司净新增经销商 177 名，主要来自华东、华西区域，分别净新增 69/56 名，体现公司基于华东/华南市场推动区域扩张。2021Q2 末预收账款 0.27 亿元，经营现金流净额 1.38 亿元，环比同比均有所下降。
- **规模效应提升毛利，费效明显优化，净利率持续提升。**公司 2021Q1/Q2 分别实现净利率 25.28%/34.19%，同比增长 7.03/0.81pcts，其中预调酒净利率分别为 19.80%/29.63%，同比增长 6.52/0.61pcts，主要源于毛利提升及费用优化，其中 2021H1 公司整体/预调鸡尾酒/香精分别实现毛利率 67.26%/67.38%/66.32%，同比下降 1.82/1.98/0.44pcts。还原运输费看，公司整体/预调鸡尾酒/香精分别实现毛利率 71.43%/71.97%/67.32%，同比增长 2.35/2.61/0.56pcts，我们预计源于新品不断放量及产能利用率提升带来的规模效应。公司 2021H1 销售费用率（未还原运输费）/管理费用率分别为 19.50%/6.91%，分别同比下降 5.48/2.34pcts；2021Q2 销售费用率（未还原运输费）/管理费用率分别为 17.16%/6.74%，分别同比下降 3.13/1.89pcts，费用效率持续提升，源于公司持续推进精准化营销。
- **产品矩阵储备充足，定增项目打开空间。**公司品牌优势明显，在预调酒品类较早抢占消费者心智，产品储备充足，不断推新，同时围绕度数/目标人群/场景延伸产品线。同时，公司定增威士忌基酒项目布局长远，预计 23 年可量产，且已与部分经销商达成初步合作意向，该项目将进一步保证基酒供应，降低基酒成本，同时可丰富公司产品矩阵，提供威士忌预调酒等产品，空间广阔，成长持续性将进一步提升。
- **盈利预测与投资评级：**公司品牌优势明显，预调酒发展持续加速，中长期成长空间大。我们给予 2021-2023 年 EPS 预测 1.09/1.52/2.09 元，当前股价对应 PE 分别为 63/45/33 倍，考虑公司行业龙头地位及竞争优势，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，原材料价格波动，销售不达预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	68.98
一年最低/最高价	48.06/141.94
市净率(倍)	15.59
流通 A 股市值(百万元)	51720.18

基础数据

每股净资产(元)	4.42
资产负债率(%)	16.72
总股本(百万股)	749.79
流通 A 股(百万股)	512.09

相关研究

百润股份三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,827	3,211	5,127	7,466	营业收入	1,927	2,703	3,698	5,048
现金	1,503	2,795	4,595	6,778	减:营业成本	665	911	1,187	1,550
应收账款	110	150	206	281	营业税金及附加	100	140	192	262
存货	105	144	188	245	营业费用	428	490	680	996
其他流动资产	88	94	100	109	管理费用	101	141	194	264
非流动资产	2,060	2,406	2,624	2,972	研发费用	64	90	123	167
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-8	-1	23	43
固定资产	1,125	1,233	1,250	1,307	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	484	645	809	1,047	加:投资净收益	0	0	0	0
无形资产	234	312	351	404	其他收益	96	100	140	209
其他非流动资产	216	216	215	214	资产处置收益	-0	0	0	0
资产总计	3,887	5,618	7,752	10,438	营业利润	672	1,032	1,439	1,974
流动负债	651	1,563	2,555	3,675	加:营业外净收支	3	0	0	0
短期借款	0	700	1,450	2,250	利润总额	675	1,032	1,439	1,974
应付账款	372	510	664	867	减:所得税费用	139	213	297	408
其他流动负债	279	353	441	558	少数股东损益	-0	-1	-0	-1
非流动负债	18	18	18	18	归属母公司净利润	536	820	1,142	1,567
长期借款	0	0	0	0	EBIT	569	931	1,322	1,808
其他非流动负债	18	18	18	18	EBITDA	662	1,031	1,425	1,914
负债合计	669	1,581	2,573	3,693	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2	1	1	0	每股收益(元)	1.00	1.09	1.52	2.09
归属母公司股东权益	3,216	4,036	5,178	6,745	每股净资产(元)	6.00	5.38	6.91	9.00
负债和股东权益	3,887	5,618	7,752	10,438	发行在外股份(百万股)	536	750	750	750
					ROIC(%)	14.0%	15.6%	15.8%	16.0%
					ROE(%)	16.6%	20.3%	22.1%	23.2%
					毛利率(%)	65.5%	66.3%	67.9%	69.3%
现金流量表 (百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	27.8%	30.3%	30.9%	31.0%
经营活动现金流	723	1,059	1,436	1,949	资产负债率(%)	17.2%	28.1%	33.2%	35.4%
投资活动现金流	-385	-446	-321	-454	收入增长率(%)	31.2%	40.3%	36.8%	36.5%
筹资活动现金流	676	679	685	688	净利润增长率(%)	78.3%	53.0%	39.3%	37.2%
现金净增加额	1,014	1,292	1,800	2,183	P/E	69.02	63.11	45.29	33.01
折旧和摊销	93	100	103	106	P/B	11.49	12.82	9.99	7.67
资本开支	-385	-446	-321	-454	EV/EBITDA	53.59	33.83	23.73	16.95
营运资本变动	70	119	126	165					

数据来源: wind 数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

