



2021年7月29日

百润股份 (002568) : 预调酒业绩表现亮眼 净利率创近五年新高

食品饮料

审慎推荐 (维持) 当前股价: 72.51 元

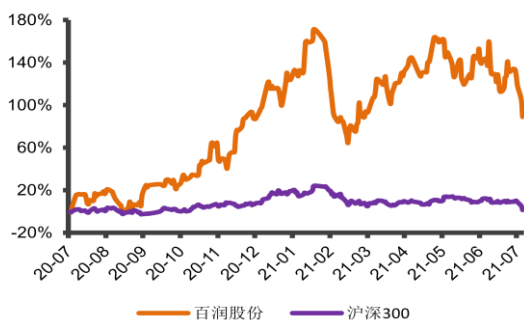
主要财务指标 (单位: 百万元)

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1,927 | 2,651 | 3,500 | 4,482 |
| (+/-) | 31.2% | 37.6% | 32.0% | 28.1% |
| 营业利润 | 672 | 1,056 | 1,389 | 1,770 |
| (+/-) | 71.7% | 57.1% | 31.5% | 27.5% |
| 归属母公司 | 536 | 840 | 1,105 | 1,408 |
| 净利润 | | | | |
| (+/-) | 78.3% | 56.9% | 31.5% | 27.4% |
| EPS (元) | 1.00 | 1.57 | 2.06 | 2.63 |
| 市盈率 | 72.6 | 46.2 | 35.2 | 27.6 |

公司基本情况 (最新)

| | |
|---------------|------------|
| 总股本/已流通股 (亿股) | 7.50/ 5.12 |
| 流通市值 (亿元) | 371 |
| 每股净资产 (元) | 4.42 |
| 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 7 月 26 日晚间发布 2021 半年报。2021H1 公司实现营业收入 12.12 亿元, 同比增 53.72%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3.69 亿元, 同比增 73.94%; 扣非后净利润 3.41 亿元, 同比增 88.35%; 每股收益 0.49 元。其中 Q2 单季实现营业收入 6.95 亿元, 同比增 54.35%; 归母净利润 2.38 亿元, 同比增 58.25%; 每股收益 0.32 元。

● 预调酒业绩表现亮眼 即饮渠道恢复增长。2021H1 公司营业收入/归母净利润双双快速增长。分产品来看, 预调酒收入 10.56 亿元, 同比+50.56%, 收入占比 87.19%, 剔除会计准则影响毛利率上升 2.61pct 至 71.97%; 食用香精收入 1.38 亿元, 同比+63.92%, 剔除会计准则影响毛利率上升 0.56pct 至 67.32%。分地区来看, 华东地区占比最大, 占营收比重 49.42%。各地区营业收入均实现大幅增长, 华东/华南/华西/华北地区分别为 5.99/2.81/1.79/1.36 亿元, 同比+62.50%/+36.73%/+48.33%/+48.77%。分渠道来看, 公司线下零售渠道营业收入 8.46 亿元, 同比+44.15%; 数字零售渠道逐渐变成公司营销主阵地, 实现营业收入 2.97 亿元, 同比+59.49%; 即饮渠道营业收入 0.51 亿元, 同比+306.90%, 主要是即饮渠道 2020 年上半年受新冠疫情影响收入较低, 2021 年业务逐渐恢复所致。2021H1 末公司经销商数量 1755 家, 较年初增加 177 家, 公司稳步扩大经销网络并开拓下沉市场。

● 期间费用率控制良好, 净利率创近五年新高。2021H1 期间费用率 27.55%, 同比下降 3.18pct。其中销售费用率 19.50%, 同比下降 5.48pct; 管理费用率 6.91%, 同比下降 2.33pct; 财务费用率-1.21%, 同比下降 0.8pct; 研发费用率 2.35%, 同比下降 1.45pct。剔除会计准则变动影响, 21H1 公司毛利率同比增 2.35pct 至 71.43%, 毛利率提升及费用优化推动公司净利率上升 3.5pct 至 30.39%, 创近五年新高。



● **公司未来看点。**(1)公司不断推出新品上市完善产品矩阵, 预调鸡尾酒在售产品涵盖了不同酒精度的微醺、经典、清爽、和强爽等多个系列 50 多种口味, 包括 275mL、330mL、500mL 等不同容量的玻璃瓶装和易拉罐装, 可以满足不同消费者和不同消费场景的需求;(2)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。线下零售渠道方面, 公司积极向新零售转型。数字零售渠道方面, 公司持续强化传统电商平台运营优势, 积极拥抱各种新兴渠道, 保持高速增长;(3)公司是预调鸡尾酒行业的龙头, 品牌优势明显, 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 26.51、35.00 和 44.82 亿元, EPS 分别为 1.57、2.06 和 2.63 元, 当前股价对应 PE 分别为 46.2、35.2 和 27.6 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; 预调鸡尾酒行业竞争加剧的风险; 食品安全风险等。



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 | 2,651 | 3,500 | 4,482 |
| 货币资金 | 1,503 | 1,255 | 1,202 | 1,223 | 营业成本 | 665 | 794 | 1,063 | 1,382 |
| 应收款 | 131 | 236 | 311 | 398 | 营业税金及附加 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 存货 | 105 | 154 | 207 | 269 | 销售费用 | 428 | 596 | 777 | 986 |
| 其他流动资产 | 88 | 92 | 97 | 102 | 管理费用 | 101 | 138 | 178 | 224 |
| 流动资产合计 | 1,827 | 1,737 | 1,817 | 1,992 | 财务费用 | -8 | -21 | -18 | -18 |
| 非流动资产: | | | | | 研发费用 | 64 | 87 | 115 | 148 |
| 金融类资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 费用合计 | 585 | 801 | 1,052 | 1,340 |
| 固定资产+在建工程 | 1,609 | 1,904 | 2,194 | 2,480 | 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 | 2,400 | 2,739 | 3,079 | 营业利润 | 672 | 1,056 | 1,389 | 1,770 |
| 资产总计 | 3,887 | 4,137 | 4,556 | 5,072 | 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 | 1,059 | 1,392 | 1,774 |
| 应付账款、票据 | 372 | 425 | 570 | 741 | 所得税费用 | 139 | 219 | 287 | 366 |
| 其他流动负债 | 279 | 306 | 337 | 371 | 净利润 | 535 | 840 | 1,105 | 1,408 |
| 流动负债合计 | 651 | 732 | 907 | 1,112 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债: | | | | | 归母净利润 | 536 | 840 | 1,105 | 1,408 |
| 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 | 751 | 927 | 1,133 | 营业收入增长率 | 31.2% | 37.6% | 32.0% | 28.1% |
| 所有者权益 | | | | | 营业利润增长率 | 71.7% | 57.1% | 31.5% | 27.5% |
| 股本 | 536 | 536 | 536 | 536 | 归母净利润增长率 | 78.3% | 56.9% | 31.5% | 27.4% |
| 资本公积金 | 2,179 | 2,179 | 2,179 | 2,179 | 总资产增长率 | 51.7% | 6.4% | 10.1% | 11.3% |
| 未分配利润 | 311 | 395 | 528 | 696 | 盈利能力 | | | | |
| 少数股东权益 | 2 | 2 | 2 | 2 | 毛利率 | 65.5% | 70.1% | 69.6% | 69.2% |
| 所有者权益合计 | 3,218 | 3,386 | 3,629 | 3,939 | 营业利润率 | 34.9% | 39.8% | 39.7% | 39.5% |
| 负债和所有者权益 | 3,887 | 4,137 | 4,556 | 5,072 | 三项费用/营收 | 30.4% | 30.2% | 30.1% | 29.9% |
| | | | | | EBIT/销售收入 | 35.1% | 39.9% | 39.8% | 39.6% |
| | | | | | 净利润率 | 27.8% | 31.7% | 31.6% | 31.4% |
| | | | | | ROE | 16.6% | 24.8% | 30.4% | 35.7% |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 49.6% | 64.1% | 76.8% | 88.4% |
| | | | | | 资产结构 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 17.2% | 18.1% | 20.3% | 22.3% |
| | | | | | 现金流质量 | | | | |
| | | | | | 经营净现金流/净利润 | 1.35 | 0.96 | 1.10 | 1.10 |
| | | | | | 每股数据(元/股) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.00 | 1.57 | 2.06 | 2.63 |
| | | | | | 每股净资产 | 6.01 | 6.32 | 6.77 | 7.35 |

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，工商管理硕士，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>