

# 百润股份 (002568.SZ)

## 经营效率不断优化, 持续看好新品储备及推出

**事件:** 公司发布2021年半年度报告——2021年上半年实现营收12.12亿元, 同比+53.72%, 归母净利润3.69亿元, 同比+73.94%, 处于预告的中上区间。2021Q2实现营收6.95亿元, 同比+54.35%, 归母净利润2.38亿元, 同增58.25%, 高基数下仍然高增长。

### 投资要点:

➤ **双业务齐发力, 费用率持续优化。** 2021H1预调鸡尾酒、食用香精分别实现营收10.56/1.38亿元; 各业务占比为87.19%/11.39%; 同比+50.56%/+63.92%, 两业务在疫情相对恢复以及行业景气度高的情况下增速齐头并进, 业务占比相对稳定。预调鸡尾酒、食用香精的毛利率剔除新核算规则的影响后分别+2.61/0.56pcts至71.97%/67.32%, 规模提升后, 公司毛利率进一步优化, 受成本提高影响小。2021H1销售费用率为19.50%, 同比-5.48pct, 费用投放持续优化。其中2021Q2销售费用同比+30.53%/环比+1.75%, 销售费用投放跟随营收、季度投放均匀。2021H1管理费用率为4.55%, 同比-1.56pct。规模效益与经营效率提升共助费用优化, 2021H1净利率为30.39%, 同比+3.5pct。

➤ **产品经营渠道均衡发展, 区域市场齐头并进。** 分渠道来看, 2021H1线下零售/数字零售渠道/即饮渠道分别实现营收8.46/2.97/0.51亿元, 同比+44.15%/59.49%/306.90%, 疫情相对恢复后即饮渠道实现高增长, 数字零售渠道持续亮眼。分区域来看, 华北/华东/华南/华西收入分别为1.35/5.99/2.81/1.79亿元, 同比+48.77%/+62.50%/+36.73%/48.33%, 华东区域增长持续领头, 华北、华西增速紧跟。华北/华东/华南/华西经销商数量自年初以来分别增加+12%/14%/4%/18%, 2021年6月末数量为307/448/548/452家, 覆盖率逐步提升, 各区域布局、拓展均相对均匀。华南可能受二季度广东省疫情反复的影响而表现欠佳。

➤ **公司的新品储备丰富、推新能力强, 看好烈酒基地稳步落地后对公司产品矩阵的丰富以及成本的优化。** 报告期内, 微醺推出新口味; 强爽进行包装和口味的升级, 增加9度新品; “HEYPOP”升级版气泡水上市。烈酒基地2021年加快调试落成, 公司以“在威士忌的世界地图上点亮中国产区”等作为传播理念, 为公司威士忌工厂“峡州蒸馏厂”定调, 利口酒、日常威士忌、highball等产品将从该基地推出, 丰富产品矩阵, 为原系列产品提供可溯源的基酒, 优化成本。

➤ **盈利预测:** 预计公司2021-2023年收入同增36.64%/28.82%/28.32%; 归母净利润分别为7.85/10.57/13.16亿元, 46.63%/34.64%/24.44%; 对应PE为71.35/52.99/42.59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。

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	1.05	1.41	1.75
市盈率(P/E)	45.47	104.36	71.35	52.99	42.59
市净率(P/B)	6.82	17.38	14.31	10.47	9.29

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

## 审慎推荐(维持评级)

当前价格: 74.8元  
 目标价格: 105元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	750/512
流通A股市值(百万元)	38,304
每股净资产(元)	4.42
资产负债率(%)	16.72
一年内最高/最低(元)	141.94/48.79

### 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

1、业绩点评:《百润股份(002568.SZ):渠道持续裂变, 新品储备充足, 未来增速可期》— 2021.04.26

2、深度报告:《百润股份(002568.SZ):做正确的事, 迎接高增长未来》— 2020.11.16

**图表 1：公司财务预测摘要**

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	2,381	3,864	4,301	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	2,750	4,370	5,156	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	229	206	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	228	228	229	营业外支出	1	1	1	1
非流动资产合计	2,060	2,098	2,132	2,216	利润总额	675	989	1,332	1,658
资产合计	3,887	4,848	6,502	7,372	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)	0.71	1.05	1.41	1.75
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	249	295	355					
流动负债合计	651	912	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	930	1,148	1,336					
归属母公司所有者权益	3,216	3,916	5,352	6,034					
少数股东权益	2	2	2	2					
所有者权益合计	3,218	3,918	5,354	6,036					
负债和股东权益	3,887	4,848	6,502	7,372					

  

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	-87	-130	-181
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	66	-42	-488	-437
融资活动现金流	676	142	948	-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	-659	1,582	564

  

主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%	20.0%	19.7%	21.8%
ROIC	20.7%	24.2%	23.8%	26.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	17.2%	19.2%	17.7%	18.1%
债务权益比	0.6%	3.0%	2.2%	1.1%
流动比率	280.6%	301.5%	386.7%	391.2%
速动比率	264.5%	290.0%	369.2%	372.2%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	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
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.71	1.05	1.41	1.75
每股经营现金流	0.97	1.16	1.54	1.77
每股净资产	4.29	5.22	7.14	8.05
<b>估值比率</b>				
P/E	104	71	53	43
P/B	17	14	10	9
EV/EBITDA	104	74	56	45

数据来源: wind, 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 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn