



买入（维持）

所属行业：食品饮料/饮料制造
当前价格(元)：63.60

证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

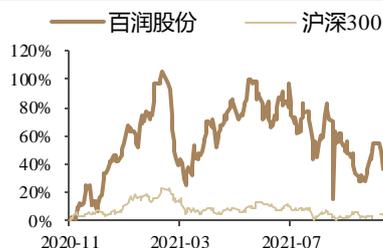
邓周贵

资格编号：S0120521030005

邮箱：dengzg@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.84	-13.22	-8.54
相对涨幅(%)	-9.39	-15.21	-10.57

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《百润股份：预调成长，绝对龙头，产品矩阵多渠道领跑行业》，2021.9.14

百润股份（002568.SZ）三季度报点评： 业绩超预期，品牌产品年轻化

投资要点

- **事件**：公司发布 2021 年三季度报，2021 年前三季度公司实现营收 19.15 亿元，同比增长 44.51%；归母净利润 5.63 亿元，同比增长 46.96%；扣非归母净利润 5.32 亿元，同比增长 69.40%。21Q3 单季度公司实现营收 7.03 亿元，同比增长 30.98%；归母净利润 1.94 亿元，同比增长 13.54%；扣非归母净利润 1.91 亿元，同比增长 43.57%。
- **预调鸡尾酒业务延续高增长**。分业务来看，2021 年前三季度公司预调鸡尾酒业务实现营业收入 16.86 亿元，同比+42.22%；实现归母净利润 4.09 亿元，同比+37.92%；实现扣非归母净利润 3.81 亿元，同比+63.51%。单季度来看，21Q3 公司预调鸡尾酒业务实现营业收入 6.30 亿元，同比+30.12%。公司预调鸡尾酒业务保持高增速，仍存较大成长空间。
- **盈利能力稳中有升**。21Q3 公司毛利率为 65.85%，同比-3.58pct；21Q3 公司销售费用率为 20.95%，同比-6.72pct，预计主要原因为会计准则调整后运输费用从销售费用计入营业成本所致。21Q3 公司归母净利率为 27.66%，同比-4.25pct，主要原因为 20Q3 计入非经常性损益的政府补助较高，若剔除非经常性损益影响，21Q3 扣非归母净利率为 27.14%，同比+2.38pct，预计规模效应下盈利能力有所提升。
- **持续推动品牌年轻化，上线梅子酒新品布局低度酒领域新细分赛道**。公司通过广告投放、联名活动等形式推动品牌年轻化，今年多款产品全新 TVC 先后上线，经典瓶系列于 9 月推出全新霓虹瓶包装，强爽系列于 10 月与炉石传说上线新联名礼盒，清爽系列线下铺货有序推进。低度酒赛道百花齐放，RIO 于 10 月上线“梅之美”新品，定位高端梅子酒赛道，拓宽低度酒品类布局。当前受益于消费升级、女性化年轻化消费趋势，低度酒行业快速扩容，我们认为公司在品牌、产品上的高频焕新有望维持品牌活力，享受行业扩容红利。
- **投资建议**：公司用多产品矩阵拓展消费人群、拓宽消费场景，在产品研发推新、消费者口味追踪、产能基酒布局等方面拥有核心优势，有望享受行业高速扩容的红利。预计公司 2021-2023 年实现营收 27.19/36.53/46.52 亿元，同比增速分别为 41.1%/34.4%/27.3%；实现归母净利润 7.83/10.87/14.08 亿元，同比增速分别为 46.2%/38.8%/29.5%，对应 EPS 分别为 1.04/1.45/1.88 元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：行业增速不及预期；行业竞争加剧；新品推进不及预期

股票数据

总股本(百万股):	749.79
流通 A 股(百万股):	512.09
52 周内股价区间(元):	48.11-99.03
总市值(百万元):	47,686.33
总资产(百万元):	4,252.11
每股净资产(元):	4.68

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,468	1,927	2,719	3,653	4,652
(+/-)YOY(%)	19.4%	31.2%	41.1%	34.4%	27.3%
净利润(百万元)	300	536	783	1,087	1,408
(+/-)YOY(%)	142.7%	78.3%	46.2%	38.8%	29.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.58	1.03	1.04	1.45	1.88
毛利率(%)	68.3%	65.5%	66.4%	67.2%	67.7%
净资产收益率(%)	15.0%	16.6%	22.1%	29.8%	37.2%

资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1：公司营收分业务拆分（累计）

	2020Q1	2020Q1-Q2	2020Q1-Q3	2020	2021Q1	2021Q1-Q2	2021Q1-Q3
营业收入（百万元）	338	788	1,325	1,927	517	1,212	1,915
yoy	19.12%	24.03%	30.37%	31.20%	52.88%	53.72%	44.51%
预调鸡尾酒（含气泡水）	303	702	1185	1712	458	1056	1686
yoy	26.55%	27.68%	34.33%	33.82%	51.15%	50.56%	42.22%
食用香精		84		199		138	
yoy		0.44%		9.68%		63.92%	
其他		2		16		17	
yoy		11.27%		98.61%		620.30%	

资料来源：wind，德邦研究所

图 2：公司营收分业务拆分（单季度）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
营业收入（百万元）	338	450	537	602	517	695	703
yoy	19.12%	28.00%	40.94%	33.08%	52.88%	54.35%	30.98%
预调鸡尾酒（含气泡水）	303	399	484	527	458	599	630
yoy	26.55%	28.56%	45.31%	32.68%	51.15%	50.11%	30.12%
其他业务（食用香精+其他）	36	51	53	75	60	96	73
yoy	-20.63%	23.86%	10.51%	35.95%	67.63%	87.45%	38.79%

资料来源：wind，德邦研究所

注：预调鸡尾酒业务数据以季度为频率披露，食用香精和其他部分数据以半年度为频率披露，因此此处按预调鸡尾酒业务和其他业务（食用香精+其他）拆分

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.03	1.04	1.45	1.88
每股净资产	4.29	4.72	4.87	5.05
每股经营现金流	0.96	1.31	1.70	2.14
每股股利	1.10	0.90	1.30	1.70
价值评估(倍)				
P/E	61.75	60.91	43.88	33.88
P/B	14.83	13.48	13.06	12.60
P/S	17.69	17.54	13.05	10.25
EV/EBITDA	43.03	42.16	31.05	24.28
股息率%	1.7%	1.4%	2.0%	2.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	65.5%	66.4%	67.2%	67.7%
净利润率	27.8%	28.8%	29.7%	30.3%
净资产收益率	16.6%	22.1%	29.8%	37.2%
资产回报率	13.8%	17.6%	22.8%	27.5%
投资回报率	16.4%	22.1%	29.8%	37.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	31.2%	41.1%	34.4%	27.3%
EBIT 增长率	71.7%	49.1%	38.8%	29.5%
净利润增长率	78.3%	46.2%	38.8%	29.5%
偿债能力指标				
资产负债率	17.2%	20.4%	23.4%	25.9%
流动比率	2.8	2.5	2.0	1.8
速动比率	2.6	2.3	1.9	1.6
现金比率	2.3	2.0	1.6	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	20.3	20.0	19.5	19.0
存货周转天数	57.8	55.0	54.0	53.0
总资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.9
固定资产周转率	1.7	2.3	3.1	3.9

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	536	783	1,087	1,408
少数股东损益	-0	0	0	0
非现金支出	93	100	107	113
非经营收益	25	-15	-32	-22
营运资金变动	70	111	110	107
经营活动现金流	723	980	1,273	1,606
资产	-385	-383	-343	-303
投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金流	-385	-383	-343	-303
债权募资	0	0	0	0
股权募资	994	214	0	0
其他	-317	-629	-971	-1,273
融资活动现金流	676	-415	-971	-1,273
现金净流量	1,014	182	-41	30

备注:表中计算估值指标的收盘价日期为10月29日
 资料来源:公司年报(2019-2020),德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,927	2,719	3,653	4,652
营业成本	665	914	1,198	1,504
毛利率%	65.5%	66.4%	67.2%	67.7%
营业税金及附加	100	141	190	242
营业税金率%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
营业费用	428	557	749	954
营业费用率%	22.2%	20.5%	20.5%	20.5%
管理费用	101	131	168	209
管理费用率%	5.2%	4.8%	4.6%	4.5%
研发费用	64	68	84	102
研发费用率%	3.3%	2.5%	2.3%	2.2%
EBIT	665	991	1,376	1,782
财务费用	-8	0	0	0
财务费用率%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	672	989	1,374	1,780
营业外收支	3	2	2	2
利润总额	675	991	1,376	1,782
EBITDA	757	1,091	1,483	1,895
所得税	139	208	289	374
有效所得税率%	20.6%	21.0%	21.0%	21.0%
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	536	783	1,087	1,408

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,503	1,685	1,643	1,673
应收账款及应收票据	110	149	195	242
存货	105	138	177	218
其它流动资产	108	116	128	141
流动资产合计	1,827	2,087	2,143	2,275
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,125	1,162	1,180	1,180
在建工程	484	694	876	1,030
无形资产	234	273	310	347
非流动资产合计	2,060	2,358	2,626	2,837
资产总计	3,887	4,445	4,769	5,112
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	372	477	593	703
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	279	363	456	554
流动负债合计	651	841	1,049	1,256
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	18	64	68	70
非流动负债合计	18	64	68	70
负债总计	669	905	1,117	1,326
实收资本	536	750	750	750
普通股股东权益	3,216	3,538	3,650	3,783
少数股东权益	2	2	2	2
负债和所有者权益合计	3,887	4,445	4,769	5,112

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获2015年轻工消费新财富最佳分析师第5名；2016年轻工消费新财富第4名，2016年水晶球第2名，金牛奖第4名；2017年轻工消费新财富最佳分析师第3名，水晶球第2名，保险资管（IAMAC）最受欢迎卖方轻工第1名；2018年轻工消费新财富最佳分析师第3名，水晶球第2名，Wind金牌分析师第1名，IAMAC第2名；2019年获轻工《财经》最佳分析师第2名，Wind金牌分析师第3名，水晶球第4名，新浪金麒麟分析师第4名，等等。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。