

# 预调酒业务欣欣向荣，扣非利润表现超预期

- 公司公布 21 年三季报，21 年前三季度实现营收 19.15 亿元(yoy+ 44.5%)，归母净利润 5.63 亿元(yoy+47.0%)，扣非归母净利润 5.32 亿元(yoy+ 69.4%)；其中 21Q3 实现营收 7.03 亿元(yoy+31.0%)，归母净利润 1.94 亿元(yoy+13.5%)，扣非归母净利润 1.91 亿元(yoy+43.6%)。**21Q3 归母净利润增速低于营收增速，主因 20Q3 确认政府补助 5,083 万元，21Q3 仅为 277 万元；公司三季度营收和扣非利润均实现较高增速，业绩超市预期。**

## 核心观点

- **预调酒业务稳定增长，需求向好渠道完善。**21 年前三季度，预调酒实现收入 16.86 亿元(yoy+42.2%)，同比高增；其中 21Q3 实现收入 6.30 亿元(yoy+30.1%)，增速环比放缓，主因渠道库存梳理、线上竞品分流、基数提高等所致。21Q3 前三季度预调酒业务实现净利润 4.09 亿元(yoy+37.9%)，扣非净利润 3.81 亿元(yoy+63.5%)，扣非利润增速高于营收增速，主营业务盈利能力进一步提升。边际上，预计渠道网络继续扩张，终端门店数量稳步增长。香精等其他业务，21 年前三季度实现收入 2.29 亿元(yoy+64.0%)，归母净利润 1.54 亿元(yoy+77.9%)，下游需求稳步恢复，继续贡献增量。
- **同口径下毛利率改善，控费严格盈利改善。**21Q3 毛利率 65.85%(yoy-3.58pct)，预计主要仍受会计准则调整影响；21 年前三季度毛利率 66.54%(yoy-2.71pct)，同口径下预计同比提升。21Q3 销售费用率 20.95%(yoy-6.72pct)，同口径下预计仍下降，主要受益于营收扩大的摊薄作用；管理费用率 4.95%(yoy+0.66pct)，税金及附加占营收比重 5.01%(yoy-0.27pct)。综合，21Q3 扣非归母净利率 27.14%(yoy+2.38pct)，盈利能力改善。
- **培育新品下沉低线，看好长期增长空间。**公司近年来不断加大新品投放力度，清爽定位接近啤酒，有望提升餐饮渠道及低线城市渗透；强爽瞄准男性消费者，有望贡献重要增量。国内预调酒行业发展方兴未艾，公司迎合风口抢占先机，新品开发及产能储备均大幅领先竞品，看好长期发展前景。

**财务预测与投资建议：**根据财报，略下调营收和毛利率，上调费用率，预测公司 21-23 年每股收益分别为 1.04、1.42、1.87 元（原 21-23 年预测为 1.11、1.54、1.99 元）。我们沿用历史估值法，在剔除负值后，公司近 5 年历史平均估值为 77 倍，给予公司 21 年 77 倍 PE，对应目标价 80.08 元，维持增持评级。

**风险提示：**营销推广不及预期、费用大幅增加、原材料成本大幅上涨风险。

## 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,468	1,927	2,749	3,659	4,703
同比增长(%)	19.4%	31.2%	42.7%	33.1%	28.5%
营业利润(百万元)	391	672	979	1,336	1,759
同比增长(%)	135.2%	71.7%	45.7%	36.4%	31.6%
归属母公司净利润(百万元)	300	536	780	1,066	1,403
同比增长(%)	142.7%	78.3%	45.7%	36.6%	31.6%
每股收益(元)	0.40	0.71	1.04	1.42	1.87
毛利率(%)	68.3%	65.5%	65.9%	66.4%	66.6%
净利率(%)	20.5%	27.8%	28.4%	29.1%	29.8%
净资产收益率(%)	15.3%	20.5%	21.9%	25.4%	29.1%
市盈率	158.8	89.0	61.1	44.7	34.0
市净率	23.8	14.8	12.2	10.6	9.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

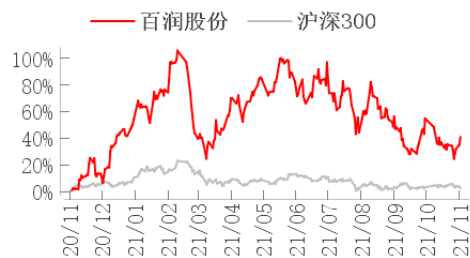


东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年11月02日)	67.73 元
目标价格	80.08 元
52周最高价/最低价	101.03/47.02 元
总股本/流通 A 股(万股)	74,979/51,209
A 股市值(百万元)	50,783
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年11月02日

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	7	-9.08	-9.08	40.78
相对表现	10.6	-11.21	-4.75	38.16
沪深 300	-3.6	2.13	-4.33	2.62



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪

021-63325888\*6079  
caiqi@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519080001

联系人 周翰

021-63325888\*7524  
zhouhan@orientsec.com.cn

## 相关报告

预调酒亮眼业绩持续高增，渠道完善新品推出蓄力成长：	2021-07-27
营收高增盈利能力提升，预调酒龙头后劲十足	2021-04-22
21Q1 业绩超预期，预调酒龙头增长空间广阔	2021-03-31

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

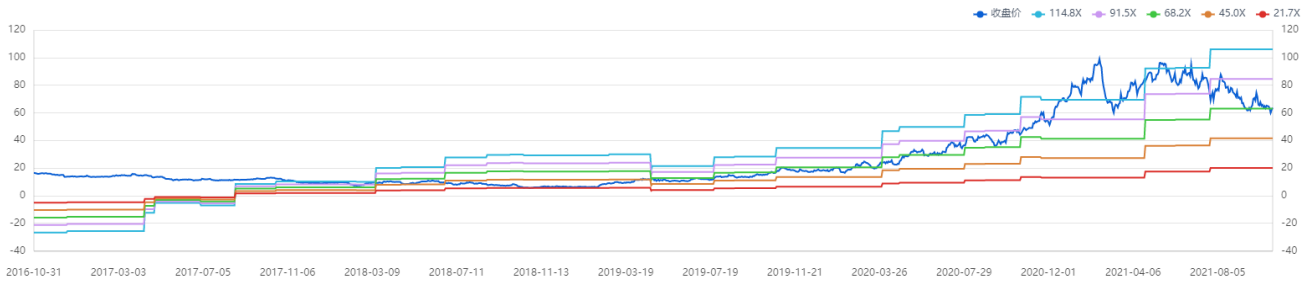
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 投资建议

下调营收和毛利率，上调费用率，预测公司 21-23 年每股收益分别为 1.04、1.42、1.87 元（原 21-23 年预测为 1.11、1.54、1.99 元）。我们沿用历史估值法，在剔除负值后，公司近 5 年历史平均估值为 77 倍，给予公司 21 年 77 倍 PE，对应目标价 80.08 元，维持增持评级。

图 1：百润股份历史 PE Band



资料来源：IFind、东方证券研究所

## 风险提示

- **营销推广不及预期。**RIO 基本主导了国内预调酒行业的发展，公司产品销售主要依赖于自身营销推广，如果营销推广不利可能导致自身产品销售及预调酒行业渗透率提升不及预期。
- **费用大幅增加风险。**公司目前仍处于扩张期，近年来通过营销模式调整成功提升了费效比，但随着 RIO 在沿海、发达城市的渗透率提升，公司在往内陆、三四线城市拓展过程中可能导致费用投放大幅增加，从而对整体盈利产生不利影响。
- **原材料成本大幅上涨风险。**公司基酒、包装材料等成本占比较高，若原材料采购成本大幅提升，公司产销规模扩大带来的规模效应无法完全覆盖成本涨幅，将对毛利率带来负面影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	488	1,503	2,088	2,705	3,460	营业收入	1,468	1,927	2,749	3,659	4,703
应收票据、账款及款项融资	118	110	147	189	233	营业成本	466	665	939	1,229	1,570
预付账款	13	15	22	29	38	营业税金及附加	72	100	143	190	244
存货	90	105	145	185	230	营业费用	429	428	548	693	864
其他	101	93	105	116	125	管理费用及研发费用	153	165	217	274	343
<b>流动资产合计</b>	<b>809</b>	<b>1,827</b>	<b>2,508</b>	<b>3,224</b>	<b>4,085</b>	财务费用	(5)	(8)	(18)	(24)	(31)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	1	0	0	0	0
固定资产	1,180	1,125	1,370	1,505	1,568	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	93	484	334	244	185	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	192	234	229	223	217	其他	39	95	59	40	45
其他	288	216	252	250	239	<b>营业利润</b>	<b>391</b>	<b>672</b>	<b>979</b>	<b>1,336</b>	<b>1,759</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,752</b>	<b>2,060</b>	<b>2,185</b>	<b>2,223</b>	<b>2,209</b>	营业外收入	2	3	8	11	13
<b>资产总计</b>	<b>2,562</b>	<b>3,887</b>	<b>4,693</b>	<b>5,447</b>	<b>6,294</b>	营业外支出	12	1	4	4	4
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>381</b>	<b>675</b>	<b>983</b>	<b>1,343</b>	<b>1,768</b>
应付票据及应付账款	270	372	525	688	878	所得税	81	139	203	277	365
其他	225	279	219	215	222	<b>净利润</b>	<b>300</b>	<b>535</b>	<b>780</b>	<b>1,066</b>	<b>1,403</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>494</b>	<b>651</b>	<b>744</b>	<b>903</b>	<b>1,101</b>	少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>300</b>	<b>536</b>	<b>780</b>	<b>1,066</b>	<b>1,403</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.40	0.71	1.04	1.42	1.87
其他	64	18	45	42	35						
<b>非流动负债合计</b>	<b>64</b>	<b>18</b>	<b>45</b>	<b>42</b>	<b>35</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>558</b>	<b>669</b>	<b>789</b>	<b>945</b>	<b>1,136</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2	2	2	2	2	成长能力					
实收资本(或股本)	520	536	750	750	750	营业收入	19.4%	31.2%	42.7%	33.1%	28.5%
资本公积	1,191	2,166	2,179	2,179	2,179	营业利润	135.2%	71.7%	45.7%	36.4%	31.6%
留存收益	290	514	973	1,571	2,227	归属于母公司净利润	142.7%	78.3%	45.7%	36.6%	31.6%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,003</b>	<b>3,218</b>	<b>3,904</b>	<b>4,502</b>	<b>5,158</b>	毛利率	68.3%	65.5%	65.9%	66.4%	66.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,562</b>	<b>3,887</b>	<b>4,693</b>	<b>5,447</b>	<b>6,294</b>	净利率	20.5%	27.8%	28.4%	29.1%	29.8%
						ROE	15.3%	20.5%	21.9%	25.4%	29.1%
						ROIC	15.5%	20.2%	21.4%	24.8%	28.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	21.8%	17.2%	16.8%	17.4%	18.0%
净利润	300	535	780	1,066	1,403	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	71	88	97	115	127	流动比率	1.64	2.81	3.37	3.57	3.71
财务费用	(5)	(8)	(18)	(24)	(31)	速动比率	1.46	2.65	3.18	3.37	3.50
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	28	154	(2)	60	91	应收账款周转率	13.0	17.1	21.6	21.8	22.3
其它	137	(46)	(10)	(2)	4	存货周转率	5.6	6.8	7.5	7.5	7.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>530</b>	<b>723</b>	<b>847</b>	<b>1,215</b>	<b>1,595</b>	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
资本支出	(300)	(461)	(185)	(154)	(125)	每股指标(元)					
长期投资	1	1	0	0	0	每股收益	0.40	0.71	1.04	1.42	1.87
其他	(67)	75	(0)	0	0	每股经营现金流	1.02	1.35	1.13	1.62	2.13
<b>投资活动现金流</b>	<b>(366)</b>	<b>(385)</b>	<b>(185)</b>	<b>(154)</b>	<b>(125)</b>	每股净资产	2.67	4.29	5.20	6.00	6.88
债权融资	(0)	0	0	(0)	0	估值比率					
股权融资	(13)	991	227	0	0	市盈率	158.8	89.0	61.1	44.7	34.0
其他	(308)	(314)	(304)	(444)	(715)	市净率	23.8	14.8	12.2	10.6	9.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(321)</b>	<b>676</b>	<b>(77)</b>	<b>(444)</b>	<b>(715)</b>	EV/EBITDA	102.0	61.9	44.0	32.7	25.1
汇率变动影响	0	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	120.7	70.2	48.5	35.5	27.0
<b>现金净增加额</b>	<b>(156)</b>	<b>1,014</b>	<b>585</b>	<b>617</b>	<b>754</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东方证券资管和私募业务仍持有百润股份(002568)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)