

# 百润股份 (002568)

证券研究报告

2021年11月03日

## 新品培育加速推进，全产业链布局打开业绩天花板

**事件：**公司 21 年前三季度实现营收 19.15 亿元，同比+44.51%，归母净利润 5.63 亿元，同比+46.96%。其中，Q3 实现营收 7.03 亿元，同比+30.98%，归母净利润 1.94 亿元，同比 13.54%。

**预调酒业务维持快速增长，新品培育加速推进。**公司预调鸡尾酒业务前三季度实现主营业务收入 16.86 亿元，同比增长 42.22%，其中三季度实现营收 6.30 亿元，同比增长 30.17%，环比二季度有所降速。三季度降速我们判断一是与三季度疫情反复，消费场景受限有关；二是去年同期基数较高；三是线上新进入者较多，使得线上增速有所放缓。据淘宝网数据，三季度公司线上实现收入 3496.12 万元，同比+29.14%，相比二季度 78.05%的增速有所放缓。但我们仍看好公司预调酒业务，一方面公司持续强化全产业链布局，在竞争日趋激烈的环境中，有望持续强化自身的竞争力，加大新品突出力度和品牌建设，推进数字化精准投放，进一步强化消费者复购；另一方面，公司加强渠道下沉，上半年经销商净增加 177 家至 1755 家，通过分销渠道的建立以及清爽系列的推出，逐步建立更低价格带市场，打开市场容量。我们预计公司仍将以微醺系列为主导，叠加清爽系列的培育，通过渠道下沉，加快品类的消费者教育，整体营收有望维持快速增长。

**期间费用控制得当，公司盈利能力维持稳定。**公司 21 年前三季度录得归母净利润/归母净利率 5.63 亿元/29.41%，分别同比+46.96%/+0.49pcts，其中 3Q21 实现归母净利润/归母净利率 1.94 亿元/27.66%，同比+13.54%/-4.25pcts，主要系公司三季度毛利率下降所致。公司 21 年三季度实现毛利率 65.85%，同比-3.58pcts，主因会计政策调整及原材料、包材价格上涨。期间费用方面，公司 21 年三季度销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 20.95%/4.95%/2.69%/-0.89%，分别同比-6.72%/+0.66%/+0.01%/-0.76pcts，环比+3.79%/+0.41%/+0.49%/+0.03pcts。销售费用率的环比提升，我们认为与公司新品推出进行市场培育有关。未来随着公司费用投放精细化，公司有望维持较高费效比，随着公司产品的放量，盈利能力仍有望持续提升。

**全产业链布局打开公司天花板，竞争优势有望持续加强。**2021 年 10 月公司可转债顺利发行，募资 11.28 亿元主要投向威士忌成品酒项目建设。公司持续打造全产业链布局，通过上游基酒项目建设到下游成品酒的售卖，产业链优势逐步建立。**我们重申公司主要逻辑是将预调酒品类从小众产品打造为大众消费品，进而打开公司成长空间。**公司持续加预调鸡尾酒的渠道拓展，通过在线下零售、数字零售、即饮渠道发力，加大产品渗透力度，特别在各新零售平台，公司持续加强渠道下沉和渗透，不断提升渠道覆盖率和覆盖质量；品牌建设方面，通过推进数字化精准营销投放，提升各子品牌影响力。此外，公司分阶段持续推出新产品、升级扩容已有产品系列，新品推广取得良好效果。目前行业景气度仍持续提升，而公司也加快下沉市场的开拓，通过引入新品清爽，加快消费者培育，同时积极打造产业链优势，为未来竞争奠定基础。

**投资建议：**根据公司三季报的情况，结合市场的竞争变化，我们认为前期预期偏高，略进行预期调整，预计公司 2021-2023 年实现营收 27.32/36.87/49.83 亿元，同比+41.82%/34.94%/35.16%，归母净利润由 8.04/10.89/15.11 亿元调整至 7.65/10.62/14.71 亿元，同比+42.90%/38.81%/38.48%，EPS 分别为 1.02/1.42/1.96 元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**市场竞争风险；产品结构相对单一；产品质量风险；新品铺货速度不达预期风险；疫情对公司经营造成不利影响等。

### 投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	67.73 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	749.79
流通 A 股股本(百万股)	512.09
A 股总市值(百万元)	50,782.95
流通 A 股市值(百万元)	34,684.00
每股净资产(元)	4.68
资产负债率(%)	17.38
一年内最高/最低(元)	141.94/58.00

### 作者

**刘畅** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520010001  
liuc@tfzq.com

**吴文德** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520070003  
wuwende@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《百润股份-半年报点评:预调酒业务持续放量，全产业链布局强化公司竞争力》2021-07-28
- 《百润股份-年报点评报告:疫情加速预调酒场景培育，公司竞争优势持续强化》2021-04-23
- 《百润股份-公司点评:预调酒板块加速放量，公司业绩实现高增》2021-04-20

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,468.44	1,926.64	2,732.30	3,686.96	4,983.14
增长率(%)	19.39	31.20	41.82	34.94	35.16
EBITDA(百万元)	482.79	724.63	1,072.26	1,489.57	2,035.66
净利润(百万元)	300.33	535.51	765.22	1,062.21	1,470.95
增长率(%)	142.67	78.31	42.90	38.81	38.48
EPS(元/股)	0.40	0.71	1.02	1.42	1.96
市盈率(P/E)	167.29	93.82	65.66	47.30	34.16
市净率(P/B)	25.11	15.62	13.86	13.26	12.74
市销率(P/S)	34.22	26.08	18.39	13.63	10.08
EV/EBITDA	26.68	74.75	45.03	32.46	23.80

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	487.71	1,502.99	1,709.25	1,649.00	1,552.65
应收票据及应收账款	118.45	110.28	284.38	237.94	454.17
预付账款	13.01	15.44	42.72	24.30	61.95
存货	89.70	105.24	232.97	190.74	355.29
其他	100.57	92.84	149.90	129.19	193.31
<b>流动资产合计</b>	<b>809.44</b>	<b>1,826.79</b>	<b>2,419.22</b>	<b>2,231.17</b>	<b>2,617.37</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,179.67	1,125.40	1,053.60	1,600.92	2,014.58
在建工程	92.95	484.01	652.27	452.13	313.48
无形资产	191.89	234.21	233.09	231.84	230.46
其他	287.57	216.45	252.61	251.23	239.43
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,752.08</b>	<b>2,060.07</b>	<b>2,191.57</b>	<b>2,536.12</b>	<b>2,797.95</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,561.52</b>	<b>3,886.87</b>	<b>4,610.80</b>	<b>4,767.29</b>	<b>5,415.32</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	269.88	371.91	464.26	651.50	838.03
其他	224.62	278.61	474.96	282.05	597.90
<b>流动负债合计</b>	<b>494.50</b>	<b>650.52</b>	<b>939.22</b>	<b>933.55</b>	<b>1,435.93</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	63.81	17.99	44.78	42.19	34.99
<b>非流动负债合计</b>	<b>63.81</b>	<b>17.99</b>	<b>44.78</b>	<b>42.19</b>	<b>34.99</b>
<b>负债合计</b>	<b>558.31</b>	<b>668.51</b>	<b>984.00</b>	<b>975.74</b>	<b>1,470.92</b>
少数股东权益	2.07	2.05	1.82	1.56	1.27
股本	519.80	535.85	749.79	749.79	749.79
资本公积	1,204.09	2,178.97	2,178.97	2,178.97	2,178.97
留存收益	1,494.25	2,693.36	2,875.19	3,040.20	3,193.34
其他	(1,217.01)	(2,191.88)	(2,178.97)	(2,178.97)	(2,178.97)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,003.21</b>	<b>3,218.35</b>	<b>3,626.80</b>	<b>3,791.54</b>	<b>3,944.40</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,561.52</b>	<b>3,886.87</b>	<b>4,610.80</b>	<b>4,767.29</b>	<b>5,415.32</b>

  

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	300.21	535.49	765.22	1,062.21	1,470.95
折旧摊销	72.35	92.55	115.72	159.48	197.26
财务费用	(0.05)	3.18	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	164.64	184.55	(107.65)	121.24	24.93
其它	(6.66)	(92.41)	(0.23)	(0.26)	(0.29)
<b>经营活动现金流</b>	<b>530.49</b>	<b>723.37</b>	<b>773.06</b>	<b>1,342.66</b>	<b>1,692.85</b>
资本支出	295.69	516.64	184.27	507.99	478.09
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(662.02)	(901.70)	(394.53)	(1,013.69)	(949.48)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(366.32)</b>	<b>(385.07)</b>	<b>(210.26)</b>	<b>(505.71)</b>	<b>(471.39)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(7.46)	998.81	226.85	0.00	0.00
其他	(313.21)	(322.36)	(583.40)	(897.20)	(1,317.81)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(320.67)</b>	<b>676.45</b>	<b>(356.55)</b>	<b>(897.20)</b>	<b>(1,317.81)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(156.50)</b>	<b>1,014.75</b>	<b>206.26</b>	<b>(60.25)</b>	<b>(96.35)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,468.44</b>	<b>1,926.64</b>	<b>2,732.30</b>	<b>3,686.96</b>	<b>4,983.14</b>
营业成本	465.96	664.62	882.29	1,173.35	1,560.10
营业税金及附加	72.16	100.14	117.49	154.85	209.29
营业费用	429.14	428.11	573.78	766.89	1,021.54
管理费用	89.75	100.85	120.22	158.54	214.28
研发费用	63.74	63.83	81.97	103.23	139.53
财务费用	(5.46)	(7.88)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(38.28)	(95.08)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>391.42</b>	<b>672.06</b>	<b>956.55</b>	<b>1,330.10</b>	<b>1,838.40</b>
营业外收入	1.80	3.35	4.01	3.05	3.47
营业外支出	12.22	0.60	4.32	5.72	3.55
<b>利润总额</b>	<b>380.99</b>	<b>674.80</b>	<b>956.24</b>	<b>1,327.43</b>	<b>1,838.33</b>
所得税	80.79	139.32	191.25	265.49	367.67
<b>净利润</b>	<b>300.21</b>	<b>535.49</b>	<b>764.99</b>	<b>1,061.95</b>	<b>1,470.66</b>
少数股东损益	(0.12)	(0.02)	(0.23)	(0.26)	(0.29)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>300.33</b>	<b>535.51</b>	<b>765.22</b>	<b>1,062.21</b>	<b>1,470.95</b>
每股收益(元)	0.40	0.71	1.02	1.42	1.96

  

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	19.39%	31.20%	41.82%	34.94%	35.16%
营业利润	135.20%	71.70%	42.33%	39.05%	38.22%
归属于母公司净利润	142.67%	78.31%	42.90%	38.81%	38.48%
<b>获利能力</b>					
毛利率	68.27%	65.50%	67.71%	68.18%	68.69%
净利率	20.45%	27.79%	28.01%	28.81%	29.52%
ROE	15.01%	16.65%	21.11%	28.03%	37.30%
ROIC	29.48%	42.92%	51.05%	63.91%	77.76%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.80%	17.20%	21.34%	20.47%	27.16%
净负债率	-24.35%	-46.70%	-47.13%	-43.49%	-39.36%
流动比率	1.64	2.81	2.58	2.39	1.82
速动比率	1.46	2.65	2.33	2.19	1.58
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	13.03	16.85	13.85	14.12	14.40
存货周转率	17.73	19.77	16.16	17.40	18.25
总资产周转率	0.59	0.60	0.64	0.79	0.98
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.40	0.71	1.02	1.42	1.96
每股经营现金流	0.71	0.96	1.03	1.79	2.26
每股净资产	2.67	4.29	4.83	5.05	5.26
<b>估值比率</b>					
市盈率	167.29	93.82	65.66	47.30	34.16
市净率	25.11	15.62	13.86	13.26	12.74
EV/EBITDA	26.68	74.75	45.03	32.46	23.80
EV/EBIT	31.31	85.58	50.48	36.35	26.36

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com