

百润股份 (002568)

证券研究报告

2020年09月25日

预调酒板块景气度持续提升，看好公司长期发展

事件：公司发布 2020 年前三季度业绩预告，前三季度预计实现归母净利润 3.66-3.89 亿元，同比+59.83%-69.87%，业绩超预期。

业绩环比持续加速，预调酒板块景气度持续提升。公司前三季度业绩超预期，单三季度预计实现归母净利润 1.54-1.77 亿元，同比+67.39%-92.39%，业绩同比维持高增长态势，环比二季度加速。我们认为三季度业绩维持高增的主要原因，一是公司预调酒业务持续增长：一方面疫情强化预调酒消费习惯，加之老品换装或加大推广，动销或延续二季度高增态势；另一方面线上维持高速增长，根据淘宝网数据，公司旗舰店 8 月份销量额同比+464.61%，我们判断与公司推出“美好生活”系列以及消费习惯的延续有关。二是公司渠道拓张和下沉或持续贡献增长。随着疫情影响逐步淡化，公司渠道开拓或加速，区域增长有望趋于平衡。三是公司费用投放愈加精细，费用率水平持续改善提高公司净利润水平。此外，香精香料业务二季度基本恢复正常后，经营状况持续改善，对业绩开始有正向贡献。我们认为公司在本次疫情的经营表现，或将使预调酒行业的长期逻辑进一步认可，公司有望通过渠道扩张叠加品类推新不断提高复购，支撑业绩高速增长。

预调酒行业顺应消费趋势，公司量价齐升可期。预调酒符合消费多元化、年轻化以及个性化的趋势，未来空间广阔，而百润作为龙头公司，有望顺应行业趋势，实现快速增长。销量方面，2018 年我国预调酒人均年消费量约 0.06 升，仅为日本人均年消费量的 1/150，未来随着消费者对预调酒认知的提升以及公司渠道和消费场景的拓张，销量仍有提升空间。价格方面，未来随着高度化、威士忌基酒等产品的推出，公司的吨价有望持续提升。此外，随着微醺的放量以及国产基酒的投放，公司毛利率仍存改善空间，盈利能力将持续提升。

公司核心竞争力持续强化，看好公司未来长期发展。我们认为推动公司价值持续提升的主要驱动力是消费场景的不断扩充带来的数倍量级的消费需求。我们预计公司仍将继续在微醺系列上发力，增强微醺作为核心单品的市场竞争力，借助高性价比微醺加快消费者培育，助力渠道下沉。同时公司在 19 年下半年成立夜狮子子公司，开发夜场等即饮渠道，拓张消费场景。未来随着公司渠道下沉和多元化场景的开拓，叠加产品的不断创新，公司产品的需求和复购率将持续提升，进而推动公司业绩增长。看好预调酒市场的发展空间，公司作为行业龙头将把握发展机遇，充分受益行业的增长。

投资建议：根据公司三季报预告，我们将公司 2020-2022 年营收由 18.14/22.77/28.90 亿元上调至 18.37/23.07/29.28 亿元，同比+25.11%/25.59%/26.92%，归母净利润由 4.23/5.39/6.91 亿元调整至 4.57/5.79/7.30 亿元，同比+52.27%/26.71%/25.93%，EPS 分别为 0.88/1.11/1.40 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：新品推广不及预期，渠道拓展不及预期，食品安全风险等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,229.99	1,468.44	1,837.22	2,307.38	2,928.45
增长率(%)	4.95	19.39	25.11	25.59	26.92
EBITDA(百万元)	255.53	482.79	662.09	861.34	1,117.62
净利润(百万元)	123.76	300.33	457.32	579.45	729.71
增长率(%)	(32.24)	142.67	52.27	26.71	25.93
EPS(元/股)	0.24	0.58	0.88	1.11	1.40
市盈率(P/E)	226.63	93.39	61.33	48.41	38.44
市净率(P/B)	14.60	14.02	12.90	11.80	10.66
市销率(P/S)	22.80	19.10	15.27	12.16	9.58
EV/EBITDA	15.54	26.68	41.23	31.74	24.56

资料来源：wind，天风证券研究所

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	55.79 元
目标价格	62.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	519.80
流通 A 股股本(百万股)	348.70
A 股总市值(百万元)	28,999.79
流通 A 股市值(百万元)	19,453.99
每股净资产(元)	4.26
资产负债率(%)	22.81
一年内最高/最低(元)	63.49/20.76

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

- 1 《百润股份-半年报点评:持续高增验证前期逻辑，赛道思维重塑估值体系》 2020-07-30
- 2 《百润股份-公司点评:鸡尾酒板块持续发力，规模效应随复苏而放大》 2020-07-06
- 3 《百润股份-季报点评:渠道建设经受疫情考验，推新能力助力未来高增》 2020-04-24

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	643.11	487.71	918.61	1,153.69	1,464.23
应收票据及应收账款	107.03	118.45	146.93	179.95	226.78
预付账款	16.16	13.01	36.67	18.13	46.88
存货	75.91	89.70	118.54	122.40	166.58
其他	95.29	100.57	115.24	108.96	142.31
流动资产合计	937.51	809.44	1,335.98	1,583.14	2,046.77
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	876.97	1,179.67	1,116.96	1,692.83	2,134.36
在建工程	155.21	92.95	280.86	80.72	(57.93)
无形资产	196.71	191.89	191.97	191.93	191.76
其他	258.70	287.57	286.27	276.43	282.82
非流动资产合计	1,487.59	1,752.08	1,876.07	2,241.92	2,551.01
资产总计	2,425.09	2,561.52	3,212.05	3,825.05	4,597.77
短期借款	10.00	0.00	415.20	722.96	1,149.81
应付票据及应付账款	167.82	269.88	247.59	381.84	398.48
其他	271.32	224.62	282.55	283.88	356.23
流动负债合计	449.14	494.50	945.34	1,388.68	1,904.53
长期借款	0.00	0.00	33.79	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	52.53	63.81	56.87	57.74	59.47
非流动负债合计	52.53	63.81	90.66	57.74	59.47
负债合计	501.67	558.31	1,035.99	1,446.42	1,964.00
少数股东权益	2.19	2.07	1.94	1.72	1.46
股本	531.74	519.80	519.80	519.80	519.80
资本公积	1,282.30	1,204.09	1,204.09	1,204.09	1,204.09
留存收益	1,479.64	1,494.25	1,654.31	1,857.11	2,112.51
其他	(1,372.45)	(1,217.01)	(1,204.09)	(1,204.09)	(1,204.09)
股东权益合计	1,923.43	2,003.21	2,176.05	2,378.64	2,633.77
负债和股东权益总	2,425.09	2,561.52	3,212.05	3,825.05	4,597.77

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	123.70	300.21	457.32	579.45	729.71
折旧摊销	73.45	72.35	85.77	129.52	167.23
财务费用	2.46	(0.05)	(4.31)	(3.22)	(1.67)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	140.10	164.64	(66.45)	134.51	(68.25)
其它	2.62	(6.66)	(0.13)	(0.22)	(0.26)
经营活动现金流	342.34	530.49	472.20	840.03	826.76
资本支出	174.47	295.69	218.00	504.34	468.20
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(344.22)	(662.02)	(428.26)	(1,009.84)	(938.64)
投资活动现金流	(169.76)	(366.32)	(210.26)	(505.51)	(470.44)
债权融资	10.00	0.00	448.99	722.96	1,149.81
股权融资	81.80	(7.46)	17.22	3.22	1.67
其他	(234.45)	(313.21)	(297.26)	(825.63)	(1,197.27)
筹资活动现金流	(142.65)	(320.67)	168.95	(99.44)	(45.78)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	29.93	(156.50)	430.90	235.08	310.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,229.99	1,468.44	1,837.22	2,307.38	2,928.45
营业成本	385.21	465.96	543.23	667.22	825.65
营业税金及附加	57.23	72.16	79.00	89.99	112.75
营业费用	431.79	429.14	462.98	588.38	755.54
管理费用	170.42	89.75	101.05	130.37	163.99
研发费用	62.88	63.74	71.65	94.60	117.14
财务费用	(4.19)	(5.46)	(4.31)	(3.22)	(1.67)
资产减值损失	2.39	0.00	3.00	5.00	3.00
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	(42.16)	(38.28)	0.00	0.00	0.00
营业利润	166.42	391.42	580.62	735.05	952.06
营业外收入	6.90	1.80	3.50	4.06	3.12
营业外支出	0.13	12.22	5.40	5.92	7.85
利润总额	173.19	380.99	578.72	733.19	947.33
所得税	49.49	80.79	121.53	153.97	217.89
净利润	123.70	300.21	457.19	579.22	729.45
少数股东损益	(0.06)	(0.12)	(0.13)	(0.22)	(0.26)
归属于母公司净利润	123.76	300.33	457.32	579.45	729.71
每股收益(元)	0.24	0.58	0.88	1.11	1.40

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	4.95%	19.39%	25.11%	25.59%	26.92%
营业利润	-29.14%	135.20%	48.34%	26.60%	29.52%
归属于母公司净利润	-32.24%	142.67%	52.27%	26.71%	25.93%
获利能力					
毛利率	68.68%	68.27%	70.43%	71.08%	71.81%
净利率	10.06%	20.45%	24.89%	25.11%	24.92%
ROE	6.44%	15.01%	21.03%	24.38%	27.72%
ROIC	11.24%	29.48%	37.08%	40.71%	43.78%
偿债能力					
资产负债率	20.69%	21.80%	32.25%	37.81%	42.72%
净负债率	-32.92%	-24.35%	-21.58%	-18.11%	-11.94%
流动比率	2.09	1.64	1.41	1.14	1.07
速动比率	1.92	1.46	1.29	1.05	0.99
营运能力					
应收账款周转率	12.63	13.03	13.85	14.12	14.40
存货周转率	16.04	17.73	17.65	19.15	20.27
总资产周转率	0.52	0.59	0.64	0.66	0.70
每股指标(元)					
每股收益	0.24	0.58	0.88	1.11	1.40
每股经营现金流	0.66	1.02	0.91	1.62	1.59
每股净资产	3.70	3.85	4.18	4.57	5.06
估值比率					
市盈率	226.63	93.39	61.33	48.41	38.44
市净率	14.60	14.02	12.90	11.80	10.66
EV/EBITDA	15.54	26.68	41.23	31.74	24.56
EV/EBIT	21.70	31.31	47.36	37.36	28.89

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	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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