

公司研究

预调酒业务持续向好，期待新品表现

——百润股份（002568.SZ）2021 年三季报点评

要点

事件：百润股份发布 2021 年三季报，2021 前三季度实现营业收入 19.15 亿元、同增 44.51%；归母净利润 5.63 亿元，同增 46.96%；扣非归母净利润 5.32 亿元，同增 69.40%。其中 2021Q3 实现营业收入 7.03 亿元、同增 30.98%；归母净利润 1.94 亿元、同增 13.55%；扣非归母净利润 1.91 亿元，同增 43.57%，业绩表现符合市场预期。

预调酒业务增势良好，拉动收入持续提升。预调鸡尾酒业务继续保持较高增长态势，Q3 实现收入 6.30 亿元、同比+30.12%，环比+5.13%。线上业务表现较好，根据第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，Q3 锐澳品牌在阿里系电商平台共实现销售额 0.85 亿元，同比+13%。

费用投放环比增加，扣非净利率同比增加。前三季度毛利率为 66.5%、同比-3.6Pcts，环比-0.8Pcts，主要由于新会计准则下，运输费用计入营业成本。Q3 销售费用率为 20.9%、同比-6.7Pcts，环比+3.8Pcts，主要系新品投放开支及线下推广费用增加。Q3 管理费用率为 4.9%、同比+0.7Pct，环比+0.4Pcts，主要由于职工薪酬及折旧费用有所增加。综上，Q3 净利率为 27.7%、同比-4.2Pcts，环比-6.6Pcts；扣非净利率为 27.17%，同比+2.4Pcts，环比-3.2Pcts。

新品推广持续推进，未来表现值得期待。产品方面，新品清爽定位基础款，在价格带（5.9 元）、酒精度（5 度）以及产品特性（含气鸡尾酒）等方面形成隔度，有效避免产品间的相互替代。目前清爽自然动销较好，正处于市场推广阶段。随着后续各项新品推广活动的陆续进行，产品有望获得快速增长，进而拓宽品牌的目标消费人群。公司也在积极开拓其他品类，9 月推出梅酒新品梅之美，切入同样处于快速发展的果酒赛道。我们认为，公司具备较强的单品打造能力，新品表现值得关注。

2021 年公司加快烈酒基地升级项目建设进程，积极推进伏特加威士忌工厂建设和烈酒陈酿熟成项目建设。一方面可提前布局威士忌品类，推进经营年轻群体战略的进一步延申；另一方面可保证基酒品质、提升产品质量，未来有望降低生产成本，实现盈利能力的再提升。

盈利预测、估值与评级：我们维持百润股份 2021-2023 年 EPS 分别为 1.07/1.46/1.97 元。预调酒是食品饮料赛道中的优质赛道，百润作为行业龙头，具备长期增长潜力。维持“买入”评级。

风险提示：行业边际竞争激烈程度高于预期；原材料成本上涨高于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,468	1,927	2,657	3,609	4,749
营业收入增长率	19.39%	31.20%	37.89%	35.85%	31.59%
净利润（百万元）	300	536	806	1,093	1,474
净利润增长率	142.67%	78.31%	50.46%	35.61%	34.92%
EPS（元）	0.58	1.00	1.07	1.46	1.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.01%	16.65%	21.46%	22.54%	23.32%
P/E	110	64	59	44	32
P/B	16.5	10.6	12.7	9.8	7.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-29

注：公司 2019 年年末总股本为 5.20 亿股、2020 年年末为 5.36 亿股、2021 年 6 月因转增致总股本增加至 7.50 亿股

买入（维持）

当前价/目标价：63.60/99.50 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

联系人：汪航宇

021-52523877

wanghangyu@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

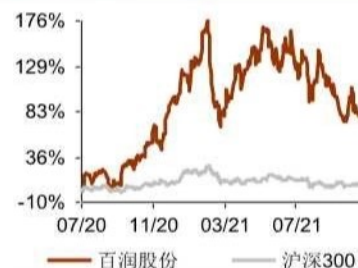
021-52523658

lijq@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.50
总市值(亿元)	476.87
一年最低/最高(元)	47.02/101.03
近 3 月换手率	45.86%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.59	-14.11	-9.88
绝对	-11.02	-14.62	32.20

资料来源：Wind

相关研报

业绩持续高速增长，预调酒龙头地位稳固——百润股份（002568.SZ）2021 年中报点评（2021-07-26）

预调酒业务向好，业绩表现亮眼——百润股份（002568.SZ）2021 年半年度业绩预告点评（2021-06-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,468	1,927	2,657	3,609	4,749
营业成本	466	665	906	1,231	1,620
折旧和摊销	71	92	113	121	126
税金及附加	72	100	138	188	247
销售费用	429	428	505	686	855
管理费用	90	101	133	180	237
研发费用	64	64	80	108	142
财务费用	-5	-8	-3	-4	-4
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	391	672	1,002	1,361	1,838
利润总额	381	675	1,007	1,366	1,843
所得税	81	139	201	273	369
净利润	300	535	806	1,093	1,474
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	300	536	806	1,093	1,474
EPS(元)	0.58	1.00	1.07	1.46	1.97

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	530	723	909	1,283	1,684
净利润	300	536	806	1,093	1,474
折旧摊销	71	92	113	121	126
净营运资金增加	139	167	502	594	711
其他	20	-71	-511	-524	-628
投资活动产生现金流	-366	-385	-27	-20	-20
净资本支出	-366	-385	-20	-20	-20
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	0	-7	0	0
融资活动现金流	-321	676	-264	4	4
股本变化	-12	16	214	0	0
债务净变化	-10	0	0	0	0
无息负债变化	67	110	136	243	291
净现金流	-156	1,014	617	1,266	1,668

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	68.3%	65.5%	65.9%	65.9%	65.9%
EBITDA 率	31.3%	39.3%	42.0%	41.0%	41.4%
EBIT 率	26.4%	34.5%	37.7%	37.7%	38.7%
税前净利润率	25.9%	35.0%	37.9%	37.8%	38.8%
归母净利润率	20.5%	27.8%	30.3%	30.3%	31.0%
ROA	11.7%	13.8%	17.7%	18.5%	19.2%
ROE (摊薄)	15.0%	16.6%	21.5%	22.5%	23.3%
经营性 ROIC	12.1%	17.4%	23.1%	27.5%	32.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	22%	17%	18%	18%	17%
流动比率	1.64	2.81	3.27	3.89	4.45
速动比率	1.46	2.65	3.08	3.70	4.26
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,562	3,887	4,561	5,897	7,662
货币资金	488	1,503	2,120	3,387	5,054
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	118	107	148	201	264
应收票据	0	3	0	0	0
其他应收款 (合计)	18	20	28	38	50
存货	90	105	145	197	259
其他流动资产	82	73	109	157	214
流动资产合计	809	1,827	2,571	4,008	5,879
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,180	1,125	1,138	1,114	1,061
在建工程	93	484	363	272	204
无形资产	192	234	249	264	279
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	74	25	33	33	33
非流动资产合计	1,752	2,060	1,990	1,890	1,783
总负债	558	669	805	1,048	1,339
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	269	371	505	687	904
应付票据	1	1	0	0	0
预收账款	32	0	0	0	0
其他流动负债	72	84	84	84	84
流动负债合计	494	651	787	1,030	1,321
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	64	18	18	18	18
非流动负债合计	64	18	18	18	18
股东权益	2,003	3,218	3,757	4,849	6,324
股本	520	536	750	750	750
公积金	1,329	2,382	2,249	2,340	2,340
未分配利润	165	311	769	1,770	3,245
归属母公司权益	2,001	3,216	3,755	4,847	6,321
少数股东权益	2	2	2	2	2

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	29.22%	22.22%	19.00%	19.00%	18.00%
管理费用率	6.11%	5.23%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用率	-0.37%	-0.41%	-0.11%	-0.10%	-0.08%
研发费用率	4.34%	3.31%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税率	21%	21%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.02	1.35	1.21	1.71	2.25
每股净资产	3.85	6.00	5.01	6.46	8.43
每股销售收入	2.82	3.60	3.54	4.81	6.33

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	110	64	59	44	32
PB	16.5	10.6	12.7	9.8	7.5
EV/EBITDA	73.2	44.8	42.5	31.6	23.4
股息率	0.0%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	
A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司

香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited

64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE