2020 年 10 月 22 日
公司研究●证券研究报告

百润股份（002568.SZ）

公司快报

微醺再发力，产品接受度逐步提升

事件：公司发布三季报，前三季度公司实现营收 13.25 亿元，同比+30.37%；归母净利润 3.83 亿元，同比+67.65%。单 Q3 实现营收 5.37 亿元，同比+40.94%；归母净利润 1.71 亿元，同比+86.47%。

投资要点

- **鸡尾酒利润增长超预期，香精香料业务恢复正常：**前三季度鸡尾酒累计实现主营业务收入 11.85 亿元，同比+34.33%，其中单 Q3 实现主营业务收入 4.84 亿元，同比+45.31%。利润方面，鸡尾酒前三季度实现净利润 2.97 亿元，同比+76.70%，单 Q3 实现净利润 1.41 亿元，同比+105.35%，实现净利润率 29%，超市场预期。鸡尾酒前三季度收入和利润的快速增长，我们认为主要系 1）产品的认知度在不断提升：杂牌的市场在减少，集中度向品牌集中，配合公司得力的营销和产品线的丰富，消费者对鸡尾酒的认知度在不断提升，接受度在增加。2）渠道不断下沉，公司通过精准营销，不断完善布局电商渠道、社区渠道等新兴渠道，通过引入数字化管理，有序增加经销商和营销人员，继续构建立体化的渠道，产品终端客户在增加。3）新品放量：公司继续推陈出新，上半年上市微醺果茶小酒系列、低糖清爽鸡尾酒、下半年微醺“小美好”系列等等，通过宣传、包装、铺市等达到逐步放量。此外，香精香料业务 Q1 收入同比-25%，Q2 业务已基本恢复正常，H1 实现收入 0.84 亿元，与去年持平；前三季度预计实现总收入 1.37 亿元，同比+4.29%，实现正增长。
- **费用投放有节奏，盈利能力进一步提升：**公司三季度实现毛利率 69.25%，同比提升 0.28pcts；净利率 28.92%，同比大幅提升 6.44pcts，主要系鸡尾酒的利润率大幅增长推动（前三季度鸡尾酒实现利润率 25%，同比去年 19%的利润率大幅提升 6%）。再看费用方面，受疫情影响，我们预计公司相应减少了部分市场费用的投放，整体销售费用率 26.07%，同比下降 4.03pcts，管理费用率 8.32%，同比小幅下降 1.35pcts，期间费用率的下降推动公司的盈利能力进一步提升。
- **投资建议：**公司的新微醺产品重新定位“一个人的小酒”，消费场景清晰，研发投入不断增加，配合渠道的有序下沉，新产品逐步放量。2020 年度经营业绩将有望持续较快地增长，我们上调公司 20-21 年每股收益分别为 0.88 和 1.10，当前股价对应 PE 为 70X/56X ，维持买入-B 建议。
- **风险提示：**市场需求疲软、食品安全问题、行业竞争加剧、新品动销不及预期

财务数据与估值

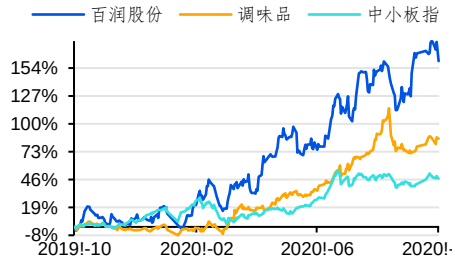
食品饮料 | 调味品 III

投资评级	买入-B(维持)
股价(2020-10-22)	62.08 元

交易数据

总市值（百万元）	32,269.35
流通市值（百万元）	21,647.32
总股本（百万股）	519.80
流通股本（百万股）	348.70
12 个月价格区间	22.70/68.26 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.97	19.31	107.57
绝对收益	12.89	19.18	155.93

分析师 陈振志
SAC 执业证书编号：S0910519110001
chenzhenzhi@huajinsc.cn
021-20377051

报告联系人 王颖洁
wangyingjie@huajinsc.cn
021-20377191

相关报告

百润股份：鸡尾酒继续发力，预收款亮眼 2020-07-30

百润股份：新微醺引领，鸡尾酒龙头再启航 2020-07-06

百润股份：鸡尾酒销售亮眼，微醺系列续写新篇章 2020-04-24

百润股份：鸡尾酒业务实现高增，费效比提升盈利能力-百润股份 2019 年报点评 2020-03-31

百润股份：微醺系列放量，盈利能力回升 2019-08-08

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,230	1,468	1,885	2,369	2,922
YoY(%)	5.0	19.4	28.4	25.7	23.3
净利润(百万元)	124	300	459	574	717
YoY(%)	-32.2	142.7	52.7	25.2	24.8
毛利率(%)	68.7	68.3	69.6	70.8	71.2
EPS(摊薄/元)	0.24	0.58	0.88	1.10	1.38
ROE(%)	6.4	15.0	18.6	20.5	22.1
P/E(倍)	260.7	107.4	70.4	56.2	45.0
P/B(倍)	16.8	16.1	13.1	11.5	10.0
净利率(%)	10.1	20.5	24.3	24.2	24.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	938	809	1289	1418	1871
现金	643	488	823	948	1227
应收票据及应收账款	107	118	196	199	288
预付账款	16	13	24	23	35
存货	76	90	135	136	193
其他流动资产	95	101	111	112	127
非流动资产	1488	1752	1860	2106	2275
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	877	1180	1271	1458	1597
无形资产	197	192	190	186	182
其他非流动资产	414	381	398	463	497
资产总计	2425	2562	3149	3523	4146
流动负债	449	494	623	653	846
短期借款	10	0	0	0	0
应付票据及应付账款	168	270	268	382	410
其他流动负债	271	225	355	272	436
非流动负债	**53**	**64**	**64**	**64**	**64**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	53	64	64	64	64
负债合计	502	558	687	717	910
少数股东权益	2	2	2	2	2
股本	532	520	520	520	520
资本公积	1282	1204	1204	1204	1204
留存收益	197	290	519	806	1165
归属母公司股东权益	1921	2001	2460	2805	3234
负债和股东权益	2425	2562	3149	3523	4146

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	342	530	502	667	811
净利润	124	300	459	574	716
折旧摊销	73	72	67	77	89
财务费用	-4	-5	-8	-12	-14
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	65	133	-16	27	19
其他经营现金流	84	30	0	0	0
投资活动现金流	-170	-366	-175	-324	-259
筹资活动现金流	-143	-321	8	-218	-273
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.58	0.88	1.10	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	1.02	0.97	1.28	1.56
每股净资产(最新摊薄)	3.70	3.85	4.73	5.40	6.22

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1230	1468	1885	2369	2922
营业成本	385	466	572	691	843
营业税金及附加	57	72	91	115	142
营业费用	432	429	490	647	789
管理费用	170	90	117	145	176
研发费用	63	64	85	95	122
财务费用	-4	-5	-8	-12	-14
资产减值损失	2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	166	391	577	728	904
营业外收入	7	2	4	3	4
营业外支出	0	12	8	10	9
利润总额	173	381	573	721	898
所得税	49	81	115	147	182
税后利润	124	300	459	574	716
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	124	300	459	574	717
EBITDA	228	439	621	772	955

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	5.0	19.4	28.4	25.7	23.3
营业利润(%)	-29.1	135.2	47.4	26.1	24.2
归属于母公司净利润(%)	-32.2	142.7	52.7	25.2	24.8
获利能力					
毛利率(%)	68.7	68.3	69.6	70.8	71.2
净利率(%)	10.1	20.5	24.3	24.2	24.5
ROE(%)	6.4	15.0	18.6	20.5	22.1
ROIC(%)	5.6	14.0	17.5	19.3	20.9
偿债能力					
资产负债率(%)	20.7	21.8	21.8	20.3	22.0
流动比率	2.1	1.6	2.1	2.2	2.2
速动比率	1.7	1.3	1.7	1.8	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	12.6	13.0	12.0	12.0	12.0
应付账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
估值比率					
P/E	260.7	107.4	70.4	56.2	45.0
P/B	16.8	16.1	13.1	11.5	10.0
EV/EBITDA	139.0	72.6	50.8	40.6	32.6

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn