百润股份（002568）

公司研究/点评报告

鸡尾酒业务 Q2 提速，费用投放效率提升提振业绩

—百润股份（002568）2020 年半年报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 07 月 30 日

一、事件概述

公司发布 2020 年半年报，20H1 公司实现营收 7.88 亿元，同比+24.03%，实现归母净利润 2.12 亿元，同比+55.01%，折合 EPS0.41 元，同比+67.69%。20Q2 单季度公司实现营业收入 4.5 亿元，同比+28%，实现归母净利润 1.5 亿元，同比+59.46%。

二、分析与判断

➢ 鸡尾酒业务大放异彩，核心市场放量增长，营收保持加速增长

20H1 公司实现营收 7.88 亿元，同比+24.03%，其中 20Q2 公司实现营业收入 2.12 亿元，同比+28%，增速环比+8.89pct，保持加速增长。**分产品看，**20H1 公司食用香精/预调鸡尾酒（含气泡水）/其他业务营业收入分别为 0.84/7.02/0.02 亿元，分别同比+0.44%/27.68%/11.27%，预调鸡尾酒放量增长支撑公司整体营收，食用香精/预调鸡尾酒收入分别占营业收入 10.68%/89.02%，同比变化-2.51pct/+2.55pct，预调鸡尾酒业务占比显著提升；**分地区看，**公司华北/华东/华南/华西/市场分别实现收入 0.91/3.69/2.06/1.2 亿元，分别同比+1.87%/+38.18%/+23.61%/+8.8%，分别占比 11.59%/46.75%/26.07%/15.28%，华东、华南两大优势地区放量增长势头迅猛。

公司上半年营收表现亮眼的主要原因是：伴随国内疫情企稳，各地防控措施缓解带动需求回暖，公司 Q2 开始积极开展线下营销推广工作，产品覆盖率持续提升，同时公司疫情期间积极投放广告，20H1 销售费用同比+5.49%，广告费同比+33.26%，预调鸡尾酒开罐即饮的属性及适合较少人数聚饮的产品优势在疫情期间以及疫情后期被放大。

➢ 费用精准投放，规模效应显现提高经营效率

毛利率：20H1 公司毛利率为 69.13%，同比+0.23pct，稳中略升；**期间费用率：**20H1 期间费用率为 33.82%，同比-6.86pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.98%/5.44%/3.8%/-0.41%，分别同比-4.39pct/-0.92pct/-1.5pct/-0.04pct，其中 20H1 销售费用/管理费用同比+5.49%/+6.03%，慢于营收增速，可见期间费用率变化主要原因是公司费用投放效率更加高效及预调鸡尾酒放量增长带动规模效应显现；**净利率：**20H1 归母净利润 2.12 亿元，同比+55.01%；20H1 归母净利率为 26.89%，同比+5.39pct，费用投放效率提升带动销售费用率大降是业绩提升的主要原因。

➢ 行业龙头多方面布局，看好公司未来发展前景

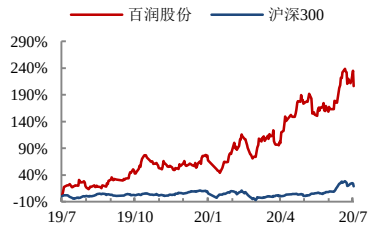
产品端：作为中国领先预调鸡尾酒企业，公司经过多年发展已针对中国市场搭建了较为完整的产品体系，产品涵盖了 3%-13.5%不同酒精度的 7 个系列，共 40 多种口味选择，并搭配 3 种容量的易拉罐及玻璃瓶包装，公司产品切入点多样，如微醺强调“一个人的小酒”，本榨系列突出果香怡人，强爽则提高酒精度进一步扩大消费人群等。**渠道端：**公司吸取 15 年渠道下沉失败经验，稳扎稳打建立完善的线下渠道、数字零售渠道、即饮渠道，围绕四大生产基地下沉周边渠道，目前传统渠道已覆盖中国超过 1000 个主要城市；**产能端：**公司着力搭建上海、天津、成都、佛山四大生产基地，辐射全国满足渠道需求，同时降低物流成本。公司今年 5 月发布定增预案，拟募资不超过 10.06 亿元用于烈酒（威士忌）陈酿熟成项目，若建成可实现 3.4 万吨威士忌原酒（酒精度为 70 度）的储存能力，可以有效降低公司采购及生产成本，为未来新品推广、进一步拓展市场和维持市场龙头地位奠定基础。

推荐　维持评级

当前价格：　51.77 元

交易数据	2020-7-29
近 12 个月最高/最低(元)	55.8/18.28
总股本（百万股）	520
流通股本（百万股）	349
流通股比例（%）	67
总市值（亿元）	269
流通市值（亿元）	181

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

相关研究

1.百润股份（002568）20 年一季报点评：预调鸡尾酒显著放量，预收款及现金流亮眼

2. 百润股份（002568）19 年年报点评：业绩符合预期，长期成长可期

3. 百润股份(002568)19 年三季报点评：鸡尾酒业务放量拉升业绩，公司未来可期

4.百润股份（002568）2019 年中报点评：盈利能力显著提升，三端发力看好公司弹性

三、盈利预测与投资建议

预计 20-22 年公司实现营业收入为 17.45/20.62/24.23 亿元，同比+18.8%/18.2%/17.5%；实现归属上市公司净利润为 3.93/4.86/5.83 亿元，同比+30.7%/23.9%/20%，折合 EPS 为 0.76 元/0.94 元/1.12 元，对应 PE 为 69/55/46 倍。预调鸡尾酒在中国仍处于发展阶段，公司目前估值低于其他酒类板块的 106 倍 PE，同时也低于同样酒精度数低的啤酒板块 82 倍 PE，考虑到公司在产品、渠道、产能三端加码将助力公司业绩持续改善，预计未来业绩增速将快于可比公司平均水平。综上，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

疫情恢复不及预期、预调鸡尾酒行业竞争加剧风险、原材料价格异常波动风险、食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,468	1,745	2,062	2,423
增长率（%）	19.4%	18.8%	18.2%	17.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	300	393	486	583
增长率（%）	142.7%	30.7%	23.9%	20.0%
每股收益（元）	0.58	0.76	0.94	1.12
PE（现价）	89.60	68.54	55.34	46.12
PB	13.45	11.13	9.16	7.57

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019E	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,468	1,745	2,062	2,423
营业成本	466	555	646	756
营业税金及附加	72	81	98	116
销售费用	429	506	588	678
管理费用	90	105	120	136
研发费用	64	52	62	73
EBIT	348	445	549	665
财务费用	(5)	(7)	(8)	(13)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	391	500	619	745
营业外收支	(10)	(2)	(2)	(5)
利润总额	381	498	617	740
所得税	81	106	131	157
净利润	300	392	486	583
归属于母公司净利润	300	393	486	583
EBITDA	421	545	629	748

资产负债表（百万元）	2019E	2020E	2021E	2022E
货币资金	488	431	701	980
应收账款及票据	118	141	171	197
预付款项	13	23	24	27
存货	90	114	128	150
其他流动资产	101	110	114	118
流动资产合计	809	820	1,138	1,473
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,180	1,598	1,840	2,175
无形资产	192	256	282	310
非流动资产合计	1,752	2,264	2,571	2,936
资产合计	2,562	3,084	3,709	4,408
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	270	293	332	408
其他流动负债	225	307	374	381
流动负债合计	494	600	706	789
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	64	64	64	64
非流动负债合计	64	64	64	64
负债合计	558	663	769	853
股本	520	520	520	520
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益合计	2,003	2,420	2,939	3,555
负债和股东权益合计	2,562	3,084	3,709	4,408

主要财务指标	2019E	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	19.4%	18.8%	18.2%	17.5%
EBIT 增长率	183.9%	28.0%	23.4%	21.0%
净利润增长率	142.7%	30.7%	23.9%	20.0%
盈利能力				
毛利率	68.3%	68.2%	68.7%	68.8%
净利润率	20.4%	22.5%	23.6%	24.1%
总资产收益率 ROA	11.7%	12.7%	13.1%	13.2%
净资产收益率 ROE	15.0%	16.2%	16.6%	16.4%
偿债能力				
流动比率	1.64	1.37	1.61	1.87
速动比率	1.43	1.14	1.40	1.64
现金比率	0.99	0.72	0.99	1.24
资产负债率	21.8%	21.5%	20.7%	19.3%
经营效率				
应收账款周转天数	29.44	29.44	30.21	29.70
存货周转天数	70.26	75.09	72.43	72.59
总资产周转率	0.57	0.57	0.56	0.55
每股指标（元）				
每股收益	0.58	0.76	0.94	1.12
每股净资产	3.85	4.65	5.65	6.84
每股经营现金流	1.02	1.02	1.20	1.35
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	89.60	68.54	55.34	46.12
PB	13.45	11.13	9.16	7.57
EV/EBITDA	62.79	48.61	41.65	34.66
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019E	2020E	2021E	2022E
净利润	300	392	486	583
折旧和摊销	73	100	80	83
营运资金变动	133	38	58	28
经营活动现金流	530	532	626	700
资本开支	(366)	(589)	(356)	(420)
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(366)	(589)	(356)	(420)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(321)	0	0	0
现金净流量	(156)	(57)	270	279

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。