

## 22Q4 起重回高增, 期待 2023 趋势延续

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报, 2022 全年实现营收 25.9 亿元(基本持平), 实现归母净利润 5.2 亿元(-21.7%); 其中 2022Q4 实现营收 9.5 亿元(+39.5%), 实现归母净利润 2.2 亿元(+110%)。2023Q1 实现营收 7.6 亿元(+41.1%), 实现归母净利润 1.9 亿元(+105%)。公司计划不派发现金红利, 不送红股, 不以公积金转增股本。
- **2022 年下半年以来环比改善, 期待 2023 延续增长。** 1、产品方面, 预调鸡尾酒、食用香精分别实现营收 22.6 亿元(-1.2%)、2.8 亿元(+2.3%)。受疫情依然反复影响, 2022 年上半年公司原物料供应、生产、物流、销售推广等主要经营活动均受限制; 三季度以来生产经营有所好转, 鸡尾酒业务逐月恢复。预调鸡尾酒产品以微醺-清爽-强爽的矩阵覆盖 3 度-5 度-8 度的酒精含量梯度, 更能满足不同消费场景和消费需求。威士忌已顺利灌桶, 样品获得高度认可, 烈酒业务值得期待。2、渠道方面, 经销、直销模式分别实现营收 16.9 亿元(+4.6%)、8.4 亿元(-10.2%), 截至 2022 年末共拥有经销商 2193 家, 净增加 305 家, 主要由于市场开拓及渠道下沉。
- **2022 短期承压, 2023Q1 盈利能力恢复。** 1、2022 年毛利率 63.8%, 同比下降 1.6pp; 2023Q1 毛利率 65.5%, 同比提升 2.9pp, 2022Q4 起毛利率环比好转。2、2022 年费用率整体增加, 销售费用率 24.1%, 同比增加 2.3pp; 管理费用率 6.7%, 同比增加 1.4pp; 研发费用率 3.3%, 同比增加 0.5pp; 财务费用率 0%, 同比增加 0.8pp。3、2022 年净利率 20.1%, 同比下降 5.5pp; 2023Q1 净利率 24.6%, 同比提升 7.7pp, 将逐步恢复至正常水平。
- **完善激励制度, 收入目标务实。** 公司调整 2021 年限制性股票激励计划, 覆盖 227 名核心管理人员、核心技术人员、骨干业务人员, 首次授予 240 万股、预留 60 万股; 将对公司 2023-2025 年营业收入进行考核, 要求相对 2022 年增速不低于 25%、53.75%、84.5%, 考核目标递延一年度, 更为务实。本次激励计划将充分调动员工积极性和创造性, 完善员工与公司的利益共享和约束, 助力公司长远发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 7.5 亿元、9.8 亿元、12.3 亿元, EPS 分别为 0.72 元、0.93 元、1.17 元, 对应动态 PE 分别为 57 倍、44 倍、35 倍。给予公司 2023 年 70 倍 PE, 对应目标价 50.40 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新品推广不及预期风险; 市场竞争加剧风险; 食品安全风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2593.41	3316.94	4100.26	4947.51
增长率	-0.04%	27.90%	23.62%	20.66%
归属母公司净利润(百万元)	521.28	753.35	979.75	1228.15
增长率	-21.74%	44.52%	30.05%	25.35%
每股收益 EPS(元)	0.50	0.72	0.93	1.17
净资产收益率 ROE	13.83%	18.92%	21.10%	24.68%
PE	83	57	44	35
PB	11.44	10.82	9.72	8.66

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn  
联系人: 夏霖  
电话: 021-58351959  
邮箱: xiaji@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	10.50
流通 A 股(亿股)	7.17
52 周内股价区间(元)	21.1-43.94
总市值(亿元)	430.46
总资产(亿元)	56.78
每股净资产(元)	4.94

### 相关研究

1. 百润股份(002568): Q3 逐月改善, 调整激励目标再出发 (2022-10-30)
2. 百润股份(002568): 疫情压制短期表现, 长期成长趋势不改 (2022-08-25)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

1) 预调鸡尾酒为公司业务基本盘，随着产品酒精梯度矩阵完善及新口味的不断推出、渠道覆盖率及渗透率提升，预计 2023-2025 年预调鸡尾酒销量增速分别为 27%、22%、20%；单价增速分别为 3%、2%、1%；产品结构改善，预计毛利率分别为 65.4%、66.1%、66.4%。

2) 公司已成为国内香精香料行业领先者，产品广泛用于食品行业和烟草行业，得到市场及客户的广泛认同。预计 2023-2025 年食用香精业务销量增速分别为 5%、15%、15%；单价保持平稳；毛利率保持 63.2%。

3) 公司全产业链布局，预调鸡尾酒业务和香精香料业务在基础研究、新品开发、供应链等方面共享资源，将实现协同效应、降低费用率；随着规模效应逐步显现，费用率将下降。预计 2022-2025 年销售费用率分别为 24%、23.8%、23.8%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
预调鸡尾酒	收入	2,257.16	2,952.60	3,674.21	4,453.14
	增速	-1.2%	30.8%	24.4%	21.2%
	毛利率	64.4%	65.4%	66.1%	66.4%
香精香料	收入	279.80	293.79	337.86	388.54
	增速	2.3%	5.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	63.2%	63.2%	63.2%	63.2%
合计	收入	2593	3317	4100	4948
	增速	0.0%	27.9%	23.6%	20.7%
	毛利率	63.8%	65.1%	65.7%	66.1%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 33.2 亿元 (+27.9%)、41.0 亿元 (+23.6%)、49.5 亿元 (+20.7%)，归母净利润分别为 7.5 亿元 (+44.5%)、9.8 亿元 (+30.1%)、12.3 亿元 (+25.4%)，EPS 分别为 0.72 元、0.93 元、1.17 元，对应动态 PE 分别为 57 倍、44 倍、35 倍。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600600.SH	青岛啤酒	1308	116.61	2.79	3.26	3.84	4.40	38	36	30	27
600132.SH	重庆啤酒	512	105.87	2.70	3.33	3.99	4.47	47	32	27	24
000729.SZ	燕京啤酒	369	13.10	0.12	0.21	0.29	0.39	89	63	45	34
平均值								<b>58</b>	<b>44</b>	<b>34</b>	<b>28</b>
002568.SZ	百润股份	430	40.99	0.50	0.72	0.93	1.17	83	57	44	35

数据来源：Wind，西南证券整理

百润股份为国内预调鸡尾酒行业的绝对龙头，作为行业内唯一上市公司，缺乏可比对象。选取啤酒板块龙头公司青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒作为可比估值对象，2023-2025 年平均 PE 为 44 倍、34 倍、28 倍。考虑到预调鸡尾酒行业毛利率较啤酒行业更高、竞争程度更小，且公司为绝对龙头；同时公司不断推广新品、渗透渠道，业绩将稳步提升，给予公司 2023 年 70 倍 PE，对应目标价 50.40 元，维持“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2593.41	3316.94	4100.26	4947.51	净利润	520.84	752.72	978.93	1227.12
营业成本	939.39	1156.85	1404.64	1679.35	折旧与摊销	155.49	158.44	179.69	204.56
营业税金及附加	162.37	36.49	45.10	54.42	财务费用	1.03	84.34	77.09	76.08
销售费用	625.67	796.07	975.86	1177.51	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	172.63	298.52	369.02	420.54	经营营运资本变动	105.36	-182.28	74.42	73.33
财务费用	1.03	84.34	77.09	76.08	其他	120.73	2.97	2.31	-0.83
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>903.45</b>	<b>816.20</b>	<b>1312.43</b>	<b>1580.25</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-160.66	-300.00	-400.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-474.22	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-634.88</b>	<b>-300.00</b>	<b>-400.00</b>	<b>-500.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>650.99</b>	<b>944.67</b>	<b>1228.55</b>	<b>1539.61</b>	短期借款	444.23	-444.23	0.00	0.00
其他非经营损益	0.05	1.93	1.71	1.51	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>651.04</b>	<b>946.61</b>	<b>1230.25</b>	<b>1541.12</b>	股权融资	80.20	0.00	0.00	0.00
所得税	130.19	193.89	251.32	314.00	支付股利	-373.83	-364.89	-527.34	-685.83
净利润	520.84	752.72	978.93	1227.12	其他	-225.12	-267.22	-77.09	-76.08
少数股东损益	-0.44	-0.63	-0.82	-1.03	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-74.52</b>	<b>-1076.35</b>	<b>-604.43</b>	<b>-761.90</b>
归属母公司股东净利润	521.28	753.35	979.75	1228.15	<b>现金流量净额</b>	<b>195.70</b>	<b>-560.15</b>	<b>308.00</b>	<b>318.35</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2532.07	1971.91	2279.91	2598.26	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	204.13	274.99	336.23	402.97	销售收入增长率	-0.04%	27.90%	23.62%	20.66%
存货	535.40	659.35	798.57	956.15	营业利润增长率	-22.33%	45.11%	30.05%	25.32%
其他流动资产	10.05	12.85	15.89	19.17	净利润增长率	-21.62%	44.52%	30.05%	25.35%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-12.27%	47.05%	25.08%	22.55%
投资性房地产	30.49	30.49	30.49	30.49	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2500.06	2652.54	2883.79	3190.15	毛利率	63.78%	65.12%	65.74%	66.06%
无形资产和开发支出	404.38	393.77	383.17	372.56	三费率	30.82%	35.54%	34.68%	33.84%
其他非流动资产	241.63	241.31	240.99	240.67	净利率	20.08%	22.69%	23.87%	24.80%
<b>资产总计</b>	<b>6458.21</b>	<b>6237.22</b>	<b>6969.04</b>	<b>7810.42</b>	ROE	13.83%	18.92%	22.10%	24.68%
短期借款	444.23	0.00	0.00	0.00	ROA	8.06%	12.07%	14.05%	15.71%
应付和预收款项	743.91	918.20	1126.88	1347.64	ROIC	21.65%	30.20%	34.87%	40.16%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	31.14%	35.80%	36.23%	36.79%
其他负债	1503.70	1340.59	1412.14	1491.47	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2691.85</b>	<b>2258.78</b>	<b>2539.02</b>	<b>2839.11</b>	总资产周转率	0.43	0.52	0.62	0.67
股本	1050.16	1050.16	1050.16	1050.16	固定资产周转率	1.21	1.47	1.69	1.87
资本公积	1744.87	1744.87	1744.87	1744.87	应收账款周转率	17.56	21.31	20.02	20.06
留存收益	1060.48	1448.94	1901.35	2443.67	存货周转率	2.61	1.94	1.92	1.91
归属母公司股东权益	3764.08	3976.78	4429.19	4971.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	126.02%	—	—	—
少数股东权益	2.28	1.65	0.83	-0.20	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3766.36</b>	<b>3978.43</b>	<b>4430.02</b>	<b>4971.31</b>	资产负债率	41.68%	36.21%	36.43%	36.35%
负债和股东权益合计	6458.21	6237.22	6969.04	7810.42	带息债务/总负债	53.06%	43.57%	38.76%	34.67%
					流动比率	1.95	2.33	2.24	2.17
					速动比率	1.63	1.80	1.72	1.65
					股利支付率	71.71%	48.44%	53.82%	55.84%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	807.51	1187.46	1485.32	1820.25	每股收益	0.50	0.72	0.93	1.17
PE	82.58	57.14	43.94	35.05	每股净资产	3.58	3.79	4.22	4.73
PB	11.44	10.82	9.72	8.66	每股经营现金	0.86	0.78	1.25	1.50
PS	16.60	12.98	10.50	8.70	每股股利	0.36	0.35	0.50	0.65
EV/EBITDA	51.54	35.14	27.89	22.58					
股息率	0.87%	0.85%	1.23%	1.59%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn