

百润股份 (002568.SZ)

买入(首次评级)

当前价格: 29.39 元

目标价格: 38.44 元

爆款打造旧景再现, 百尺竿头引领行业

投资要点:

➤ **新人群、新理念预计将拓宽预调酒发展道路。**我国当前消费行业进程与日本第三消费时代相似, 消费习惯趋于个性化, 场景也从聚饮逐渐转向独饮, 而预调酒的产品属性更契合当前悦己的消费趋势, 在新消费群体个性化的消费偏好和悦己的消费理念下, 我国预调酒行业预计将沿着“新人群、新理念”的路径而持续发展。当前我国预调酒人均消费量仅0.2L/人/年, 相比于美国和日本分别8.5L/13.7L的水平具备巨大的提升空间。

➤ **预调酒龙头引领行业高增。**百润股份为我国预调酒行业龙头, 市场份额达67.6%, 15-18年, 公司为应对行业缩量, 积极调整, 当前已具备辐射全国的四大生产基地; 完善的产品矩阵和“微醺”、“强爽”两大单品, 我们认为, 在公司持续的产品/渠道/营销创新下, 行业发展潜力亟待兑现。

➤ **产品丰满重塑矩阵推力, 渠道创新支撑有序扩张。**1) **产品:**公司在酒精度和价格带上持续布局, 当前已实现低、中、高度酒的全布局, 以及除超高端价格带以外的全覆盖, 并持续推陈出新迎合消费需求变化。我们认为公司具备敏锐的消费者洞察力和强大的研发基因, 预计产品热度短期内乃至中期有望延续; 2) **渠道:**公司主要收入来源于线下零售渠道, 当前公司拥有2193家经销商, 19-22年CAGR达23.9%, 有望持续支撑公司产品渗透率提升, 同时公司对数字零售渠道的持续经营, 有望公司把握爆品机会, 而针对即饮渠道公司主要采取稳步推进的策略, 丰富即饮产品线, 扩展消费场景, 预计后续将成为公司主攻渠道。

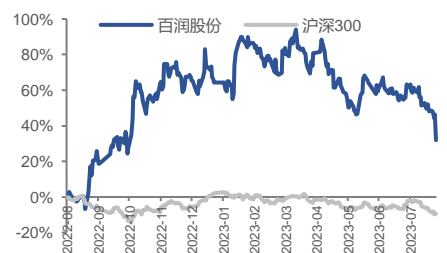
➤ **盈利预测与投资建议:**我们预计公司23-25年归母净利润分别为8.97/12/14.97亿, 对应PE为39/29/23倍。考虑到公司为我国预调酒行业龙头, 大单品高增态势不变, 结合未来三年公司归母净利润CAGR达42%, 给予公司45倍PE, 目标价38.44元/股, 首次覆盖给予买入评级。

➤ **风险提示:**大单品动销不及预期、市场竞争加剧、食品安全问题、业绩不达预期对公司估值溢价产生负面影响风险。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1050/717
总市值/流通市值 (百万元)	30850/21081
每股净资产 (元)	3.33
资产负债率 (%)	43.56
一年内最高/最低 (元)	43.28/20.78

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 刘畅
 执业证书编号: S0210523050001
 邮箱: lc30103@hfzq.com.cn

分析师 张东雪
 执业证书编号: S0210523060001
 邮箱: zdx30145@hfzq.com.cn

研究助理 林若尧
 邮箱: lry30204@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,594	2,593	3,538	4,573	5,506
增长率	35%	0%	36%	29%	20%
净利润 (百万元)	666	521	897	1,200	1,497
增长率	24%	-22%	72%	34%	25%
EPS (元/股)	0.63	0.50	0.85	1.14	1.43
市盈率 (P/E)	46.3	59.2	39.1	29.3	23.5
市净率 (P/B)	8.1	8.2	7.5	6.0	4.8

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设：

- 1) 量：考虑到预调酒行业经过多年培育，当前已重回增势，渗透率持续提升，百润股份作为行业龙头，产品、渠道优势显著，预计后续将持续高增，我们认为在公司持续针对大单品和预调酒行业的营销下，销量有望持续提升，预计 23-25 年预调酒销量增速分别为 25%/20%/16%；
- 2) 价：考虑到公司产品矩阵日益丰满，且单价更高的“强爽”持续放量，预计拉动公司单价增速分别为 13%/10%/5%；综合营收增速为 41.25%/32%/21.8%。

我们区别于市场的观点：

- 1) 行业：市场普遍对预调酒行业销量能否实现持续增长有一定的分歧，但我们认为当前行业发展趋势向好，量增逻辑不改。
 - a) 从大方向出发，低度酒板块为全球销量占比最大的酒饮市场，我们认为伴随未来场景的持续丰富和消费习惯在代际变迁下的多样化，低度酒板块或存在结构性机会，而预调酒作为我国最具创新潜力的一大低度酒品类，预计将在消费需求多样化的趋势下实现稳健增长。
 - b) 从行业本身出发，我们认为预调酒行业经历过 12-15 年的盲目扩张、15-18 年的市场出清、18 年至今龙头引领的场景培育后，当前已具备较好的需求基础，大众对预调酒的认识度逐步提升，特定的消费场景也逐渐开辟，如露营、飞盘、剧本杀等，行业已步入健康可持续发展道路，预计后续将持续扩容。
- 2) 公司：市场对百润股份的大单品持续性和新品能否支撑未来增长有一定的质疑。
 - a) 从大单品持续性角度出发，市场普遍对当前热度单品“强爽”的持续性有一定质疑，针对这一点我们认为可以参考“微醺”此前的发展，“微醺”经 18 年铺市后，在公司持续的营销宣传下，成功开辟了女性消费群体的独饮场景，消费者认知深化后复购率持续提升，进而给公司带来了业绩的持续增长，当前“强爽”单品在公司“不信邪”的营销下，我们认为亦有望开辟男性等具备高度酒饮习惯的消费群体，进而实现持续的放量；
 - b) 从新品角度出发，首先我们认为当前公司还在业绩持续高增状态下，这一问题暂时并不急迫，其次，我们认为公司当前已经具备了低、中、高度的完善产品矩阵，以及低、中、高端不同档次的产品，不仅可以迎合不同的消费群体，还可以实现对不同经济情况的区域市场的铺货。同时，公司持续探索新兴渠道，该渠道为公司检验单品潜力提供了较佳平台，大力提升了后续新品的胜率，预计大单品逻辑在百润股份企业绝不仅仅停留在“微醺”和“强爽”这两款产品上。

股价上涨的催化因素：

- 1) 夏季温度突破往年：由于高温天气往往能够促进预调酒销售，若 2023 年的 2-3 季度高温天气持续时间长于往年，或对公司销量具备较大的促进作用；
- 2) 大单品放量超预期：“强爽”作为公司当前的一大亮点，在 2022 年实现了超预期的增长，但由于市场对于其在 2023 年疫情放开下，能否抵抗啤酒的冲击而保持高增态势有一定的分歧，倘若“强爽”持续高增，预计将大幅提振市场对百润股份的业绩信心；

➤ **估值及目标价：**考虑到公司为我国预调酒行业绝对龙头，且当前大单品高增态势不变，结合未来三年公司归母净利润CAGR为42.14%，合理给予公司45倍PE，目标价38.44元/股，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：

大单品动销不及预期、市场竞争加剧、食品安全问题、业绩不达预期对公司估值溢价产生负面影响风险。

正文目录

1	预调酒龙头业绩高增，引领行业重回增势.....	4
2	第三消费时代开启，预调酒方兴未艾.....	5
3	大单品拉动业绩高增，产品丰满重塑矩阵推力.....	6
4	线下零售为基，电商增量显著，即饮亟待开辟.....	9
5	盈利预测与投资建议.....	11
6	风险提示.....	13

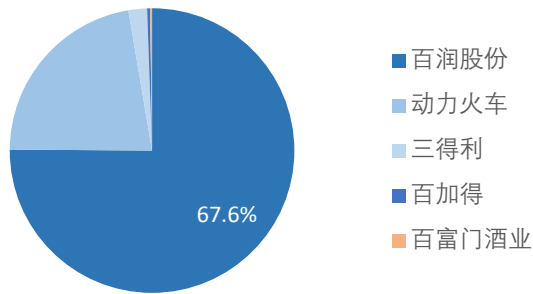
图表目录

图表 1: 公司为预调酒行业龙头企业（销量口径）.....	4
图表 2: 公司 23H1 业绩高增，重塑市场信心.....	4
图表 3: 公司产销量重回增势.....	4
图表 4: 公司内部调整，广告费率和员工数量均下降.....	4
图表 5: 产能布局完善后公司运输费率明显下降.....	5
图表 6: 日本第三消费时代下大众消费者更注重个性化消费，预调酒兴起.....	5
图表 7: 我国鸡尾酒销量自 18 年来持续提升.....	6
图表 8: 当前女性消费者独饮场景首选低度酒.....	6
图表 9: 我国人均预调酒消费量相比海外存在巨大提升空间（升/人/年）.....	6
图表 10: 我国预调酒占酒饮市场规模比重较低.....	6
图表 11: 公司产品目标消费群体刻画明确，且价格带布局较全.....	7
图表 12: 近年来广告费占销售费用比例持续提升，市场活动费占比逐步下降，凸显公司营销重心.....	8
图表 13: 公司顺应“强爽”放量推出营销活动.....	8
图表 14: 公司业绩走出泥潭.....	8
图表 15: 内修外补驱动公司利润持续增长.....	8
图表 16: 公司主要依靠线下零售渠道.....	9
图表 17: 公司经销商数量快速提升.....	9
图表 18: 公司线上渠道收入持续高增.....	10
图表 19: 公司持续探索新兴渠道，邀请知名主播.....	10
图表 20: 公司盈利驱动分业务拆分.....	12
图表 21: 相对估值表.....	12
图表 22: 财务预测摘要.....	14

1 预调酒龙头业绩高增，引领行业重回增势

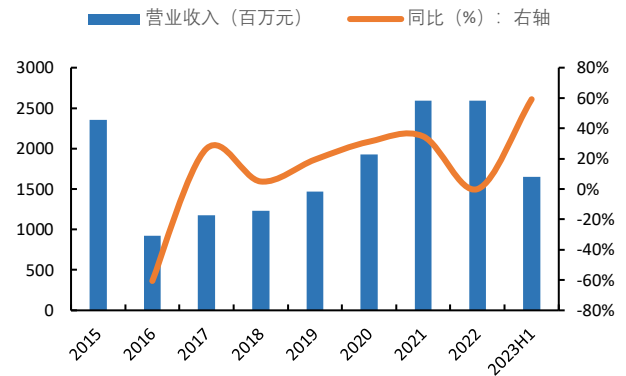
公司业绩高增，行业趋势有望持续增强。百润股份为我国预调酒行业龙头，市场份额高达 67.6%，预调酒业务贡献公司 88.97%的收入和 89.15%的毛利，其余为传统香精业务。公司自 2017 年起业绩重回增势。我们认为，公司持续的产品创新、渠道创新、营销创新，有望引领行业重回增势。

图表 1：公司为预调酒行业龙头企业（销量口径）



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

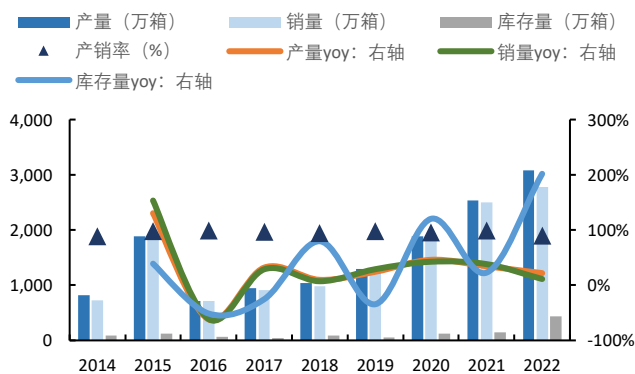
图表 2：公司 23H1 业绩高增，重塑市场信心



数据来源：Wind，华福证券研究所

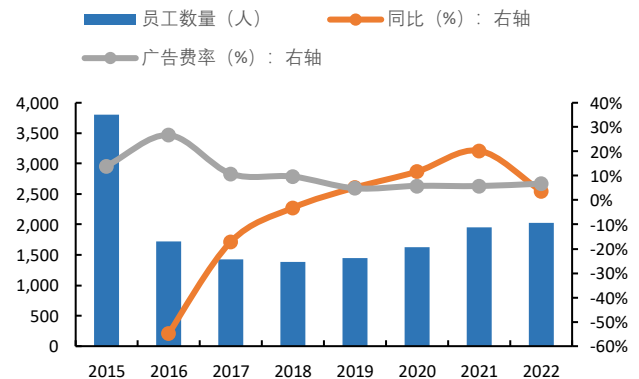
积极调整走出泥潭，当前企业势能充足。15-18 年，行业由于前期的供给侧的高速扩张而面临需求端难以消化的情况，公司为应对供给出清的挑战，积极进行内部调整：1) 产能方面，公司当前已具备辐射全国市场的四大生产基地；2) 产品矩阵方面，完善了低、中、高度产品，且持续推陈出新开发长尾市场；3) 营销方面，针对不同产品的市场定位更清晰，费用投放相比此前更加精准。我们认为，公司内部调整完善后整体运营已较为成熟稳定，配合产能、矩阵、营销的策略推进，公司有望持续开发行业发展潜力。

图表 3：公司产销量重回增势



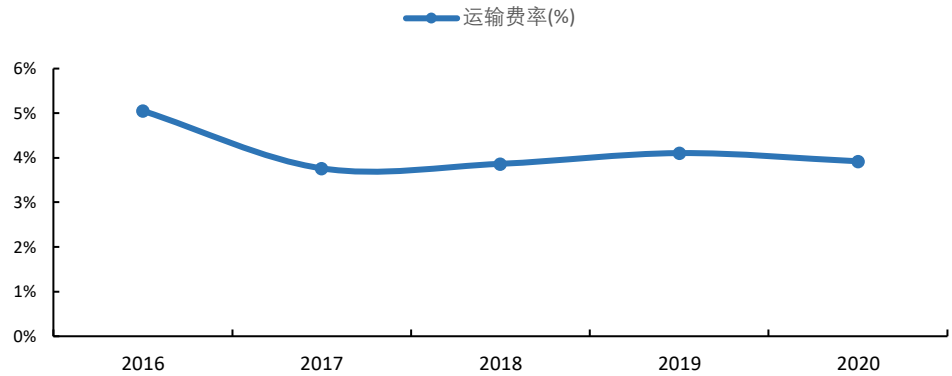
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 4：公司内部调整，广告费率和员工数量均下降



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 5: 产能布局完善后公司运输费率明显下降



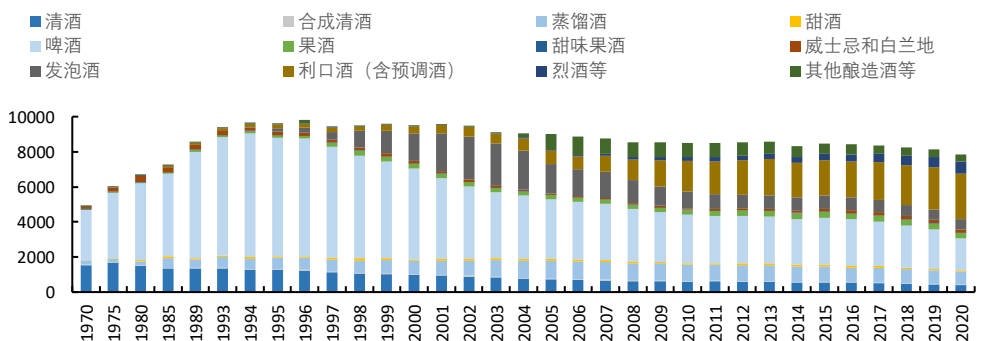
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2 第三消费时代开启, 预调酒方兴未艾

我国当前消费行业进程与日本第三消费时代相似, 新人群、新理念预计将拓宽预调酒发展道路。日本第三消费时代开启后, 预调酒销量快速兴起, 背后的主因除了啤酒税收的影响, 还有消费人群代际变更之下产生的消费偏好改变。

图表 6: 日本第三消费时代下大众消费者更注重个性化消费, 预调酒兴起

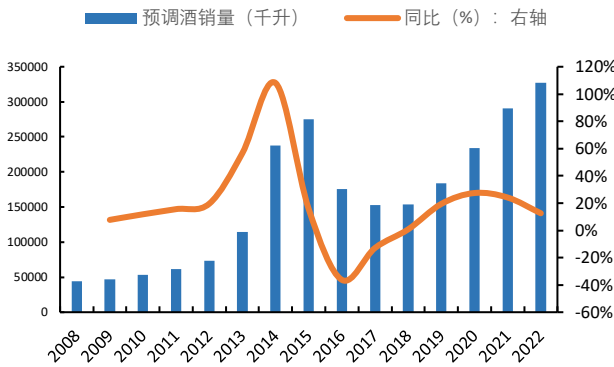
时代划分	第一消费社会	第二消费社会	第三消费社会	第四消费社会
社会背景	从日俄战争胜利开始至日本侵华战争, 以东京、大阪等大城市为中心的中产阶级诞生	从战败、复兴、经济高速增长长期开始至石油危机, 大量生产、大量消费, 全国一亿人口中产阶级化	从石油危机开始到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革差距拉大	雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气、不稳定等导致收入减少、人口减少导致消费市场缩小
人口	人口增长	人口增长	人口微增	人口减少
出生率	5%	5%→2%	2%→1.3%-1.4%	1.3%-1.4%
老年人比率	5%	5%-6%	6%-20%	20%-30%
国民价值观	national 消费属于私有主义, 整体更重视国家	family 消费属于私有主意, 重视国家和社会	individual 私有主义、重视个人	social 趋于共享、重视社会
消费取向	西洋化、大城市倾向	大量消费、大的就是好的、大城市倾向、美式倾向	个性化、多样化、差别化、品牌倾向、大城市倾向、欧式倾向	无品牌倾向、朴素倾向、休闲倾向、日本倾向、本土倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车、私人住宅、三大神器、3C	从量变到质变、每家数辆车、每人一辆、每人数辆	联系、几人一辆、汽车分享、住宅分享
消费承担者	中产家庭、时尚男女	小家庭、家庭主妇	单身者、啃老单身	所有年龄层里单一化的个人



数据来源: 《第四消费时代》, 日本国税厅, 华福证券研究所

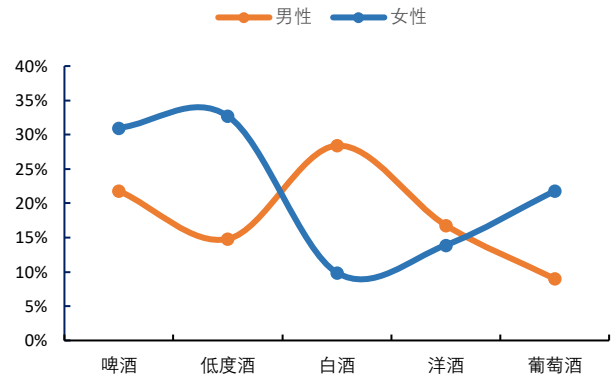
他山之石可以攻玉，预计我国未来预调酒行业将沿着新人群、新理念路径持续发展。我国当前经济情况以及消费人群的变化在一定程度上可以对应日本的第三消费时代，均具备更加个性化的消费偏好，消费场景也从聚饮畅饮逐渐转向一人独酌，而预调酒产品属性更加契合当前悦己的消费趋势，在新消费群体个性化的消费偏好和悦己的消费理念下，我国预调酒行业预计将沿着“新人群、新理念”的路径而持续发展。

图表 7：我国鸡尾酒销量自 18 年来持续提升



数据来源：公司公告，华福证券研究所

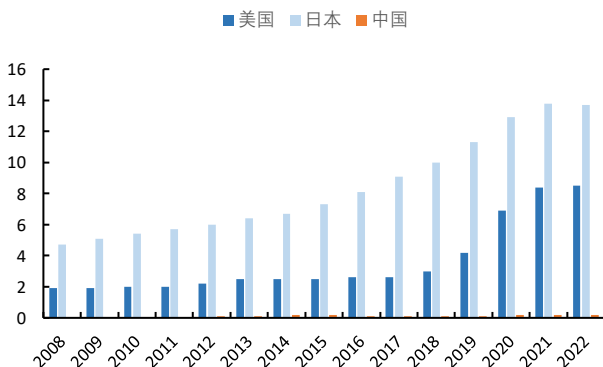
图表 8：当前女性消费者独饮场景首选低度酒



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

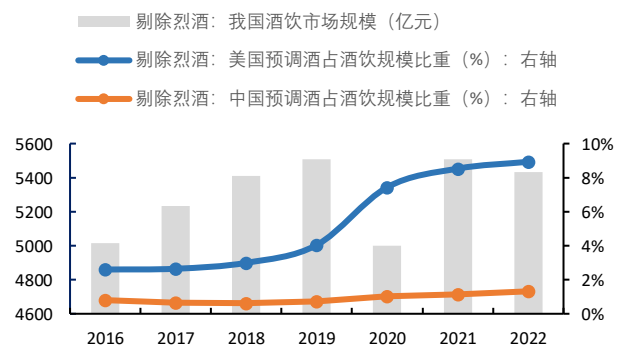
我国预调酒人均消费量存在较大提升空间，行业远期规模可看 200 亿以上。当前我国预调酒人均消费量仅 0.2L/人/年，相比于美国和日本分别 8.5L/13.7L 的水平具备巨大的提升空间。由于日本预调酒行业发展存在酒税政策促进的因素，因此此处我们主要选取美国市场进行对比：剔除烈酒市场后，我国预调酒规模占酒饮市场比重为 1.32%，假设我国剔除烈酒后的酒饮市场规模不变，将预调酒占比对标美国 2019 年疫情前 4.04% 的水平，出厂口径下市场规模可达 219.5 亿元，存在巨大发展空间。

图表 9：我国人均预调酒消费量相比海外存在巨大提升空间 (升/人/年)



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 10：我国预调酒占酒饮市场规模比重较低



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

3 大单品拉动业绩高增，产品丰满重塑矩阵推力

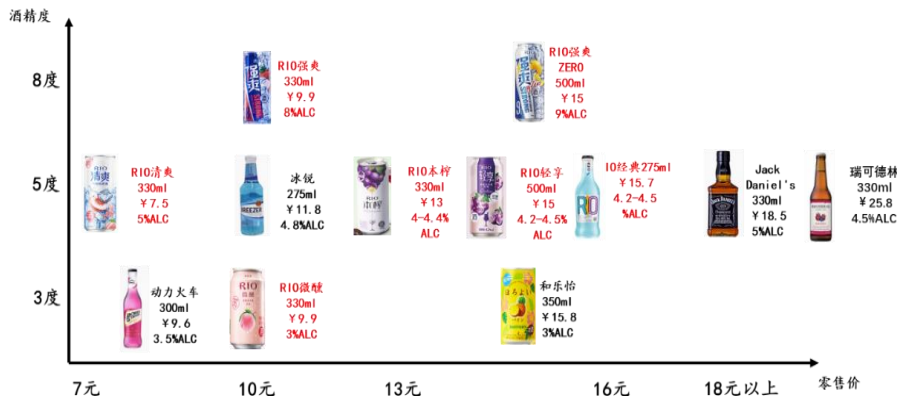
矩阵完善，老品更新换代重造活力，爆品打造拉动公司业绩高增。我们可以从“微醺”和“强爽”成为大单品的过程发现，公司对市场需求具备较高敏感度，对流量也

有着精准的掌控，如“微醺”对应的女性消费者和悦己独饮场景，就请女性代言人以及广告中植入“一人小酒”概念；而“强爽”的爆火虽起源于消费者自发性的传播，但公司同样把握住了年轻群体“不信邪”的调性，精准定位男性消费群体，顺势推出“强爽不信邪”的营销活动和游戏联名的，进一步点燃了消费热情，再次成功打造了一款大单品。

产品：当前公司已实现除高端价格带以外的全布局，并持续推陈出新迎合消费需求变化。公司在酒精度和价格带上持续布局，进而封锁竞品可切入的细分市场，如17年公司推出8度“强爽”、同年年底推出3度的“微醺”系列，其中“微醺”针对低度饮酒习惯的人群，“强爽”针对高度饮酒习惯的人群，21年推出的4度“清爽”则针对中间群体，以及对产品性价比更敏感的下沉市场；老品方面，公司对炫彩瓶更换包装，推出低糖、0糖等产品顺应当代年轻群体健康消费需求。另外，公司威士忌产能于2021年12月投产，主要用于增加威士忌作为基酒的产品，并且限量发售的单一原桶麦芽威士忌秒杀售罄，可以期待公司后续以威士忌作为基酒的预调酒新品以及日常消费型和年份系列威士忌产品酒。

图表 11：公司产品目标消费群体刻画明确，且价格带布局较全

系列	经典系列	微醺系列	强爽系列	清爽系列	轻享系列	本榨系列
产品图						
发布时间	2021年焕新	2017年焕新	2016	2021	2021	2021
目标消费者	年轻消费者	年轻女性	男性饮酒者	年轻消费者	追求低糖的都市女性	追求健康的都市女性
消费场景	聚会派对	独饮	聚会/佐餐/娱乐	聚会/佐餐/娱乐	独饮/佐餐/娱乐	家庭/佐餐/露营
天猫零售价	15.7元/275ml	9.9元/330ml	9.9元/330ml	7.5元/330ml	15元/500ml	13元/330ml
酒精度数	4.2-4.5	3	8	5	4.2-4.5	4-4.4
果汁含量	3	3	2.4	3	/	50
口味数量	6	14	6	5	4	3

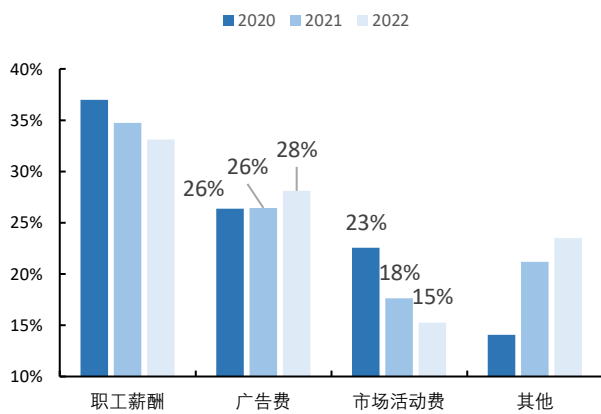


数据来源：淘宝官方旗舰店，公司公告，华福证券研究所

注：以上产品零售价信息截止日期为2023年7月9日

营销：不是酒，是年轻人的“社交货币”。公司在22年初宣传新品“清爽”时，发现了“强爽”热度正快速上升，因此在22年5月推出了“RIO强爽8度不信邪”的营销活动，在产品热度本就很高的情况下，跟随推出的营销活动进一步点燃了消费者的尝鲜热情，自此产品在各个互联网平台上的热度快速提升，成功“火出圈”，成为22年下半年的一大亮点。

图表 12：近年来广告费占销售费用比例持续提升，市场活动费占比逐步下降，凸显公司营销重心



数据来源：公司公告，华福证券研究所

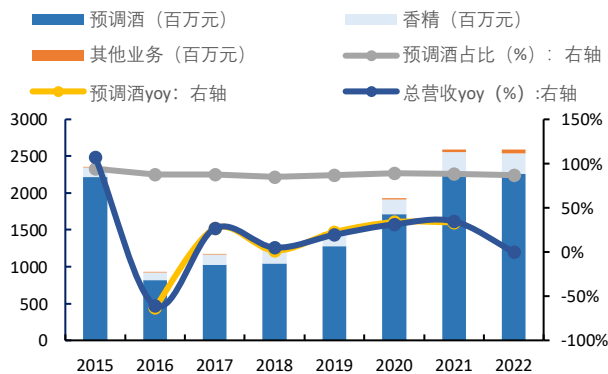
图表 13：公司顺应“强爽”放量推出营销活动



数据来源：小红书，华福证券研究所

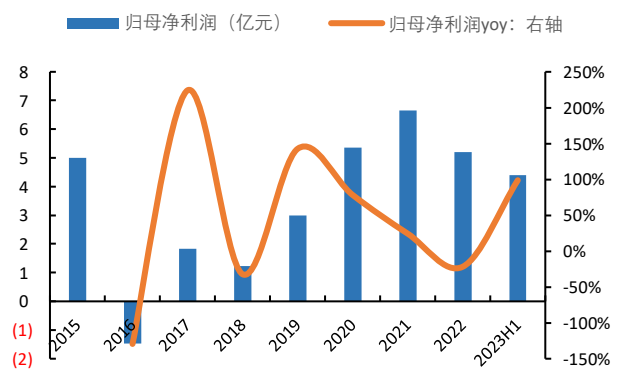
对市场需求的精准把控，有望赋能公司业绩持续高增。在公司此前内部调整、产品矩阵的完善和爆品的拉动下，业绩逐步走出泥潭。通过“微醺”和“强爽”两大单品的成功打造，我们认为公司具备敏锐的消费者洞察力，配之以强大的研发基因，预计后续伴随着公司持续丰富新口味，以及渠道的拓展，产品热度短期内乃至中期有望延续。

图表 14：公司业绩走出泥潭



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 15：内修外补驱动公司利润持续增长

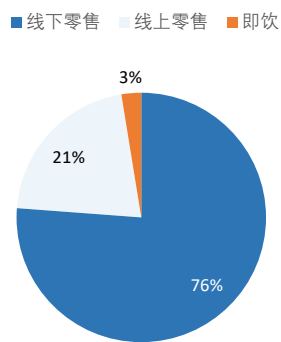


数据来源：Wind，华福证券研究所

4 线下零售为基，电商增量显著，即饮亟待开辟

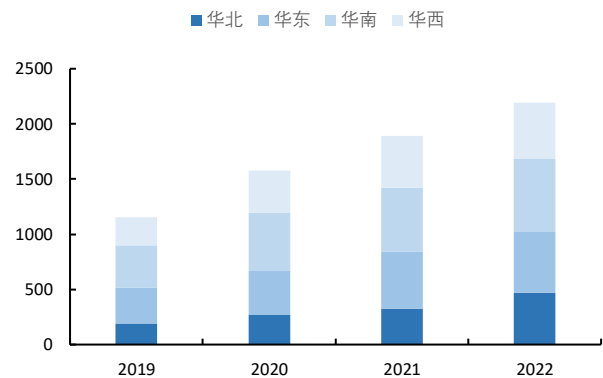
公司主要收入来源于线下零售渠道，经销商分销体系逐步完善，有望持续支撑公司扩张。目前百润股份线下零售渠道收入占比达 76%，为公司主要创收渠道，从经销商来看，截至 2022 年公司已有经销商 2193 家，19-22 年 CAGR 达 23.9%。22 年初，公司制定了“358”（3 度、5 度、8 度）品类矩阵规划，线下渠道精细化管理终端，大幅提升了“微醺”、“清爽”、“强爽”等重点产品的渠道渗透和终端覆盖率。随着“358”品类矩阵的推进，消费人群和饮用场景持续扩展，覆盖率快速提升。

图表 16：公司主要依靠线下零售渠道



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 17：公司经销商数量快速提升

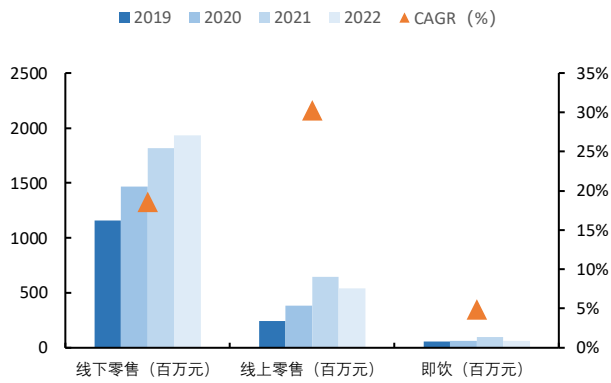


数据来源：公司公告，华福证券研究所

数字零售渠道销售额占比持续提升，预计将成为新品的验金石，赋能公司把握爆品机会。在公司针对各大社交平台的持续消费者教育下，线上渠道近年来显现出明显增势，收入占比不断提升。同时，公司持续挖掘社区团购、到家业务、直播等新兴渠道的潜力，预计未来公司线上零售将成为新品的验金石，赋能公司把握爆品机会。

即饮渠道扩张稳健，预计后续将成为公司主攻渠道。目前公司即饮渠道收入占比仅 3%，主要采取稳步推进的策略，丰富即饮渠道产品线，逐步扩展消费场景。现阶段而言，预调酒渗透率较低，竞争侧重于品类，即与其他低度酒竞争，而预调酒相比于果酒和米酒价格更低，相比于啤酒不容易胀肚，产品属性优势明显，预计待品类培育成熟后，为实现进一步增长，公司必然要进军餐饮和夜场等主流即饮渠道。21-22 年，“强爽”在疫情的特殊环境下由大学生宿舍出圈，培育了类餐饮场景的消费需求，为这款产品此后进入餐饮市场进行了一定的铺垫，而啤酒高端化也降低了预调酒性价比不高的劣势，我们认为未来即饮渠道放量可期。

图表 18: 公司线上渠道收入持续高增



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 19: 公司持续探索新兴渠道, 邀请知名主播



数据来源: 小红书, 华福证券研究所;

5 盈利预测与投资建议

考虑到我国预调酒行业经过 15-18 年的调整，当前已重回增势，且逐渐步入健康发展道路，而公司为预调酒行业龙头企业，当前“微醺”大单品已成功培育出特定的女性消费群体和切入独饮消费场景，“强爽”大单品亦在持续放量，我们认为在大单品的驱动下，公司业绩有望实现快速增长。

预调酒销量方面，我们认为在公司持续对“微醺”和“强爽”两大单品的持续营销资源投入下，后续销量仍具备较大提升空间，而“微醺”对年轻女性群体的高度绑定和“强爽”天然高度酒的高复购率属性预计将持续赋能公司量增，预计公司 23-25 年预调酒销量增速分别为 25%/20%/16%；价格方面，公司目前针对低度预调酒积极推进 0 糖、多口味产品铺市，同时威士忌项目的储备预计未来亦将为公司带来单价上行空间，预计公司 23-25 年单价增速分别为 13%/10%/5%。综合公司预调酒业务收入增速分别为 41.25%/32%/21.8%。

香精业务方面，受益于食品饮料消费回暖下游客户的需求恢复，我们预计公司香精销量 23-25 年增速分别为 5%/5%/5%，但是由于该业务主要针对 B 端市场，面临较大的渠道竞争，我们预计香精业务价增空间有限，未来将维持在 2022 年水平，综合香精业务营收增速分别为 5%/5%/5%。

综合公司业务情况，我们预计公司 23-25 年总营收分别为 35.38/45.73/55.06 亿元，同比增速分别为 36.44%/29.25%/20.4%；毛利率方面，我们认为在公司持续推出更高端的新品之下，毛利率将稳步提升，预计 23-25 年分别为 65.4%/66%/66.5%；费率方面，我们预计在公司更精准的营销下以及专业化的管理下，销售/管理费用率将逐年改善，而研发费用率则维持 3%左右，主要系由于考虑到公司对新品的研发较为积极，归母净利润分别为 8.97/12/14.97 亿元，同比增速分别为 72%/33.8%/24.7%，对应 PE 分别为 39/29/23 倍。

当前可比饮料和啤酒公司估值平均为 35 倍 PE，且归母净利润 CAGR 相近的燕京啤酒 23 年 PE 更是接近 50 倍，考虑到公司为我国预调酒行业绝对龙头，且当前大单品高增态势不变，结合未来三年公司归母净利润 CAGR 为 42.14%，合理给予公司 45 倍 PE，目标价 38.44 元/股，首次覆盖给予买入评级。

图表 20：公司盈利驱动分业务拆分

	21A	22A	23E	24E	25E
营业总收入（百万元）	2594.36	2593.41	3538.48	4573.41	5506.28
YoY	34.66%	-0.04%	36.44%	29.25%	20.40%
营业总成本（百万元）	896.98	939.39	1224.93	1556.17	1843.56
YoY	34.96%	4.73%	30.40%	27.04%	18.47%
毛利率	65.43%	63.78%	65.38%	65.97%	66.52%
其中：					
预调酒收入（百万元）	2285.40	2257.16	3188.24	4208.48	5125.93
YoY	33.49%	-1.24%	41.25%	32.00%	21.80%
销量（箱）	24.99	27.78	34.73	41.67	48.34
YoY	38.20%	11.19%	25.00%	20.00%	16.00%
单价（元/箱）	9146.83	8124.34	9180.50	10098.55	10603.48
yoy	-3.40%	-11.18%	13.00%	10.00%	5.00%
营业成本（百万元）	780.44	803.60	1084.00	1409.84	1691.56
毛利率	65.85%	64.40%	66.00%	66.50%	67.00%
占总营收比例	88.09%	87.03%	90.10%	92.02%	93.09%
香精收入（百万元）	273.42	279.80	293.79	308.48	323.91
YoY	37.72%	2.33%	5.00%	5.00%	5.00%
销量（万吨）	0.29	0.30	0.31	0.33	0.35
YoY	47.52%	4.75%	5.00%	5.00%	5.00%
单价（元/吨）	95828.30	93620.14	93620.14	93620.14	93620.14
yoy	-6.64%	-2.30%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本（百万元）	95.14	102.91	108.05	113.46	119.13
毛利率	65.20%	63.22%	63.22%	63.22%	63.22%
占总营收比例	10.54%	10.79%	8.30%	6.75%	5.88%
其他业务（百万元）	35.53	56.44	56.44	56.44	56.44
YoY	120.41%	58.84%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	21.41	32.88	32.88	32.88	32.88
毛利率	39.75%	41.75%	41.75%	41.75%	41.75%
业务收入比例	1.37%	2.18%	1.60%	1.23%	1.03%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 21：相对估值表

公司简称	EPS				PE				EPS CAGR (23-25年)
	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
重庆啤酒	2.61	3.15	3.73	4.33	48.79	27.73	23.43	20.19	18.38%
青岛啤酒	2.72	3.27	3.85	4.41	39.52	29.27	24.84	21.68	17.48%
燕京啤酒	0.13	0.21	0.31	0.41	84.97	47.80	33.47	25.18	46.65%
东鹏饮料	3.60	4.89	6.19	7.67	49.40	37.07	29.31	23.67	28.68%
平均值					55.67	35.47	27.76	22.68	27.80%
百润股份	0.50	0.85	1.14	1.43	59.18	39.15	29.25	23.45	42.14%

数据来源：Wind，华福证券研究所；注：以上估值信息截止日期为 2023 年 8 月 25 日，可比公司盈利预测为 wind 一致预测

6 风险提示

大单品动销不及预期: 由于大单品对公司业绩拉动至关重要,倘若大单品动销不及预期,公司盈利能力或受到一定压制;

市场竞争加剧: 若预调酒行业竞争加剧,公司或被迫提高费用投放,进而影响盈利能力兑现;

食品安全问题: 食品安全问题会大幅冲击消费者对公司产品的信心,进而影响公司品牌价值和渠道信心;

业绩不达预期对公司估值溢价产生负面影响风险: 由于公司相对可比公司的估值溢价是基于公司未来较高的业绩增速,倘若业绩不达预期或对公司估值产生负面影响。

图表 22：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,532	3,320	4,619	6,295	营业收入	2,593	3,538	4,573	5,506
应收票据及账款	127	199	241	300	营业成本	939	1,225	1,556	1,844
预付账款	43	56	71	84	税金及附加	162	194	258	316
存货	535	381	564	592	销售费用	626	748	957	1,125
合同资产	0	0	0	0	管理费用	173	225	282	322
其他流动资产	44	92	92	123	研发费用	86	117	147	166
流动资产合计	3,282	4,048	5,586	7,394	财务费用	1	-43	-78	-90
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	0	-1	-1	-1
固定资产	2,172	2,144	2,073	1,981	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	328	209	133	85	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	404	442	485	552	投资收益	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	45	45	45	45
其他非流动资产	272	241	253	248	营业利润	651	1,116	1,496	1,866
非流动资产合计	3,177	3,034	2,944	2,866	营业外收入	1	4	3	3
资产合计	6,458	7,082	8,530	10,260	营业外支出	1	0	1	0
短期借款	444	68	0	0	利润总额	651	1,120	1,498	1,869
应付票据及账款	487	688	841	1,015	所得税	130	224	300	374
预收款项	0	0	0	0	净利润	521	896	1,198	1,495
合同负债	219	166	187	225	少数股东损益	0	-1	-2	-2
其他应付款	93	62	78	70	归属母公司净利润	521	897	1,200	1,497
其他流动负债	442	424	554	583	EPS (按最新股本摊薄)	0.50	0.85	1.14	1.43
流动负债合计	1,685	1,408	1,660	1,893					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	984	984	984	984					
其他非流动负债	22	29	25	27					
非流动负债合计	1,007	1,013	1,010	1,011					
负债合计	2,692	2,420	2,670	2,905					
归属母公司所有者权益	3,764	4,661	5,861	7,358					
少数股东权益	2	1	0	-2					
所有者权益合计	3,766	4,662	5,860	7,355					
负债和股东权益	6,458	7,082	8,530	10,260					

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	0.0%	36.4%	29.2%	20.4%
EBIT 增长率	-20.7%	65.0%	31.9%	25.4%
归母公司净利润增长率	-21.7%	72.0%	33.8%	24.7%
获利能力				
毛利率	63.8%	65.4%	66.0%	66.5%
净利率	20.1%	25.3%	26.2%	27.2%
ROE	13.8%	19.2%	20.5%	20.4%
ROIC	13.2%	19.5%	21.4%	21.9%
偿债能力				
资产负债率	41.7%	34.2%	31.3%	28.3%
流动比率	1.9	2.9	3.4	3.9
速动比率	1.6	2.6	3.0	3.6
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	20	17	17	18
存货周转天数	138	135	109	113
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.85	1.14	1.43
每股经营现金流	0.86	1.12	1.32	1.62
每股净资产	3.59	4.44	5.58	7.01
估值比率				
P/E	59	39	29	23
P/B	8	8	6	5
EV/EBITDA	49	31	25	20

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	903	1,173	1,386	1,700
现金收益	677	1,041	1,311	1,596
存货影响	-351	154	-182	-29
经营性应收影响	42	-85	-57	-72
经营性应付影响	9	169	169	167
其他影响	526	-106	146	38
投资活动现金流	-635	-57	-95	-114
资本支出	-486	-78	-88	-116
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-149	22	-7	2
融资活动现金流	-75	-328	8	91
借款增加	483	-377	-67	0
股利及利息支付	-384	-30	-21	-20
股东融资	71	0	0	0
其他影响	-245	79	96	111

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn