

固收点评 20210927

百润转债：中国预调酒的龙头

2021年09月27日

事件

- **百润转债(127046.SZ)于9月29日开始网上申购**：总发行规模为11.28亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于麦芽威士忌陈酿成熟项目。
- **当前债底估值为85.71元，YTM为2.41%**。百润转债存续期为6年，联合评级为AA/AA，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，到期赎回价格为票面面值的110%（含最后一期利息），以6年AA中债企业债到期收益率5.1279%（9/24）计算，纯债价值为85.71元，纯债对应的YTM为2.41%，债底保护性较强。
- **当前转换平价为97.73元，平价溢价率为2.33%**。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止，即2022年4月12日至2027年9月28日。初始转股价66.89元/股，正股百润股份9月24日收盘价为65.37元，对应转换平价为97.73元，平价溢价率为2.33%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为4.93%**。下修条款为“15/30、85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。总股本稀释率为4.93%。按初始转股价66.89元计算，转债发行11.28亿对总股本和流通盘的稀释率分别为4.93%和7.06%，会对股本造成一定的摊薄压力。
- **我们预计上市价格在111.64~132.37元区间，网上中签率为0.0035%**。综合可比标的，考虑到百润转债的债底保护性较强，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在24%左右，对应的上市价格在111.64~132.37元区间。我们预计网上中签率为0.0035%，建议申购。

观点

- **百润股份主要从事预调鸡尾酒和香精香料的研发、生产和销售业务**，2020年公司主营业务中，预调鸡尾酒板块主营业务收入占比89.61%，香精香料板块主营业务收入占比10.39%。公司拥有的“百润”是上海市著名商标、上海市名牌产品，百润股份是中国香精香料行业十强企业；巴克斯酒业旗下的“RIO(锐澳)”牌预调鸡尾酒为上海市著名商标、上海市名牌产品、上海名优食品，是预调鸡尾酒行业的领导品牌；两大品牌均获得客户的广泛认可，具有较大的品牌价值。
- **自2000年以来，预调鸡尾酒行业通过以生产“RIO(锐澳)”品牌的巴克斯酒业为代表的行业内企业多年的探索和培育，已逐步完成了预调鸡尾酒新品类的市场启蒙和前期品牌、渠道的建设培育阶段**，自2011年以后逐步进入快速增长期，市场总量保持高速增长态势。公司经过前期大额广告投放及消费者培育成功地塑造了“预调酒=RIO”的品牌形象。2019年公司销售额市占率达到83.90%，2020年提升至86.8%，占据龙头地位。
- **跟国外成熟市场相比，国内预调鸡尾酒市场尚处于发展初期，国内预调鸡尾酒的人均消费量仍较低，但增速较快，还存在很大提升空间**。相比其他国家，我国预调酒的渗透率还有很大提升空间。因此，公司坚定认为，公司所处的预调鸡尾酒行业具有长足的发展空间。公司将遵循快速消费品的发展规律，持续推出高品质的新产品，满足各种类型消费者和消费场景的需求，以促进公司和行业不断发展。
- **风险提示**：产品需求不及预期风险、项目进展不及预期风险。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 陈伯铭

chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《固收周报 20210926：周观：10月流动性前瞻，关注债市超额收益（2021年第35期）》2021-09-26
- 2、《固收点评 20210925：美国货币、财政都将趋于“适应性”》2021-09-25
- 3、《固收点评 20210922：信用利差走扩，高收益美元债持续低迷》2021-09-22
- 4、《固收周报 20210921：周观：政策组合发力空间，再论“鱼尾”行情（2021年第34期）》2021-09-21
- 5、《固收点评 20210917：逆回购放量不改稳健货币政策取向》2021-09-17

内容目录

1. 转债基本信息	3
2. 投资申购建议	5
3. 正股基本面分析	6
4. 风险提示	10

图表目录

图 1: 2019 年中国预调酒行业竞争格局	7
图 2: 2019 年各国酒类人均消费对比 (单位: 升/年)	7
图 3: 2015-2021Q2 年营业总收入及同比增速 (单位: 亿元)	8
图 4: 2015-2021Q2 归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)	8
图 5: 2015-2021Q2 销售毛利率和净利率水平	9
图 6: 2015-2021Q2 三费率水平	9

表 1: 百润转债发行认购时间表	3
表 2: 百润转债基本条款	3
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元)	4
表 4: 债性和股性指标	4
表 5: 相对价值法预测百润转债上市价格 (单位: 元)	6

1. 转债基本信息

表 1: 百润转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2021年9月27日 (周一)	刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2021年9月28日 (周二)	原股东优先配售股权登记日 网上路演
T	2021年9月29日 (周三)	发行首日 刊登《可转债发行提示性公告》 原股东优先配售认购日(缴付足额资金) 网上申购(无需缴付申购资金) 确定网上申购中签率
T+1	2021年9月30日 (周四)	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 网上申购摇号抽签
T+2	2021年10月8日 (周五)	刊登《网上中签结果公告》 网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款(投资者确保资金账户在T+2日日终有足额的可转债认购资金)
T+3	2021年10月11日 (周一)	保荐机构(主承销商)根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2021年10月12日 (周二)	刊登《发行结果公告》

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表 2: 百润转债基本条款

转债名称	百润转债	正股名称	百润股份
转债代码	127046.SZ	正股代码	002568.SZ
发行规模	11.28亿元	正股行业	食品饮料
存续期	6年(2021/9/29-2027/9/28)	主体评级/债项评级	AA/AA
转股价	66.89元/股	转股期	6个月(2022/4/12-2027/9/28)
票面利率	0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 到期后五个交易日内, 以票面价值的110%(含最后一期利息)全部赎回 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 130%; 未转股余额不足3000万元		
回售条款	(1) 有条件回售: 最后两个计息年度, 连续30个交易日收盘价低于转股价70% (2) 附加回售: 投资项目实施情况出现重大变化, 且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表 3: 募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
麦芽威士忌陈酿成熟项目	155,957.01	112,800.00
合计	155,957.01	112,800.00

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所整理

表 4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	85.71 元	转换平价 (以 9/24 收盘价)	97.73 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	16.67%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	2.33%
纯债到期收益率 YTM	2.41%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 85.71 元, YTM 为 2.41%。百润转债存续期为 6 年, 联合评级为 AA/AA, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%, 到期赎回价格为票面面值的 110% (含最后一期利息), 以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 5.1279% (9/24) 计算, 纯债价值为 85.71 元, 纯债对应的 YTM 为 2.41%, 债底保护性较强。

当前转换平价为 97.73 元, 平价溢价率为 2.33%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止, 即 2022 年 4 月 12 日至 2027 年 9 月 28 日。初始转股价 66.89 元/股, 正股百润股份 9 月 24 日的收盘价为 65.37 元, 对应的转换平价为 97.73 元, 平价溢价率为 2.33%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30、85%”, 有条件赎回条款为“15/30、130%”, 有条件回售条款为“30、70%”, 条款中规中矩。

总股本稀释率为 4.93%。按初始转股价 66.89 元计算, 转债发行 11.28 亿对总股本和流通盘的稀释率分别为 4.93%和 7.06%, 会对股本造成一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计百润转债上市首日价格在 111.64~132.37 元之间。按百润股份最新收盘价测算，当前转债平价为 99.55 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的天路转债、洋丰转债和众兴转债，当前转股溢价率分别为 24.56%、33.48%和 16.63%；

2) 参照同属食品饮料的华统转债、龙大转债和新乳转债，当前转股溢价率分别为 12.18%、14.56%和 42.00%；

3) 参考近期上市的晨丰转债、蒙娜转债和牧原转债，上市首日转股溢价率分别为 14.09%、39.09%和 35.77%；

综合可比标的，考虑到百润转债的债底保护性较强，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在 24%左右，对应的上市价格在 111.64~132.37 元区间。

表 5: 相对价值法预测百润转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		14%	19.00%	24.00%	29.00%	34.00%
-7%	60.79	103.61	108.16	112.70	117.24	121.79
-4%	62.76	106.95	111.64	116.33	121.03	125.72
9/24 收盘价	65.37	111.41	116.30	121.18	126.07	130.96
5%	68.64	116.98	122.11	127.24	132.37	137.50
10%	71.91	122.55	127.93	133.30	138.68	144.05

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 **69.18%**。百润股份的前两大股东为刘晓东、刘海彬, 最新持股比例分别为 40.54%、5.92%, 共合计持股 46.46%, 前十大股东合计持股比例为 63.93%, 股权结构较集中。截至目前, 暂无股东承诺参与此次优先配售, 假设前十大股东 80%参与优先配售, 其他股东中有 50%参与优先配售, 我们预计原股东优先配售比例为 69.18%。

我们预计中签率为 **0.0035%**。百润转债发行总额为 11.28 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 69.18%, 剩余网上投资者可申购金额为 7.8035 亿元。百润转债仅设置网上发行, 近期发行的泉峰转债 (评级 AA-, 规模 6.2 亿元) 网上申购数约 1052.21 万户, 元力转债 (评级 AA-, 规模 9.0 亿元) 网上申购数约 1021.70 万户。我们预计百润转债网上有效申购户数为 1000 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0035%。

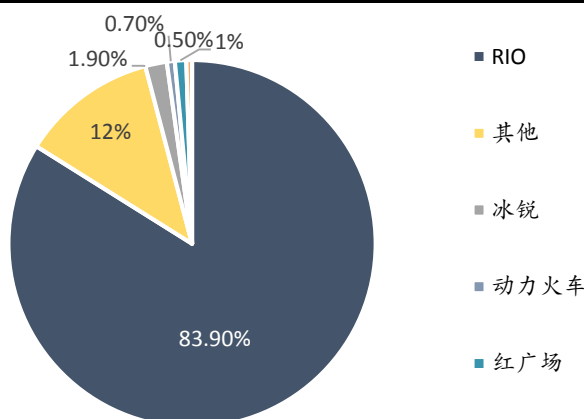
3. 正股基本面分析

百润股份主要从事预调鸡尾酒和香精香料的研发、生产和销售业务, 2020 年公司主营业务中, 预调鸡尾酒板块主营业务收入占比 **89.61%**, 香精香料板块主营业务收入占比 **10.39%**。公司是国内最早将感官鉴评技术全面应用于调香及应用领域的香精制造企业之一。是国内最早同时通过 ISO9001:2000 质量管理体系及 HACCP 食品安全卫生保证体系认证的香精制造商之一。公司原主要从事香精香料的研发、生产和销售业务, 经过对巴克斯酒业进行并购重组后, 成为香精香料和预调鸡尾酒双主营业务发展的公司。公司拥有的“百润”是上海市著名商标、上海市名牌产品, 百润股份是中国香精香料行业十强企业; 巴克斯酒业旗下的“RIO(锐澳)”牌预调鸡尾酒为上海市著名商标、上海市名牌产品、上海名优食品, 是预调鸡尾酒行业的领导品牌; 两大品牌均获得客户的广泛认可, 具有较大的品牌价值。公司香精香料业务和预调酒鸡尾酒业务的品质保证体系均运行良好。

自 2000 年以来, 预调鸡尾酒行业通过以生产“RIO(锐澳)”品牌的巴克斯酒业

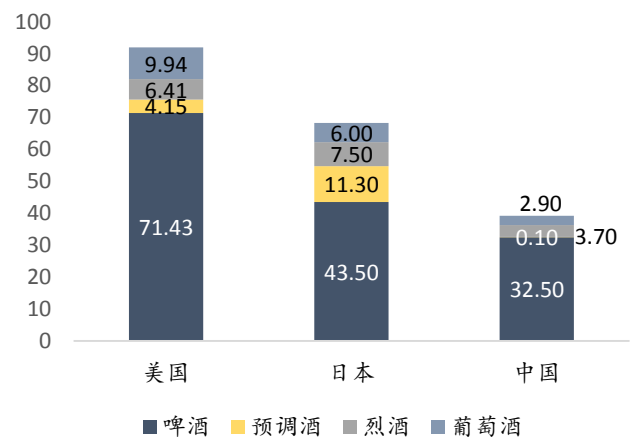
为代表的行业内企业多年的探索和培育，已逐步完成了预调鸡尾酒新品类的市场启蒙和前期品牌、渠道的建设培育阶段，自 2011 年以后逐步进入快速增长期，市场总量保持高速增长态势。2010 年至 2015 年，中国主力预调酒公司大力发展营销活动，行业市场经历高速增长，于 2015 年达到顶峰，销售规模突破 15.28 万吨。2015 年后，预调酒市场销售规模经历短暂下滑，2017 年下降至 9.00 万吨。2017 年后，销售规模逐步回升，2020 年销售规模增长至 12.92 万吨，相比 2017 年增长 43.6%，维持稳定增长态势。预调酒自 20 世纪 90 年代进入中国市场，行业培育阶段国内外企业先后布局，2003 年巴克斯酒业推出“RIO”鸡尾酒。公司经过前期大额广告投放及消费者培育成功地塑造了“预调酒=RIO”的品牌形象。百润股份深耕预调酒行业已成为预调酒行业的龙头。随着消费者培育逐渐成熟、消费能力提升，行业在 2011-2015 年高速增长，巴克斯酒业顺应趋势积极进行广告投放、拓展渠道，实现飞跃式增长。但由于行业发展尚不规范背景下大量粗制滥造产品进入市场损害了预调酒产品的品牌形象、渠道过度下沉导致库存积压，2016 年后行业大幅下滑，公司迅速调整战略，精简营销投入，转向深耕产品，顺利走出行业困境。2019 年公司销售额市占率达到 83.90%，2020 年提升至 86.8%，占据龙头地位。

图 1: 2019¹年中国预调酒行业竞争格局



数据来源：华经情报网，东吴证券研究所

图 2: 2019 年各国酒类人均消费对比 (单位: 升/年)



数据来源：华经情报网，东吴证券研究所

跟国外成熟市场相比，国内预调鸡尾酒市场尚处于发展初期，国内预调鸡尾酒的人均消费量仍较低，但增速较快，还存在很大提升空间。与发达国家相比，我们国家的酒精消费品类较为单一，白酒和啤酒占据了我国酒精消费绝大部分市场。从中国、美国、日本各品类酒的人均消费量对比来看，美国和日本的啤酒、预调酒、烈酒、葡萄酒的人均消费量均高于中国，其中，日本和美国的预调酒人均消费量分别为 11.3 升/

¹ 由于 2020 年全球受新冠疫情影响、酒吧等聚会娱乐场所长期休业，酒水相关的统计数据可能与无疫情年份有较大偏差，故使用 2019 年数据。图 2 由于相似原因也使用 2019 年数据。

年和 4.15 升/年，远高于我国的 0.1 升/年，从这方面看，我国预调酒的渗透率还有很大提升空间。因此，公司坚定认为，公司所处的预调鸡尾酒行业具有长足的发展空间。作为行业的龙头企业，公司目前已具有良好的品牌知名度和美誉度，公司将遵循快速消费品的发展规律，持续推出高品质的新产品，满足各种类型消费者和消费场景的需求，以促进公司和行业不断发展。

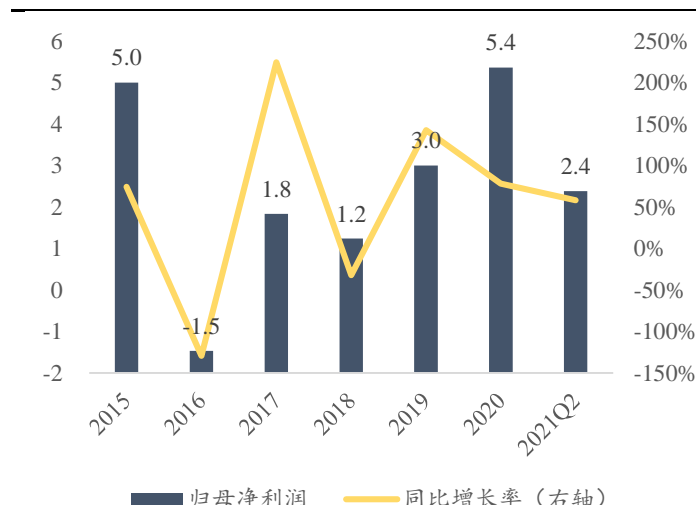
近年来，公司运行稳健，管理更加高效，业绩保持较快增长。面对新冠肺炎疫情带来的严峻考验，公司快速响应、积极应对，坚决贯彻落实各项决策部署，全面管控风险，在严格做好防疫防控工作的前提下，较好的完成了年初制定的经营目标和计划。2020 年，实现营业总收入 192,664.32 万元，同比增长 31.20%，实现归属于上市公司股东的净利润 53,550.77 万元，同比增长 78.31%。预调鸡尾酒板块实现主营业务收入 171,199.23 万元，同比增长 33.82%，实现净利润 39,973.37 万元，同比增长 86.87%。2021 年上半年，公司实现营业收入 12.12 亿元，同比增长 53.72%，实现归属于上市公司股东的净利润 3.69 亿元，同比增长 73.94%。主要系报告期内公司预调鸡尾酒业务及香精香料业务产品销售收入大幅增长，且按同口径计算，毛利率分别同比增加 2.61% 和 0.56% 所致。

图 3: 2015-2021Q2 年营业总收入及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

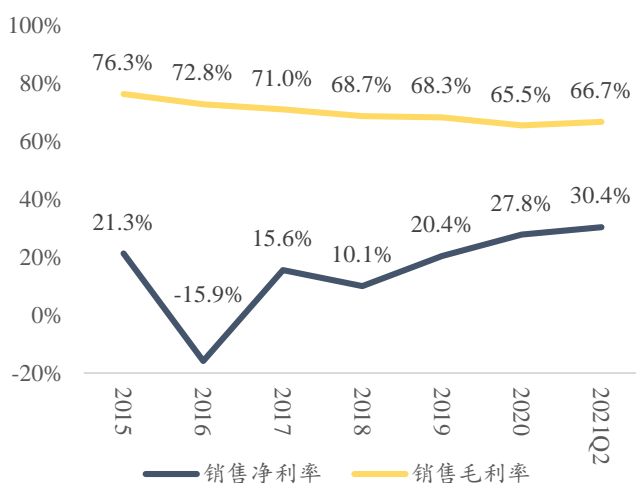
图 4: 2015-2021Q2 归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

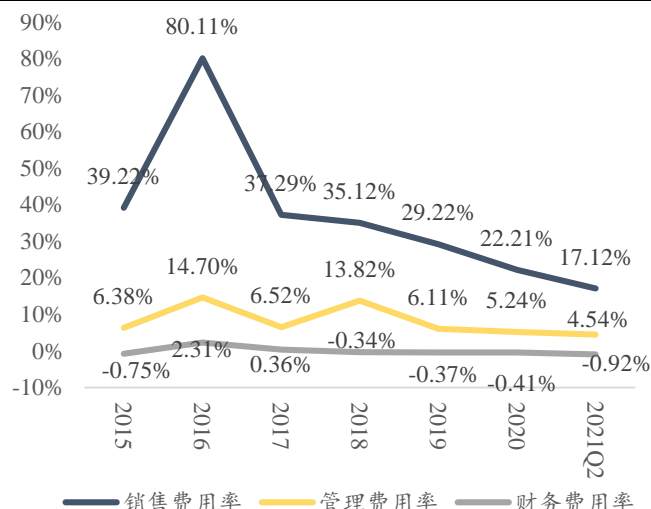
公司净利率逐年提升，销售费用率稳步降低，管理费用率、财务费用率基本稳定。2020 年，公司销售毛利率为 65.5%，较 2019 年下降 2.8 pct，销售净利率为 27.8%，比 2019 年增长 7.4 pct。2020 年销售费用率为 22.21%，较 2019 年下降 7.01 pct。管理费用率为 5.24%，较 2019 年下降 0.87 pct。财务费用率为 -0.92%，较 2019 年下降 0.51 pct，主要系报告期内公司经营活动现金流量净额同比增长、募集资金到账增加利息收入所致。

图 5：2015-2021Q2 销售毛利率和净利率水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2015-2021Q2 三费率水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

预调鸡尾酒近两年受疫情影响较大，但公司业务仍能实现较快增长、经营业绩相应大幅增长。在品牌建设方面，公司保持持续投入，不断提升各子品牌影响力，积极拓展细分市场，针对相应的细分市场实施有节奏、有重点的营销计划，大力推进数字化精准营销投放，更高效地触达目标消费者。在渠道建设方面，线下零售渠道积极向新零售转型，其中现代零售渠道方面，顺应线上线下融合趋势，调整资源投放重点，提高投入产出效率，实现稳健增长；传统零售渠道方面，优化渠道分销结构，夯实基层组织建设，同时通过各新零售平台，加强渠道下沉和渗透，不断提升渠道覆盖率和覆盖质量。在数字零售渠道方面，逐渐变成公司营销主阵地，公司持续强化传统电商平台运营优势，积极拥抱各种新兴渠道，保持数字零售渠道的高速增长。即饮渠道方面，受新冠疫情影响较严重，终端场所恢复营业后，公司快速开展正常经营活动，同时有序培养和拓展新的即饮渠道商业模式。在新产品方面，公司通过消费者研究中心，进行多维度消费者研究，反复验证产品，对多品类发展提供了有效的指引和支持。公司分阶段有步骤地推出新产品，并对原部分系列产品进行了升级，按计划积极推进重点新产品铺市，新品推广取得良好效果。

4. 风险提示

产品需求不及预期风险、项目进展不及预期风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

