

百润股份（002568.SZ）

强爽放量趋势延续，预调酒龙头地位有望持续强化

增持

核心观点

事件：公司公布 2023 年前三季度业绩预告，2023 年前三季度公司预计实现归母净利润 6.40-6.71 亿元，同比增长 110%-120%；预计实现扣非归母净利润 6.34-6.62 亿元，同比增长 125%-135%。2023 年第三季度公司预计实现归母净利润 2.01-2.32 亿元，同比增长 139%-176%；预计实现扣非归母净利润 2.03-2.31 亿元，同比增长 160%-196%。

核心大单品强爽延续放量趋势，驱动公司收入、利润率快速增长。分产品看，核心单品强爽在网络热度褪去后扫码数持续提升，同时今年新推零糖强爽反馈良好，终端销售占比已从 2022 年四季度的 34% 提升至目前 50% 以上，叠加 5 月提价，预计今年三季度强爽同比仍实现高速增长；微醺换新包装后反响不错，7 月微醺广告植入电视剧长相思、8 月官宣魏大勋成为品牌大使，品牌曝光度持续提升，现已恢复正常增长，未来公司将针对微醺与清爽的核心人群做细分活动，预计将延续改善趋势。

定增扩产解决产能瓶颈，龙头地位有望持续强化。2023 年 8 月公司公布定增预案，募集资金将投资于产能扩建项目（江苏/天津/佛山/成都）、上海巴克斯酒业有限公司二期项目、巴克斯酒业（成都）研发检测中心项目。目前，在强爽放量的背景下现有产能即将达到满产且区域、产品存在错配：1）目前公司现有 6600 万箱预调酒产能，其中华东 600 万箱，但华东消费力强且预调酒消费受众多，目前华东市场仍需从成都等工厂调货，运输成本较高；2）现有产能瓶装和罐装各半，强爽出圈火爆后罐装已接近满产。未来公司新建工厂将进一步升级产品种类与品质、完善区域产能布局，为未来公司收入规模扩大保驾护航。

前瞻布局烈酒业务，有望成为长期增长极。公司重视全产业链布局，布局嵯州蒸馏厂，满足基酒供应的同时开展烈酒业务。7 月初公司推出新品“椒语”金酒以及“岭冽”伏特加，率先占位烈酒市场。同时，嵯州蒸馏厂已掌握领先的威士忌酿造技术，威士忌产品主抓年轻消费者，不仅针对现有消费者，更针对不喝威士忌或区分不了威士忌的人群，目前已积累不少好评，预计 2024 年四季度将推出威士忌新品，可支撑单一麦芽、调和威士忌等产品种类，未来烈酒业务有望成为公司新的增长极。

风险提示：原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期等。

投资建议：我们预计 2023/24 收入为 35.5/43.2 亿元，同比+36.8%/+21.7%，预计 2023/24 年归母净利润为 8.8/10.9 亿元，同比+69.0%/+24.3%，当前股价对应 2023/2024 年 34/28 倍 P/E，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,594	2,593	3,547	4,316	5,145
(+/-%)	34.7%	-0.0%	36.8%	21.7%	19.2%
净利润(百万元)	666	521	881	1095	1366
(+/-%)	24.4%	-21.7%	69.0%	24.3%	24.8%
每股收益(元)	0.89	0.50	0.84	1.04	1.30
EBIT Margin	29.9%	23.4%	28.9%	29.5%	30.9%
净资产收益率(ROE)	17.6%	13.8%	20.5%	22.1%	23.7%
市盈率(PE)	32.5	58.1	34.4	27.7	22.2
EV/EBITDA	26.8	43.3	25.3	21.0	17.4
市净率(PB)	5.70	8.04	7.05	6.12	5.25

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·非白酒

证券分析师：张向伟

证券分析师：刘匀召

0755-81981072

zhangxiangwei@guosen.com.cn liuyunzhao@guosen.com.cn

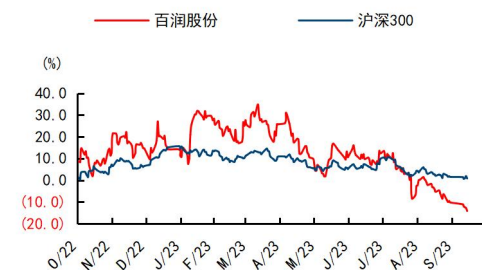
S0980523090001

S0980523070005

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	27.57 元
总市值/流通市值	28940/19775 百万元
52 周最高价/最低价	44.96/27.00 元
近 3 个月日均成交额	217.14 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

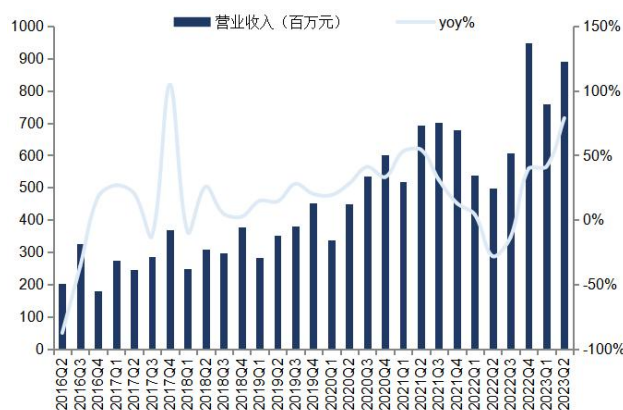
《百润股份(002568.SZ)-预调鸡尾酒行业龙头，强爽与清爽蓄力成长》——2022-12-06

核心大单品强爽延续放量趋势，驱动公司收入、利润率快速增长。分产品看，核心单品强爽在网络热度褪去后扫码数持续提升，同时今年新推零糖强爽反馈良好，终端销售占比已从 2022 年四季度的 34% 提升到目前 50% 以上，叠加 5 月提价，预计今年三季度强爽同比仍实现高速增长；微醺换新包装后反响不错，7 月微醺广告植入电视剧长相思、8 月官宣魏大勋成为品牌大使，品牌曝光度持续提升，现已恢复正常增长，未来公司将针对微醺与清爽的核心人群做细分活动，预计将延续改善趋势。

定增扩产解决产能瓶颈，龙头地位有望持续强化。2023 年 8 月 24 日，公司公布定增预案，本次定增募集资金不超过 20.25 亿元，其中 17.83 亿元将投资于产能扩建项目，包括江苏生产建设项目（11.06 亿元）、天津生产扩建项目（2.55 亿元）、佛山生产扩建项目（3.46 亿元）、成都生产扩建项目（0.76 亿元）；0.60 亿元投资于上海巴克斯酒业有限公司二期项目；1.82 亿元投资于巴克斯酒业（成都）研发检测中心项目。2022 年四季度以来，在强爽的带动下产品出货加速增长，现有产能即将达到满产且区域、产品存在诸多错配：1）目前公司现有 6600 万箱预调酒产能，其中华东 600 万箱，但华东消费力强且预调酒消费受众多，目前华东市场仍需从成都等工厂调货，运输成本较高；2）现有产能瓶装和罐装各半，强爽出圈火爆后罐装已接近满产。未来公司新建工厂将进一步升级产品种类与品质、完善区域产能布局，为未来公司收入规模扩大保驾护航。

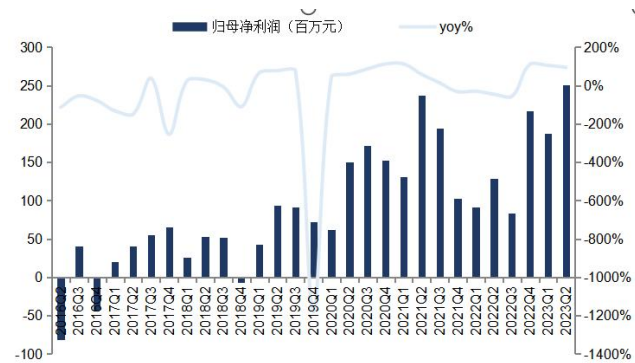
前瞻布局烈酒业务，有望成为长期增长极。公司重视全产业链布局，布局崆州蒸馏厂，满足基酒供应的同时开展烈酒业务。7 月初公司推出新品“椒语”金酒以及“岭冽”伏特加，率先占位烈酒市场。同时，崆州蒸馏厂已掌握领先的威士忌酿造技术，威士忌产品主抓年轻消费者，不仅针对现有消费者，更针对不喝威士忌或区分不了威士忌的人群，目前已积累不少好评，预计 2024 年四季度将推出威士忌新品，可支撑单一麦芽、调和威士忌等产品种类，未来烈酒业务有望成为公司新的增长极。

图1：百润股份分季度营业收入及增速（单位：百万元、%）



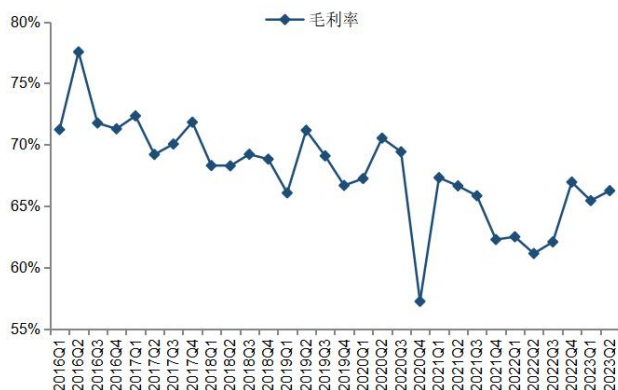
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：百润股份分季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



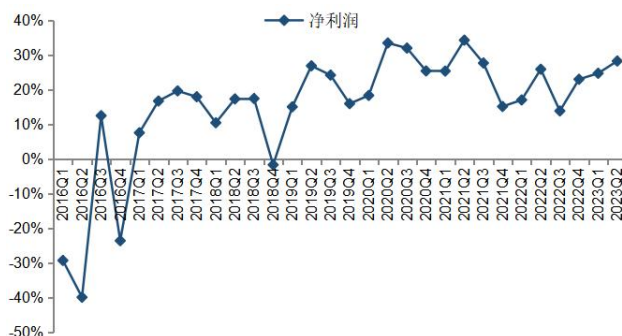
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 百润股份分季度毛利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 百润股份分季度净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

考虑到强爽产品销售好于年初预期, 因此我们上调此前盈利预测。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 35.5/43.2/51.5 亿元(此前为 34.6/42.8/52.3 亿元)。而由于高毛利强爽产品销售占比提高, 23-24 年毛利率预测调整至 66.8%/67.3%(此前为 65.2%/66.3%)。综上, 预计公司 23-24 年归母净利润为 8.8/10.9 亿元(此前为 7.5/9.9 亿元), 同比+58.2%/+31.8%。

表1: 百润股份业务拆分

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
香精香料						
收入(百万元)	199	273	280	291	303	315
增速	9.7%	37.7%	2.3%	6.4%	4.0%	4.0%
毛利率	66.3%	65.2%	63.2%	64.0%	64.5%	65.0%
预调酒						
收入(百万元)	1,712	2,285	2,257	3177	3911	4692
增速	33.8%	33.5%	-1.2%	39.0%	23.1%	20.0%
毛利率	65.4%	65.9%	64.4%	67.7%	68.2%	69.4%
其他业务						
收入(百万元)	16	36	56	79	103	139
增速	98.5%	120.4%	58.9%	40.0%	30.0%	35.0%
毛利率	70.3%	39.7%	41.7%	43.0%	43.0%	43.0%
合计						
总营收(百万元)	1927	2594	2593	3547	4316	5145
增速	31.2%	34.7%	0.0%	36.8%	21.7%	19.2%
毛利率	65.5%	65.4%	63.8%	66.8%	67.3%	68.5%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

表2: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3461	4284	5227	3547	4316	5145	86	32	-82
收入同比增速%	26.08%	23.77%	22.00%	36.78%	21.68%	19.21%	10.70%	-2.09%	-2.79%
毛利率%	65.18%	66.28%	67.00%	66.84%	67.34%	68.46%	1.66%	1.06%	1.46%
销售费用率%	23.80%	23.40%	22.50%	22.09%	22.19%	22.19%	-1.71%	-1.21%	-0.31%
净利率%	21.53%	23.17%	24.69%	24.83%	25.37%	26.55%	3.30%	2.20%	1.86%
归母净利润（百万元）	745	993	1291	881	1095	1366	136	102	75
归母净利润同比增速%	44.91%	33.19%	30.01%	68.95%	24.32%	24.77%	24.04%	-8.87%	-5.24%
EPS（元）	0.71	0.95	1.23	0.84	1.04	1.30	0.13	0.09	0.07

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表3: 可比公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				23E	24E	23E	24E		
002568	百润股份	40.1	28.23	0.87	1.15	32.40	24.54	296	买入
600600	青岛啤酒	27.6	86.75	3.29	3.90	26.82	22.61	1183	买入
000729	燕京啤酒	54.4	9.95	0.21	0.30	46.70	32.75	280	增持
600132	重庆啤酒	29.1	84.29	3.15	3.73	26.74	22.58	408	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2335	2532	2561	3321	4248	营业收入	2594	2593	3547	4316	5145
应收款项	187	161	253	307	352	营业成本	897	939	1176	1410	1623
存货净额	184	535	221	262	302	营业税金及附加	145	162	213	259	309
其他流动资产	107	53	142	173	201	销售费用	567	626	783	958	1142
流动资产合计	2813	3282	3177	4063	5103	管理费用	136	173	242	288	328
固定资产	2343	2500	2564	2600	2616	研发费用	73	86	106	129	154
无形资产及其他	231	404	389	374	359	财务费用	(20)	1	(19)	(39)	(60)
投资性房地产	253	272	272	272	272	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	5640	6458	6402	7309	8350	其他收入	(31)	(41)	(56)	(79)	(104)
短期借款及交易性金融负债	6	451	6	6	6	营业利润	838	651	1095	1362	1699
应付款项	542	487	648	789	903	营业外净收支	4	0	5	6	7
其他流动负债	320	746	433	527	620	利润总额	842	651	1100	1368	1706
流动负债合计	868	1685	1087	1322	1529	所得税费用	178	130	220	274	341
长期借款及应付债券	947	984	984	984	984	少数股东损益	(2)	(0)	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	35	22	37	52	67	归属于母公司净利润	666	521	881	1095	1366
长期负债合计	982	1007	1022	1037	1052	现金流量表（百万元）					
负债合计	1849	2692	2108	2358	2581	净利润	666	521	881	1095	1366
少数股东权益	0	2	2	1	1	资产减值准备	1	(1)	0	0	0
股东权益	3791	3764	4293	4949	5769	折旧摊销	101	154	252	280	300
负债和股东权益总计	5640	6458	6402	7309	8350	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(20)	1	(19)	(39)	(60)
每股收益	0.89	0.50	0.84	1.04	1.30	营运资本变动	38	68	(5)	124	109
每股红利	0.36	0.37	0.34	0.42	0.52	其它	(2)	1	(0)	(1)	(1)
每股净资产	5.06	3.58	4.09	4.71	5.49	经营活动现金流	805	743	1127	1499	1774
ROIC	15.90%	9.89%	21%	36%	45%	资本开支	0	(301)	(301)	(301)	(301)
ROE	17.57%	13.85%	21%	22%	24%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	65%	64%	67%	67%	68%	投资活动现金流	0	(301)	(301)	(301)	(301)
EBIT Margin	30%	23%	29%	29%	31%	权益性融资	(0)	71	0	0	0
EBITDA Margin	34%	29%	36%	36%	37%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	35%	-0%	37%	22%	19%	支付股利、利息	(267)	(384)	(352)	(438)	(546)
净利润增长率	24%	-22%	69%	24%	25%	其它融资现金流	562	451	(445)	0	0
资产负债率	33%	42%	33%	32%	31%	融资活动现金流	27	(245)	(798)	(438)	(546)
股息率	0.9%	1.3%	1.2%	1.4%	1.8%	现金净变动	832	197	29	760	927
P/E	32.5	58.1	34.4	27.7	22.2	货币资金的期初余额	1503	2335	2532	2561	3321
P/B	5.7	8.0	7.1	6.1	5.2	货币资金的期末余额	2335	2532	2561	3321	4248
EV/EBITDA	26.8	43.3	25.3	21.0	17.4	企业自由现金流	0	406	767	1122	1379
						权益自由现金流	0	857	337	1153	1427

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032