

2021年12月09日

百润股份 (002568.SZ)

激励提价次第推出，品类经营稳健出众

■ **事件：**公司发布提价公告。基于原辅材料、包材、人工、运输、能源等成本上涨，及公司优化升级产品带来的成本上升，公司决定对各系列产品出厂价格进行调整，主要产品价格上调幅度为4%-10%不等，新价格自2021年12月25日开始按产品调价通知执行。根据渠道调研，预计后续终端价格将跟随微调。

■ **刺激渠道补货，四季度有望实现较高增长。**截至今年前三季度，公司营收同比增45%，其中预调鸡尾酒在去年高基数下仍保持较快增长，在今年消费行业整体需求疲软的大背景下，相较其他诸多品类表现良好。根据渠道跟踪，10-11月公司预调鸡尾酒维持较高增速，微醺、强爽持续放量，清爽铺货稳步进行，渠道库存水平可控。四季度为公司业务旺季，主因圣诞、元旦等节假日下消费需求旺盛，同时促销活动较多，且公司会上市季节限定产品，如微醺推出冬季限定热红酒风味。预计提价将刺激经销商进货积极性，加速提前进货，公司四季度收入有望保持较高增长。

■ **覆盖成本压力，提升明年业绩确定性。**公司成本结构中包装材料占比较高，目前瓶罐产品比例约为2:8。21Q3，中国玻璃制品价格指数平均同比上涨3pct，铝锭市场价平均同比上涨44%，瓦楞纸价格平均同比上涨13%。公司此次提价幅度较大，有望较好地覆盖成本上涨，对盈利提升也有帮助，有助于激励首年业绩超额达成。

■ **拟推股权激励绑定核心人员利益，给予稳健增长预期。**此前公司推出股权激励计划预案，拟授予300万股，激励对象包括公司核心管理人员、核心技术人员、骨干业务人员合计227人，平均1.32万股/人。业绩考核目标为以2021年营收为基数，2022/2023/2024年营收增长率不低于25%/54%/85%，算得三年营收CAGR为22%。此次激励范围广、目标值稳健，主要用于绑定中高层管理者利益。近期公司销售团队注入新鲜血液，相关人员市场营销经验丰富。我们认为，此次激励目标增速留有余力，伴随渠道下沉稳步推进，叠加提价影响，明年实际增长有望超额完成增长目标。

■ **持续深度经营年轻人，深耕酒精饮品战略清晰，长期空间乐观。**公司是稀缺的聚焦经营年轻消费群体的成功企业，近年来持续进阶完善产品矩阵，满足消费者的多元化需求，增强消费频次及粘性。其中，微醺凭借精准的消费场景定位获得成功，高酒精度产品强爽起势放量，气泡酒产品清爽网点铺货稳步推进。同时，公司敏锐瞄准一二线城市年轻女性发力梅酒赛道，产品上市前测试充分，期待后续铺市效果。此外，四川威士忌产能为未来推出偏高端的威士忌预调酒做好基酒储备，同时也为长期推出自主品牌威士忌产品奠定基础。公司深耕酒精饮品战略清晰，前景乐观，成长可期。

■ **投资建议：**预计公司2021-2023年EPS分别为1.07、1.47、1.96元，剔除股权激励费用分别为1.07、1.50、1.97，给予6个月目标价74.77元（不考虑激励费用），对应2022年50倍PE，维持“买入-B”评级。

■ **风险提示：**低度酒市场扩张，潜在有力竞争者加入加剧竞争的风险；品类渗透率可能存在天花板。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,468.4	1,926.6	2,723.1	3,689.0	4,798.7
净利润	300.3	535.5	802.0	1,098.6	1,470.3
每股收益(元)	0.40	0.71	1.07	1.47	1.96
每股净资产(元)	2.67	4.29	5.02	5.76	6.74
盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	154.8	86.8	58.0	42.3	31.6
市净率(倍)	23.2	14.5	12.3	10.8	9.2
净利润率	20.5%	27.8%	29.5%	29.8%	30.6%
净资产收益率	15.0%	16.6%	21.3%	25.5%	29.1%
股息收益率	0.4%	1.2%	0.9%	1.2%	1.6%
ROIC	29.5%	42.9%	64.8%	74.3%	83.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

日用化学品

投资评级 **买入-B**
维持评级

6个月目标价：**74.77元**
股价(2021-12-08) **62.02元**

交易数据

总市值(百万元)	46,501.67
流通市值(百万元)	31,759.96
总股本(百万股)	749.79
流通股本(百万股)	512.09
12个月价格区间	56.63/139.13元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.62	-9.71	1.98
绝对收益	-7.53	-7.24	9.05

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

相关报告

- 百润股份：【百润股份】高基数下仍保持较快增长，扣非利润率稳升/苏斌 2021-11-01
- 百润股份：百润股份：积极延展主业布局烈性酒，前景乐观/苏斌 2021-08-17
- 百润股份：【安信食品】百润股份2021年半年报点评：渠道下沉&产品推新助力快速增长，利润率稳步提升/苏斌 2021-07-28
- 百润股份：预调酒增势强劲，长期增长路径明朗/苏斌 2021-04-22
- 百润股份：百润股份--年报预增超预期，轻库存助力Q1开门红/苏斌 2021-01-17

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,468.4	1,926.6	2,723.1	3,689.0	4,798.7	成长性					
减:营业成本	466.0	664.6	916.0	1,210.0	1,542.8	营业收入增长率	19.4%	31.2%	41.3%	35.5%	30.1%
营业税费	72.2	100.1	141.5	191.7	249.4	营业利润增长率	135.2%	71.7%	51.0%	36.2%	33.8%
销售费用	429.1	428.1	519.4	689.9	883.9	净利润增长率	142.7%	78.3%	49.8%	37.0%	33.8%
管理费用	89.8	100.9	189.8	277.0	329.4	EBITDA 增长率	75.4%	57.1%	38.3%	35.3%	32.2%
财务费用	(5.5)	(7.9)	(7.7)	(4.3)	(5.8)	EBIT 增长率	100.2%	61.6%	38.2%	36.8%	33.8%
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NOPLAT 增长率	162.5%	73.3%	51.1%	37.5%	34.0%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	19.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
投资和汇兑收益	39.3	95.5	50.5	56.9	50.0	净资产增长率	4.1%	60.7%	17.1%	14.6%	17.0%
营业利润	391.4	672.1	1,014.5	1,381.5	1,848.9	利润率					
加:营业外净收支	(10.4)	2.7	(0.7)	(0.4)	(2.2)	毛利率	68.3%	65.5%	66.4%	67.2%	67.8%
利润总额	381.0	674.8	1,013.7	1,381.1	1,846.7	营业利润率	26.7%	34.9%	37.3%	37.4%	38.5%
减:所得税	80.8	139.3	212.1	287.1	385.1	净利润率	20.5%	27.8%	29.5%	29.8%	30.6%
净利润	300.3	535.5	802.0	1,098.6	1,470.3	EBITDA/营业收入	35.6%	42.6%	41.6%	41.6%	42.3%
						EBIT/营业收入	30.7%	37.8%	37.0%	37.3%	38.4%
						运营效率					
资产负债表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	252	215	168	149	130
货币资金	487.7	1,503.0	1,516.8	1,968.9	2,530.8	流动营业资本周转天数	(39)	(47)	(21)	(0)	0
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	214	246	249	218	216
应收账款	136.5	127.4	180.1	244.0	317.4	应收账款周转天数	33	25	20	21	21
应收票据	0.0	3.1	3.3	3.5	3.6	存货周转天数	20	18	17	17	17
预付账款	13.0	15.4	21.8	29.6	38.5	总资产周转天数	611	602	536	447	401
存货	89.7	105.2	148.7	201.5	262.1	投资资本周转天数	277	229	179	158	146
其他流动资产	82.5	72.5	70.9	74.8	75.2	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	15.0%	16.6%	21.3%	25.5%	29.1%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	11.7%	13.8%	19.0%	22.2%	25.4%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	29.5%	42.9%	64.8%	74.3%	83.0%
投资性房地产	32.9	32.1	32.1	32.1	32.1	费用率					
固定资产	1,179.7	1,125.4	1,414.5	1,640.4	1,814.8	销售费用率	29.2%	22.2%	19.1%	18.7%	18.4%
在建工程	92.9	484.0	373.8	296.7	242.7	管理费用率	6.1%	5.2%	7.0%	7.5%	6.9%
无形资产	191.9	234.2	228.2	222.2	216.2	财务费用率	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	254.7	184.4	236.2	223.9	224.5	三费/营业收入	35.0%	27.0%	25.8%	26.1%	25.2%
资产总额	2,561.5	3,886.9	4,226.5	4,937.5	5,757.8	偿债能力					
短期债务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产负债率	21.8%	17.2%	10.9%	12.6%	12.3%
应付账款	293.5	401.9	171.0	282.8	317.9	负债权益比	27.9%	20.8%	12.2%	14.4%	14.0%
应付票据	1.0	1.1	1.6	2.2	2.8	流动比率	1.64	2.81	4.72	4.38	4.86
其他流动负债	200.0	247.5	239.2	290.8	342.8	速动比率	1.46	2.65	4.35	4.03	4.47
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	(82.63)	(92.39)	(131.05)	(322.02)	(320.12)
其他非流动负债	63.8	18.0	47.1	45.4	43.6	分红指标					
负债总额	558.3	668.5	458.9	621.1	707.0	DPS(元)	0.28	0.77	0.53	0.73	0.98
少数股东权益	2.1	2.1	1.7	1.1	0.4	分红比率	69.1%	108.1%	50.0%	50.0%	50.0%
股本	519.8	535.9	749.8	749.8	749.8	股息收益率	0.4%	1.2%	0.9%	1.2%	1.6%
留存收益	1,494.2	2,693.4	3,016.2	3,565.5	4,300.6						
股东权益	2,003.2	3,218.4	3,767.6	4,316.4	5,050.8						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	300.2	535.5	802.0	1,098.6	1,470.3	EPS(元)	0.40	0.71	1.07	1.47	1.96
加:折旧和摊销	72.3	92.6	127.1	157.3	185.6	BVPS(元)	2.67	4.29	5.02	5.76	6.74
资产减值准备	1.0	0.4	0.0	0.0	0.0	PE(X)	154.8	86.8	58.0	42.3	31.6
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PB(X)	23.2	14.5	12.3	10.8	9.2
财务费用	(0.0)	3.2	(7.7)	(4.3)	(5.8)	P/FCF	494.6	175.8	146.0	47.0	35.8
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	31.7	24.1	17.1	12.6	9.7
少数股东损益	(0.1)	(0.0)	(0.4)	(0.5)	(0.7)	EV/EBITDA	24.7	66.0	39.4	28.9	21.5
营运资金的变动	164.6	184.6	(362.6)	46.1	(58.1)	CAGR(%)	53.9%	39.8%	-86.4%	53.9%	39.8%
经营活动产生现金流量	530.5	723.4	558.5	1,297.1	1,591.3	PEG	2.9	2.2	-0.7	0.8	0.8
投资活动产生现金流量	(366.3)	(385.1)	(300.0)	(300.0)	(300.0)	ROIC/WACC	2.7	3.9	5.8	6.7	7.5
融资活动产生现金流量	(320.7)	676.4	(244.7)	(545.0)	(729.4)	REP	3.9	11.4	5.2	3.7	2.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034