



买入（维持）

所属行业：食品饮料/饮料制造
当前价格(元)：41.15

证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

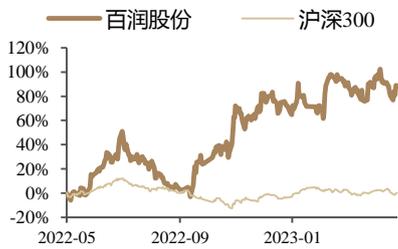
韦香怡

资格编号：S0120522080002

邮箱：weixy@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.01	0.15	9.60
相对涨幅(%)	2.51	2.60	12.32

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《百润股份(002568.SZ)中报点评：业绩短期承压，看好后续复苏反转》，2022.8.28

百润股份（002568.SZ）：22Q4重回快增通道，23Q1向上势能延续

投资要点

- 事件：公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告。**2022年公司实现营业收入25.93亿元，同比-0.04%；归母净利润5.21亿元，同比-21.74%；扣非归母净利润4.86亿元，同比-22.73%。其中22Q4实现营收9.48亿元，同比+39.50%；归母净利润2.16亿元，同比+110.13%；扣非归母净利润2.05亿元，同比+109.66%。23Q1公司实现营业收入7.60亿元，同比+41.11%；归母净利润1.88亿元，同比+104.73%；扣非归母净利润1.87亿元，同比+105.90%，业绩表现亮眼。
- 强爽放量带动收入高增，全国化布局逐步显现。**(1)分产品看，2022年预调鸡尾酒实现营收22.57亿元，同比-1.24%，Q3后公司生产经营恢复正常，且强爽在多个互联网平台声量持续攀升，销售增速较快，带动预调鸡尾酒业务呈逐月恢复态势，22Q4实现营收8.57亿元，同比+42.91%；食用香精业务实现营收2.80亿元，同比+2.33%，发展较为稳定。23Q1预调鸡尾酒实现营收6.74亿元，同比+46.74%，保持较快增长。(2)分渠道看，2022年线下/数字零售/即饮渠道分别实现营业收入19.33/5.39/0.65亿元，同比+6.56%/-16.78%/-33.14%，毛利率最高的传统线下渠道收入与利润贡献均较大。(3)分区域来看，2022年华北/华东/华南/华西地区分别实现营业收入4.07/11.08/6.51/3.70亿元，同比+26.64%/-10.26%/+9.56%/-9.24%，22年经销商数量净增146/34/84/41家，华北、华南贡献较大增量，全国市场开拓与渠道下沉渐显成效。
- 盈利能力明显改善，23年利润弹性可期。**2022年在上半年经营承压情况下，公司全年毛利率同比-1.65pct至63.78%；2023Q1公司毛利率同比+2.94pct至65.45%。从费用方面看，22年公司销售/管理费用率分别同比+2.27/+1.40pct至24.13%/6.66%，主系广告投入增加与股权激励费用摊销影响，23Q1销售/管理费用率分别同比-4.94/-2.24pct，费率稳步优化。综合来看，2022年公司归母净利率同比-5.57pct至20.1%，但22Q4归母净利率同比+7.67pct至22.82%，23Q1归母净利率同比+7.68pct至24.72%，环比持续改善，展望全年公司利润弹性可期。
- “358”品类矩阵持续丰富，着眼长远把握机遇。**2022年初公司制定“RIO(锐澳)”产品“358”(3度、5度、8度酒精含量)品类矩阵规划，目前二级、三级增长引擎逐渐成型，微醺、经典、强爽、清爽等满足消费者在不同场景的需求。公司通过渠道创新、产品创新、数字营销和综合性业务开拓等构建了综合性的企业竞争优势，抓住单品爆量机遇持续增加市场投入，看好后续长期稳健发展。同时，嵊州蒸馏厂已顺利灌桶多种风味威士忌，未来以威士忌为主的烈酒业务有望贡献新增量。
- 投资建议：**国内预调鸡尾酒市场具有强劲的市场增长潜力和较大的增长空间，公司作为国内预调酒行业龙头企业具备强劲先发优势，我们看好公司未来发展。基于公司业绩报告做出盈利预测，预计公司2023-2025年分别实现营业收入35.25/44.97/54.04亿元，同比+35.9%/+27.6%/+20.2%，实现归母净利润8.61/11.42/14.34亿元，同比+65.2%/+32.7%/+25.5%，对应PE分别为50x/38x/30x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧；原材料成本持续上涨；新品表现不及预期等。



股票数据

总股本(百万股):	1,050.16
流通 A 股(百万股):	717.28
52 周内股价区间(元):	20.46-43.94
总市值(百万元):	43,035.55
总资产(百万元):	6,856.61
每股净资产(元):	3.77

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,594	2,593	3,525	4,497	5,404
(+/-)YOY(%)	34.7%	-0.0%	35.9%	27.6%	20.2%
净利润(百万元)	666	521	861	1,142	1,434
(+/-)YOY(%)	24.4%	-21.7%	65.2%	32.7%	25.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.63	0.50	0.82	1.09	1.37
毛利率(%)	65.4%	63.8%	65.6%	66.6%	67.0%
净资产收益率(%)	17.6%	13.8%	20.3%	21.2%	21.0%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.50	0.82	1.09	1.37
每股净资产	3.58	4.05	5.14	6.50
每股经营现金流	0.86	1.11	1.38	1.68
每股股利	0.50	0.50	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	74.72	50.19	37.83	30.13
P/B	10.42	10.17	8.01	6.33
P/S	16.66	12.26	9.61	8.00
EV/EBITDA	46.94	32.76	24.66	19.43
股息率%	1.3%	1.2%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	63.8%	65.6%	66.6%	67.0%
净利润率	20.1%	24.4%	25.4%	26.5%
净资产收益率	13.8%	20.3%	21.2%	21.0%
资产回报率	8.1%	12.8%	14.3%	15.2%
投资回报率	10.0%	15.6%	17.4%	18.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	0.0%	35.9%	27.6%	20.2%
EBIT 增长率	-20.2%	69.2%	32.4%	24.7%
净利润增长率	-21.7%	65.2%	32.7%	25.5%
偿债能力指标				
资产负债率	41.7%	37.0%	32.5%	28.0%
流动比率	1.9	2.3	2.7	3.3
速动比率	1.6	2.1	2.5	3.1
现金比率	1.5	1.9	2.3	2.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	17.9	22.0	21.0	20.0
存货周转天数	208.0	70.0	65.0	60.0
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6
固定资产周转率	1.2	1.4	1.6	1.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	521	861	1,142	1,434
少数股东损益	0	-3	-5	-6
非现金支出	161	171	198	225
非经营收益	24	48	23	29
营运资金变动	198	94	87	86
经营活动现金流	903	1,170	1,445	1,769
资产	-624	-439	-529	-593
投资	0	0	0	0
其他	-11	0	0	0
投资活动现金流	-635	-439	-529	-593
债权募资	450	-153	-109	-130
股权募资	71	1	0	0
其他	-596	-387	-51	-50
融资活动现金流	-75	-538	-160	-180
现金净流量	196	193	756	996

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 4 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,593	3,525	4,497	5,404
营业成本	939	1,212	1,502	1,782
毛利率%	63.8%	65.6%	66.6%	67.0%
营业税金及附加	162	197	252	303
营业税金率%	6.3%	5.6%	5.6%	5.6%
营业费用	626	776	989	1,162
营业费用率%	24.1%	22.0%	22.0%	21.5%
管理费用	173	197	243	276
管理费用率%	6.7%	5.6%	5.4%	5.1%
研发费用	86	106	135	162
研发费用率%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
EBIT	652	1,104	1,462	1,822
财务费用	1	8	-2	-14
财务费用率%	0.0%	0.2%	0.0%	-0.3%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	651	1,090	1,457	1,829
营业外收支	0	2	2	2
利润总额	651	1,092	1,459	1,831
EBITDA	813	1,275	1,659	2,048
所得税	130	235	321	403
有效所得税率%	20.0%	21.5%	22.0%	22.0%
少数股东损益	0	-3	-5	-6
归属母公司所有者净利润	521	861	1,142	1,434

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,532	2,725	3,481	4,477
应收账款及应收票据	127	212	259	296
存货	535	233	267	293
其它流动资产	87	120	157	189
流动资产合计	3,282	3,290	4,164	5,254
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,172	2,495	2,813	3,133
在建工程	328	239	219	235
无形资产	404	440	475	509
非流动资产合计	3,177	3,455	3,818	4,208
资产总计	6,458	6,745	7,982	9,463
短期借款	444	284	175	45
应付票据及应付账款	487	666	784	881
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	754	484	572	655
流动负债合计	1,685	1,434	1,531	1,581
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	1,007	1,061	1,065	1,067
非流动负债合计	1,007	1,061	1,065	1,067
负债总计	2,692	2,495	2,596	2,648
实收资本	1,050	1,050	1,050	1,050
普通股股东权益	3,764	4,251	5,393	6,826
少数股东权益	2	-1	-6	-11
负债和所有者权益合计	6,458	6,745	7,982	9,463

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。