

公司研究/首次覆盖

2019年12月19日

食品饮料/食品加工 II

投资评级: 买入 (首次评级)

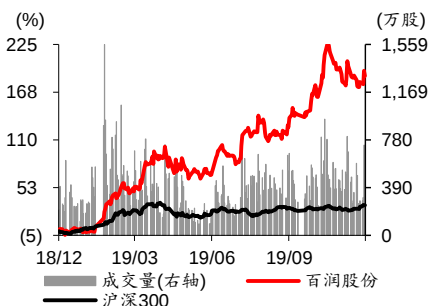
当前价格(元): 25.48
合理价格区间(元): 30.57~31.27

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

张晋溢 执业证书编号: S0570519030001
研究员 010-56793951
zhangjinyi@htsc.com

李晴 执业证书编号: S0570518110003
研究员 021-28972093
liqing3@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

行业新起点, 预调酒龙头再起航

百润股份(002568)

历经调整期, 预调酒龙头再起航

预调酒行业在 2011-2015 年和 2016-2018 年分别经历了快速增长期和调整期。百润股份通过在行业调整期的持续耕耘, 2018 年已占据 84% 的销量份额, 获得了行业领导地位。与全球其他国家和地区对比, 我国预调酒行业尚处于发展初期, 行业具备较大扩容空间。通过新品微醺的推广, 公司有望迎来新的增长点, 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.56 元、0.69 元和 0.87 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

迎合家庭佐餐需求, 日本成为预调酒最大消费国

预调酒出现在 20 世纪 80 年代的欧洲, 目前日本是全世界最大的预调酒消费国。近十年, 预调酒在日本酒精饮料整体容量萎缩的情况下仍实现了年均 7.5% 的销量增长, 成为了酒精饮料中最为蓬勃发展的子品类之一。日本预调酒销售几乎全部集中在非即饮渠道, 适合家庭佐餐饮用, 与消费者预算意识增强、生活节奏加快、人口老龄化加剧的消费趋势相契合, 加之其高性价比的定价颇受年轻消费者的欢迎, 因此预调酒引领了日本厂商的创新方向, 丰富的口味和不断推出的新品不断激发了消费者的细分需求。

调整期持续耕耘, 百润市场份额大幅提升

我国预调酒行业在 2011-2015 年经历了第一轮快速增长, 在密集广告营销下消费者尝鲜式消费催生了第一轮行业热潮, 期间渠道快速下沉、新竞争者涌入、经销商盲目进货导致乱象频发, 行业在 2016-2018 年步入长达 3 年的调整期。百润公司积极面对行业调整, 在 2016 年进行了渠道库存去化的工作, 17-18 年公司广告费用投放明显收缩。通过在预调酒行业坚持耕耘, 3 年调整期后, 公司销量份额提升至 84%, 奠定了行业领导地位。

微醺升级上市, 开启新增长点

2018 年公司升级的微醺系列新品主打“一个人的小酒”, 消费场景定位更加明确, 向非即饮需求贴近; 新品罐装包装更为便携且定价与主流啤酒产品更为贴近, 有望开拓市场空间。2017 年以后公司销售渠道向一二线城市和沿海发达地区集中, 销售人员数量缩减以后, 人均创收有明显提升, 我们预计新一轮产品的渠道铺设将更加谨慎有序地进行, 新微醺系列有望成为公司新的增长点。

新一轮增长有望开启, 首次覆盖给予“买入”评级

我们认为预调酒消费将回归理性, 厂商将更加注重产品本身的复购率和消费者体验, 罐装新品微醺的上市推广有望开启公司新一轮增长。我们预计百润股份 19-21 年收入为 14.96 亿元、18.16 亿元和 21.71 亿元, EPS 分别为 0.56 元、0.69 元和 0.87 元, 分别同比增长 133.52%、24.98% 和 25.63%。2020 年可比公司 PE 估值为 44 倍, 我们给予百润股份 2020 年 44-45 倍 PE 估值, 对应目标价范围 30.57~31.27, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 新品推广低于预期的风险, 竞争加剧的风险, 食品安全问题。

公司基本资料

总股本 (百万股)	519.80
流通 A 股 (百万股)	348.86
52 周内股价区间 (元)	8.65-28.80
总市值 (百万元)	13,245
总资产 (百万元)	2,274
每股净资产 (元)	3.71

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,172	1,230	1,496	1,816	2,171
+/-%	26.64	4.95	21.59	21.42	19.54
归属母公司净利润 (百万元)	182.65	123.76	289.00	361.19	453.76
+/-%	224.23	(32.24)	133.52	24.98	25.63
EPS (元, 最新摊薄)	0.35	0.24	0.56	0.69	0.87
PE (倍)	72.52	107.02	45.83	36.67	29.19

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心逻辑及投资要点	4
双主业协调发展，预调鸡尾酒领导品牌	5
股权结构集中，管理层持股比例高	5
主营业务一：香精香料收入稳定，盈利情况良好	6
主营业务二：预调酒领导品牌，产品组合丰富	7
预调酒行业：亚太地区盛行，扩容空间较大	9
全球消费总量平稳增长，亚太地区为核心市场	9
日本：世界最大预调酒消费国，迎合家庭佐餐需求	10
日本预调酒销量长期保持较快增长水平	10
日本预调酒兴起的原因：适应非即饮渠道消费，创新激发需求	11
我国预调酒行业：经历调整，行业回归理性发展	12
2011-2015 年行业快速发展，历经 3 年调整回归理性	12
行业尚处发展初期，扩容空间较大	13
新起点：微醺升级上市，预调酒龙头再起航	14
历经调整期，坚守领先地位	14
2011-2015 年：广告宣传密集投放，催生尝鲜消费高潮	14
百润坚守领导地位，行业标准出台整治乱象	16
微醺升级上市，开启新增长点	16
产品：罐装微醺系列拉动新一轮业绩增长	17
渠道：销售区域和渠道更加集中，销售人员队伍有所精简	18
盈利预测与估值	20
盈利预测	20
估值分析	21
PE/PB - Bands	22
风险提示	22

图表目录

图表 1：百润股份发展历史大事记	5
图表 2：百润股份股权结构（截至 2019 年三季报）	5
图表 3：百润股份持股管理层及背景介绍（截止 2019/9/30）	6
图表 4：2011-2018 年全球香精香料市场销售额	6
图表 5：2005-2018 年中国香精香料行业市场销售额	6
图表 6：百润股份主营业务结构（按 2018 年年报收入占比）	7
图表 7：2011-2018 年百润股份食用香精收入及销量	7
图表 8：2011-2018 年百润股份食用香精毛利及毛利率	7
图表 9：RIO 锐澳鸡尾酒产品系列及定位	8
图表 10：2004-2018 年全球预调酒销量及增速	9
图表 11：2004-2018 年全球预调酒销售额及增速	9
图表 12：2018 年预调酒在各地区的消费量分布	9
图表 13：2004-2018 年日本预调酒销量及增速	10
图表 14：2004-2018 年日本酒精饮料销量及增速	10

图表 15: 2004-2018 年日本预调酒占酒精饮料销量的比例	10
图表 16: 2018 年日本不同酒类销量及增速	10
图表 17: 2018 年日本预调酒生产商市场份额情况 (按销量)	11
图表 18: 2018 年日本预调酒主要品牌市场份额情况 (按销量)	11
图表 19: 2004-2018 年日本酒精饮料非即饮与即饮渠道销量占比	11
图表 20: 2018 年日本预调酒非即饮与即饮渠道销量占比	11
图表 21: 2019 年日本啤酒和预调酒部分大单品零售价格对比	12
图表 22: 2004-2018 年我国预调酒销量及增速	12
图表 23: 我国预调酒行业发展历史及阶段	13
图表 24: 2018 年部分国家及地区预调酒销量	13
图表 25: 2018 年部分国家及地区预调酒人均年消费量	13
图表 26: 2018 年预调酒在世界各地区的消费量分布	13
图表 27: 2012-2018 年巴克斯酒业预调酒收入及增速	14
图表 28: 2012-2018 年巴克斯酒业预调酒销量及增速	14
图表 29: 2014-2018 年巴克斯酒业预调酒销量及增速	14
图表 30: 2018 年我国预调酒行业市场份额 (按销量计)	14
图表 31: 巴克斯酒业并购重组业绩承诺及实际完成情况	15
图表 32: 2012-2014 年巴克斯酒业广告费用及费用率	15
图表 33: 2015-2018 年百润股份广告费用及费用率	15
图表 34: 2012-2014 年巴克斯酒业市场活动费用及费用率	15
图表 35: 2015-2018 年百润股份市场活动费用及费用率	15
图表 36: 2013-2015 年百润股份部分广告投放内容	16
图表 37: 2009-2018 年我国预调酒行业主要公司及其品牌市场份额变化情况	16
图表 38: 18Q1-19Q3 百润股份营业收入及增速	17
图表 39: 2016-2019 年前三季度百润股份归母净利润及增速	17
图表 40: 2015-2019 年前三季度百润股份净利率	17
图表 41: 2014-2018 年百润股份预调酒单箱售价	17
图表 42: 2018 年微醺系列代言人及产品展示	18
图表 43: 2019 年 RIO 经典系列代言人及产品展示	18
图表 44: 2013-2018 年我国预调酒分渠道市场份额 (按销量)	18
图表 45: 2015 年和 2018 年百润股份销售收入分区域占比	19
图表 46: 2015-2018 年百润股份销售人员数量及人均创收情况	19
图表 47: 2014-2018 年百润股份员工总体人均创收情况	19
图表 48: 2014-2018 年百润股份员工总体人均创利情况	19
图表 49: 百润股份核心盈利预测表 (收入及毛利率)	21
图表 50: 百润股份核心盈利预测表 (费用率)	21
图表 51: 百润股份可比公司估值表	22
图表 52: 百润股份历史 PE-Bands	22
图表 53: 百润股份历史 PB-Bands	22

核心逻辑及投资要点

- 1) 我国与其他主要国家及地区相比，预调酒的消费量仍有较大的提升空间。根据欧睿数据库的统计，2018 年我国预调酒销量为 9.03 万千升，仅为日本消费量的 7%，美国消费量的 9%，西欧地区消费量的 1/6。从人均年消费量的角度来看，2018 年我国预调酒人均年消费量为 0.1 升，仅为日本、澳大利亚等预调酒消费氛围较浓厚国家的 1% 左右，与美国、西欧等地区相比也有很大的提升空间。此外，2018 年我国预调酒销量占酒精饮料总量的比例仅为 0.2%，日本、澳大利亚、美国、加拿大等国该比例分别为 15.7%、8.5%、3.7% 和 2.9%，由此可见我国预调酒行业尚处于发展初期，未来行业扩容空间较大。
- 2) 日本是全世界最大的预调酒消费国，通过借鉴日本的成功推广经验，我国预调酒行业有望复制其扩容之路。近十年以来，预调酒在日本酒精饮料整体容量萎缩的情况下仍实现了年均 7.5% 的销量增长，成为了酒精饮料中最为蓬勃发展的子品类之一。日本预调酒销售几乎全部集中在非即饮渠道，适合家庭佐餐饮用，这与消费者预算意识增强、生活节奏加快、人口老龄化加剧的消费趋势相契合。此外，由于税负较低，日本预调酒的定价低于啤酒，对于消费者来说同等酒精含量的预调酒性价比要明显高于啤酒。加之预调酒时尚健康的产品定位，使其颇受年轻消费者的欢迎，因此预调酒引领了日本厂商的创新方向，厂商在该领域的产品创新与消费需求的增长相辅相成，丰富的口味和不断推出的新品激发了消费者的细分需求。
- 3) 百润在预调酒行业调整期，持续坚持在行业耕耘，2018 年公司已获得行业领导地位。我国预调酒行业在 2011-2015 年经历了第一轮快速增长，在密集广告营销下消费者尝鲜式消费催生了第一轮行业热潮，期间渠道快速下沉、新竞争者涌入、经销商盲目进货导致乱象频发，行业在 2016-2018 年步入长达 3 年的调整期。百润公司积极面对行业调整，在 2016 年进行了渠道库存去化的工作，17-18 年公司广告费用投放明显收缩。3 年调整期后，公司销量份额提升至 84%，奠定了行业领导地位。
- 4) 罐装系列产品新微醺系列上市，有望开启新一轮增长。2018 年公司升级的微醺系列新品主打“一个人的小酒”，消费场景定位更加明确，向非即饮需求贴近；新品罐装包装更为便携且定价与主流啤酒产品更为贴近，有望开拓市场空间。2017 年以后公司销售渠道向一二线城市和沿海发达地区集中，销售人员数量缩减以后，人均创收有明显提升，我们预计新一轮产品的渠道铺设将更加谨慎有序地进行，新微醺系列有望成为公司新的增长点。

双主业协调发展，预调鸡尾酒领导品牌

上海百润投资控股集团股份有限公司始创于 1997 年 6 月，是中国香精香料行业的第一家国内上市公司。公司原主要从事香精香料的研发、生产和销售业务，2015 年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。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）”牌预调鸡尾酒是预调鸡尾酒行业的领导品牌。

图表1：百润股份发展历史大事记

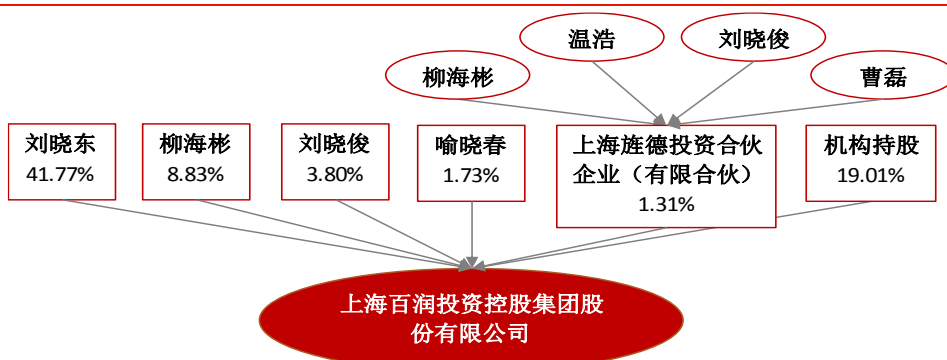
时间	大事记
1997	公司成立；主要产品为食用香精和烟用香精两大类千余种香精产品
1998	被国家烟草专卖局认定为烟用香精香料定点供应单位
1999	合资成立上海麦克斯百润香精香料有限公司，主营食用香精
2003	被评为上海市高新技术企业，成为国内首批经认证同时获得 ISO9001 和 HACCP 体系认证证书的香精香料公司之一 上海巴克斯酒业有限公司注册成立
2005	公司重组，更名为由中方独资的上海百润福德香精香料有限公司，主营食用香精
2006	巴克斯酒业成为上海百润全资子公司
2008	RIO 品牌覆盖全国 80 多个城市
2009	百润股份将巴克斯酒业转让给公司实控人刘晓东等人
2011	在深交所上市，首次公开发行 2,000 万股股票，是中国香精香料行业的第一家国内上市公司
2012	上海张江高科技园创意开发中心建成并投入使用
2013	签约周迅为首位代言人，开始进入品牌宣传阶段
2014	公司以 49.45 亿元收购巴克斯酒业 100% 股权 上海康桥现代化生产基地投资新工厂落成并开始投入使用
2015	百润香精香料与锐澳酒业实施重大重组并成功完成 公司由“上海百润香精香料股份有限公司”正式更名为“上海百润投资控股集团股份有限公司”，公司证券简称和证券代码保持不变
2017	由于 2016 年未完成业绩承诺，巴克斯原股东回购注销业绩承诺补偿股份 2.31 亿股
2018	微醺签约周冬雨为品牌代言人，定位“一个人的小酒” 由于未完成 2017 年业绩承诺，巴克斯原股东回购注销业绩承诺补偿股份 1.81 亿股 鉴于当前资本市场环境及公司股价波动的影响，限制性股票激励计划将难以达到预期的激励目的和激励效果，公司决定终止实施第一期限制性股票激励计划 公司拟以自由资金或自筹资金回购公众股份，回购金额低于 1.5 亿元且不超过 3 亿元，回购价格不超过 13.28 元/股

资料来源：公司公告，公司官网，华泰证券研究所

股权结构集中，管理层持股比例高

百润股份的实际控制人为刘晓东先生，持股比例为 41.77%，股权结构较为集中。其余主要股东包括柳海彬、刘晓俊、喻晓春等人，持股比例分别为 8.83%、3.80% 和 1.73%，其中刘晓俊与刘晓东为兄弟关系。公司管理层合计持股比例达到 43.98%，除实际控制人刘晓东先生（任董事长及总经理）外，包含财务总监在内的几位高管合计持股比例为 2.20%。

图表2：百润股份股权结构（截至 2019 年三季报）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：百润股份持股管理层及背景介绍（截止 2019/9/30）

姓名	出生年份	职务	持股数量	持股比例	介绍
刘晓东	1967	董事长，董事，总经理	217,136,991	41.77%	硕士学位，1997 年至今，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作
张其忠	1969	董事，副总经理，财务总监	5,087,441	0.98%	硕士学位，注册会计师，高级会计师，被上海上市公司协会评为“2015-2016 年度优秀财务总监”，1990 年至 1999 年，在中国第一铅笔股份有限公司工作；1999 年至今，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作
林丽莺	1976	董事，副总经理	2,561,023	0.49%	本科学历，1999 年至 2013 年 7 月，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，历任行政助理，工厂经理；2013 年 8 月至今，在上海巴克斯酒业有限公司工作，任总经理。2015 年 6 月至今，任公司董事，副总经理
高原	1970	董事	2,662,693	0.51%	企业管理硕士，工商管理硕士，注册会计师；曾在上海外高桥保税区税务局，上海外高桥开发股份有限公司任职；2007 年至 2009 年在上海东上海国际文化交流有限公司任总经理，2009 年至 2016 年在上海艾普广告有限公司任总经理。2013 年 3 月至今任公司董事
曹磊	1975	监事会主席，监事	1,138,275	0.22%	硕士学位，2000 年至 2005 年，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，历任信息部经理，采购总监；2005 年至 2017 年，在上海巴克斯酒业有限公司工作，任副总经理，锐澳营销总经理。2015 年 6 月至今任公司监事会主席

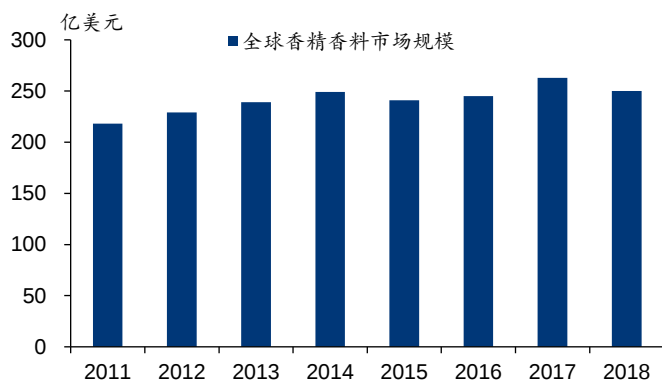
资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

主营业务一：香精香料收入稳定，盈利情况良好

百润股份的主营业务之一是香精香料业务，香精香料产品广泛应用于食品业、日用化工、医药业、烟草业、纺织业、皮革业等各个行业，公司的香精香料业务主要包括“百润（BAIRUN）”牌香精香料的研发、生产、销售和服务，主要产品为食品用香精，香精的具体用途包括乳品、饮料、糖果、烘焙、冰品、调味品、休闲食品、速冻食品、肉制品和烟草制品等。

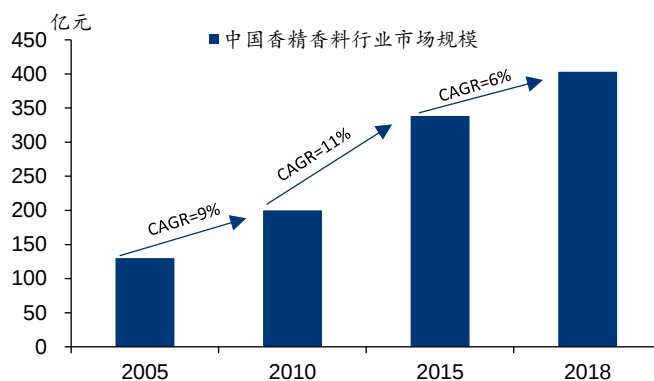
根据 Leffingwell & Associates 的统计，2011-2018 年全球香精香料行业的市场规模保持了较为平稳的增长，从 218 亿美元增长至 250 亿美元，年复合增长率为 1.98%。根据中国香料香精化妆品工业协会的统计，2005-2018 年我国香精香料行业的销售额从 130 亿元增长至 403 亿元，年复合增速达到 9.1%，香精香料行业规模保持了较快增长。

图表4：2011-2018 年全球香精香料市场销售额



资料来源：Leffingwell & Associates，华泰证券研究所

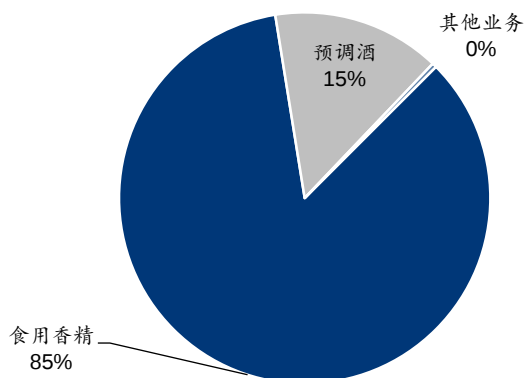
图表5：2005-2018 年中国香精香料行业市场销售额



资料来源：中国香料香精化妆品工业协会，华泰证券研究所

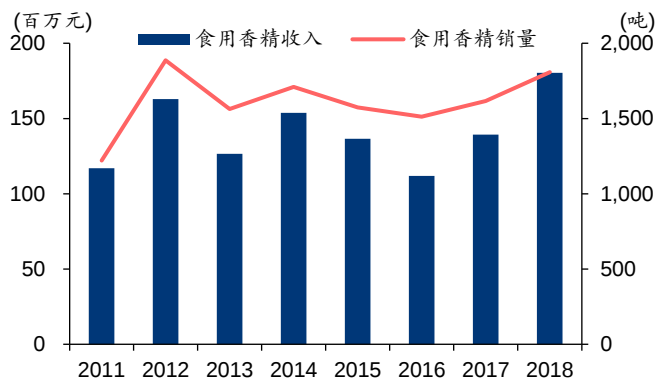
根据百润股份 2018 年年报食用香精占公司营业收入的 14.7%，2018 年公司食用香精收入为 1.8 亿元，毛利率为 64.3%。我们认为公司香料香精业务收入平稳、毛利率较高，未来仍将是公司一块稳定的收入和利润来源。

图表6：百润股份主营业务结构（按 2018 年年报收入占比）



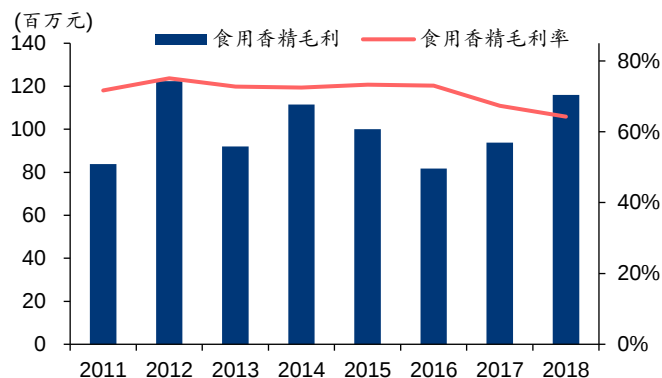
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7：2011-2018 年百润股份食用香精收入及销量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表8：2011-2018 年百润股份食用香精毛利及毛利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

主营业务二：预调酒领导品牌，产品组合丰富

公司的另一大主营业务是通过对巴克斯酒业进行并购重组而并入的预调酒业务，巴克斯酒业旗下的“RIO（锐澳）”牌预调鸡尾酒是预调鸡尾酒行业的领导品牌。2014 年 9 月百润股份发布公告称将购买上海巴克斯酒业有限公司 100% 的股份。2015 年 6 月，并购完成，交易价格约 49.45 亿元。根据 2018 年年报，百润股份营业收入中预调酒业务占比 85%，实现收入 10.45 亿元，毛利率为 69.5%。

公司预调鸡尾酒在售产品涵盖了 3%-13.5% 不同酒精度的 7 个系列，提供 30 多种口味选择，包括 275mL、330mL、500mL 等不同容量的玻璃瓶装和易拉罐装，可以满足不同消费者和不同消费场景的需求，其核心产品分为以下几个主要的产品系列：经典系列（瓶装 275ml）、经典 500 系列（罐装 500ml）、微醺系列、强爽系列等。经典系列是公司最早推出的产品，定位于年轻人交友聚会场合饮用；微醺系列定位“一个人的小酒”，自 2017 年下半年推出、2018 年进行包装口感升级后已迅速成为核心主流产品系列之一；强爽系列酒精度数较经典产品偏高，消费群体为日常具有饮酒习惯的男性，主打解腻、解辣、“无嘌呤”概念，针对火锅、烧烤、小龙虾等重油重辣的餐饮环境，目前尚处于产品培育阶段。

图表9: RIO 锐澳鸡尾酒产品系列及定位

产品系列	容量	度数	果汁含量	简介	推出时间	零售价格	产品定位	图片
经典系列	275ml	3.8%vol	≥3.0%	最早推出的产品系列, 口味包括蓝玫瑰+威士忌, 水蜜桃+白兰地, 青柠+朗姆, 紫葡萄+白兰地, 香橙+伏特加, 混合水果+伏特加	2003 年	¥ 13.8	18-28 岁之间富有激情、个性、创新, 热爱生活、乐于交友聚会的年轻人	
经典 500	500ml	3%vol	≥2%~≥4%	口味有白桃白兰地, 葡萄白兰地, 柠檬朗姆, 西柚伏特加	2017 年	¥ 12.5	18-28 岁之间富有激情、个性、创新, 热爱生活、乐于交友聚会的年轻人	
微醺系列	330ml	3%vol	≥3.0%	微醺系列有丰富多彩的外观和多种口味调配, 包括白桃+白兰地, 乳酸菌+伏特加, 葡萄+白兰地, 柠檬+朗姆, 西柚+伏特加	2018 年包装口感升级	¥ 6.5	主打年轻人越来越多的“一个人”的饮用场景	
强爽系列	500ml & 330ml	8%vol	≥3.0%	清新水果遇上纯净伏特加, 浓浓果味融合酒香, 入口瞬间, 甘甜顺滑, 包含柠檬+伏特加, 卡曼橘+伏特加	2016 年初	¥ 9.9 & ¥ 7.5	酒精度数较经典产品偏高, 主要针对日常具有饮酒习惯的男性, 针对火锅、烧烤、小龙虾等重油重辣的餐饮环境, 主打解腻、解辣、“无嘌呤”概念	
本味系列	275ml	5%vol	≥2.0%	灵感起源于 1920 年螺丝起子鸡尾酒, 口味包括柠檬+伏特加, 西柚+伏特加, 青柠+伏特加, 青梅+伏特加	2016 年初	¥ 13.8	以 85-90 后为主, 辐射 80 后, 追求一定品质生活的轻熟男女	
本榨系列	330ml	3.5%~5.5%vol	20-40%	RIO 本榨鸡尾酒共有 3 种口味——红西柚味、菠萝味和芒果味, 与 RIO 鸡尾酒其他系列相比, RIO 本榨鸡尾酒果汁含量更高, 能够给予消费者更强的满足感与犒赏感	2017 年	¥ 9.9	针对个人独处或者两人相处的静谧时刻, 给予消费者更多犒赏体验	

资料来源: 公司官网, RIO 锐澳天猫旗舰店, 华泰证券研究所

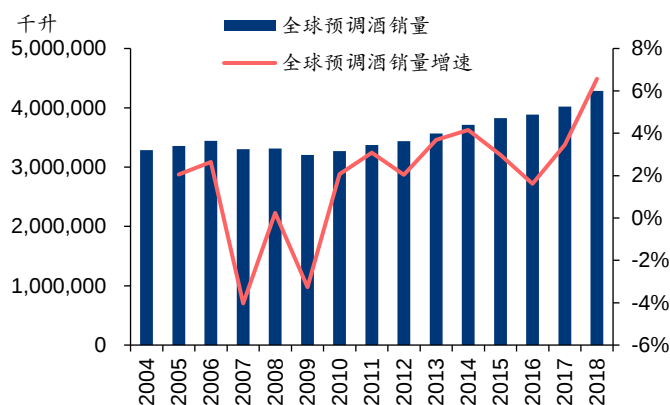
预调酒行业：亚太地区盛行，扩容空间较大

预调鸡尾酒指预先调配并预包装出售的鸡尾酒产品，主要由水、糖、果汁、酒基、酸料等调制后，充加二氧化碳制成，属于低酒精度饮料。预调酒通过在朗姆、伏特加、威士忌、白兰地等基酒中加入不同种类的果汁从而形成了口味清爽、富有果汁香气、外观缤纷艳丽的混合酒精饮料。预调鸡尾酒最早于 20 世纪 80 年代出现于欧洲，后逐步流行全球，风靡日本、澳大利亚、新西兰等亚太地区。全球预调酒行业总量已经进入平稳发展阶段，但在亚太地区，如日本，预调酒成为了酒精饮料中最为蓬勃发展的子品类之一，其推广经验值得借鉴。我国预调酒行业经历了 2011-2015 年的快速发展和 2016-2018 年的行业调整，已经重回理性发展阶段。我国与其他主要国家及地区相比，预调酒行业尚处发展初期，从总量和人均消费量的角度来看都有较大的提升空间。

全球消费总量平稳增长，亚太地区为核心市场

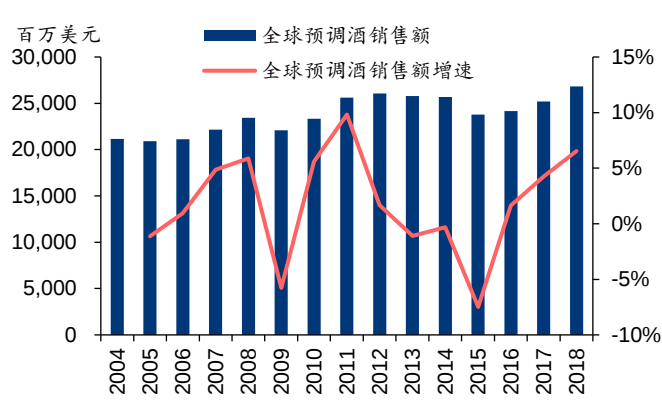
根据欧睿数据库的统计，2018 年全球预调酒销售量约为 428.6 万千升，近 10 年来全球预调酒销量年复合增速为 2.61%；2018 年全球预调酒销售额为 268.26 亿美元，近 10 年来全球预调酒销售额年复合增速为 1.35%，全球预调酒行业已经进入平稳发展阶段。

图表10： 2004-2018 年全球预调酒销量及增速



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

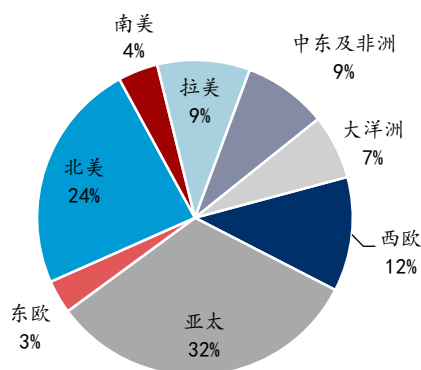
图表11： 2004-2018 年全球预调酒销售额及增速



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

从全世界范围来看，预调酒的主要消费地区为亚太地区和北美地区，消费前五大的国家分别为日本、美国、澳大利亚、墨西哥和德国。2018 年亚太地区共消费预调酒 144.58 万千升，占全球预调酒消费总量的 32%，北美地区共消费预调酒 105.89 万千升，占全球预调酒消费总量的 24%。

图表12： 2018 年预调酒在世界各地区的消费量分布



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

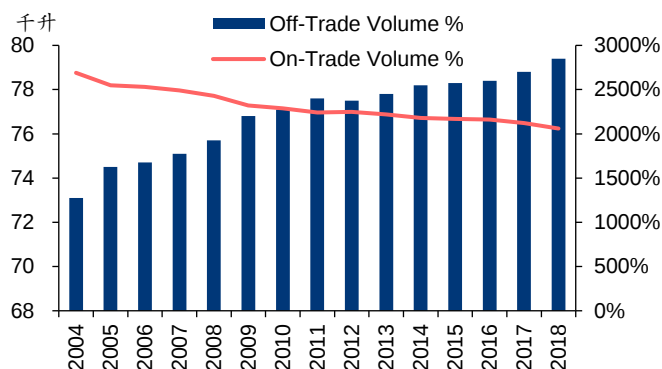
日本：世界最大预调酒消费国，迎合家庭佐餐需求

日本是全世界最大的预调酒消费国。近 10 年以来，预调酒在日本酒精饮料整体容量萎缩的情况下仍实现了年均 7.5% 的销量增长，成为了酒精饮料中最为蓬勃发展的子品类之一。日本预调酒销售几乎全部集中在非即饮渠道，适合家庭佐餐饮用，这与消费者预算意识增强、生活节奏加快、人口老龄化加剧和年轻一代“宅”文化趋势相契合。加之其时尚健康的定位、高性价比的定价颇受年轻消费者的欢迎，因此预调酒引领了日本厂商的创新方向，丰富的口味和不断推出的新品不断激发消费者的细分需求。

日本预调酒销量长期保持较快增长水平

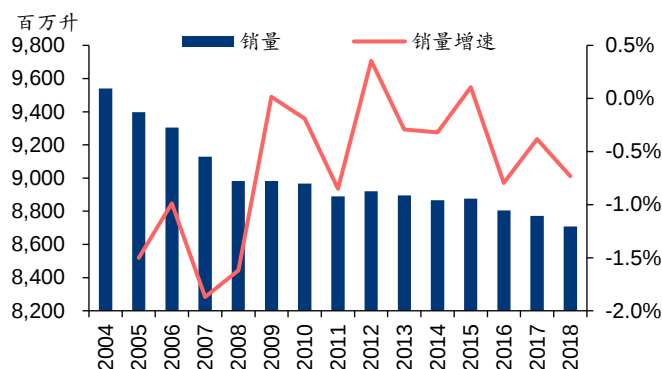
根据欧睿数据库的统计，2018 年日本预调酒销量达到 125.74 万千升，同比增长 8.8%，日本预调酒消费总量居世界第一。2008-2018 年，日本预调酒销量保持了 7.5% 的年复合增速，而同期日本酒精饮料总销量的年复合增速为-0.31%。预调酒销量的高速增长使得其占酒精饮料总销量的比例逐年升高，2008 年预调酒销量占比为 6.8%，而到了 2018 年该比例已上升至 14.4%，且仍处于上升趋势当中。

图表13： 2004-2018 年日本预调酒销量及增速



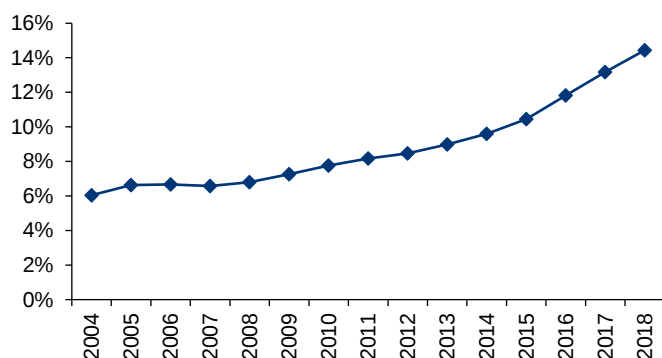
资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表14： 2004-2018 年日本酒精饮料销量及增速



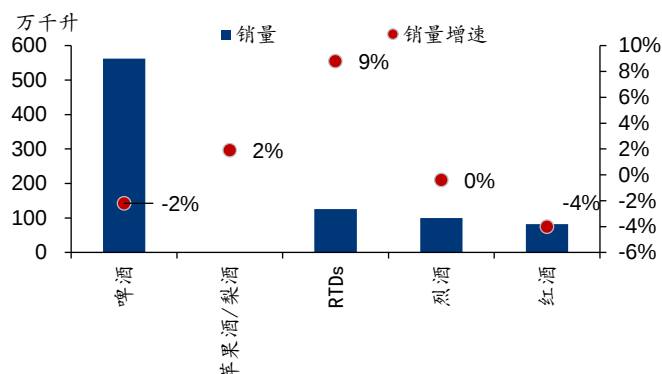
资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表15： 2004-2018 年日本预调酒占酒精饮料销量的比例



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

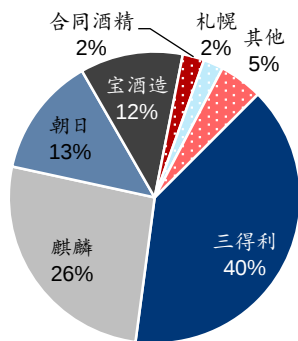
图表16： 2018 年日本不同酒类销量及增速



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

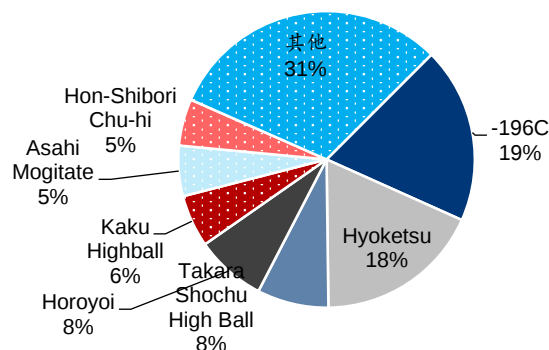
日本预调酒行业集中度很高，2018 年 CR4 高达 90.6%，其中最大的预调酒生产商为三得利。按销量计算，2018 年三得利凭借其明星产品-196C、Horoyoi、Kaku Highball 等，占据了预调酒行业 39.6% 的市场份额。麒麟啤酒紧随其后，市场份额为 26.3%，其主要产品为 Hyoketsu。

图表17: 2018 年日本预调酒生产商市场份额情况 (按销量)



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表18: 2018 年日本预调酒主要品牌市场份额情况 (按销量)



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

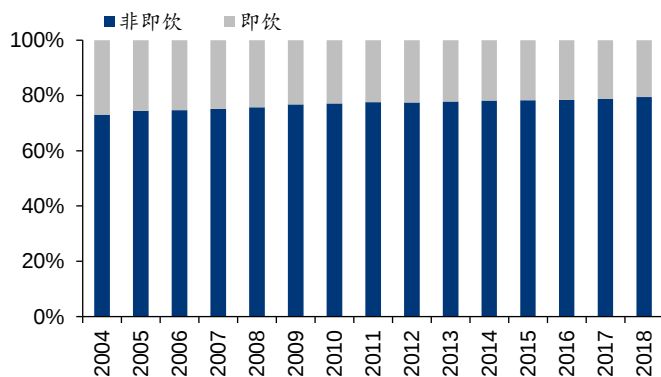
日本预调酒兴起的原因: 适应非即饮渠道消费, 创新激发需求

日本预调酒的市场规模不断扩张与日本消费者越来越趋向家庭佐餐饮酒的习惯密切相关, 预调酒鲜明的消费场景、适应家庭消费的高性价比定价以及厂商在该领域的产品创新相辅相成, 激发了该品类的消费需求。

日本预调酒兴起的主要原因:

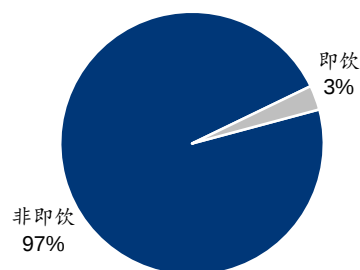
- 1) 日本酒精饮料消费集中在非即饮渠道, 而日本预调酒的消费场景定位非常明确——家庭佐餐用酒。2018 年日本非即饮渠道占酒精饮料总销量的 79%, 该比例较 2004 年提高了 6.3 个百分点。伴随着消费者预算意识增强、生活节奏加快、人口老龄化加剧和年轻一代“宅”文化趋势, 越来越多的日本消费者倾向于在家中饮酒。预调酒在日本的消费场景定位非常明确, 2018 年有 97% 的预调酒都是消费在非即饮渠道, 远高于其他酒类, 成为最受益于非即饮渠道扩容的酒精饮料品类。

图表19: 2004-2018 年日本酒精饮料非即饮与即饮渠道销量占比



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表20: 2018 年日本预调酒非即饮与即饮渠道销量占比



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

- 2) 由于税负较低, 日本预调酒的定价低于啤酒, 对于消费者来说同等酒精含量的预调酒性价比要明显高于啤酒。日本的预调酒税率此前在所有酒类中处于最低水平, 每 350ml 酒税为 28 日元。按照 2020 年 10 月将执行的酒类税改革, RTDs 酒类税将与清酒和葡萄酒趋同, 第三类啤酒/RTDs 税为 37.8 日元/350ml, 清酒税为 38.5 日元/350ml, 红酒税为 31.5 日元/350ml, 但仍显著低于 77 日元/350ml 的啤酒税。

图表21： 2019 年日本啤酒和预调酒部分大单品零售价格对比

种类	品牌	公司	占该品类 市场份额	包装容量	零售价
啤酒	Super Dry	朝日	19.90%	350ml	210 日元
预调酒	-196C	三得利	19.20%	350ml	113 日元
	Hyoketsu	麒麟	18.10%	350ml	108 日元

资料来源：公司官网，Euromonitor，华泰证券研究所

3) 预调酒定位时尚、健康，符合年轻消费者的消费倾向，从而引领了厂商的创新方向。由于酒精饮料市场整体缩量，日本年轻消费者又较难转化至传统酒类消费，酒类厂商的新产品开发集中在预调酒等符合家庭消费趋势的新型酒类。通过在高果汁含量、高酒精含量、口味创新等细分方向不断推出新产品，日本预调行业产品创新层出不穷，厂商通过新品推出仍能持续激发消费者的细分需求，从而获得市场份额。

我国预调酒行业：经历调整，行业回归理性发展

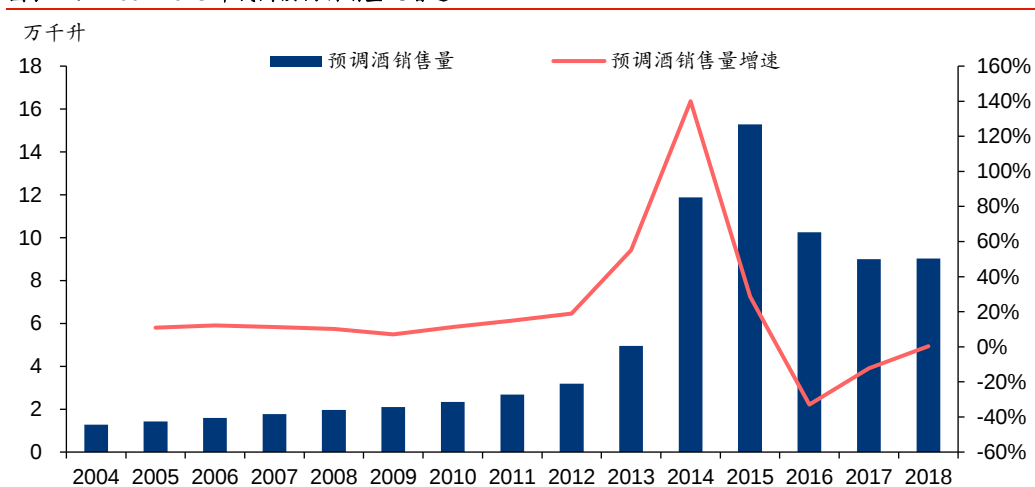
我国预调酒行业在 2011-2015 年经历了第一轮快速增长，消费者对预调酒的尝鲜式消费催生了第一轮行业热潮，期间渠道快速下沉、行业新竞争者涌入、经销商盲目进货导致乱象频发，行业在 2016-2018 年步入长达 3 年的调整期。我国与其他主要国家及地区相比，预调酒行业尚处发展初期，从总量和人均消费量的角度来看都有较大的提升空间。我们认为，经历调整，预调酒行业将恢复理性发展，有望开启新一轮增长。

2011-2015 年行业快速发展，历经 3 年调整回归理性

中国预调酒行业在 2010 年以前处于启蒙和培育期，市场整体规模较小，且主要的销售渠道集中在娱乐场所和大型商场超市。2011-2015 年，行业开启了第一轮高速增长期，预调酒厂商开始投放大量广告进行消费者教育，引发了一轮尝鲜式消费热潮，经销商积极性高涨，渠道下沉力度加大。根据欧睿数据库的统计，期间预调酒行业的销量年复合增速达到 54.5%，预调酒行业销量从 2011 年的 2.68 万千升增长至 2015 年高点时期的 15.28 万千升。

然而，经历了一轮快速增长和尝鲜式消费以后，消费者趋于理性，渠道大量囤货造成的库存问题开始暴露，部分新进入厂商退出行业竞争。预调酒行业自 2016 年起进入调整期，行业销量开始下滑，直至 2018 年行业销量为 9.03 万千升，销量增速为 0.4%，行业销量开始企稳回升。调整期间，主流企业的集中度逐步提高，并更加注重提升产品的复购率。

图表22： 2004-2018 年我国预调酒销量及增速



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

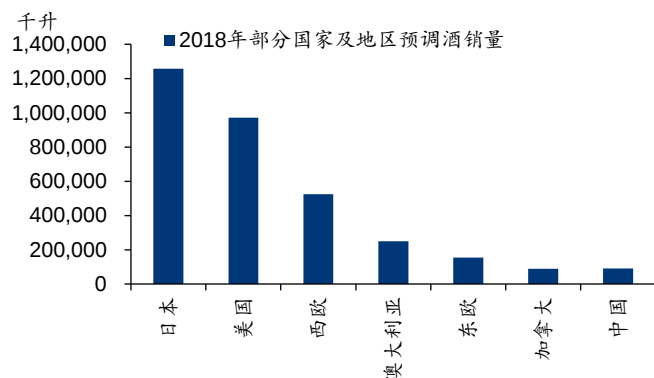
图表23： 我国预调酒行业发展历史及阶段

阶段	时期	发展情况
启蒙期	1990-2000	预调酒登陆中国市场，主要集中在沿海发达城市的夜场及高端餐饮渠道
探索期	2000-2005	不同的预调鸡尾酒品牌逐步出现在中国市场，其中进口品牌产品包括了注册于百慕大地区的百加得公司生产的“爵士”、“冰锐”等品牌的产品；同时，以生产“RIO（锐澳）”品牌的巴克斯酒业为代表的国内预调鸡尾酒企业也开始进行探索和发展
培育期	2005-2010	预调鸡尾酒产品国内生产趋势增强，本土生产的预调鸡尾酒产品市场规模逐步超过了全进口的预调鸡尾酒品牌；产品呈现多样化调整的趋势，口味方面更加适应国内消费群体的习惯，包装方面年轻化时尚化；这一阶段市场总体规模较小，2006 年度全国预调鸡尾酒销售总量约百万箱，主要销售渠道以娱乐场所和大型商场超市为主
快速增长期	2011-2015	预调酒市场总量保持了高速发展态势，2013 年预调鸡尾酒销售量近千万箱，销售金额约为 10 亿元，占整个中国酿酒行业的 0.12%，预调酒厂商投放大量广告进行消费者教育，引发一轮尝鲜式消费热潮，经销商积极性高涨，渠道下沉力度加大
调整期	2016-2018	消费者趋于理性，渠道大量囤货造成的库存问题暴露，部分新进入厂商开始退出行业竞争，主流企业集中度开始提升，并更加注重提升产品的复购率

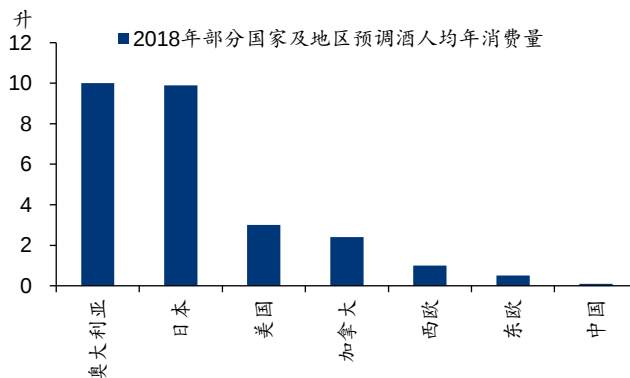
资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

行业尚处发展初期，扩容空间较大

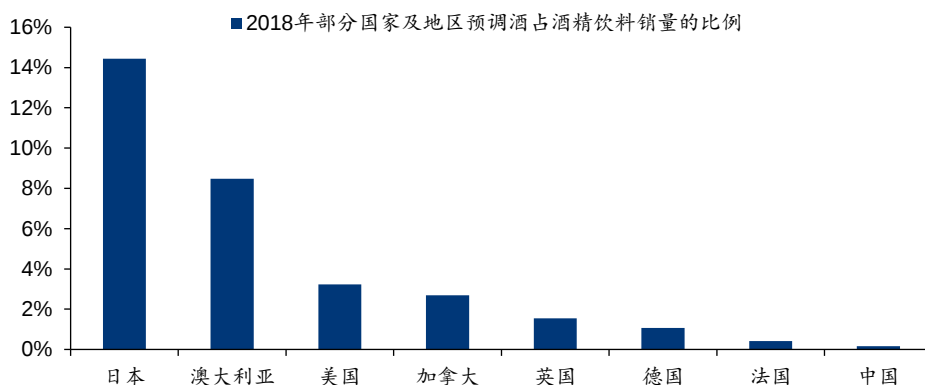
我国与其他主要国家及地区相比，预调酒的消费量仍然较大的提升空间。根据欧睿数据库的统计，2018 年我国预调酒销量为 9.03 万千升，仅为日本消费量的 7%，美国消费量的 9%，西欧地区消费量的 1/6。从人均年消费量的角度来看，2018 年我国预调酒人均年消费量为 0.1 升，仅为日本、澳大利亚等预调酒消费氛围较浓厚国家的 1% 左右，与美国、西欧等地区相比也有很大的提升空间。此外，2018 年我国预调酒销量占酒精饮料总量的比例仅为 0.2%，日本、澳大利亚、美国、加拿大等国该比例分别为 15.7%、8.5%、3.7% 和 2.9%，由此可见我国预调酒行业尚处于发展初期，未来行业扩容空间较大。

图表24： 2018 年部分国家及地区预调酒销量

资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表25： 2018 年部分国家及地区预调酒人均年消费量

资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表26： 2018 年预调酒在世界各地区的消费量分布

资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

新起点：微醺升级上市，预调酒龙头再起航

历经调整期，坚守领先地位

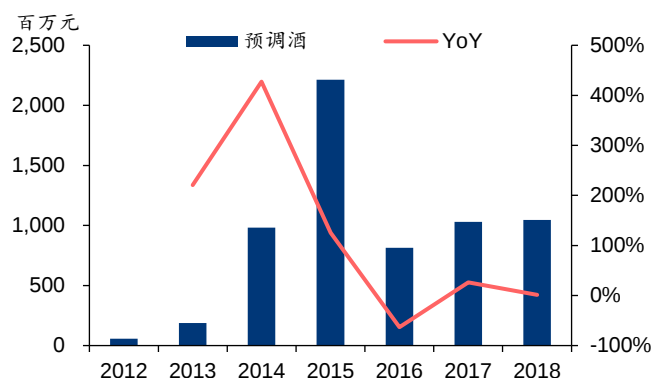
在 2011-2015 年的高速成长期之后，百润公司积极面对行业调整，在 2016 年进行了经销商库存去化的工作，2017-2018 年公司广告费用投放明显收缩。2011 年以后预调酒行业曾涌入许多新进入者，2016-2018 年，百润股份在预调酒行业坚持耕耘，3 年调整期以后，公司市场份额获得大幅提升，奠定了绝对领先地位。

2011-2015 年：广告宣传密集投放，催生尝鲜消费高潮

百润股份旗下品牌“RIO 锐澳”是我国预调酒行业的龙头品牌，根据欧睿数据库的统计，按销量计算，2018 年 RIO 在预调酒行业的市场份额已经达到 84%，占据绝对领先地位。巴克斯酒业在 2012 年的营业收入仅为 5807 万元，2012-2015 年期间伴随着预调酒行业的快速增长，巴克斯酒业营业收入实现了年复合 236.5% 的高速增长。2015 年，百润股份预调酒业务收入曾一度达到 22.13 亿元，年销量 1839 万箱，毛利率达到 76.5%。

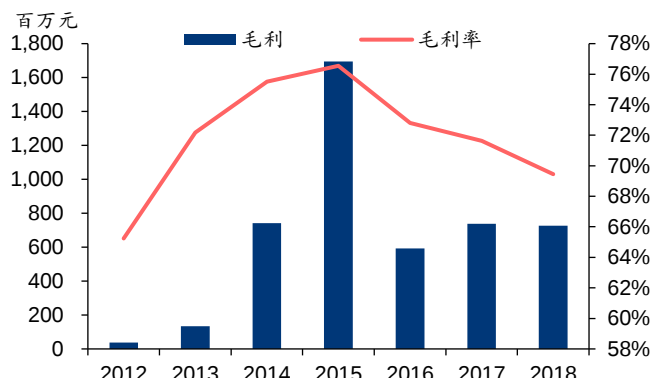
然而，预调酒行业在经历了 2011-2015 年的快速增长后开始暴露出种种问题，行业步入 3 年调整期。百润股份的预调酒业务收入在 2016 出现下滑，经过两年调整 2018 年该业务板块收入恢复至 10.45 亿元。由于 2016 年和 2017 年，巴克斯酒业未完成 2015 年并购时的业绩承诺，巴克斯原股东于 2017 年和 2018 年分别回购注销业绩承诺补偿股份 2.31 亿股和 1.81 亿股。

图表27： 2012-2018 年巴克斯酒业预调酒收入及增速



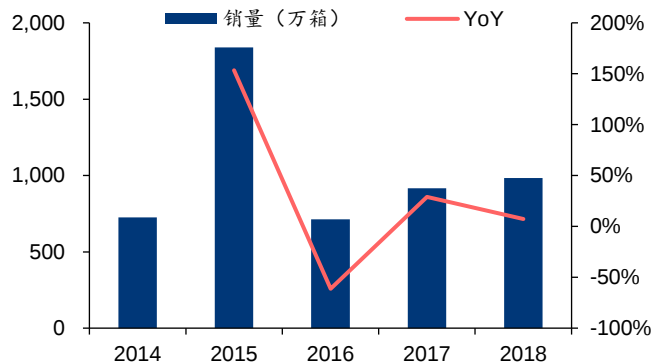
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表28： 2012-2018 年巴克斯酒业预调酒销量及增速



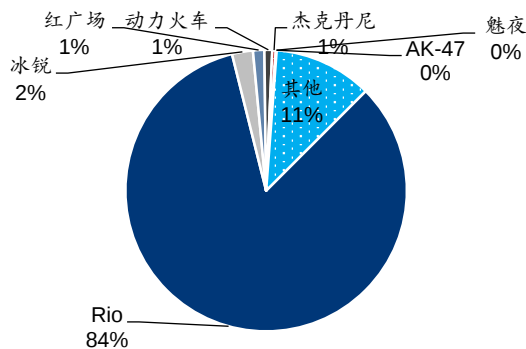
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表29： 2014-2018 年巴克斯酒业预调酒销量及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表30： 2018 年我国预调酒行业市场份额（按销量计）



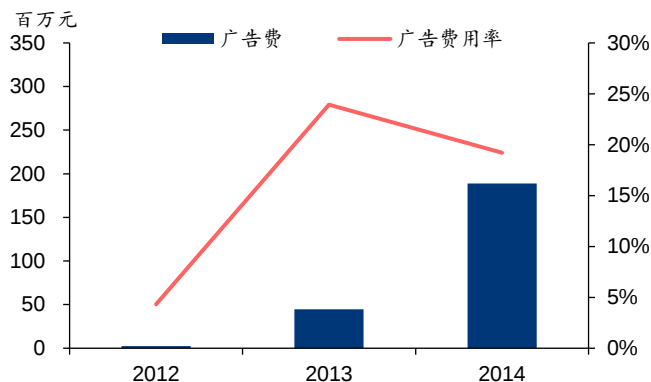
资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表31： 巴克斯酒业并购重组业绩承诺及实际完成情况

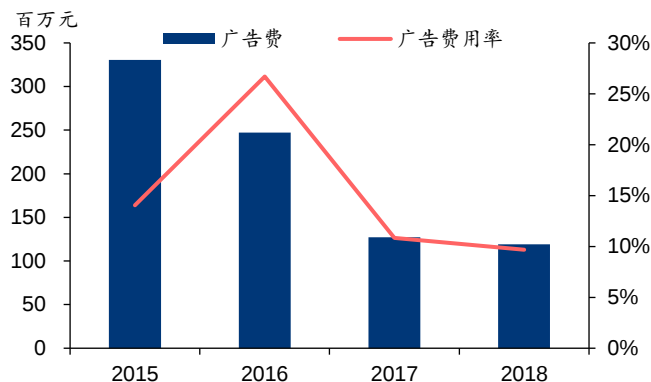
	2014	2015	2016	2017
承诺扣非后净利润（百万元）	221.66	383.08	544.34	706.44
实际扣非后净利润（百万元）	223.00	413.94	-231.34	124.97
完成情况		√	×	×
业绩完成差额（百万元）		30.87	-775.69	-581.47
补偿股份数（亿股）			2.31	1.81

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

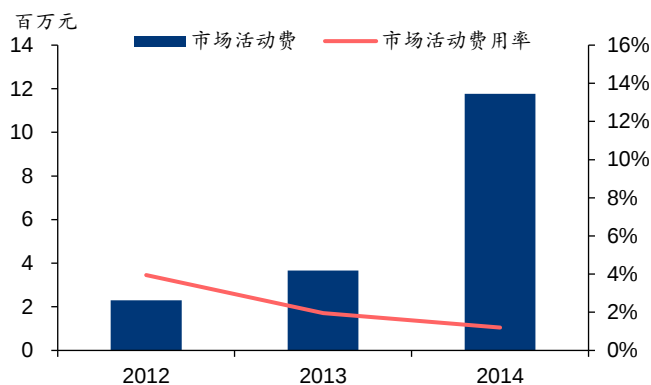
2014-2015 年间，预调酒厂商进行了密集的广告营销，引发一轮尝鲜式消费热潮。从报表端来看，在此期间巴克斯酒业的广告费用投放快速增加，2013 年巴克斯酒业的广告费用为 4458 万元，2014 年增长至 1.89 亿元，2015 年百润股份的广告费用达到 3.3 亿元。通过大量在电视剧、综艺节目的广告植入，消费者迅速对预调酒和 RIO 品牌形成认知，但伴随着快速铺货，经销商积极性高涨和盲目进货造成了渠道库存积压。在消费者尝鲜式热情褪去后，百润股份在 2016 年进行了经销库存去化的工作，到 2016 年三季度渠道库存下降至 15 年底的 1/3，2017 年二季度以后渠道库存趋于稳定。2017-2018 年公司广告费用投放明显收缩，广告费用率稳定至 15-16%。

图表32： 2012-2014 年巴克斯酒业广告费用及费用率

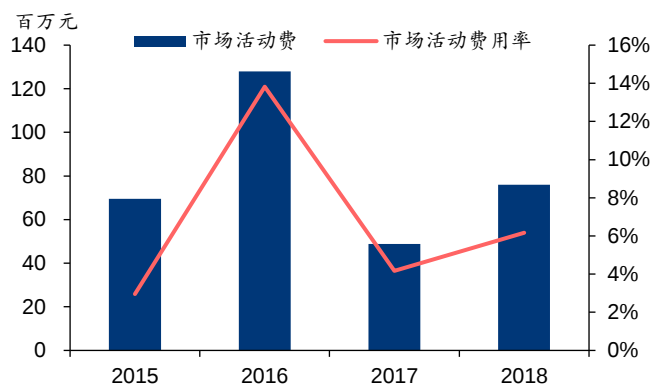
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表33： 2015-2018 年百润股份广告费用及费用率

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表34： 2012-2014 年巴克斯酒业市场活动费用及费用率

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表35： 2015-2018 年百润股份市场活动费用及费用率

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表36： 2013-2015 年百润股份部分广告投放内容

时间	营销内容	播出平台	投放类型
2013	周迅代言	-	视频、门店、电视广告
2013	《把爱带回家》	湖南卫视	电视剧植入广告
2014	《青年医生》	各大卫视	电视剧植入广告
2014	《杉杉来了》	江苏卫视	电视剧植入广告
2014/8	《非诚勿扰》	江苏卫视	综艺节目植入广告
2014/10	《奔跑吧，兄弟》	浙江卫视	综艺节目植入广告
2015	《何以笙箫默》	爱奇艺，各大卫视	电视剧植入广告
2015	《两生花》	网络平台，各大卫视	电视剧植入广告
2015/7	《天天向上》	湖南卫视	综艺节目植入广告
2015/8	杨洋、郭采洁双代言	-	视频、门店、电视广告

资料来源：公司官网，天猫旗舰店，华泰证券研究所

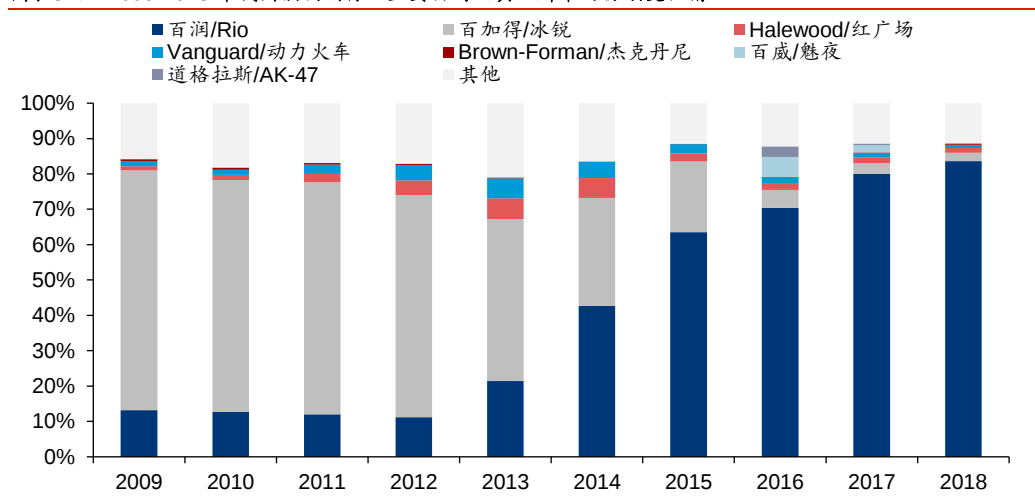
百润坚守领导地位，行业标准出台整治乱象

2011 年预调酒出现快速增长期间行业涌入了许多新进入者，除了传统酒业巨头——如百威英博等推出了预调酒产品以外，由于预调鸡尾酒行业本身技术门槛较低，且缺乏统一的行业标准和产品标准，一些假冒伪劣产品也层出不穷。由于部分非正规产品滥用色素、添加剂、糖，酒精度与基酒没有一定标准，许多消费者在尝鲜消费后对产品品质反馈不佳，行业整体形象亦受到一定程度的影响。

当行业经历调整以后，2017 年 7 月，中国酒业协会批准《预调鸡尾酒》团体标准正式立项。上海酒业协会牵头联合上海巴克斯酒业有限公司、百加得洋酒贸易有限公司以及百威英博投资（中国）有限公司共同起草了预调鸡尾酒团体标准草案。中国酒业协会发布的《预调鸡尾酒》团体标准自 2019 年 1 月 1 日起实施，新标准在总糖、酒精度等理化指标等诸多方面进行了界定，将更有利于企业生产规范的制定，有望引导市场竞争秩序回归理性。

2016-2018 年，百润股份在预调酒行业持续耕耘，经过行业调整期，公司市场份额获得大幅提升。根据欧睿数据库的统计，按销量计算，2015 年百润在预调酒行业的市场份额为 63.5%，主要竞品百加得旗下冰锐市场份额为 20%，2018 年百润的市场份额已经提升至 83.6%，冰锐市场份额下滑至 2.4%。

图表37： 2009-2018 年我国预调酒行业主要公司及其品牌市场份额变化情况



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

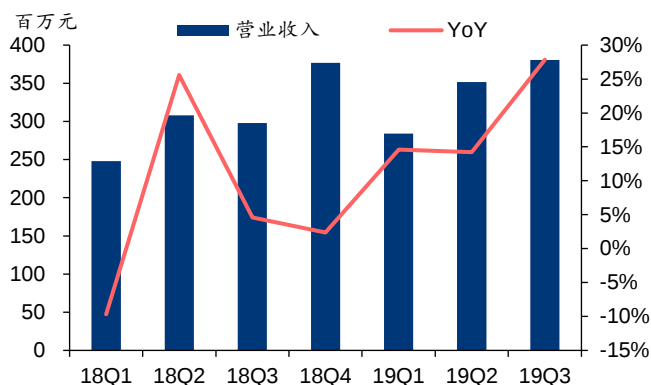
微醺升级上市，开启新增长点

2018 年公司升级的微醺系列新品主打“一个人的小酒”，消费场景定位明确、罐装包装更为便携、定价与主流啤酒产品更为贴近。通过总结上轮行业发展和调整的经验，新一轮产品的渠道铺设将更加谨慎有序地进行，新微醺系列有望成为公司新的增长点。

产品：罐装微醺系列拉动新一轮业绩增长

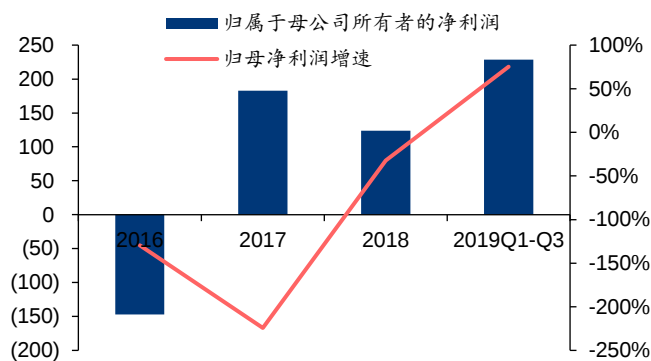
2017 年 9 月新品微醺上市，2018 年公司对原微醺系列产品进行了包装和口味升级，全新上市的微醺系列拉动了公司新一轮业绩增长。2019 年百润股份报表业绩获得明显提振，前三季度实现营业收入 10.16 亿元，同比增长 19.09%，实现归母净利润 2.29 亿元，同比增长 75.22%；19Q3 实现营业收入 3.81 亿元，同比增长 27.85%，实现归母净利润 9181 万元，同比增长 77.55%。

图表38： 18Q1-19Q3 百润股份营业收入及增速



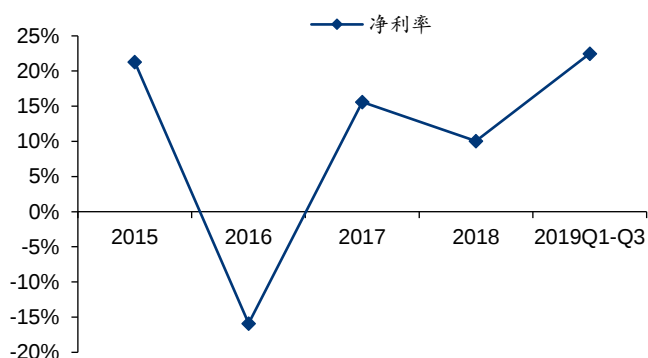
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表39： 2016-2019 年前三季度百润股份归母净利润及增速



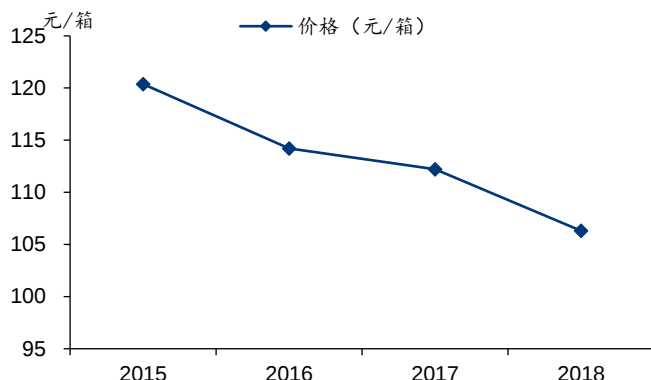
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表40： 2015-2019 年前三季度百润股份净利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表41： 2014-2018 年百润股份预调酒单箱售价



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

微醺系列与经典瓶装产品相比在品牌定位、价格策略、包装口味等方面都有明显区隔：

- 品牌定位：**微醺系列主打“一个人的小酒”，将消费场景向非即饮贴近，将品牌内涵定义为年轻人独处时刻的“陪伴者”。在上文中我们分析过日本预调酒的消费场景高达 97% 都在非即饮渠道，在我国预调酒的消费渠道中，非即饮销量占比从 2013 年的 38%，已逐步提升至 2018 年的 60%。微醺系列消费场景定义鲜明且符合预调酒当前渠道变迁的发展趋势。
- 包装口味：**进行口味升级后的微醺系列产品果味更浓、酒精度数较低（3%），更适宜家庭聚餐和独饮。微醺系列包装采用易拉罐装，在商超零售渠道售卖具有更便捷的特点。此外，非即饮消费者通常需要将产品在家中储存，易拉罐装在储存、冷藏等方面都更贴近非即饮渠道的需求。
- 价格策略：**经典瓶装产品单瓶容量 275ml，终端零售价 13.8 元/瓶，微醺罐装产品单罐容量 330ml，终端零售价 6.5 元/罐，价位带较传统产品下移。前文我们分析过日本预调酒盛行的原因之一在于其性价比高于啤酒产品，与消费者预算意识增强的消费趋势相符。新微醺产品的定价与主流啤酒价位带更加贴近，有望扩宽市场空间，在年轻上班族和学生群体中获得更高市场份额。

图表42： 2018 年微醺系列代言人及产品展示



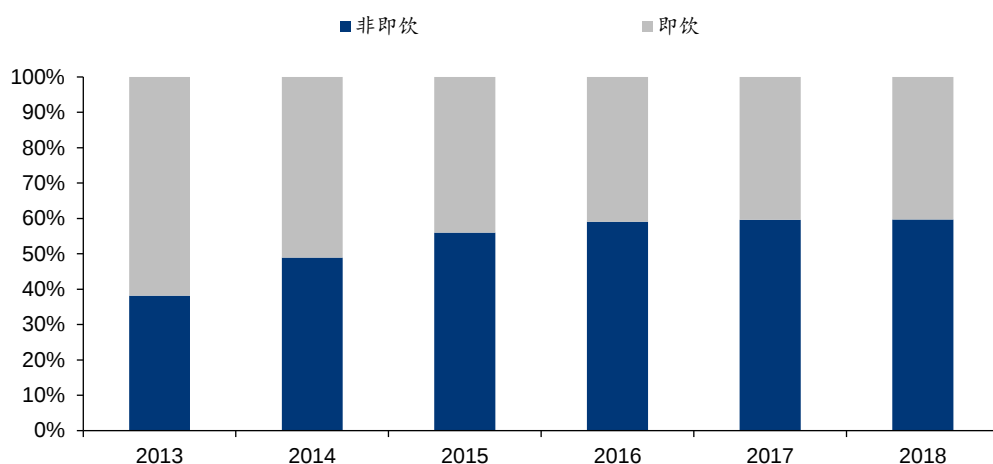
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表43： 2019 年 RIO 经典系列代言人及产品展示



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表44： 2013-2018 年我国预调酒分渠道市场份额（按销量）



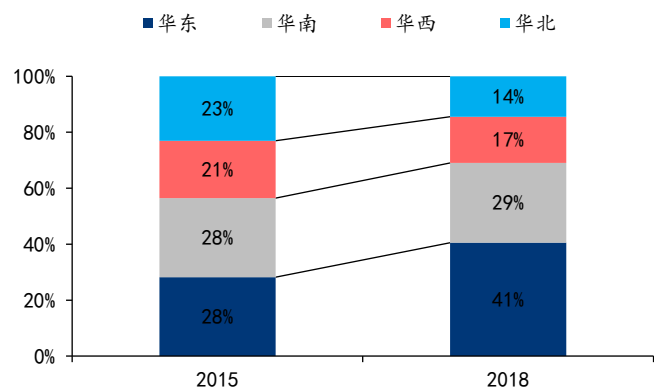
资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

渠道：销售区域和渠道更加集中，销售人员队伍有所精简

2011-2015 年期间，伴随预调酒行业容量快速增长，其销售渠道也快速下沉。在深度分销模式下，厂商和经销商追求铺市率，但经典瓶装预调酒的定价、消费场景与部分低线城市的消费水平和部分终端的消费者类型并不相符，造成首轮终端铺市完成后，复购率较低，没有形成实际动销。2017 年以后公司渠道分销主要通过一级经销商管理，对产品价盘进行控制，并且销售渠道收缩至一二线城市。2015 年百润股份的销售收入在华东、华南、华西和华北的占比分别为 28%、28%、21%和 23%，2018 年销售区域向华东、华南等沿海经济发达地区集中。

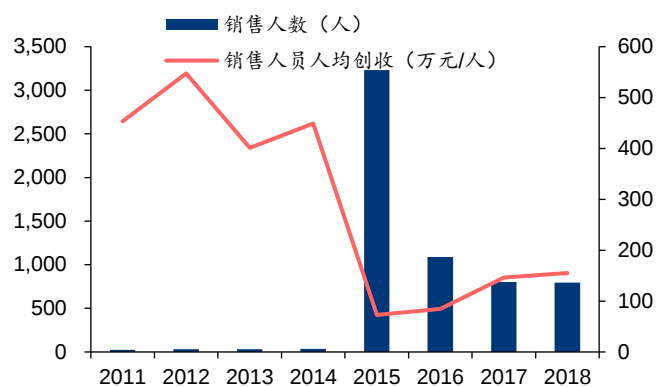
伴随着销售区域和销售渠道的集中，公司销售人员数量也较 2015 年有所缩减。2015 年公司销售人员数量一度达到 3231 人，2018 年已下降至 794 人，销售人员人均创收从 2015 年的 73 万元/人，提升至 155 万元/人。

图表45： 2015 年和 2018 年百润股份销售收入分区域占比



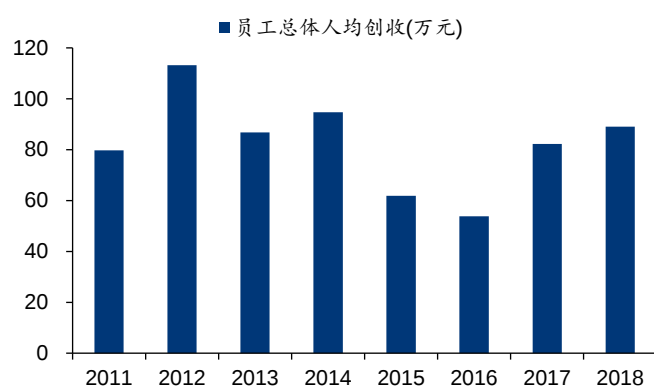
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表46： 2015-2018 年百润股份销售人员数量及人均创收情况



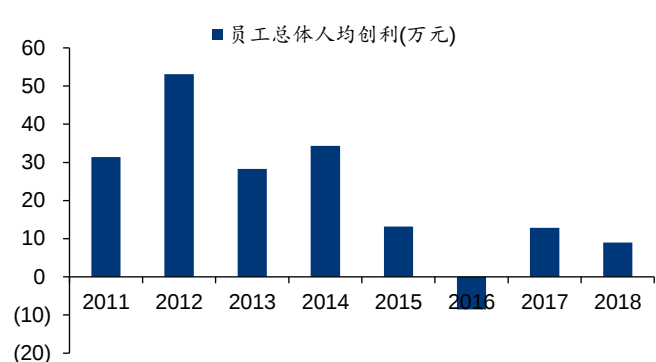
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表47： 2014-2018 年百润股份员工总体人均创收情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表48： 2014-2018 年百润股份员工总体人均创利情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

我们认为预调酒行业在经历快速增长和大幅调整期以后，百润股份通过在预调市场的持续耕耘已占据行业主导地位。未来消费者将回归理性消费，厂商将更加注重产品本身的复购率和消费者体验，渠道铺设将更加谨慎有序地进行。通过新品微醺的上市推广，公司罐装产品放量有望带来新一轮增长。

核心假设：

预调酒业务

- 1) 经典瓶装产品单瓶容量 275ml, 终端零售价 13.8 元/瓶, 微醺罐装产品单罐容量 330ml, 终端零售价 6.5 元/罐, 微醺系列产品价位带较传统产品有所下移。我们认为微醺系列消费场景定位明确、罐装包装更为便携、定价与主流啤酒产品更为贴近, 符合消费需求的发展趋势。我们预计随着罐装微醺产品的销量占比提升, 预调酒单价将成下降态势, 预计 2019-2021 年预调酒均价分别为 104 元/箱、103 元/箱和 102 元/箱;
- 2) 新微醺系列 2018 年上市, 2019 年 Q1 至 Q3 公司单季收入增速分别为 15%、14%和 28%, 2019 年前三季度收入增速同比提高 13 个百分点。2019 年公司季度业绩已反映出微醺系列市场反馈较好。我们预计随着微醺新品的推广, 预调酒销量将出现较快增长。在微醺系列进入成熟发展期后, 预调酒销量将保持平稳增长。预计 2019-2021 年销量增速分别为 30%、25%和 22%;
- 3) 截止 2019 年底公司产能为 6600 万箱, 随着销量的持续增长, 未来单位生产成本有望被摊薄; 2019 年底投产的佛山 2000 万箱产能项目, 有助于节省公司物流运输成本; 公司邛崃基酒项目预计 2021 年建成投产, 届时基酒供应可不再依靠进口, 基酒成本有望降低。综上, 我们预计 2019-2021 年公司预调酒毛利率为 70.1%、70.8%和 70.9%, 成上升趋势。

食用香精业务：

- 1) 我们预计食用香精将是公司发展较为稳定的业务板块, 预计 2019-2021 年食用香精单价将保持基本平稳;
- 2) 2018 年公司食用香精进行口味创新推广, 实现较高收入增长, 预计该业务板块将保持稳定发展, 预计 2019-2021 年食用香精销量增速为-15%、3%和 3%;
- 3) 我们预计食用香精毛利率将保持基本稳定, 预计 2019-2021 年食用香精毛利率分别为 64%、64%和 63%。

费用率假设：

- 1) 销售费用率：我们预计伴随微醺系列放量及收入增长, 销售费用有望被摊薄, 预计 2019-2021 年销售费用率为 29.0%、28.0%和 27.9%;
- 2) 管理费用率：我们预计随着收入增长, 管理费用有望被摊薄, 预计 2019-2021 年管理费用率为 9.4%、8.4%和 8.4%。

图表49：百润股份核心盈利预测表（收入及毛利率）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
预调酒	2,213	813	1,029	1,045	1,338	1,653	2,003
YoY	125.3%	-63.3%	26.6%	1.6%	28.0%	23.6%	21.2%
占比	94%	88%	88%	85.0%	89%	91%	92%
销量（万箱）	1,839	711.90	917	983	1,280	1,601	1,962
YoY	153%	-61%	29%	7%	30%	25%	22%
价格（元/箱）	120	114	112	106	104	103	102
毛利	1,694	592	737	726	938	1,171	1,420
毛利率	76.5%	72.8%	71.6%	69.5%	70.1%	70.8%	70.9%
食用香精	136	112	139	180	153	158	163
YoY	-11%	-18%	25%	29%	-15%	3%	3%
占比	6%	12%	12%	15%	10%	9%	7%
销量（吨）	1,573	1,513	1,615	1,808	1,537	1,583	1,630
YoY	-8%	-4%	7%	12%	-15%	3%	3%
价格（元/吨）	86,718	73,934	86,291	99,749	99,749	99,749	99,749
YoY	-4%	-15%	17%	16%	0%	0%	0%
毛利	100	82	94	116	99	101	102
毛利率	73%	73%	67%	64.3%	64%	64%	63%
其他业务	1.48	0.45	3.48	4.65	4.65	4.65	4.65
YoY	-57%	-70%	673%	34%	0%	0%	0%
毛利	0.61	0.17	0.74	3.04	3.04	3.04	3.04
毛利率	41%	38%	21%	65%	65%	65%	65%
营业收入	2,351	925	1,172	1,230	1,496	1,816	2,171
YoY	1395.9%	-60.6%	26.6%	5.0%	21.6%	21.4%	19.5%
营业成本	556	252	340	385	456	541	645
毛利	1,795	674	832	845	1,039	1,275	1,526
毛利率	76.3%	72.8%	71.0%	68.7%	69.5%	70.2%	70.3%

资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

图表50：百润股份核心盈利预测表（费用率）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	39.2%	80.1%	37.3%	35.1%	29.0%	28.0%	27.9%
管理费用率(含研发费用)	6.4%	14.7%	6.5%	13.9%	9.4%	8.4%	8.4%

资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

根据我们的盈利预测，百润股份 2019-2021 年收入预计为 14.96 亿元、18.16 亿元和 21.71 亿元，分别同比增长 21.6%、21.4%和 19.5%；2019-2021 年 EPS 分别为 0.56 元、0.69 元和 0.87 元，分别同比增长 133.52%、24.98%和 25.63%。

估值分析

我们在饮料制造企业中选取啤酒、二线白酒的相关公司以及食品加工企业中同样具有龙头地位优势的企业作为可比公司。2020 年可比公司估值水平平均值为 44 倍 PE，考虑可比公司估值情况，我们给予百润股份 2020 年 44~45 倍 PE 估值，对应目标价范围 30.57~31.27 元，首次覆盖给予“买入”评级。

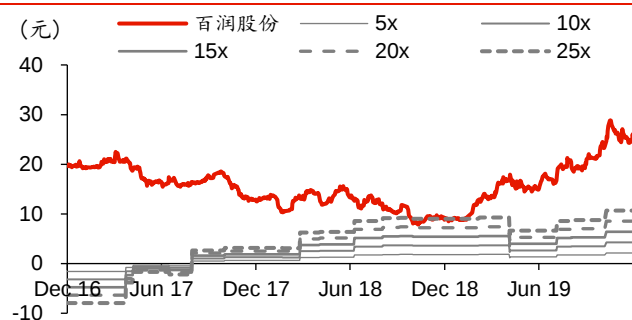
图表51：百润股份可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价	EPS (元)			PE (倍)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600600.SH	青岛啤酒	51.22	1.32	1.56	1.83	39	33	28
600132.SH	重庆啤酒	53.90	1.21	1.18	1.36	44	46	40
000729.SZ	燕京啤酒	6.37	0.08	0.10	0.12	75	64	52
600809.SH	山西汾酒	88.73	2.25	2.81	3.42	40	32	26
603288.SH	海天味业	106.50	1.95	2.33	2.74	55	46	39
可比公司平均估值						50	44	37

资料来源：Wind，华泰证券研究所（Wind一致预期，截止2019/12/19）

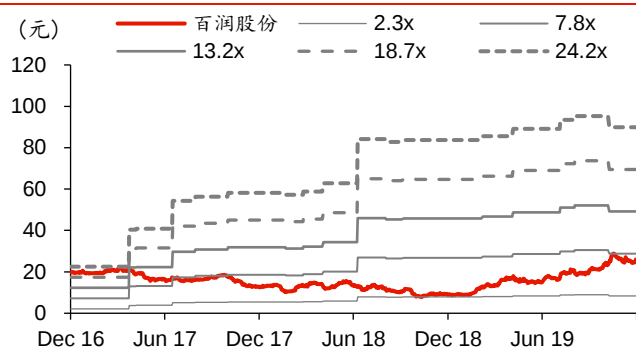
PE/PB - Bands

图表52：百润股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表53：百润股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

新品推广低于预期的风险。消费者对于酒精饮料的偏好和需求随时间变化，导致酒精饮料产品具有不同的生命周期。微醺系列新品能否抓住未来消费者的消费需求、被消费者所接受是新品推广时期可能面对的风险。

竞争加剧的风险。上一轮预调酒快速发展时期，面对可能的行业扩容机遇，大量新进入者涌入行业，新一轮发展周期开启，不排除会有新进入者重新进入行业导致竞争加剧的风险。

食品安全问题。包装饮料的渠道链条较长，具有出现食品安全问题的可能性。一旦行业出现食品安全问题，由于百润的市场份额已经较高，很容易受到行业负面新闻的影响，这会对需求产生负面影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	872.89	937.51	1,014	1,045	1,110
现金	613.07	643.11	671.98	652.54	657.45
应收账款	87.13	106.96	129.98	156.73	186.21
其他应收账款	20.76	21.98	26.62	31.25	36.44
预付账款	19.40	16.17	22.59	24.73	30.70
存货	77.43	75.91	89.69	106.02	126.09
其他流动资产	55.10	73.38	73.43	73.35	73.46
非流动资产	1,447	1,488	1,598	1,720	1,817
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	941.99	876.97	971.39	1,081	1,171
无形资产	177.93	196.71	231.98	264.59	284.77
其他非流动资产	326.92	413.91	394.30	374.12	360.90
资产总计	2,320	2,425	2,612	2,765	2,927
流动负债	483.23	449.14	1,761	1,543	1,253
短期借款	180.00	10.00	1,367	1,095	741.82
应付账款	193.57	167.82	199.03	236.14	281.87
其他流动负债	109.66	271.32	195.50	211.67	229.78
非流动负债	54.26	52.53	38.33	48.37	46.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	54.26	52.53	38.33	48.37	46.41
负债合计	537.49	501.67	1,800	1,591	1,300
少数股东权益	0.00	2.19	2.19	2.19	2.15
股本	700.30	531.74	519.80	519.80	519.80
资本公积	945.98	1,282	11.94	11.94	11.94
留存公积	135.95	197.33	278.42	639.61	1,093
归属母公司股东权益	1,782	1,921	810.16	1,171	1,625
负债和股东权益	2,320	2,425	2,612	2,765	2,927

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	244.92	342.34	271.59	520.28	580.20
净利润	182.65	123.70	289.00	361.19	453.72
折旧摊销	53.08	73.45	60.41	71.48	81.75
财务费用	4.22	(4.19)	24.20	64.52	41.48
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(6.79)	64.91	(91.39)	2.88	2.63
其他经营现金	11.77	84.46	(10.63)	20.20	0.61
投资活动现金	(137.99)	(169.76)	(175.29)	(203.23)	(180.82)
资本支出	186.18	169.76	135.64	166.35	156.11
长期投资	0.00	0.00	0.26	0.00	0.00
其他投资现金	48.19	0.00	(39.39)	(36.88)	(24.70)
筹资活动现金	(370.25)	(142.65)	(67.43)	(336.49)	(394.47)
短期借款	(360.00)	(170.00)	1,357	(271.93)	(352.99)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(230.80)	(168.56)	(11.94)	0.00	0.00
资本公积增加	230.80	336.32	(1,270)	0.00	0.00
其他筹资现金	(10.25)	(140.41)	(141.87)	(64.56)	(41.48)
现金净增加额	(263.35)	30.04	28.87	(19.44)	4.91

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,172	1,230	1,496	1,816	2,171
营业成本	340.18	385.21	456.31	540.77	644.77
营业税金及附加	51.93	57.23	67.93	81.71	98.55
营业费用	437.05	431.79	433.71	508.43	605.62
管理费用	76.45	170.42	140.58	152.53	182.34
财务费用	4.22	(4.19)	24.20	64.52	41.48
资产减值损失	1.08	2.39	1.95	2.10	2.05
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	234.87	166.42	373.85	469.39	600.22
营业外收入	1.81	6.90	14.89	14.89	10.00
营业外支出	3.86	0.13	1.43	1.40	1.20
利润总额	232.82	173.19	387.31	482.88	609.02
所得税	50.17	49.49	98.31	121.69	155.30
净利润	182.65	123.70	289.00	361.19	453.72
少数股东损益	0.00	(0.06)	0.00	0.00	(0.04)
归属母公司净利润	182.65	123.76	289.00	361.19	453.76
EBITDA	292.16	235.68	458.46	605.39	723.45
EPS (元, 基本)	0.26	0.23	0.56	0.69	0.87

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	26.64	4.95	21.59	21.42	19.54
营业利润	186.26	(29.14)	124.64	25.55	27.87
归属母公司净利润	224.23	(32.24)	133.52	24.98	25.63
获利能力 (%)					
毛利率	70.97	68.68	69.49	70.22	70.30
净利率	15.59	10.06	19.32	19.89	20.90
ROE	10.25	6.44	35.67	30.84	27.92
ROIC	17.21	10.63	24.45	29.77	33.28
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.17	20.69	68.90	57.55	44.41
净负债比率 (%)	33.49	1.99	75.95	68.81	57.07
流动比率	1.81	2.09	0.58	0.68	0.89
速动比率	1.65	1.92	0.53	0.61	0.79
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.52	0.59	0.68	0.76
应收账款周转率	16.01	12.35	12.32	12.38	12.36
应付账款周转率	2.04	2.13	2.49	2.49	2.49
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.24	0.56	0.69	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.66	0.52	1.00	1.12
每股净资产(最新摊薄)	3.43	3.70	1.56	2.25	3.13
估值比率					
PE (倍)	72.52	107.02	45.83	36.67	29.19
PB (倍)	7.43	6.89	16.35	11.31	8.15
EV_EBITDA (倍)	42.98	53.28	27.39	20.74	17.36

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com