

2021 年 12 月 03 日

公司研究

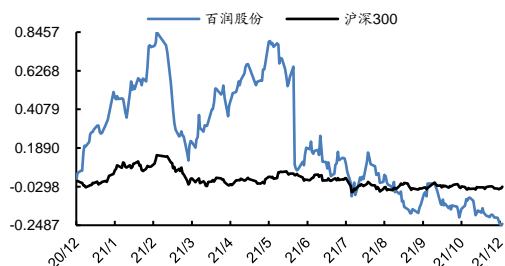
评级：买入(首次覆盖)

研究所
证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
liujm@ghzq.com.cn
证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
xueyh@ghzq.com.cn

推出激励方案，与员工共享成长

——百润股份（002568）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
百润股份	-14.5%	-19.6%	-24.0%
沪深 300	1.7%	1.2%	-3.1%

市场数据 2021/12/03

当前价格（元）	57.29
52 周价格区间（元）	56.21-141.94
总市值（百万）	42,955.19
流通市值（百万）	29,337.76
总股本（万股）	74,978.51
流通股本（万股）	51,209.22
日均成交额（百万）	407.89
近一月换手（%）	0.97

相关报告

事件：

百润股份发布公告：公司发布《2021 年限制性股票激励计划（草案）》，拟向 227 名激励对象授予限制性股票 300 万份，约占总股本的 0.40%，首次授予价格为 30.34 元/股。

投资要点：

- **激励目标稳健，与员工共享公司成长。**本次股权激励的考核目标为：以 21 年营收为基数，22-24 年营收增长分别不低于 25%/53.75%/84.50%，若按照 21 年 27 亿收入计算，22-24 年收入目标 33.7/41.5/49.8 亿，同比增长 25%/23%/20%。本次股权激励目标稳健，有助于充分调动员工的积极性和创造性，使其利益与公司长远发展更紧密、有机地融合，吸引和留住优秀人才，实现企业长期可持续发展。
- **部分股票来自于前期回购。**公司曾经在 2017 年推出股权激励方案，但是由于资本市场环境变化和公司股票价格波动，公司在 2018 年底终止了方案，改为回购部分社会公众股份，用于后续员工持股计划或股权激励计划。后来由于公司股价很快突破了 13.28 元/股的回购上限，因此公司仅完成了回购总额度的不到 1/10。本次授予的股票中 102 万股来自于此前的回购专用证券账户，其余 198 万股向激励对象定向发行。
- **今年下半年以来，由于需求疲软，渠道变革，大众消费品收入增速普遍放缓，公司仍然保持高速增长的态势，体现了良好的成长性。**利润端主要由于去年三季度 0.45 亿政府一次性补贴影响，扣非后增速远高于利润。公司今年产品推新速度进一步加快，除了继续丰富微醺子品牌口味，还推出了清爽和梅之美等系列产品，布局更高度数领域。双十一 RIO 品牌摘得线上全平台低度酒销售第一，超过第 2-10 名之和，竞争优势明显。10 月，公司旗下嵊州蒸馏厂也正式投产，为公司长远发展奠定坚实基础。
- **盈利预测与评级：**公司按照市场变化情况，保持稳健的经营节奏。低度酒饮发展趋势不变，公司的成长属性突出。我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利 7.9/11.0/14.9 亿元，同比+47%/+40%/+35%，EPS 分别为 1.05、1.47、1.99 元/股，PE 分别为 54/39/29。首次覆

盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**1) 新产品推广不达预期；2) 产能投放进度低于预期；3) 行业竞争加剧，销售费用投放加大；4) 食品安全风险。

预测指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1927	2713	3738	5180
增长率(%)	31	41	38	39
归母净利润（百万元）	536	790	1103	1493
增长率(%)	78	47	40	35
摊薄每股收益（元）	1.03	1.05	1.47	1.99
ROE(%)	17	20	22	23

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：百润股份盈利预测表（暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响）

证券代码:	002568		股价:	57.29	投资评级:	买入	日期:	2021/12/03	
财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					每股指标				
ROE	17%	20%	22%	23%	EPS	1.03	1.05	1.47	1.99
毛利率	66%	65%	66%	66%	BVPS	6.00	5.34	6.81	8.81
期间费率	27%	23%	22%	23%	估值				
销售净利率	28%	29%	30%	29%	P/E	101.3	54.4	38.9	28.8
成长能力					P/B	17.4	10.7	8.4	6.5
收入增长率	31%	41%	38%	39%	P/S	15.9	15.8	11.5	8.3
利润增长率	78%	47%	40%	35%					
营运能力					利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产周转率	0.50	0.57	0.61	0.66	营业收入	1927	2713	3738	5180
应收账款周转率	17.98	15.67	16.22	16.01	营业成本	665	946	1285	1772
存货周转率	18.31	18.52	19.19	19.15	营业税金及附加	100	136	187	259
偿债能力					销售费用	428	480	646	905
资产负债率	17%	16%	16%	15%	管理费用	101	141	187	285
流动比	2.81	3.39	3.73	4.33	财务费用	-8	0	0	0
速动比	2.62	3.16	3.49	4.06	其他费用/（-收入）	64	90	123	155
					营业利润	672	995	1390	1881
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	营业外净收支	3	3	3	3
现金及现金等价物	1503	2042	3029	4320	利润总额	675	997	1392	1884
应收款项	110	175	232	326	所得税费用	139	208	289	392
存货净额	105	147	195	270	净利润	535	790	1103	1492
其他流动资产	108	126	143	170	少数股东损益	0	0	0	0
流动资产合计	1827	2490	3599	5087	归属于母公司净利润	536	790	1103	1493
固定资产	1125	1079	990	912					
在建工程	484	724	1014	1288	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
无形资产及其他	451	469	491	511	经营活动现金流	723	868	1331	1630
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	535	790	1103	1493
资产总计	3887	4761	6095	7797	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	93	118	121	125
应付款项	372	447	608	838	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	70	-39	107	14
其他流动负债	279	288	357	338	投资活动现金流	-385	-329	-345	-339
流动负债合计	651	735	965	1176	资本支出	-385	-329	-345	-339
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	18	18	18	18	其他	0	0	0	0
长期负债合计	18	18	18	18	筹资活动现金流	676	0	0	0
负债合计	669	753	983	1194	债务融资	0	0	0	0
股本	536	750	750	750	权益融资	994	0	0	0
股东权益	3218	4008	5111	6604	其它	-317	0	0	0
负债和股东权益总计	3887	4761	6095	7797	现金净增加额	1014	539	986	1291

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，从业证书编号：S0350521110005。研究所食品饮料组首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，从业证书编号：S0350521110006。上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验。

【分析师承诺】

刘洁铭，薛玉虎，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所指证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。