

2023年07月06日

大单品增长持续，Q2 扣非业绩超预期

百润股份(002568)

评级:	买入	股票代码:	002568
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	44.96/21.1
目标价格:		总市值(亿)	388.03
最新收盘价:	36.95	自由流通市值(亿)	265.03
		自由流通股数(百万)	717.28

事件概述

公司发布 23 年半年度业绩预告，预计 23H1 归母净利润 4.20~4.53 亿元，同比+90~105%；扣非归母净利润 4.07~4.48 亿元，同比+100~120%。23Q2 归母净利润 2.32~2.65 亿元，同比+80~105%；扣非归母净利润 2.21~2.61 亿元，同比+95~131%。扣非归母净利润超过市场预期。

分析判断:

▶ 预计大单品强爽放量延续带动公司高增

基于公司公告的 23Q2 业绩增速翻倍左右和历史的毛利率费用率水平，我们判断 23Q2 收入有望超过 50% 高增。其中强爽预计成为公司预调鸡尾酒业务中第一大单品（我们判断占比有望过半），主因强爽 22 年 9 月爆量后的全国化渠道推广及消费者复购延续为公司收入业绩高增做出主要贡献。同时，我们认为强爽消费者已形成良性复购模式，带动整体产品线动销。当前处于放量周期，我们认为公司预调鸡尾酒下半年增长有望持续，全年收入业绩确定性较强。

▶ 以预调鸡尾酒为基础，打造中国威士忌品牌

根据公司年报，公司致力于“在威士忌的世界地图上点亮中国产区”，本着“与时间为友，做中国自己的威士忌”之初心，扎实推进以威士忌为主的烈酒业务。岷州蒸馏厂已顺利灌桶包括黄酒桶、雪莉桶、葡萄酒桶、波本桶、朗姆桶等各种风味的麦芽威士忌及谷物威士忌。根据公司公告，22 年麦芽威士忌产能 0.5 万吨/年，伏特加产能 3.1 万吨/年，21 年 9 月公司公告 33,750KL 麦芽威士忌原酒产能正在建设中。我们认为公司以预调鸡尾酒培育的消费人群和消费习惯为基础，打造中国特色的、定位人群广泛的、年轻化的威士忌产品，中长期来看有望接力公司预调鸡尾酒成为第二增长曲线。

投资建议

维持盈利预测不变，23-25 年营业收入 35.6/45.6/56.6 亿元；归母净利润 8.4/11.1/14.2 亿元；EPS 0.80/1.05/1.35 元。2023 年 7 月 5 日收盘价 36.95 元对应 PE 分别 46/35/27 倍，维持“买入”评级。

风险提示

经济下行导致需求减弱、经营管理风险、行业竞争加剧的风险、食品安全问题等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,594	2,593	3,561	4,560	5,665
YoY (%)	34.7%	0.0%	37.3%	28.1%	24.2%
归母净利润(百万元)	666	521	835	1,107	1,421
YoY (%)	24.4%	-21.7%	60.2%	32.6%	28.4%
毛利率 (%)	65.4%	63.8%	66.6%	67.1%	67.6%

每股收益 (元)	0.63	0.50	0.80	1.05	1.35
ROE	17.6%	13.8%	19.5%	22.3%	24.2%
市盈率	58.65	73.90	46.47	35.05	27.31

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

联系人: 王厚

邮箱: wanghou@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,593	3,561	4,560	5,665	净利润	521	833	1,105	1,419
YoY (%)	0.0%	37.3%	28.1%	24.2%	折旧和摊销	160	230	260	283
营业成本	939	1,189	1,498	1,838	营运资金变动	198	-121	83	64
营业税金及附加	162	214	274	340	经营活动现金流	903	942	1,447	1,766
销售费用	626	819	1,026	1,246	资本开支	-624	-516	-555	-529
管理费用	173	228	283	340	投资	0	0	0	0
财务费用	1	1	2	2	投资活动现金流	-635	-516	-555	-529
研发费用	86	114	141	170	股权募资	71	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	450	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	-75	-315	-420	-525
营业利润	651	1,041	1,381	1,774	现金净流量	196	111	472	712
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	651	1,041	1,381	1,774	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	130	208	276	355	成长能力				
净利润	521	833	1,105	1,419	营业收入增长率	0.0%	37.3%	28.1%	24.2%
归属于母公司净利润	521	835	1,107	1,421	净利润增长率	-21.7%	60.2%	32.6%	28.4%
YoY (%)	-21.7%	60.2%	32.6%	28.4%	盈利能力				
每股收益	0.50	0.80	1.05	1.35	毛利率	63.8%	66.6%	67.1%	67.6%
					净利率	20.1%	23.5%	24.3%	25.1%
					总资产收益率 ROA	8.1%	12.3%	14.7%	16.9%
					净资产收益率 ROE	13.8%	19.5%	22.3%	24.2%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
货币资金	2,532	2,643	3,115	3,827	流动比率	1.95	2.24	2.42	2.85
预付款项	43	48	57	64	速动比率	1.60	1.94	2.17	2.68
存货	535	389	335	196	现金比率	1.50	1.80	2.00	2.48
其他流动资产	171	221	268	325	资产负债率	41.7%	36.6%	34.0%	30.3%
流动资产合计	3,282	3,301	3,775	4,412	经营效率				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	0.43	0.54	0.64	0.71
固定资产	2,172	2,552	2,831	2,999	每股指标 (元)				
无形资产	404	497	601	712	每股收益	0.50	0.80	1.05	1.35
非流动资产合计	3,177	3,462	3,758	4,003	每股净资产	3.58	4.08	4.73	5.59
资产合计	6,458	6,763	7,533	8,415	每股经营现金流	0.86	0.90	1.38	1.68
短期借款	444	444	444	444	每股股利	0.00	0.30	0.40	0.50
应付账款及票据	487	404	403	311	估值分析				
其他流动负债	754	624	709	790	PE	73.90	46.47	35.05	27.31
流动负债合计	1,685	1,472	1,557	1,546	PB	10.42	9.38	8.08	6.85
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	1,007	1,007	1,007	1,007					
非流动负债合计	1,007	1,007	1,007	1,007					
负债合计	2,692	2,478	2,564	2,552					
股本	1,050	1,050	1,050	1,050					
少数股东权益	2	0	-2	-4					
股东权益合计	3,766	4,284	4,969	5,863					
负债和股东权益合计	6,458	6,763	7,533	8,415					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。