

2023年07月28日

Q2 收入超市场预期，期待微醺有所表现

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)	388.39
最新收盘价:	37	自由流通市值(亿)	265.39
		自由流通股数(百万)	717.28

事件概述

公司发布 23 年半年报，23H1 实现营业总收入 16.5 亿元，同比+59.2%；归母净利润 4.4 亿元，同比+98.8%。23Q2 实现营业收入 8.9 亿元，同比+78.7%；归母净利润 2.5 亿元，同比+94.7%。Q2 收入超过市场预期。

分析判断:

▶ 预计强爽拉动公司收入增长

2023H1 预调鸡尾酒/食用香精分别实现收入 14.5/1.6 亿元，同比+67.6%/18.6%，23Q2 预调酒实现收入 7.8 亿元，同比+91.1%。我们认为强爽自 22 年 9 月爆量以来持续的广告、陈列、电视剧植入等营销方面的消费者触达，成功打造了快销流通大单品，叠加产品全国渠道渗透率和覆盖率提升拉动上半年公司收入增长。分产品来看，基于对大单品渠道覆盖提升+需求端汇量增长的判断，我们预计 23Q2 强爽在预调鸡尾酒品类中占比有望占多数，其余预计占少数。分渠道来看，23H1 线下/数字零售/即饮渠道收入分别同比+84.0%/+1.0%/-3.6%，其中数字零售渠道收入持平我们预计主因公司进行价盘维护线上折扣力度减少，同时产品铺货覆盖率提高线上需求被线下渠道替代导致。经销商数量来看，2023H1 公司经销商数量达到 2399 家，净+206 家。

▶ 高毛利产品拉动结构增长，费用率下降业绩高速增长

23H1 公司毛利率 65.9%，同比+4.0pct；其中预调鸡尾酒/食用香精毛利率分别同比+4.2/4.7pct。公司毛利率大幅度上升我们认为主要受益于规模效应和产品结构提升带来的结构性增长。费用率方面，23Q2 销售/管理/研发分别同比+1.7/-2.7/-1.1pct，销售费用率增加主因公司根据全年营销环境及大单品放量铺货计划增加广告宣传费用（23H1 同比+78.9%），管理费用下降得益于规模效应和职工薪酬优化（23H1 同比-3%）。同时，我们认为随着公司大单品规模不断提升，对产品应用、对标人群、适合网点和人员使用效率的精细化管理提升明显。23H1 公司净利率 26.5%，同比+5.3pct；23Q2 净利率 28.2%，同比+2.3pct。

▶ 微醺热剧植入有望接力强爽贡献收入业绩增长

我们认为，短期强爽在广告营销方面的投入和网点数量扩张，有望支撑产品全年任务顺利完成，近期微醺在热剧《长相思》（古装神话剧）及《时光代理人》（原创网络动画作品）植入，我们期待后面有较好拉动订单效果，驱动产品结构提升势能延续，叠加费效比提升有望持续推动业绩表现良好。后续我们认为在大单品线下渠道高增后，中期应关注公司在餐饮渠道的产品定位、团队搭建、渠道招商和营销战略方面的具体动作及战略。我们看好公司大单品在打破圈层并打造与啤酒区隔开的独特品牌调性后，持续通过增加核心消费群体触达和拓展消费场景带来收入业绩增长持续性。

投资建议

根据公司半年报调整业绩预测，维持 23-25 年营业收入 35.6/45.6/56.6 亿元不变；归母净利润由 8.4/11.1/14.2 亿元提升至 9.0/11.8/14.8 亿元；EPS 0.86/1.12/1.41 元。2023 年 7 月 27 日收盘价 37 元对应 PE 分别 43/33/26 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	905	1,178	1,478
YoY (%)	24.4%	-21.7%	73.5%	30.2%	25.4%
毛利率 (%)	65.4%	63.8%	66.3%	66.5%	66.6%
每股收益 (元)	0.63	0.50	0.86	1.12	1.41
ROE	17.6%	13.8%	20.8%	23.0%	24.4%
市盈率	58.73	74.00	42.96	32.98	26.30

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:

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	902	1,176	1,476
YoY (%)	0.0%	37.3%	28.1%	24.2%	折旧和摊销	160	230	260	283
营业成本	939	1,202	1,528	1,891	营运资金变动	198	-120	87	67
营业税金及附加	162	214	274	340	经营活动现金流	903	1,013	1,522	1,826
销售费用	626	783	990	1,218	资本开支	-624	-516	-555	-529
管理费用	173	178	214	255	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	100	128	159	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	1,128	1,470	1,844	现金净流量	196	182	547	772
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	651	1,128	1,470	1,844	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	130	226	294	369	成长能力				
净利润	521	902	1,176	1,476	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	905	1,178	1,478	净利润增长率	-21.7%	73.5%	30.2%	25.4%
YoY (%)	-21.7%	73.5%	30.2%	25.4%	盈利能力				
每股收益	0.50	0.86	1.12	1.41	毛利率	63.8%	66.3%	66.5%	66.6%
					净利率	20.1%	25.4%	25.8%	26.1%
					总资产收益率 ROA	8.1%	13.2%	15.3%	17.1%
					净资产收益率 ROE	13.8%	20.8%	23.0%	24.4%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
货币资金	2,532	2,714	3,262	4,034	流动比率	1.95	2.28	2.50	2.95
预付款项	43	48	58	66	速动比率	1.60	1.97	2.24	2.77
存货	535	399	339	207	现金比率	1.50	1.83	2.08	2.57
其他流动资产	171	221	268	325	资产负债率	41.7%	36.4%	33.5%	29.8%
流动资产合计	3,282	3,382	3,927	4,632	经营效率				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	0.43	0.54	0.63	0.69
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	0.86	1.12	1.41
非流动资产合计	3,177	3,462	3,758	4,003	每股净资产	3.58	4.15	4.87	5.77
资产合计	6,458	6,844	7,685	8,635	每股经营现金流	0.86	0.96	1.45	1.74
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	414	410	326	估值分析				
其他流动负债	754	626	714	798	PE	73.90	42.96	32.98	26.30
流动负债合计	1,685	1,484	1,568	1,568	PB	10.42	9.23	7.86	6.63
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	2,490	2,575	2,575					
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	4,354	5,110	6,060					
负债和股东权益合计	6,458	6,844	7,685	8,635					

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。