

百润股份(002568)

报告日期：2023年07月27日

## Q2 营收超预期，强爽增长势能延续

### ——百润股份 23H1 业绩点评报告

#### 投资要点

- 百润股份发布业绩公告，23H1 公司实现营业总收入 16.51 亿元，同比增长 59.2%；实现归母净利润 4.39 亿元，同比增长 98.9%。23Q2 公司实现营业总收入 8.91 亿元，同比增长 78.9%，营收增速超市场预期（略高于我们预期的 65%+），主要系强爽大单品放量及去年低基数影响；23Q2 实现归母净利润 2.51 亿元，同比增长 94.7%，利润表现符合前期业绩预告（符合我们预期的 80-100%）。**
- “358”产品矩阵协同增长，强爽放量驱动营收高增**
  - ①分产品来看，23H1 预调鸡尾酒（含气泡水等）/食用香精分别实现营收 14.52/1.63 亿元，分别同比+67.57%/+18.58%。报告期间公司持续打造“358”品类矩阵，强爽大单品放量的同时带动微醺的恢复和清爽的推广，并有节奏推出新品（强爽系列零糖新品/强爽餐饮版新品等）从而实现协同增长。
  - ②分渠道来看，23H1 公司线下渠道/数字零售渠道/即饮渠道分别实现收入 13.36/2.42/0.37 亿元，分别同比+84.02%/+1.01%/-3.56%，毛利率分别同比+4.81pct/+1.27pct/-3.88pct 至 67.72%/63.17%/53.56%。
  - ③分区域来看，23H1 华北/华东/华南/华西分别实现收入 2.77/6.10/4.47/2.82 亿元，分别同比+136.75%/+21.13%/+81.62%/+104.29%，华东/华南依旧是主销市场（合计占比超 65%），华北增速领先主要得益于强爽渠道扩张。报告期间公司渠道下沉持续推进，在经销商数量上，截至 23H1 公司经销商总计 2399 家，较年初增加 206 家。
  - ④盈利端来看，公司盈利能力回升，23Q2 毛利率为 66.26%，同比+5.11pct，主要系去年运输费用大幅增加。费用率方面，Q2 销售费用率 19.58%，同比+1.67pct；管理费用率 4.94%，同比-2.73pct，主要系去年收入下滑致使管理费用率提升，23Q2 净利率为 28.17%，同比+2.36pct。
- 强爽持续高增态势，看好大单品逻辑延续**
  - ①公司 4 月以来动销环比改善，延续了去年 Q4 和今年 Q1 的快速增长势头。往年 4-5 月为淡季，今年扫码数量迅速上升，部分得益于 5 月提价前经销商积极备货。虽 6-7 月销售数据环比走弱，我们认为主要源于强爽提价后经销商进货节奏前置+市场动销变慢后进货阶段性降低+夏季非即饮需求低于即饮需求，在二季度销售超预期的背景下，近期增速环比放缓实属正常，预计后续渠道库存消化后将恢复高增态势。目前强爽已从尝新阶段转入复购阶段，其复购率为微醺的 2-3 倍，我们看好其持续增长能力。
  - ②今年以来公司延续对于强爽的重点推广：1) 强爽与《暗黑破坏神：不朽》的联名于 7 月 6 日正式启动，联名款礼盒附赠刮刮卡（活动时间 7.6-9.15）。强爽前期凭借《永劫无间》游戏联名流量引爆，本次游戏联名有望延续产品热度。2) 6 月 13 日，RIO 官宣上新专供线上的强爽 8 度 0 糖系列，口味更加丰富（新增凤梨味/白葡萄味），完善产品矩阵的同时满足了消费者的健康需求，同时先前推出的 9 度零糖系列终端覆盖率持续提升。我们预计 23/24 年强爽将分别实现 20 亿/30 亿的销售规模，长期有望成为 50 亿规模的现象级单品。
- 微醺换新包装+影视及联名助力，短期销售或超预期**

我们认为，微醺的市场容量还未到顶，刚刚从导入期进入成长期，去年下滑主要是受到强爽分流及大环境影响，公司今年动作频繁（包装换新升级+动漫联名+赞助热门影视）。尽管上半年微醺表现平平（我们预计 Q1 个位数增长/Q2 下滑），但考虑到渠道下沉仍有空间（如华中县级及以下乡镇市场），叠加《长相思》流量带动及低基数的作用下，全年仍有望实现增长。具体来看，①公司 7 月对微醺系列全线产品包装进行升级，升级后的包装配色更加符合女性消费者的审美，同

#### 投资评级：买入(维持)

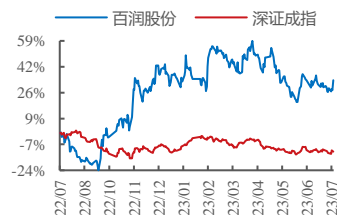
分析师：杨骥  
 执业证书号：S1230522030003  
 yangji@stocke.com.cn

研究助理：潘俊汝  
 panjunru@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 37.00
总市值(百万元)	38,838.57
总股本(百万股)	1,049.69

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《进击的预调酒龙头，第二增长曲线在途》 2023.07.10

时推出与热门动漫《时光代理人》的联名包装，换新包装助力销售。②微醺赞助的古装电视剧《长相思》于7月24日开播，开播当晚五个话题冲进微博热搜榜前15名，26小时内热度破3万，热度及播放量均实现第一。我们认为，《长相思》的目标群体与微醺高度重合，凭借消费者的坚实基础及流量加成，短期微醺销售有望超预期。

#### □ 借强爽之势开拓餐饮渠道，发力威士忌成为新增长点

未来公司的业绩增长点包括：①公司计划通过玻璃瓶强爽进军餐饮渠道，目前已经在部分区域试点投放，尽管短期对于报表端无增量贡献，但未来有望通过消费者培育，逐步切入佐餐场景，将餐饮打造成公司的新优势渠道。②公司烈酒业务以“重点发展威士忌，占位高品质烈酒，成为中国本土威士忌行业龙头”为战略指引，报告期内烈酒基地升级项目按计划正常推进，为保证高品质烈酒高效供应打下坚实基础。公司威士忌业务仍处于布局阶段，正在进行麦芽威士忌、调和威士忌的品牌孵化和产品开发，确定威士忌产品品类矩阵及价格带策略，提早进行多渠道、多场景战略布局。2023年7月初，作为体现峡州蒸馏厂形象和占位高品质白色烈酒的新产品——“椒语”金酒以及“岭冽”伏特加惊艳亮相，有望成为公司新的增长极。

#### □ 盈利预测及估值

短期大单品强爽持续高增带动微醺恢复和清爽推广，中长期将借强爽之势进军餐饮+烈酒或成为第二增长曲线，驱动营收及净利超预期。我们预计2023-2025年营收分别为36.0亿/45.5亿/56.6亿，同比增长分别为38.7%/26.4%/24.5%，归母净利润分别为8.7亿/11.3亿/14.5亿，同比增长分别为66.1%/30.7%/28.1%，预计23-25年EPS分别为0.82/1.08/1.38元，对应PE分别为44.87/34.33/26.79倍，维持“买入”评级。

□ **催化剂：**①强爽持续高增；②清爽推广超预期；③微醺销售超预期；④威士忌产品顺利出厂并实现销售。

□ **风险提示：**餐饮渠道竞争激烈；下游消费场景恢复不及预期；新品推广不及预期；原材料价格上涨；费用大幅增加；食品安全问题。

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2593.41	3597.17	4546.21	5661.50
(+/-) (%)	-0.04%	38.70%	26.38%	24.53%
归母净利润	521.28	866.05	1131.91	1450.33
(+/-) (%)	-22.14%	66.14%	30.70%	28.13%
每股收益(元)	0.50	0.82	1.08	1.38
P/E	74.54	44.87	34.33	26.79

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3282	3706	5413	7153
现金	2532	2981	4433	5861
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	127	204	258	308
其它应收款	34	39	49	66
预付账款	43	50	72	85
存货	535	384	562	800
其他	10	47	39	32
<b>非流动资产</b>	3177	3208	3170	3224
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2172	2166	2131	2088
无形资产	404	468	541	642
在建工程	328	325	239	233
其他	272	248	258	260
<b>资产总计</b>	6458	6913	8583	10376
<b>流动负债</b>	1685	1346	1668	2044
短期借款	444	148	197	263
应付款项	487	693	871	1056
预收账款	0	0	0	0
其他	754	505	600	725
<b>非流动负债</b>	1007	669	886	854
长期借款	0	0	0	0
其他	1007	669	886	854
<b>负债合计</b>	2692	2014	2554	2897
少数股东权益	2	2	1	(1)
归属母公司股东权益	3764	4897	6029	7480
<b>负债和股东权益</b>	6458	6913	8583	10376

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	903	1040	1285	1577
净利润	521	865	1131	1449
折旧摊销	155	148	155	162
财务费用	1	15	(9)	(29)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	439	(161)	196	235
其它	(213)	173	(188)	(241)
<b>投资活动现金流</b>	(635)	(203)	(107)	(214)
资本支出	(157)	(131)	(27)	(105)
长期投资	1	(1)	0	0
其他	(478)	(72)	(81)	(109)
<b>筹资活动现金流</b>	(75)	(388)	275	65
短期借款	444	(296)	49	66
长期借款	0	0	0	0
其他	(519)	(92)	225	(1)
<b>现金净增加额</b>	194	449	1452	1428

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2593	3597	4546	5662
营业成本	939	1235	1551	1931
营业税金及附加	162	212	264	328
营业费用	626	791	977	1189
管理费用	173	209	259	317
研发费用	86	108	132	159
财务费用	1	15	(9)	(29)
资产减值损失	0	(1)	(1)	(1)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	45	61	50	52
<b>营业利润</b>	651	1089	1423	1820
营业外收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	651	1089	1423	1820
所得税	130	224	292	370
<b>净利润</b>	521	865	1131	1449
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)
<b>归属母公司净利润</b>	521	866	1132	1450
EBITDA	791	1251	1569	1953
EPS (最新摊薄)	0.50	0.82	1.08	1.38

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-0.04%	38.70%	26.38%	24.53%
营业利润	-22.65%	67.31%	30.66%	27.86%
归属母公司净利润	-22.14%	66.14%	30.70%	28.13%
<b>获利能力</b>				
毛利率	63.78%	65.66%	65.87%	65.89%
净利率	20.08%	24.06%	24.88%	25.60%
ROE	13.79%	19.99%	20.71%	21.47%
ROIC	12.04%	17.35%	18.02%	18.40%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.68%	29.14%	29.75%	27.92%
净负债比率	16.77%	7.57%	7.96%	9.29%
流动比率	1.95	2.75	3.25	3.50
速动比率	1.63	2.47	2.91	3.11
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.43	0.54	0.59	0.60
应收账款周转率	17.78	21.90	19.90	20.24
应付账款周转率	1.83	2.10	1.99	2.01
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.50	0.82	1.08	1.38
每股经营现金	0.86	0.99	1.22	1.50
每股净资产	3.58	4.66	5.74	7.12
<b>估值比率</b>				
P/E	74.54	44.87	34.33	26.79
P/B	10.32	7.93	6.44	5.19
EV/EBITDA	46.99	28.80	22.07	17.03

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>