



# 延续强劲增长 看好全年表现

——百润股份（002568.SZ）半年报点评

食品饮料/非白酒

## 事件：

公司发布 2023 年半年报，2023 年上半年实现营收 16.51 亿元（同比+59.2%），实现归母净利润 4.39 亿元（同比+98.9%），实现扣非归母净利润 4.31 亿元（同比+111.7%），业绩增长与此前披露的业绩预告相一致。

## 投资摘要：

**2 季度业绩表现强劲，有力提振上半年业绩。**我们据公司半年报及 1 季度报推算，公司 23Q2 在收入利润层面均实现了强劲增长，利润增速高于收入增速：公司 23Q2 实现营收 8.9 亿元（同比+78.7%），实现毛利 5.9 亿元（同比+93.7%），实现归母净利润 2.5 亿元（同比+94.7%），实现扣非归母净利润 2.4 亿元（同比+116.3%）。

**预调酒销量大幅增长，单价下滑。1.销量方面：经销商数量增加叠加产品动销较强表现，实现强势增长。**公司上半年营收的较快增长（+59.2%）主要来自预调酒业务的增长（+67.6%），量价拆分来看，销量实现高增（+96.5%）但单价延续了下调（-14.7%）。我们判断销量的增长一方面来自公司新品“强爽”亮眼的动销表现，另一方面则来自经销商队伍的扩大：截至公司 23 年中，公司经销商增至 2399 家，较上年同期净增 436 家（+22.2%），较本年初净增 206 家（+9%）。23H1 公司的经销商新增数高于去年同期（据此判断公司增加了新招商的力度，或产品动销较强，广受市场欢迎），而减少数低于去年同期（据此判断经销商信心强于往期或产品表现良好），综合判断公司本阶段招商发力，经销商信心恢复，经销商的忠诚度提高，23 年全年业绩或将受益于此，实现有力的增长。**2.单价方面：公司预调酒价格延续了下滑的态势，但毛利率仍稳定。**23H1 预调酒推算单箱价格约 77 元（同比-14.7%），参考过往趋势，本期为历史较大降幅。但是公司当期预调酒毛利率为 66.6%，不仅高于去年同期的 62.4%，也高于过往 3 年的水平，因此我们判断降价虽然可能客观上推动了销量的增长，但并未以牺牲公司利润为代价，而是在成本回落的过程中适度让利于渠道商及消费者。预计公司有能力和协调价格/销量/利润水平三者之间的良好关系。

**营收的增长有效摊薄期间费用率，进而提升了净利率水平。**我们推算公司 23Q2 的期间费用率为 27.2%（同比-1.9pct），并创下 18 年以来的历史第 3 低的水平。拆分来看，同期的销售/管理/研发/财务四项费用的费用率分别+1.7/-2.7/-1.1/+0.2pct。受益于毛利率和期间费用率的改善，公司 23Q2 净利率为 28.2%（同比+2.3pct）。

**消费场景修复+渠道产品双轮驱动+预计大单品强爽放量，看好公司 23 年业绩表现。**我们判断：公司重点打造“358”产品矩阵，精准覆盖细分人群，持续聚焦年轻人群聚集的渠道，并纵深推动数字化转型，促进线上营销和销售，预计大单品强爽放量带动公司高增。随着消费人群和酒类饮料饮用场景的持续扩展，国内预调鸡尾酒市场拥有强劲的市场增长潜力和较大的增长空间，公司着眼长期战略，聚焦产业布局和产能改造，推动产品需求量持续增长。公司经销商数量的提升及忠诚度提高，亦将有助于发挥产品力和品牌力，促进产品的动销。我们认为在品牌知名度提升、品类矩阵丰富和渠道完善的带动下，公司在下半年有望持续较好增长。

**投资建议：**我们上调了公司的盈利预测，预计公司 2023-2025 年的营收分别为 36.6 亿元、47.6 亿元和 58 亿元，对应同比增长 41.1%、30.1%、21.7%，归母净利润分别为 9.7 亿元、12.6 亿元和 15.4 亿元，对应同比增长 86%、30.4%、21.5%，EPS 分别为 0.92 元、1.2 元和 1.46 元，对应报告日最新收盘价的 PE 分别为 40 倍、30.7 倍和 25.3 倍。考虑到公司较高的业绩增速，对应公司的 23 年预测净利润给

评级

买入

2023 年 08 月 01 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

张弛

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121120005

Zhangchi03@shgsec.com

17621838100

## 交易数据

时间 2023.8.1

总市值/流通市值（亿元）	379.46/259.3
总股本（万股）	104,969.1
资产负债率（%）	43.56
每股净资产（元）	3.84
收盘价（元）	36.15
一年内最低价/最高价（元）	21.1/44.96

## 公司股价表现走势图



资料来源：ifind，申港证券研究所

1、《百润股份半年度业绩预告点评：23Q2 业绩超预期 产品策略延续》2023-07-12

予 48 倍 PE 的合理估值，对应目标价格 44.33 元，上调该公司的评级至“买入”。

**风险提示：**食品安全风险；需求恢复不及预期；行业竞争加剧。

### 财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,594.36	2,593.41	3,659.72	4,761.69	5,796.50
增长率 (%)	34.66%	-0.04%	41.12%	30.11%	21.73%
归母净利润 (百万元)	666.06	521.28	969.41	1,263.82	1,535.21
增长率 (%)	24.38%	-21.74%	85.97%	30.37%	21.47%
净资产收益率 (%)	17.57%	13.85%	17.34%	20.31%	21.96%
每股收益 (元)	0.89	0.50	0.92	1.20	1.46
PE	41.55	73.96	40.04	30.71	25.28
PB	7.31	10.32	6.94	6.24	5.55

资料来源: ifind、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表					单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2594	2593	3660	4762	5796	流动资产合计	2813	3282	4581	5426	6594				
营业成本	897	939	1233	1614	1975	货币资金	2335	2532	3637	4217	5133				
营业税金及附加	145	162	201	268	333	应收账款	165	127	150	196	238				
营业费用	567	626	754	967	1159	其他应收款	22	34	48	63	77				
管理费用	136	173	213	267	314	预付款项	47	43	43	43	43				
研发费用	73	86	121	158	192	存货	184	535	703	920	1125				
财务费用	-20	1	-48	-63	-62	其他流动资产	60	10	-1	-12	-22				
资产减值损失	0	0	24	27	31	非流动资产合计	2827	3177	3661	4190	4792				
信用减值损失	2	0	1	1	1	长期股权投资	0	0	0	0	0				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	固定资产	2120	2172	2399	2715	3119				
投资净收益	0	0	0	0	0	无形资产	231	404	425	446	468				
营业利润	838	651	1211	1578	1917	商誉	0	0	0	0	0				
营业外收入	5	1	0	0	0	其他非流动资产	67	67	67	67	67				
营业外支出	0	1	0	0	0	资产总计	5640	6458	8242	9617	11386				
利润总额	842	651	1211	1578	1917	流动负债合计	868	1685	1458	2202	3204				
所得税	178	130	242	316	383	短期借款	0	444	0	453	1156				
净利润	664	521	969	1263	1534	应付账款	540	487	631	826	1011				
少数股东损益	-2	0	-1	-1	-1	预收账款	24	219	292	387	503				
归属母公司净利润	666	521	969	1264	1535	一年内到期的非流动负债	6	7	7	7	7				
EBITDA	1144	1202	1281	1649	2000	非流动负债合计	982	1007	1015	1015	1015				
EPS (元)	0.89	0.50	0.92	1.20	1.46	长期借款	0	0	0	0	0				
主要财务比率						应付债券	0	0	0	0	0				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	负债合计	1849	2692	2473	3217	4220				
成长能力						少数股东权益	0	2	1	0	-1				
营业收入增长	34.66%	-0.04%	41.12%	30.11%	21.73%	实收资本(或股本)	750	1050	1050	1050	1050				
营业利润增长	24.71%	-22.33%	85.99%	30.37%	21.47%	资本公积	1965	1745	3206	3206	3206				
归属于母公司净利润增长	24.38%	-21.74%	85.97%	30.37%	21.47%	未分配利润	677	806	896	1013	1155				
获利能力						归属母公司股东权益合计	3791	3764	5592	6224	6991				
毛利率(%)	65.43%	63.78%	66.31%	66.10%	65.94%	负债和所有者权益	5640	6458	8242	9617	11386				
净利率(%)	25.61%	20.08%	26.47%	26.52%	26.46%										
总资产净利润(%)	11.81%	8.07%	11.76%	13.14%	13.48%	现金流量表									
ROE(%)	17.57%	13.85%	17.34%	20.31%	21.96%		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E				
偿债能力						经营活动现金流	869	903	1086	1385	1697				
资产负债率(%)	33%	42%	30%	33%	37%	净利润	664	521	969	1263	1534				
流动比率	3.24	1.95	3.14	2.46	2.06	折旧摊销	326.16	549.59	0.00	91.36	99.32				
速动比率	3.03	1.63	2.66	2.05	1.71	财务费用	-20	1	-48	-63	-62				
营运能力						应收账款减少	0	0	-23	-45	-43				
总资产周转率	0.54	0.43	0.50	0.53	0.55	预收账款增加	0	0	73	95	116				
应收账款周转率	19	18	26	28	27	投资活动现金流	-881	-635	-628	-690	-777				
应付账款周转率	5.70	5.05	6.54	6.54	6.31	公允价值变动收益	0	0	0	0	0				
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0				
每股收益(最新摊薄)	0.89	0.50	0.92	1.20	1.46	投资收益	0	0	0	0	0				
每股净现金流(最新摊薄)	1.11	0.18	1.05	0.55	0.87	筹资活动现金流	841	-75	647	-115	-3				
每股净资产(最新摊薄)	5.06	3.58	5.33	5.93	6.66	应付债券增加	0	0	0	0	0				
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0				
P/E	41.55	73.96	40.04	30.71	25.28	普通股增加	214	300	0	0	0				
P/B	7.31	10.32	6.94	6.24	5.55	资本公积增加	-214	-220	1461	0	0				
EV/EBITDA	23.03	31.41	28.23	21.86	17.92	现金净增加额	829	194	1105	579	916				

资料来源: ifind, 申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上