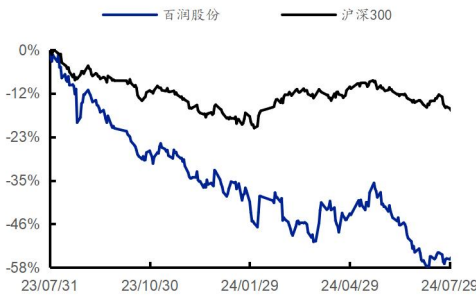


研究所：  
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 证券分析师：秦一方 S0350523120001  
 qinyf@ghzq.com.cn  
 联系人：景皓 S0350124030009  
 jingh@ghzq.com.cn

## 高基数下经营稳健，清爽及威士忌值得期待 ——百润股份（002568）2024年中报点评

### 最近一年走势



相对沪深300表现	2024/07/30		
表现	1M	3M	12M
百润股份	-3.7%	-20.5%	-55.1%
沪深300	-2.7%	-6.5%	-15.6%

市场数据	2024/07/30
当前价格(元)	16.21
52周价格区间(元)	15.00-36.90
总市值(百万)	17,010.27
流通市值(百万)	11,627.10
总股本(万股)	104,936.90
流通股本(万股)	71,727.96
日均成交额(百万)	75.58
近一月换手(%)	1.06

### 相关报告

《百润股份（002568）2023年报及2024年一季度报点评报告：Q1开局平稳，期待清爽新品（买入）\*非白酒\*刘洁铭，秦一方》——2024-04-27

《百润股份（002568）2023年业绩预告点评：业绩表现亮眼，2024年开门红可期（买入）\*非白酒\*薛玉虎，刘洁铭，秦一方》——2024-01-29

《百润股份（002568）2023年三季度报点评：收入继续保持高增，看好长期趋势（买入）\*非白酒\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-10-29

《百润股份（002568）中报点评报告：收入增长超

### 事件：

2024年7月30日，百润股份发布2024年半年度报告。2024H1公司实现营业收入16.28亿元，同比-1.38%；归母净利润4.02亿元，同比-8.36%；扣非归母净利润3.92亿元，同比-9.20%。2024Q2公司实现营业收入8.26亿元，同比-7.25%；归母净利润2.33亿元，同比-7.28%；扣非归母净利润2.3亿元，同比-5.7%。

### 投资要点：

- **高基数压力下经营稳健，二季度收入优于预期。**当前宏观需求整体偏弱，且上半年公司强势区域华东和华南降雨偏多，对预调酒销售产生不利影响；同时叠加强爽高基数压力，公司经营维持稳健实属不易。Q2报表端表现略有承压，我们认为主要系去年同期强爽高热度持续，渠道备货积极性高至基数压力较大，但实际表现维持稳健，同时清爽预计实现较好增长。
- **“358”矩阵持续完善，线上占比收缩，价盘整体稳定。**分产品看，2024H1预调酒/食用香精分别实现营收14.31/1.76亿元，分别同比-1.42%/+7.51%，其中预调酒2024Q2实现营收7.2亿元，同比-7.6%。强爽以“龙罐”为抓手加强品牌营销，消费人群和场景均有拓展，消费黏性持续提升；微醺逐渐从独饮场景拓展至聚饮、佐餐场景；清爽500mL大罐调性与微醺区隔明显，高性价比符合当前消费需求，公司预调酒“358”产品的消费者体验及影响力持续提升。同时公司食用香精业务兼顾核心大客户及优质中小型客户，实现较快增长。分渠道看，2024H1线下/数字零售/即饮渠道分别实现营收14.3/1.56/0.21亿元，分别同比+7.03%/-35.68%/-42.69%，占比最高的线下渠道在高基数压力下维持较好增长。公司持续收缩线上渠道，线上收入占比收缩至9.6%，同时线上毛利率同比高增6.74pct至69.91%，我们认为主要受益于线上促销频次减少后价盘整体稳定，渠道运行更加良性。
- **毛利率显著优化，费用投放回归理性。**2024H1及Q2公司毛利率分别为70.1%/71.8%，分别同比+4.2/+5.5pct。一方面受益于生产成本下降；另一方面上海生产基地扩建完成，靠近占比较高的华东及华南市场，运输费用或有所下降。费用端，2024Q1春节期间公司加大

预期，业绩弹性显著（买入）\*非白酒\*薛玉虎，刘洁铭，王尧》——2023-07-28

《百润股份（002568）2022 年报和 2023 年一季报点评：业绩超预期，强爽势不可挡（买入）\*非白酒\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-04-28

了“龙罐”广告费用投放，销售费用率同比上升接近 10pct。Q2 公司费用投放回归正常，整体上半年销售费用率上升 4.32pct，与毛利率上升基本抵消，预计全年维度销售费用率保持合理。综合来看 2024H1 及 Q2 公司归母净利率分别为 24.7%/28.2%，分别同比 -1.9/+0.04pct。2024H1 公司经营活动现金流同比-26%，主要系应收账款环比增加 0.87 亿元，我们认为公司在消费承压的背景下给予经销商更高的授信额度和账期支持，有利于维持渠道稳定健康发展。当前公司积极修炼内功，全面推进集团数字化建设，对消费者运营数字化、渠道运营数字化及数据治理进行专项运维，预计效果将逐步显现。

- **盈利预测和投资评级：**公司清爽系列深度打磨产品，普适性消费场景日趋明确，2024Q2 全新 500mL 大罐新品上架顺利，后续随着公司持续加大投入，清爽有望为预调酒贡献更多增量。公司持续培育威士忌产品，在渠道建设、价值体系、消费者培育、沟通互动等方面充分探索，进行多渠道、多场景战略布局，崆州品牌知名度及影响力不断提升，威士忌产品按计划推出后有望逐步贡献业绩。考虑到当前宏观需求弱复苏，我们预计 2024-2026 年营业收入分别为 34/41/49 亿元，分别同比+5%/+21%/+18%；归母净利润分别为 8.65/10.64/12.91 亿元，分别同比+7%/+23%/+21%，EPS 分别为 0.82/1.01/1.23 元，对应 PE 分别为 19.67/15.99/13.18 倍。考虑到公司“358”战略持续推进，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 宏观需求疲软；2) 动销不及预期；3) 原材料价格上涨过快；4) 产能投放不及预期；5) 食品安全风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3264	3417	4144	4908
增长率(%)	26	5	21	18
归母净利润（百万元）	809	865	1064	1291
增长率(%)	55	7	23	21
摊薄每股收益（元）	0.77	0.82	1.01	1.23
ROE(%)	20	20	23	26
P/E	31.55	19.67	15.99	13.18
P/B	6.39	3.95	3.65	3.36
P/S	7.91	4.98	4.10	3.47
EV/EBITDA	21.30	12.65	10.61	8.91

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

证券代码：	002568				股价：	16.21				投资评级：	买入				日期：	2024/07/30			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	20%	20%	23%	26%	EPS	0.78	0.82	1.01	1.23										
毛利率	67%	68%	68%	68%	BVPS	3.85	4.10	4.45	4.82										
期间费率	28%	28%	28%	27%	<b>估值</b>														
销售净利率	25%	25%	26%	26%	P/E	31.55	19.67	15.99	13.18										
<b>成长能力</b>					P/B	6.39	3.95	3.65	3.36										
收入增长率	26%	5%	21%	18%	P/S	7.91	4.98	4.10	3.47										
利润增长率	55%	7%	23%	21%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.48	0.45	0.49	0.52	营业收入	3264	3417	4144	4908										
应收账款周转率	19.06	16.26	18.26	17.88	营业成本	1087	1083	1309	1551										
存货周转率	1.65	1.54	1.81	1.73	营业税金及附加	177	198	240	280										
<b>偿债能力</b>					销售费用	708	759	903	1050										
资产负债率	43%	46%	48%	49%	管理费用	193	215	269	310										
流动比	1.53	1.32	1.22	1.16	财务费用	2	-9	-12	-13										
速动比	1.06	1.02	0.91	0.86	其他费用/（-收入）	106	114	140	162										
					<b>营业利润</b>	<b>1025</b>	<b>1096</b>	<b>1343</b>	<b>1626</b>										
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	3	0	3	8										
现金及现金等价物	1879	2330	2588	2892	<b>利润总额</b>	<b>1028</b>	<b>1096</b>	<b>1346</b>	<b>1634</b>										
应收款项	216	205	249	300	所得税费用	221	233	285	346										
存货净额	780	631	819	972	<b>净利润</b>	<b>807</b>	<b>863</b>	<b>1061</b>	<b>1288</b>										
其他流动资产	174	186	201	218	少数股东损益	-3	-2	-3	-3										
<b>流动资产合计</b>	<b>3048</b>	<b>3352</b>	<b>3858</b>	<b>4381</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>809</b>	<b>865</b>	<b>1064</b>	<b>1291</b>										
固定资产	2564	2844	3054	3261															
在建工程	579	696	856	1017	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	920	1037	1148	1254	经营活动现金流	562	1398	1310	1581										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	809	865	1064	1291										
<b>资产总计</b>	<b>7111</b>	<b>7929</b>	<b>8916</b>	<b>9913</b>	少数股东损益	-3	-2	-3	-3										
短期借款	891	1263	1671	2074	折旧摊销	188	257	283	315										
应付款项	499	545	643	759	公允价值变动	0	0	0	0										
合同负债	110	159	202	223	营运资金变动	-515	285	-30	-13										
其他流动负债	498	566	643	711	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1104</b>	<b>-765</b>	<b>-761</b>	<b>-780</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>1999</b>	<b>2533</b>	<b>3159</b>	<b>3768</b>	资本支出	-1104	-758	-761	-780										
长期借款及应付债券	1020	1020	1020	1020	长期投资	0	0	0	0										
其他长期负债	48	76	76	76	其他	1	-6	0	0										
<b>长期负债合计</b>	<b>1069</b>	<b>1097</b>	<b>1097</b>	<b>1097</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-128</b>	<b>-182</b>	<b>-291</b>	<b>-497</b>										
<b>负债合计</b>	<b>3068</b>	<b>3630</b>	<b>4256</b>	<b>4865</b>	债务融资	450	397	409	403										
股本	1050	1049	1049	1049	权益融资	0	-7	0	0										
股东权益	4044	4299	4660	5048	其它	-578	-572	-700	-900										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7111</b>	<b>7929</b>	<b>8916</b>	<b>9913</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-669</b>	<b>451</b>	<b>258</b>	<b>304</b>										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

## 【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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述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视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。