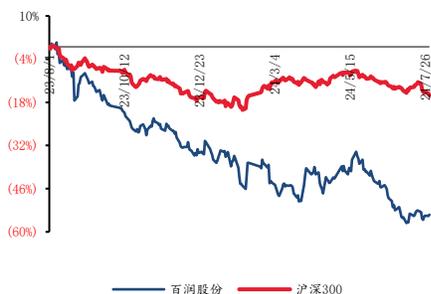


百润股份：短期收入承压，关注新品驱动增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	10.49/10.49
总市值/流通(亿元)	170.1/170.1
12个月内最高/最低价(元)	36.87/15

相关研究报告

<<百润股份：定增布局未来，全年业绩可期>>--2023-08-28

<<百润股份：强爽放量推动高增，利润率进一步改善>>--2023-07-28

<<百润股份：23H1业绩略超预期，强爽放量趋势延续>>--2023-07-09

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：肖依琳

电话：

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

事件：公司2024H1实现营收16.28亿元，同比-1.38%；归母净利润4.02亿元，同比-8.36%；扣非净利润3.92亿元，同比-9.2%。其中，Q2单季度实现营收8.26亿元，同比-7.25%；归母净利润2.33亿元，同比-7.28%；扣非净利润2.30亿元，同比-5.7%。

强爽高基数影响Q2收入短期承压，清爽放量带动整体增长。2024H1公司实现预调酒收入14.31亿元，同比-1.42%，其中Q2预调酒收入同比-7.6%，下滑主因去年强爽提价备货导致基数较高，同时公司加强线上渠道管控，2024H1线上渠道收入同比-35.7%，但整体下滑幅度好于此前预期。分产品来看，强爽预计在高基数下收入有所承压，新推青提茉莉口味产品对微醺整体有拉动，预计整体表现平稳；清爽新品加速铺货推进，带动整体增长。分渠道来看，2024H1线下/数字零售/即饮渠道营收14.3/1.6/0.2亿元，同比+7.0%/-35.7%/-42.7%，公司自去年以来更侧重线下业务精耕，严控线上平台促销力度以维护价格体系稳定，线上折扣活动的减少短期对销量有所影响。

线上折扣管控力度加强，毛利率水平改善明显。2024H1公司毛利率为70.08%，同比+4.19pct，其中Q2毛利率71.79%，同比+5.53pct，毛利率的提升主因包材等原材料成本下行贡献、强爽提价效应延续，另外今年公司坚持电商平台全员挺价，H1数字零售渠道毛利率同比+6.74pct至69.91%。费用方面，2024Q2销售/管理/研发/财务费用率分别为19.52%/6.46%/2.56%/1.15%，分别同比-0.06/+1.52/-0.29/+1.29pct。品牌营销费用投放力度不减，Q2销售费用率略有下降与广告费用投放节奏有关，公司前置广告费用投入至一季度，2024H1/Q2销售费用率分别同比+4.32/-0.06pct。毛利率提升拉动整体盈利改善，Q2净利率基本保持稳定，同比-0.01pct至28.20%。

358度产品矩阵势能逐步释放，期待威士忌新品打开长期成长空间。展望全年，下半年公司基数压力放缓，清爽下沉铺货为关键增长点，目前来看产品市场反馈良好。同时，下半年强爽基数回归正常，公司通过赛事活动赞助、话题种草、影视剧推广等活动加强消费复购粘性，强爽有望回归稳增；微醺新品推出节奏稳健，通过包装升级、限定单品推新等方式获新；同时威士忌新品有望年底推出。长期来看，清爽作为渠道下沉、卡位啤酒价格带、打开25岁+消费群体的重要单品，有望对标啤酒品类获得更高渗透率增长。同时公司计划于四季度推出威士忌产品，期待威士忌新品打开长期成长空间。

投资建议：我们预计公司2024-2026年收入分别为33.86/37.32/41.70亿元，归母净利润分别为8.34/9.27/10.44亿元，EPS分别为0.79/0.88/0.99元，对应PE为22/20/18X。我们按照2024年业绩给25倍PE，一年目标价19.75元，维持“买入”评级。

风险提示：清爽新品推广不及预期；威士忌新品不及预期；强爽恢复不及预期；食品质量安全问题；市场竞争加剧等

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,264	3,386	3,732	4,170
营业收入增长率(%)	25.85%	3.74%	10.21%	11.74%
归母净利润（百万元）	809	834	927	1,044
净利润增长率(%)	55.28%	3.07%	11.17%	12.53%
摊薄每股收益（元）	0.78	0.79	0.88	0.99
市盈率（PE）	31.55	22.43	20.17	17.93

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,532	1,879	2,897	3,710	4,664
应收和预付款项	170	253	246	271	306
存货	535	780	612	726	810
其他流动资产	44	136	140	145	149
流动资产合计	3,282	3,048	3,896	4,852	5,928
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	30	30	29	28	27
固定资产	2,172	2,564	2,844	3,054	3,261
在建工程	328	579	696	856	1,017
无形资产开发支出	404	493	594	703	806
长期待摊费用	3	18	18	18	18
其他非流动资产	3,520	3,428	4,293	5,251	6,331
资产总计	6,458	7,111	8,473	9,910	11,460
短期借款	444	891	1,263	1,671	2,074
应付和预收款项	487	499	528	570	633
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	1,760	1,678	1,814	1,877	1,920
负债合计	2,692	3,068	3,605	4,118	4,627
股本	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050
资本公积	1,745	1,744	1,744	1,744	1,744
留存收益	1,060	1,349	2,183	3,110	4,154
归母公司股东权益	3,764	4,044	4,871	5,799	6,842
少数股东权益	2	0	-3	-6	-10
股东权益合计	3,766	4,044	4,868	5,792	6,832
负债和股东权益	6,458	7,111	8,473	9,910	11,460

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	903	562	1,366	1,168	1,339
投资性现金流	-635	-1,104	-765	-765	-788
融资性现金流	-75	-128	418	409	403
现金增加额	196	-669	1,018	813	954

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,593	3,264	3,386	3,732	4,170
营业成本	939	1,087	1,050	1,161	1,293
营业税金及附加	162	177	194	213	236
销售费用	626	708	813	899	1,001
管理费用	173	193	210	213	238
财务费用	1	2	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	651	1,025	1,059	1,177	1,325
其他非经营损益	0	3	0	0	0
利润总额	651	1,028	1,059	1,177	1,325
所得税	130	221	228	253	285
净利润	521	807	831	924	1,040
少数股东损益	0	-3	-3	-3	-4
归母股东净利润	521	809	834	927	1,044

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	63.78%	66.70%	68.99%	68.89%	69.00%
销售净利率	20.10%	24.80%	24.64%	24.85%	25.03%
销售收入增长率	-0.04%	25.85%	3.74%	10.21%	11.74%
EBIT 增长率	-20.24%	57.41%	3.17%	11.17%	12.53%
净利润增长率	-21.74%	55.28%	3.07%	11.17%	12.53%
ROE	13.85%	20.02%	17.13%	15.99%	15.25%
ROA	8.07%	11.38%	9.85%	9.36%	9.11%
ROIC	10.02%	13.49%	11.56%	10.84%	10.43%
EPS (X)	0.50	0.78	0.79	0.88	0.99
PE (X)	74.72	31.55	22.43	20.17	17.93
PB (X)	10.42	6.39	3.84	3.23	2.73
PS (X)	15.13	7.91	5.53	5.01	4.49
EV/EBITDA (X)	46.94	21.30	13.78	12.14	10.48

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。