

预调酒增长承压 毛利率提升明显

——百润股份（002568.SZ）半年报点评

食品饮料/非白酒

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

公司发布 2024 年半年度报告，上半年实现营业收入 16.28 亿元、同比下降 1.38%，归母净利润 4.02 亿元、同比下降 8.36%，扣非归母净利润 3.92 亿元、同比下降 9.20%。其中 Q2 营收 8.26 亿元、同比下降 7.25%，归母净利润 2.33 亿元、同比下降 7.28%，扣非归母净利润 2.30 亿元、同比下降 5.70%。

投资摘要：

上半年预调酒增长承压，线下渠道显示增长韧性。24H1 预调鸡尾酒（含气泡水等）/食用香精分别实现营收 14.31/1.76 亿元，分别较上年同期减少 1.42%/增加 7.51%，在上年同期高基数和消费需求放缓下，上半年预调酒增长承压。分渠道看，线下/数字零售/即饮渠道分别实现营收 14.30/1.56/0.21 亿元，分别较上年同期增加 7.03%/减少 35.68%/减少 42.69%。上半年数字零售渠道营收下滑预计与公司持续推进数字零售渠道的长期健康发展、主动控制投放节奏和维持价格体系等有关，该渠道毛利率同比增加 6.74% 至 69.91%、提升幅度较大，预计产品结构及货品折扣均有所优化、对毛利率提升有正向贡献。公司渠道主体部分线下渠道仍维持较快增长，品牌力和渠道掌控力仍保持较强韧性。

上半年预调酒业务毛利率同比提升 3.95%，销售费用投入回归常态，盈利能力提高。上半年预调鸡尾酒（含气泡水等）毛利率 70.56%，比上年同期增长 3.95%。其中 Q2 公司综合毛利率 71.79%，比上年同期增长 5.57%，毛利率同比提高预计与包材等成本下降及产品结构提升有关。Q2 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比下降 0.04%/增加 1.48%/增加 1.32% 至 19.49%/6.42%/1.21%，公司 24Q1 以强爽“龙罐”为品牌营销抓手，提升销售费用投放占比，Q1 销售费用增至 2.36 亿元，Q2 销售费用投入力度回归常态，单季度销售费用额较上年同期小幅减少。Q2 归母净利润率 28.21%，同比/环比分别增加 0.04%/7.14%。

产品单箱售价提升，口味和规格焕新、新品类为品牌持续注入活力。公司上半年预调鸡尾酒（含气泡水等）销售 1721.51 万箱、销售箱数同比下降 8.69%，同口径营收同比下降 1.42%，显示公司产品单箱售价走高，预计主要受益于产品结构提升和新品放量等。公司持续完善“358”品类矩阵产品组合，上半年产品推广节奏良性，口味和包装焕新持续为老品牌系列注入活力。其中强爽系列以“龙罐”为品牌营销抓手、扩展消费人群和消费场景，上市零糖新品“春雪蜜桃”、提高消费黏性，增强强爽系列长期成长动力。微醺系列持续扩展消费人群和消费场景，拓展节庆餐饮、晚间小酌等场景。新口味“青提茉莉”上市表现出色，单店产出跃入口味前三。清爽系列上市 500mL 大罐清爽。烈酒业务开辟第二曲线，威士忌产品占位中国本土威士忌行业龙头，成品酒预计 24Q4 发布，有望借助公司渠道实现较好销售贡献。

投资建议：预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 33.91、37.88、42.24 亿元，归母净利润分别为 8.48 亿元、9.54 亿元和 10.79 亿元，每股收益分别为 0.81 元、0.91 元和 1.03 元，对应 PE 分别为 22.02X、19.58X 和 17.31X，维持“买入”评级。

风险提示：市场同质化竞争加剧风险、主要原材料价格变动风险、新产品开发的市场预期风险、质量控制和食品安全风险

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,593.41	3,263.89	3,391.30	3,788.03	4,223.98
增长率（%）	-0.04%	25.85%	3.90%	11.70%	11.51%
归母净利润（百万元）	521.28	809.42	848.00	953.95	1,078.82
增长率（%）	-21.74%	55.28%	4.77%	12.49%	13.09%
净资产收益率（%）	13.85%	20.02%	19.32%	17.98%	17.01%
每股收益（元）	0.50	0.78	0.81	0.91	1.03
PE	35.18	22.55	21.77	19.36	17.12

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入

2024 年 08 月 02 日

徐广福

分析师

SAC 执业证书编号：S1660524030001

王伟

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660123050007

交易数据

时间 2024.8.2

总市值/流通市值（亿元）	184.58/126.17
总股本（万股）	104,936.9
资产负债率（%）	42.1
每股净资产（元）	3.99
收盘价（元）	17.59
一年内最低价/最高价（元）	15.0/36.87

公司股价表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

相关报告

- 《百润股份半年报点评：延续强劲增长 看好全年表现》2023-08-02
- 《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

证券研究报告

PB 4.91 4.57 4.21 3.48 2.91

资料来源: wind, 公司 2022-2023 年财报, 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				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2593	3264	3391	3788	4224	流动资产合计	3282	3048	3618	4150	4829
营业成本	939	1087	1019	1209	1300	货币资金	2532	1879	2632	2940	3547
营业税金及附加	162	177	198	213	242	应收账款	127	216	195	234	252
营业费用	626	708	827	856	978	其他应收款	34	33	34	38	42
管理费用	173	193	210	223	255	预付款项	43	38	41	49	52
研发费用	86	106	111	119	128	存货	535	780	656	823	861
财务费用	1	2	2	2	2	其他流动资产	10	104	60	68	75
资产减值损失	0	0	0	0	0	非流动资产合计	3177	4063	3860	3880	3798
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	固定资产	2172	2564	2443	2407	2316
营业利润	651	1025	1064	1202	1357	无形资产	404	493	480	468	456
营业外收入	1	4	5	4	5	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	2	1	2	其他非流动资产	67	236	166	186	207
利润总额	651	1028	1066	1205	1360	资产总计	6458	7111	7478	8031	8627
所得税	130	221	221	255	285	流动负债合计	1685	1999	2060	1700	1264
净利润	521	807	845	951	1075	短期借款	444	891	933	480	0
少数股东损益	0	-3	-3	-3	-4	应付账款	487	499	492	583	627
归属母公司净利润	521	809	848	954	1079	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	1202	1685	1249	1402	1562	一年内到期的非流动负债	7	6	6	6	6
EPS (元)	0.50	0.78	0.81	0.91	1.03	非流动负债合计	1007	1069	1032	1032	1032
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	应付债券	984	1020	984	984	984
成长能力						负债合计	2692	3068	3092	2732	2296
营业收入增长	-0.04%	25.85%	3.90%	11.70%	11.51%	少数股东权益	2	0	-3	-6	-10
营业利润增长	-22.33%	57.38%	3.81%	13.05%	12.86%	实收资本 (或股本)	1050	1050	1050	1050	1050
归属于母公司净利润增长	-21.74%	55.28%	4.77%	12.49%	13.09%	资本公积	1745	1744	1000	1000	1000
未分配利润						未分配利润	806	997	1745	2567	3508
归属母公司股东权益合计						归属母公司股东权益合计	3764	4044	4389	5305	6341
负债和所有者权益						负债和所有者权益	6458	7111	7478	8031	8627
现金流量表						经营活动现金流	903	562	1233	1020	1253
ROE (%)	13.85%	20.02%	19.32%	17.98%	17.01%	净利润	521	807	845	951	1075
偿债能力						折旧摊销	155	179	183	198	203
资产负债率 (%)	42%	43%	41%	34%	27%	财务费用	1	2	2	2	2
流动比率	1.95	1.53	1.76	2.44	3.82	应付帐款减少	38	-89	21	-39	-18
速动比率	1.63	1.13	1.44	1.96	3.14	预收帐款增加	0	0	0	0	0
营运能力						投资活动现金流	-635	-1104	19	-219	-121
总资产周转率	0.43	0.48	0.46	0.49	0.51	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
应收账款周转率	18	19	17	18	17	长期股权投资减少	0	0	0	0	0
应付账款周转率	5.05	6.62	6.85	7.05	6.98	投资收益	0	0	0	0	0
每股指标 (元)						筹资活动现金流	-75	-128	-499	-493	-525
每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.78	0.81	0.91	1.03	应付债券增加	37	36	-37	0	0
每股净现金流 (最新摊薄)	0.18	-0.64	0.72	0.29	0.58	长期借款增加	0	0	0	0	0
每股净资产 (最新摊薄)	3.58	3.85	4.18	5.05	6.04	普通股增加	300	0	0	0	0
估值比率						资本公积增加	-220	-1	-744	0	0
P/E	35.58	22.81	22.02	19.58	17.31	现金净增加额	194	-669	753	308	607
P/B	4.96	4.62	4.26	3.52	2.94						
EV/EBITDA	14.63	11.10	14.39	12.27	10.32						

资料来源: wind, 公司 2022-2023 年财报, 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。

投资评级说明

申港证券行业评级说明：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

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）

申港证券公司评级说明：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

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）