

百润股份销售跟踪：线上强于线下 经销商态度偏乐观

——食品饮料行业周报



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

每周一谈

百润股份 21 年线下销售增速预计弱于 20 年，其中，线上维持高增速，预计同比超 50%；线下自 2 季度起增速偏弱。渠道调研中经销商态度偏乐观。

市场回顾

上周食品饮料指数涨幅 3.81%，在申万 28 个行业中排名第 3，跑赢沪深 300 指数 2.7pct，子行业中白酒（+5.22%）、其他食品（+5.01%）表现较好。

- ◆ 个股涨幅前 5 名：得利斯、皇氏集团、迎驾贡酒、来伊份、东鹏饮料
- ◆ 个股跌幅前 5 名：惠发食品、海欣食品、味知香、春雪食品、科拓生物

投资策略

重点推荐：业绩高增长，技术水平领先，渠道结构不断优化，渗透率提高的冷冻烘焙龙头立高食品，以及具有较强市场竞争力，推出新品抢占千元市场，打开新的增长极的贵州茅台；建议关注：行业增速快，市占率高，市场存在较大预期差的预调酒行业龙头百润股份；适度关注景气度较高的预制菜行业中的优秀个股。

评级

增持（维持）

2022 年 01 月 23 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

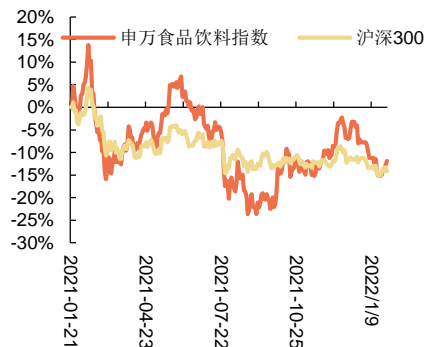
Zhangchi03@shgsec.com

17621838100

行业基本资料

股票家数	124
行业平均市盈率	38.26
市场平均市盈率	13.63

行业表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

相关报告

1、《预制风起：食品饮料行业周报》

2022-01-17

2、《小荷才露尖尖角 冷冻烘焙蓝海游长：立高食品深度报告》2021-12-01

3、《时来天地皆同力：百润股份深度报告》2021-12-23

4、《食品饮料行业研究周报：景气得到验证 向上趋势延续-白酒板块 21 年中报总结》2021-09-06

内容目录

1. 每周一谈：百润销售情况跟踪：线上增速远优于线下 经销商预期偏乐观	3
1.1 线上销售高速增长	3
1.2 高基数效应致线下销售偏弱	4
1.3 统计数据看销售可能略弱于去年	5
1.4 渠道调研情况偏乐观	6
2. 市场回顾	7
3. 上市公司重要公告	8
4. 行业新闻	9
5. 风险提示	10

图表目录

图 1： 申万一级行业本周涨跌幅	7
图 2： 申万一级行业年初至今涨跌幅	7
图 3： 食品饮料子行业本周涨跌幅	7
图 4： 得利斯等本周涨幅靠前	8
图 5： 惠发食品等本周跌幅靠前	8

1. 每周一谈：百润销售情况跟踪：线上增速远优于线下 经销商预期乐观

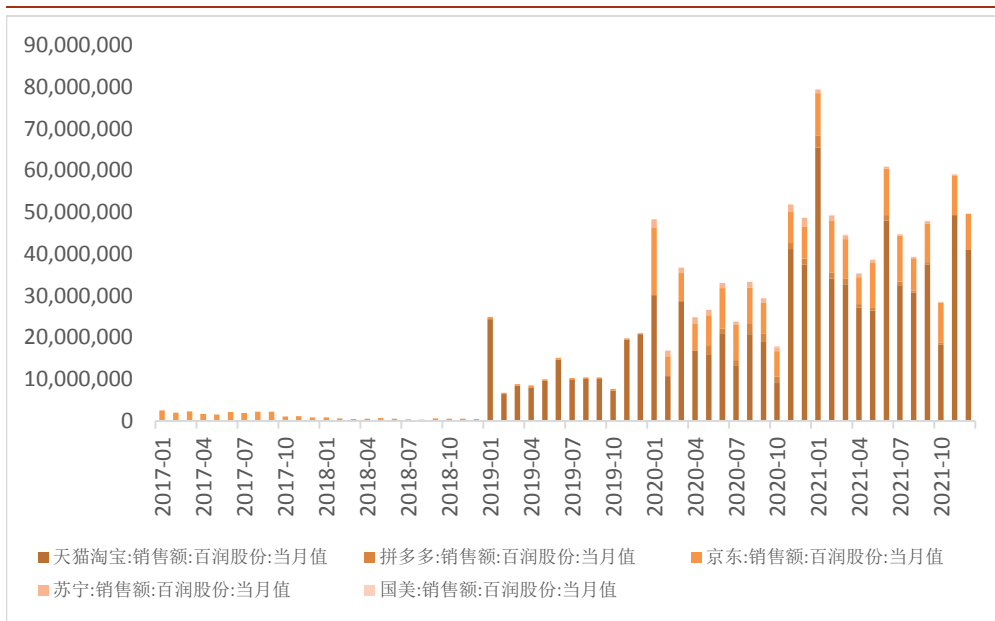
百润股份的销售渠道分为线下零售渠道、数字零售渠道（线上渠道）、即饮渠道三大类。其中，根据 21 年半年报统计，线下渠道贡献 71% 的营收和 74% 的毛利润，为第一大渠道；线上渠道贡献 25% 的营收和 22% 的毛利润，但增速最快；即饮渠道贡献 4% 的营收和毛利润，占比最小。

整体来看，公司 21 销售增速有所趋缓。主要线上渠道依然保持 50% 以上高增速，但受线下渠道在 21 年下半年增速放缓的拖累，公司整体的终端销售额增速有所下降。而在渠道调研中，经销商对 21 年末业绩较为乐观。

1.1 线上销售高速增长

天猫淘宝和京东是线上销售主力。线上销售数据中，我们根据通联数据、魔镜等数据源，统计了天猫淘宝、京东、拼多多、苏宁、国美等渠道的销售数据。其中，天猫淘宝和京东贡献了大部分的线上销售额，其他渠道销量增速占比仍小。

图1：公司各线上渠道单月销售额（单位：元）

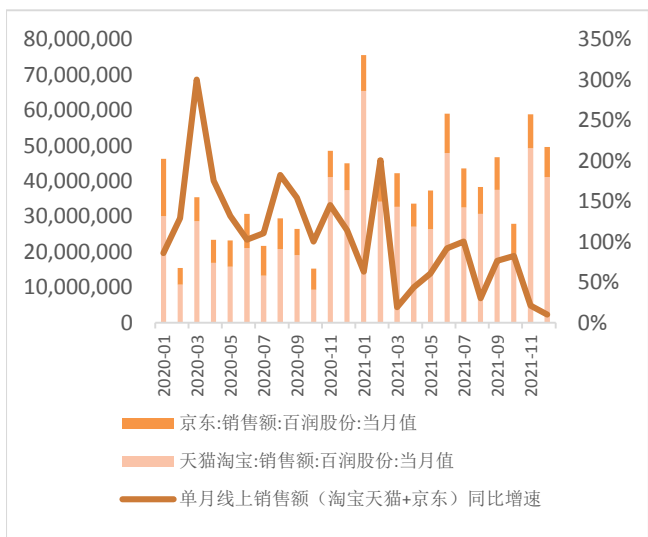


资料来源：Datayes，魔镜，拼多多，申港证券研究所

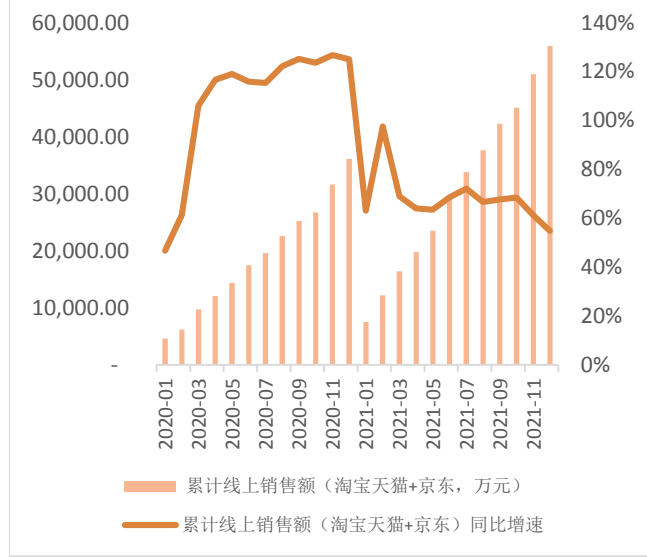
单期波动大但整体增速高，线上销量增速持续超 50%。由于天猫淘宝销售数据波动较大，公司近 2 年的线上销售额单月增速非常不稳定，但各月累计数统计来看，同比增速持续超 50%，线上销售情况增速良好。

图2：主要线上渠道单月销售额（元）及增速（%）

图3：主要线上渠道累计销售额及增速



资料来源：Datayes，魔镜，申港证券研究所

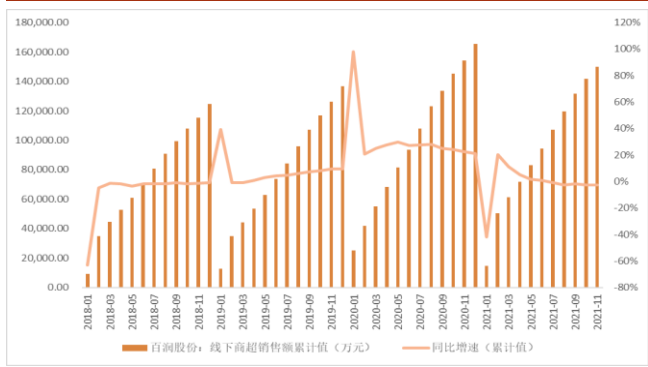


资料来源：Datayes，魔镜，申港证券研究所

1.2 高基数效应致线下销售偏弱

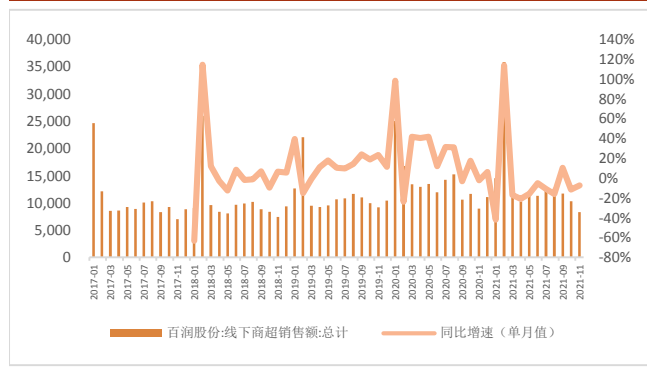
单月波动周期性明显，整体增速放缓。从线下销售情况看，公司在各月份单月销售数据同比增速的波动很大，具有较强的周期性。同期的累计数据相对稳定，2020年增速较快，2021年增速相对有所放缓。

图4：线下商超销售增速趋缓



资料来源：Datayes，木丁，申港证券研究所

图5：线下商超增速季节波动较大（单位：万元，%）



资料来源：Datayes，木丁，申港证券研究所

21 年线下渠道增速由强转弱。由于 20 年公司业绩销售较强，基数较高，公司 21 年 1 季度尚能保持 2 位数增速，但自 2 季度起增速有所放缓。

表1：公司同期线下销售额的同比增速情况对比

月份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
1 月	-63.13%	39.45%	98.13%	-42.08%
2 月	-4.60%	-0.95%	20.58%	20.35%
3 月	-1.46%	-0.97%	25.07%	11.28%
4 月	-1.70%	0.91%	27.70%	5.13%
5 月	-3.28%	3.13%	29.81%	1.67%
6 月	-1.82%	4.12%	27.21%	0.79%

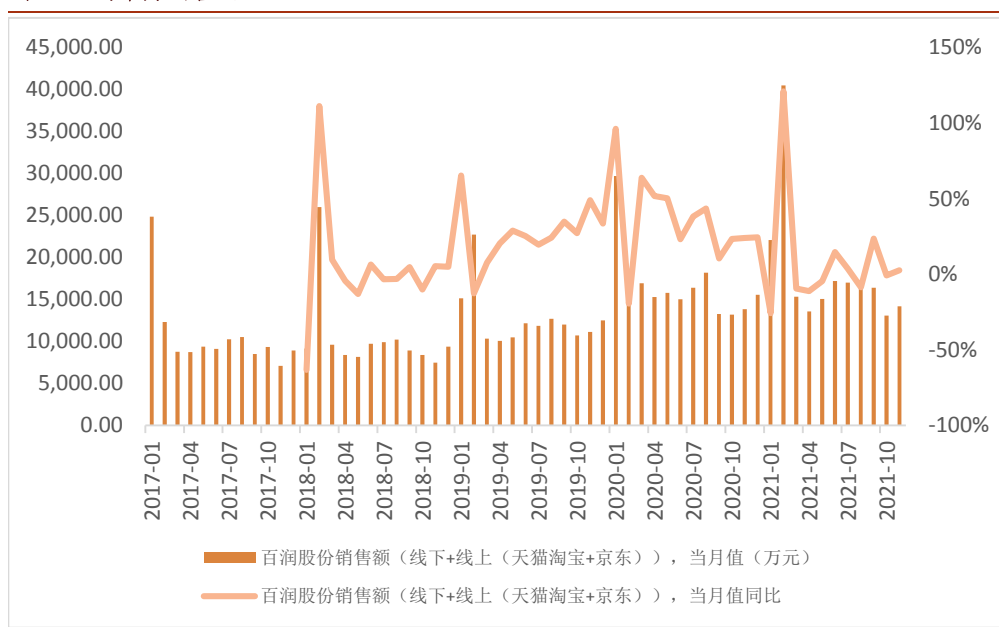
月份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
7 月	-1.82%	4.79%	27.74%	-0.78%
8 月	-1.77%	5.86%	28.13%	-2.69%
9 月	-1.07%	7.47%	24.90%	-1.65%
10 月	-1.79%	8.36%	24.26%	-2.46%
11 月	-1.30%	9.33%	22.34%	-2.75%
12 月	-0.82%	9.49%	21.12%	

资料来源: Datayes, 木丁, 申港证券研究所

1.3 统计数据看销售可能略弱于去年

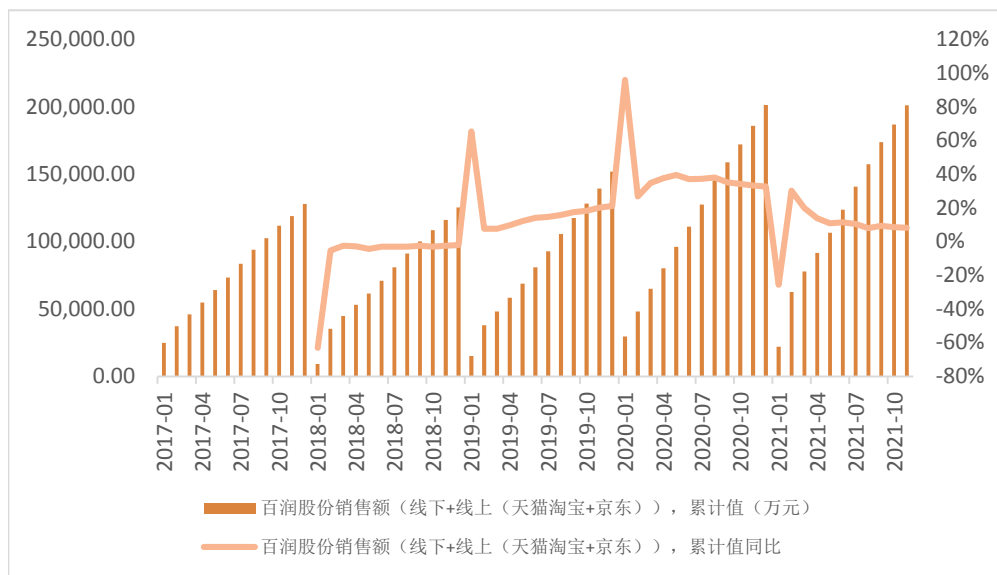
线上高增速未挽线下疲弱, 整体销量增速趋缓。单月数据看, 公司单月销售波动较大, 但由于线上销售的加入, 线下销售额的周期性被削弱。而累计销售额方面, 受 21 年下半年线下渠道销量放缓影响, 下半年销售数据走弱。

图6: 公司单月销售额波动较大



资料来源: Datayes, 魔镜, 木丁, 申港证券研究所

图7: 公司累计销售额增速有所减缓



资料来源：Datayes，魔镜，木丁，申港证券研究所

统计数据看终端销售增速或在 10%左右。根据线下销售情况和天猫淘宝、京东等销量较大且披露数据较为完整的线上渠道数据统计来看，21 年公司销售额的累计增速自 2 月份开始基本成持续走弱态势，目前 12 月数据暂未公布，但整体看受 20 年高基数影响，21 年全年的终端销售额增速或较前期会明显变弱。

表2：公司线上线下销售数据汇总后的各年度同期对比

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
1 月	-63.16%	65.36%	96.12%	-25.65%
2 月	-5.38%	7.65%	26.82%	30.30%
3 月	-2.51%	7.66%	34.74%	19.92%
4 月	-2.80%	9.66%	37.66%	13.99%
5 月	-4.31%	12.22%	39.58%	10.95%
6 月	-2.96%	14.01%	37.12%	11.45%
7 月	-3.00%	14.69%	37.27%	10.45%
8 月	-3.01%	15.75%	38.00%	8.06%
9 月	-2.38%	17.44%	35.18%	9.36%
10 月	-3.02%	18.20%	34.18%	8.59%
11 月	-2.52%	20.19%	33.37%	8.14%
12 月	-1.99%	21.18%	32.64%	

资料来源：Datayes，魔镜，木丁，申港证券研究所

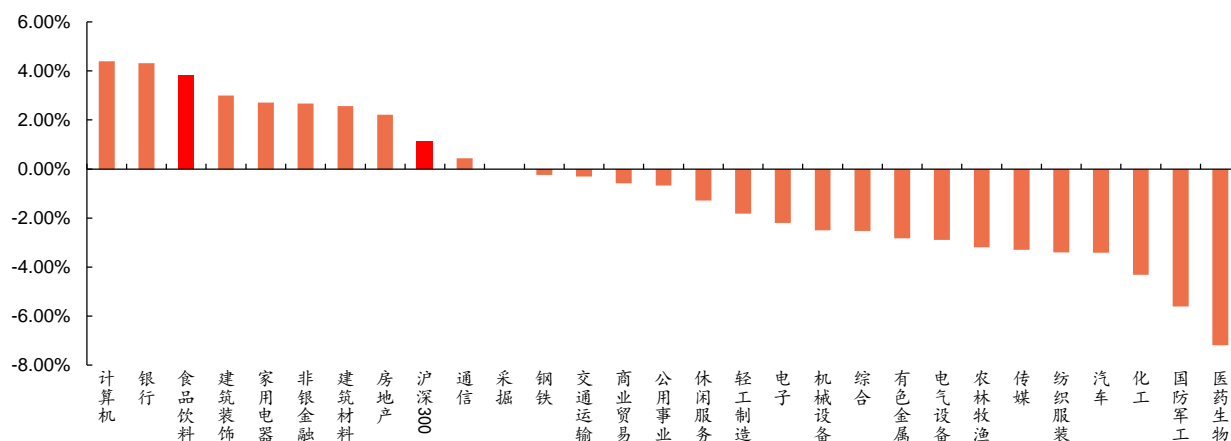
1.4 渠道调研情况偏乐观

近期渠道调研情况看，经销商对 21 年末的销售预期强于三方统计数据。经销商对近期销售业绩较为乐观，目前公司基层销售人员较为稳定，21 年末销量较 19、20 年而言增速没有重大变化，渠道动销良好、货龄正常。公司在清爽等新产品的营销支持力度有较大提高，未来或将可以调动经销商销售团队的积极性，创造继微醺后的又一成功大单品。

2. 市场回顾

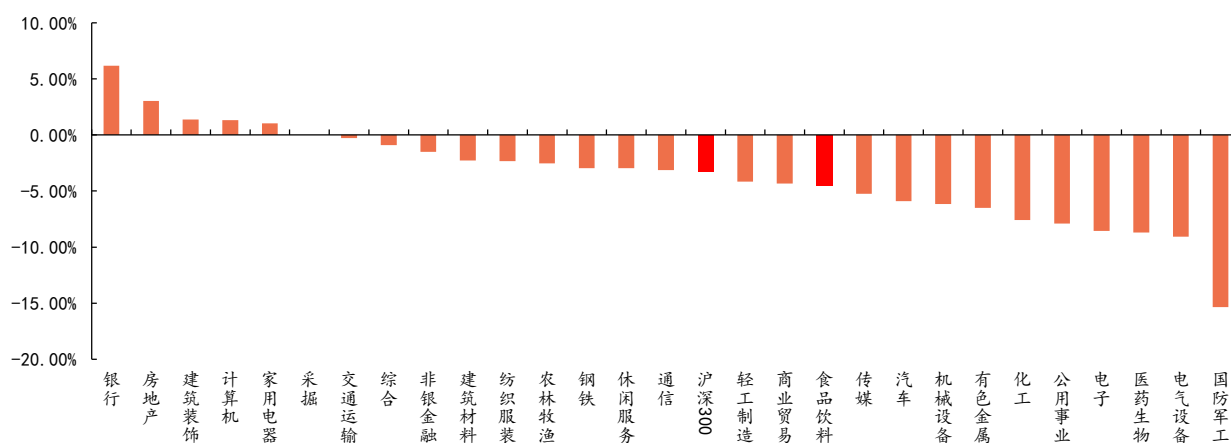
2022 年 1 月 17-21 日，食品饮料指数涨幅 3.81%，在申万 28 个行业中排名第 3，跑赢沪深 300 指数 2.7pct，子行业中白酒（+5.22%）、其他食品（5.01%）、啤酒（4.21%）等表现较好。个股方面，得利斯、皇氏集团、迎驾贡酒、来伊份、东鹏饮料等涨幅居前，惠发食品、海欣食品、味知香、春雪食品、科拓生物等跌幅居前。

图8：申万一级行业本周涨跌幅



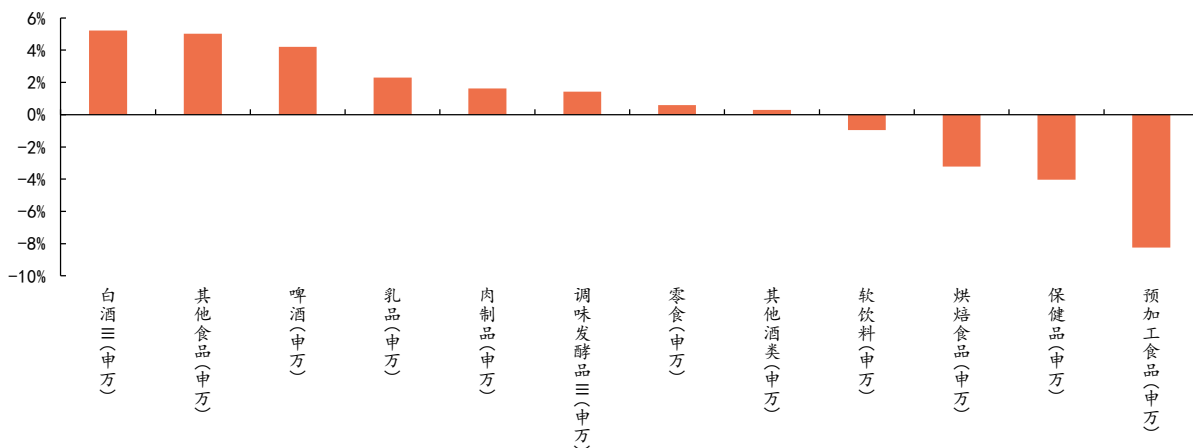
资料来源：Wind，申港证券研究所

图9：申万一级行业年初至今涨跌幅



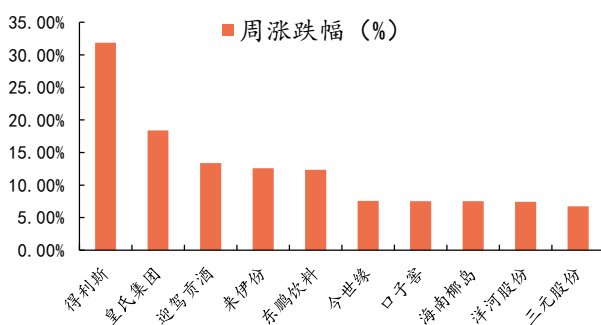
资料来源：Wind，申港证券研究所

图10：食品饮料子行业本周涨跌幅



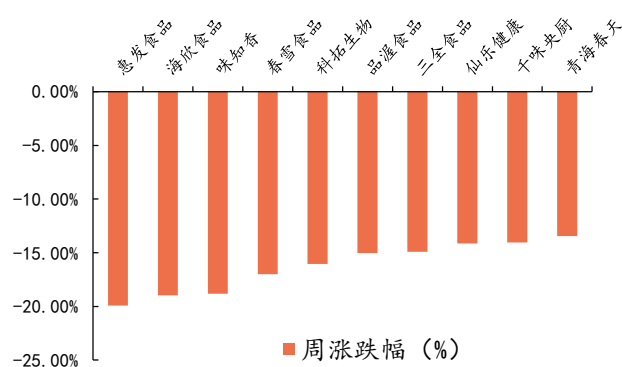
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图11: 得利斯等本周涨幅靠前



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图12: 惠发食品等本周跌幅靠前



资料来源: Wind, 申港证券研究所

3. 上市公司重要公告

业绩预告 (快报):

- ◆ **【东鹏饮料】**1月17日晚发布业绩预告,21 归母净利润预计为 11.5-12.5 亿, 同比增 41.61-53.93%。同期扣非归母净利润 10.5-11.5 亿, 同比增 30.45-42.87%。预增的原因主要包括: 产品和客户结构优化, 全国渠道开拓, 铺市率提升; 能量+产品线推广, 满足不同场景和人群需求; 以及复购率提升。
- ◆ **【舍得酒业】**1月18日晚发布业绩预告, 归母净利润预计为 12.3 亿元到 12.8 亿元, 同比增 112%到 121%。扣非归母净利润 11.9 亿元到 12.4 亿元, 同比增长 116%到 125%。预增的原因主要为: 公司上年同期受疫情影响, 经营业绩基数较低, 实现归属于上市公司股东的净利润为 5.8 亿元。2021 年, 受国内疫情逐步得到控制, 中高端白酒消费市场明显回暖; 公司老酒战略逐步被市场接受等。预计公司营业收入较上年同期增长 83%左右, 经营业绩较上年同期大幅上升。
- ◆ **【酒鬼酒】**1月19日发布业绩预告, 归母净利润预计为 8.8-9.5 亿元, 同比增 79-93.24%。扣非归母净利润预计为 8.73-9.43 亿元, 同比增 98.54-

114.46%。预增原因为：品牌价值提升，市场拓展推进，终端建设加强，销售收入大增。预计报告期实现营业收入 34 亿左右，同比增约 86%。

- ◆ **【梅花生物】** 预计 21 年归母净利润 23-24 亿，同比增加 134%到 144%，预计同期扣非归母净利润 20.2-21.2 亿，同比增 122 %到 133%。增长的原因：主营业务方面，子公司吉林梅花二期味精产能释放，味精销量增长，主营业务收入增加。主要产品味精、苏氨酸、赖氨酸、黄原胶以及其他饲料氨基酸产品的售价上涨幅度远大于原材料价格增长幅度，公司主要产品整体盈利能力进一步提高，从而带来利润增长。非经常性损益方面，处置子公司山西广生医药包装有限公司产生税前约 2.7 亿元的投资收益。
- ◆ **【立高食品】** 预计 21 年归母净利润 2.75-2.95 亿元，同比增 18.49-27.1%，预计同期扣非归母净利润 2.6-2.8 亿元，同比增 15.13-23.98%。营收 27.8-28.5 亿元，同比增 53.62-57.49%。增长的原因：1. 烘焙行业的市场需求旺盛，公司麻薯、冷冻蛋糕等大单品放量，助力收入增长。2. 面临原料涨价，公司积极降本增效，对成本压力。3. 超额业绩奖励及股权激励，影响净利润约 3,500 万元。若剔除该因素，归母净利润 3.1-3.3 亿元，同比增 33.57%-42.18%；扣非净利润 2.95-3.15 亿元，同比增 30.63-39.48%。

其他公告：

- ◆ **【嘉必优】** 发布股权激励计划草案。授予 180 万股限制性股权激励，其中首次授予不超过 160 万股。授予对象不超过 48 人，约占公司 2020 年底员工总数 374 人的 12.83%。

4. 行业新闻

茅台新品“1935”发布，市场反响热烈，定价 1188 元/瓶。

- ◆ 1 月 18 日晚，茅台 1935 正式发布，市场指导价 1188 元/瓶，属于茅台酱香系列酒，定位高于茅台迎宾酒和遵义 1935，类似于遵义 1935 的升级版。目前，茅台王子酒、茅台迎宾酒、汉酱、赖茅、华茅、王茅等系列酒的终端零售价主要在 300-900 元价格带之间，飞天、五星等终端零售价基本在 2500 元以上，在 1000-2500 元价格带处于相对空缺。遵义 1935（新酒）在终端价约在 1000-1500 元水平，但该酒基本已停产，因此预计茅台 1935 是公司在 1000-2500 元价格带的重磅力作，将填补茅台在该价格带的空缺。
- ◆ 在相似价格带，茅台 1935 在酱香型以外的竞争对手包括：五粮液普五（1209 元，电商日常价，下同）、国窖 1573（1109 元）、梦之蓝 M9（52 度）（1779 元）、汾酒青 30 复兴版（1199 元）、双沟苏酒头排酒 52 度（1388 元）、水井坊典藏大师（1199 元）、古井贡古 26（1288 元）、西凤酒红西凤（1499 元）、酒鬼酒内参（1167 元）等。其中，五粮液普五、国窖 1573 为最主要竞争对手。
- ◆ 在 1000-2500 元的价格带，酱香型白酒种类并不算多，除茅台外，主要是郎酒青花郎（1100 元）、习酒 15 年（1698 元）、赖茅一代工匠（1299 元）、珍酒珍 30（1348 元）、铁盖钓鱼台（1848 元）、潭酒紫气东来（1256 元）等。从品牌影响力来说整体也略弱于茅台。

多家啤酒企业推出高端产品，上探千元价格带。

- ◆ 近期，青岛啤酒发布超高端新品啤酒“一世传奇”，售价为 1189 元/瓶，每瓶容量为 1.5L。此前，青啤于 20 年 7 月发布“百年之旅”艺术酿造新品，售价 378 元，已是将啤酒拉上百元价格带，提升了国内啤酒价格的天花板。本次 1189 元定价的“一世传奇”，将啤酒价格天花板进一步上探。此前，
- ◆ 21 年 5 月，华润雪花层推出高端啤酒“醴”，定价 999 元/盒（一盒 2 瓶，999ml/瓶）。此外，百威也推出了百威大师传奇虎年限量版，1583 元/瓶，容量为 798ml。

5. 风险提示

引用的数据源不准确、疫情影响超出预期、消费复苏不及预期等。

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

本报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，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。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本研究报告所载的资料、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、意见或推测不一致的报告。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下作出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，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。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

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