

百润股份 (002568.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

强爽表现亮眼，23Q1 势能延续

业绩简评

4月27日公司发布年报和一季报，22年实现营收25.9亿元，同比-0.04%；实现归母净利润5.2亿元，同比-21.7%；扣非归母净利润4.9亿元，同比-22.7%。23Q1实现营收7.6亿元，同比+41.1%；实现归母净利润1.9亿元，同比+104.7%；扣非净利润1.9亿元，同比+105.9%，业绩超预期。

经营分析

强爽快速起量，23Q1 维持高增。分产品看，1) 强爽于去年9月在抖音等渠道走红，扭转预调酒销售下滑态势，22H2实现收入13.9亿元，同比+13.2% (其中量+33.8%，价-15.4%)。2) 食用香精22H2亦小幅修复，收入+4.9% (量+8.6%，价-3.5%)，主要系疫后下游定制化需求回补。3) 23Q1 维持高增态势，系微醺、玻璃瓶环比改善，强爽单月销量维稳 (属于纯增量)。23Q1 合同负债2.2亿元，环比+1.6%，同比+402%，Q2 储备充足。

传统网点持续下沉，全国化进程加速。受疫情扰动，22年线下/数字零售/即饮渠道收入分别为19.3/5.4/0.6亿元，同比+6.6%/-16.8%/-33.1%。华东以外市场逐步开拓，22年底经销商数量达到2193家，同比+16.2%。增量主要集中在华北/华南市场，22年收入增速分别为27%/9.7%，凸显较强的经营韧性。

成本下行+规模效应，23年利润弹性可期。公司净利率22Q4/23Q1分别为22.8%/24.7%，均同比+7.7pct，且22Q1 环比持续改善。主要系1) 核心原料如铝锭、玻璃、纸箱价格降幅较大。2) 产能利用率持续提升，规模效应加强，22H2 预调酒吨成本-7.4%。3) 费用端，22年追加新品投放+清爽签约代言人+激励摊销增加，22Q4 销售/管理费率分别同比+2.3pct/1.4pct。4) 23Q1 各项费率逐步优化，销售/管理费率分别同比-4.9pct/-2.2pct，释放利润空间。**公司作为预调酒龙头，有望持续受益于行业渗透率提升。**产品端，面向不同消费人群推出“3-5-8”度产品矩阵，微醺已有验证，强爽仍在逐步起量，看好后续清爽的培育潜力。渠道端，今年将加大力度建设餐饮渠道，并结合线上渠道进行新品推广，随着组织结构优化，全国化扩张大有可为。

盈利预测、估值与评级

考虑到Q1业绩超预期，上调23-24年盈利预测19%/17%。预计23-25年公司归母净利润分别为9.0/11.7/14.5亿元，分别同比增长+73%/30%/24%，对应PE分别为48x/37x/30x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：40.99 元

相关报告：

1. 《百润股份公司深度研究：强爽蓄势待发，龙头再下一城》，2023.3.15



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,594	2,593	3,503	4,433	5,403
营业收入增长率	34.66%	-0.04%	35.06%	26.55%	21.90%
归母净利润(百万元)	666	521	901	1,171	1,446
归母净利润增长率	24.38%	-21.74%	72.76%	30.00%	23.50%
摊薄每股收益(元)	0.888	0.496	0.858	1.115	1.377
每股经营性现金流净额	1.16	0.86	0.95	1.43	1.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.57%	13.85%	20.70%	22.95%	23.60%
P/E	67.35	75.27	47.80	36.77	29.77
P/B	11.83	10.42	9.90	8.44	7.03

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,927	2,594	2,593	3,503	4,433	5,403	货币资金	1,503	2,335	2,532	2,469	2,776	3,299
增长率	34.7%	34.7%	0.0%	35.1%	26.6%	21.9%	应收款项	131	187	161	243	314	376
主营业务成本	-665	-897	-939	-1,199	-1,476	-1,782	存货	105	184	535	477	607	733
%销售收入	34.5%	34.6%	36.2%	34.2%	33.3%	33.0%	其他流动资产	88	107	53	110	137	153
毛利	1,262	1,697	1,654	2,303	2,957	3,621	流动资产	1,827	2,813	3,282	3,299	3,834	4,560
%销售收入	65.5%	65.4%	63.8%	65.8%	66.7%	67.0%	%总资产	47.0%	49.9%	50.8%	48.3%	49.7%	51.7%
营业税金及附加	-100	-145	-162	-196	-248	-303	长期投资	32	31	30	30	30	30
%销售收入	5.2%	5.6%	6.3%	5.6%	5.6%	5.6%	固定资产	1,609	2,343	2,500	2,747	3,120	3,518
销售费用	-428	-567	-626	-708	-878	-1,070	%总资产	41.4%	41.5%	38.7%	40.3%	40.4%	39.9%
%销售收入	22.2%	21.9%	24.1%	20.2%	19.8%	19.8%	无形资产	236	233	408	543	528	514
管理费用	-101	-136	-173	-182	-222	-259	非流动资产	2,060	2,827	3,177	3,525	3,884	4,267
%销售收入	5.2%	5.3%	6.7%	5.2%	5.0%	4.8%	%总资产	53.0%	50.1%	49.2%	51.7%	50.3%	48.3%
研发费用	-64	-73	-86	-98	-124	-151	资产总计	3,887	5,640	6,458	6,824	7,717	8,826
%销售收入	3.3%	2.8%	3.3%	2.8%	2.8%	2.8%	短期借款	0	6	451	348	211	8
息税前利润 (EBIT)	569	776	607	1,119	1,485	1,838	应付款项	403	572	582	701	883	1,066
%销售收入	29.5%	29.9%	23.4%	32.0%	33.5%	34.0%	其他流动负债	248	289	652	419	518	623
财务费用	8	20	-1	-19	-8	12	流动负债	651	868	1,685	1,468	1,612	1,697
%销售收入	-0.4%	-0.8%	0.0%	0.5%	0.2%	-0.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	-2	0	0	0	0	其他长期负债	18	982	1,007	1,005	1,004	1,003
公允价值变动收益	0	0	0	-30	-30	-30	负债	669	1,849	2,692	2,473	2,616	2,700
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	3,216	3,791	3,764	4,350	5,101	6,126
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	536	750	1,050	1,050	1,050	1,050
营业利润	672	838	651	1,151	1,497	1,850	未分配利润	311	677	806	1,392	2,142	3,168
营业利润率	34.9%	32.3%	25.1%	32.8%	33.8%	34.2%	少数股东权益	2	0	2	1	1	0
营业外收支	3	4	0	3	3	3	负债股东权益合计	3,887	5,640	6,458	6,824	7,717	8,826
税前利润	675	842	651	1,154	1,500	1,853	比率分析						
利润率	35.0%	32.5%	25.1%	32.9%	33.8%	34.3%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-139	-178	-130	-254	-330	-408	每股指标						
所得税率	20.6%	21.1%	20.0%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.999	0.888	0.496	0.858	1.115	1.377
净利润	535	664	521	900	1,170	1,445	每股净资产	6.002	5.056	3.584	4.142	4.857	5.834
少数股东损益	0	-2	0	-1	-1	-1	每股经营现金净流	1.350	1.159	0.860	0.954	1.435	1.740
归属于母公司的净利润	536	666	521	901	1,171	1,446	每股股利	0.400	1.100	0.500	0.300	0.400	0.400
净利率	27.8%	25.7%	20.1%	25.7%	26.4%	26.8%	回报率						
							净资产收益率	16.65%	17.57%	13.85%	20.70%	22.95%	23.60%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	13.78%	11.81%	8.07%	13.20%	15.17%	16.38%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	14.03%	12.89%	9.34%	15.36%	18.40%	20.14%
净利润	535	664	521	900	1,170	1,445	增长率						
少数股东损益	0	-2	0	-1	-1	-1	主营业务收入增长率	31.20%	34.66%	-0.04%	35.06%	26.55%	21.90%
非现金支出	93	108	161	169	193	219	EBIT 增长率	63.68%	36.28%	-21.70%	84.31%	32.69%	23.76%
非经营收益	25	27	24	129	89	78	净利润增长率	78.31%	24.38%	-21.74%	72.76%	30.00%	23.50%
营运资金变动	70	69	198	-195	54	85	总资产增长率	51.74%	45.11%	14.50%	5.67%	13.09%	14.37%
经营活动现金净流	723	869	903	1,002	1,507	1,827	资产管理能力						
资本开支	-385	-433	-624	-546	-549	-599	应收账款周转天数	21.4	19.1	20.5	21.0	22.0	22.0
投资	0	-448	0	-30	-30	-30	存货周转天数	53.5	58.9	139.8	145.0	150.0	150.0
其他	0	0	-11	0	0	0	应付账款周转天数	175.6	185.4	199.7	200.0	205.0	205.0
投资活动现金净流	-385	-881	-635	-576	-579	-629	固定资产周转天数	213.2	298.2	305.7	241.7	209.4	185.1
股权募资	994	0	71	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	1,117	450	-103	-137	-203	净负债/股东权益	-46.70%	-36.47%	-29.11%	-26.12%	-30.98%	-37.66%
其他	-317	-276	-596	-385	-482	-471	EBIT 利息保障倍数	-72.2	-37.9	590.2	60.0	182.6	-156.6
筹资活动现金净流	676	841	-75	-488	-619	-675	资产负债率	17.20%	32.78%	41.68%	36.24%	33.90%	30.59%
现金净流量	1,014	829	196	-62	308	524							

来源：公司年报、国金证券研究所

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402