



百润股份 (002568.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

利润超预期，全年展望积极

业绩简评

公司于7月4日发布业绩预告，预计23H1实现归母净利润4.2-4.5亿元（中枢为4.4亿元，下同），同比+90%-105%；扣非归母净利润4.1-4.5亿元（4.3亿元），同比+100%-120%。

其中23Q2归母净利润2.3-2.7亿元（2.5亿元），同比+80%-106%；扣非归母净利润2.2-2.6亿元（2.4亿元），同比+95%-131%。业绩超预期，主要系强爽放量延续高增同时规模效应凸显。

经营分析

我们预计公司Q2收入增速60%~70%（8-8.5亿元）。分品类看，强爽延续Q1高增态势，月销约1.5-2亿元，目前销售占比超过50%；微醺月度环比修复，目前销售占比约30%；清爽、玻璃瓶出货不及预期，预计同比下滑。分渠道看，伴随线下渠道人流恢复及营销活动顺利开展，Q2流通渠道预计实现高增；线上Q1控价盘压力较大，但Q2环比显著改善，同比恢复正增。

净利率预计大幅提升，接近2020年微醺放量时期高位水平。假定收入为8.5亿元，Q2采用净利润中枢估算，净利率为28.2%，同比+2.3pct，环比+3.5pct。主要系成本下降与规模效应同步作用，1)核心原料如铝锭、玻璃、纸箱价格降幅超10%，运费成本亦大幅回落。叠加5月强爽出厂价增幅中个位数，毛利率显著提升。2)规模效应加强，强爽月销起量，产能利用率提升。3)费效比提升，Q2优化投放结构，主要增加费用冠名电竞赛事。

展望23全年，公司将围绕“3-5-8”矩阵出发，持续进行消费人群培育和终端建设。强爽具备高复购率，近期推出零糖、玻璃瓶等新品，在旺季营销活动加持下有望持续超预期。微醺对饮用场景、包装、口感进行迭代，随着终端网点数提升有望恢复增长。清爽重新梳理人群定位，加快新包装上市，有望以低价打入下沉市场。预计H2规模效应持续增强，利润率进一步改善。

盈利预测、估值与评级

考虑到23H1业绩超预期，我们上调23-25年归母净利润6%/7%/7%。我们预计22-24年公司归母净利润分别为9.5/12.5/15.5亿元，分别同比增长83%/31%/24%，对应PE分别为40x/32x/26x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险、市场竞争加剧风险、下游恢复不及预期风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

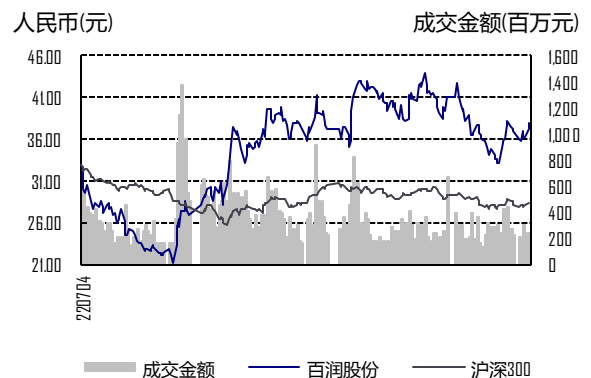
联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：37.82元

相关报告：

- 《百润股份公司点评：强爽表现亮眼，23Q1势能延续》，2023.4.28
- 《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	3,595	4,630	5,646
营业收入增长率	34.66%	-0.04%	38.63%	28.79%	21.95%
归母净利润(百万元)	666	521	954	1,254	1,549
归母净利润增长率	24.38%	-21.74%	82.98%	31.48%	23.55%
摊薄每股收益(元)	0.888	0.496	0.908	1.194	1.475
每股经营性现金流净额	1.16	0.86	1.01	1.52	1.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.57%	13.85%	21.66%	23.95%	24.34%
P/E	67.35	75.27	40.02	31.67	25.63
P/B	11.83	10.42	8.67	7.58	6.24

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,927	2,594	2,593	3,595	4,630	5,646
增长率	34.7%	34.7%	0.0%	38.6%	28.8%	21.9%
主营业务成本	-665	-897	-939	-1,208	-1,505	-1,818
%销售收入	34.5%	34.6%	36.2%	33.6%	32.5%	32.2%
毛利	1,262	1,697	1,654	2,387	3,125	3,829
%销售收入	65.5%	65.4%	63.8%	66.4%	67.5%	67.8%
营业税金及附加	-100	-145	-162	-201	-259	-316
%销售收入	5.2%	5.6%	6.3%	5.6%	5.6%	5.6%
销售费用	-428	-567	-626	-719	-917	-1,118
%销售收入	22.2%	21.9%	24.1%	20.0%	19.8%	19.8%
管理费用	-101	-136	-173	-180	-232	-271
%销售收入	5.2%	5.3%	6.7%	5.0%	5.0%	4.8%
研发费用	-64	-73	-86	-101	-130	-158
%销售收入	3.3%	2.8%	3.3%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	569	776	607	1,186	1,588	1,965
%销售收入	29.5%	29.9%	23.4%	33.0%	34.3%	34.8%
财务费用	8	20	-1	-18	-4	17
%销售收入	-0.4%	-0.8%	0.0%	0.5%	0.1%	-0.3%
资产减值损失	0	-2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	-30	-30	-30
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	672	838	651	1,219	1,604	1,982
营业利润率	34.9%	32.3%	25.1%	33.9%	34.6%	35.1%
营业外收支	3	4	0	3	3	3
税前利润	675	842	651	1,222	1,607	1,985
利润率	35.0%	32.5%	25.1%	34.0%	34.7%	35.2%
所得税	-139	-178	-130	-269	-353	-437
所得税率	20.6%	21.1%	20.0%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	535	664	521	953	1,253	1,549
少数股东损益	0	-2	0	-1	-1	-1
归属于母公司的净利润	536	666	521	954	1,254	1,549
净利率	27.8%	25.7%	20.1%	26.5%	27.1%	27.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	535	664	521	953	1,253	1,549
少数股东损益	0	-2	0	-1	-1	-1
非现金支出	93	108	161	169	193	219
非经营收益	25	27	24	128	87	77
营运资金变动	70	69	198	-185	60	89
经营活动现金净流	723	869	903	1,064	1,594	1,934
资本开支	-385	-433	-624	-546	-549	-599
投资	0	-448	0	-30	-30	-30
其他	0	0	-11	0	0	0
投资活动现金净流	-385	-881	-635	-576	-579	-629
股权募资	994	0	71	0	0	0
债权募资	0	1,117	450	-125	-161	-157
其他	-317	-276	-596	-385	-480	-470
筹资活动现金净流	676	841	-75	-510	-641	-627
现金净流量	1,014	829	196	-21	374	678

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,503	2,335	2,532	2,509	2,882	3,560
应收款项	131	187	161	250	328	392
存货	105	184	535	480	618	747
其他流动资产	88	107	53	110	138	155
流动资产	1,827	2,813	3,282	3,350	3,967	4,854
%总资产	47.0%	49.9%	50.8%	48.7%	50.5%	53.2%
长期投资	32	31	30	30	30	30
固定资产	1,609	2,343	2,500	2,747	3,120	3,518
%总资产	41.4%	41.5%	38.7%	40.0%	39.7%	38.6%
无形资产	236	233	408	543	528	514
非流动资产	2,060	2,827	3,177	3,525	3,884	4,267
%总资产	53.0%	50.1%	49.2%	51.3%	49.5%	46.8%
资产总计	3,887	5,640	6,458	6,875	7,851	9,120
短期借款	0	6	451	326	165	8
应付款项	403	572	582	706	901	1,088
其他流动负债	248	289	652	433	544	655
流动负债	651	868	1,685	1,465	1,609	1,751
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	18	982	1,007	1,005	1,004	1,003
负债	669	1,849	2,692	2,470	2,613	2,754
普通股股东权益	3,216	3,791	3,764	4,403	5,237	6,367
其中：股本	536	750	1,050	1,050	1,050	1,050
未分配利润	311	677	806	1,445	2,279	3,408
少数股东权益	2	0	2	1	1	0
负债股东权益合计	3,887	5,640	6,458	6,875	7,851	9,120

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.999	0.888	0.496	0.908	1.194	1.475
每股净资产	6.002	5.056	3.584	4.193	4.987	6.062
每股经营现金净流	1.350	1.159	0.860	1.013	1.518	1.842
每股股利	0.400	1.100	0.500	0.300	0.400	0.400
回报率						
净资产收益率	16.65%	17.57%	13.85%	21.66%	23.95%	24.34%
总资产收益率	13.78%	11.81%	8.07%	13.87%	15.97%	16.99%
投入资本收益率	14.03%	12.89%	9.34%	16.19%	19.40%	20.83%
增长率						
主营业务收入增长率	31.20%	34.66%	-0.04%	38.63%	28.79%	21.95%
EBIT增长率	63.68%	36.28%	-21.70%	95.37%	33.86%	23.75%
净利润增长率	78.31%	24.38%	-21.74%	82.98%	31.48%	23.55%
总资产增长率	51.74%	45.11%	14.50%	6.45%	14.20%	16.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.4	19.1	20.5	21.0	22.0	22.0
存货周转天数	53.5	58.9	139.8	145.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	175.6	185.4	199.7	200.0	205.0	205.0
固定资产周转天数	213.2	298.2	305.7	235.4	200.4	177.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.70%	-36.47%	-29.11%	-27.22%	-33.09%	-40.33%
EBIT利息保障倍数	-72.2	-37.9	590.2	67.7	364.0	-115.2
资产负债率	17.20%	32.78%	41.68%	35.93%	33.28%	30.20%

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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究