



百润股份 (002568.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

强爽延续高增，H2 势能充足

业绩简评

7月27日公司发布半年报,23H1实现营收16.51亿元,同比59.2%;归母净利润4.39亿元,同比98.9%;扣非归母净利润4.31亿元,同比111.7%。其中23Q2实现营收8.91亿元,同比78.8%;归母净利润2.51亿元,同比94.7%;扣非归母净利润2.44亿元,同比116.3%。收入超预期,业绩贴近此前预告中枢。

经营分析

品类量价齐升,渠道结构优化。1)分产品:预调酒/香精香料及其他Q2收入为7.78/1.13亿元,同比+91.1%/23.9%。受益于价盘管控及强爽销售占比提升,相较22H2预调酒量+3.7%,价+0.7%;食用香精量+6.2%,价+8.4%系下游大客户需求回补,定制化需求增加。2)分渠道:电商占比缩减,线下加速扩张。受益于消费场景放开及营销活动的顺利开展,线下渠道23H1收入同比+84.0%;线上着重维护品牌价格,23H1收入仅+1.0%,销售占比15.0%(同比-8.9pct)3)分地区:外埠市场经销商&网点数量不断扩张,华东/华南/华西/华北23H1收入分别+21%/82%/104%/137%,经销商总数较22年末净增加206个(去年同期仅+75个),全国扩张加速。**规模效应叠加成本下行,净利率大幅提升。**1)23H1预调鸡尾酒/食用香精毛利率分别为66.6%/67.6%,同比+4.2pct/4.7pct,预调酒毛利率显著改善玻璃、瓦楞纸、运费成本回落,叠加5月强爽出厂价提升约5%。2)23Q2销售费率为19.6%,同比+1.7pct,系公司新增销售人员及广宣费用投放,22H1广宣费用1.8亿元(同比+78.9%)。同期管理/研发费率分别-2.7pct/-1.1pct,最终23Q2净利率为28.2%,同比+2.3pct。

展望下半年,公司持续强化“3-5-8”度产品矩阵打造,线下网点持续渗透下沉,线上植入游戏、热播剧广告,旺季加持下强爽有望延续高增,微醺有望提振销量。公司还将加大清爽品类投入力度,以热门赛事为契机引入新代言人,同时对包装进行全面升级,有助于提高品牌露出、吸引新客群,提升预调酒品类渗透率。我们看好公司作为龙头持续享受品类扩容红利,后续烈酒基布局有望延申第二成长曲线。

盈利预测、估值与评级

预计23-25年公司归母净利润为9.9/13.1/16.0亿元,分别同比+90%/32%/23%,对应PE为39x/30x/24x,维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险、市场竞争加剧风险、渠道扩张不及预期风险

食品饮料组

分析师:刘宸倩(执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

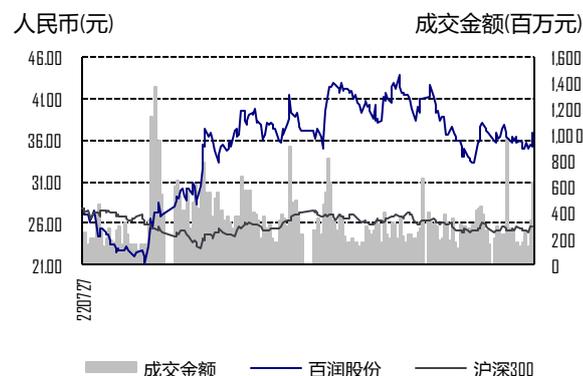
联系人:陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价(人民币):37.00元

相关报告:

- 《百润股份公司点评:利润超预期,全年展望积极》, 2023.7.5
- 《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	3,601	4,631	5,642
营业收入增长率	34.66%	-0.04%	38.85%	28.61%	21.81%
归母净利润(百万元)	666	521	990	1,305	1,601
归母净利润增长率	24.38%	-21.74%	89.99%	31.75%	22.69%
摊薄每股收益(元)	0.888	0.496	0.943	1.243	1.525
每股经营性现金流净额	1.16	0.86	0.99	1.54	1.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.57%	13.85%	22.31%	24.51%	24.61%
P/E	67.35	75.27	39.22	29.77	24.26
P/B	11.83	10.42	8.75	7.29	5.97

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

半年报							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	3,601	4,631	5,642	货币资金	1,503	2,335	2,532	2,479	2,838	3,565	
增长率	34.7%	34.7%	0.0%	38.9%	28.6%	21.8%	应收款项	131	187	161	181	214	253	
主营业务成本	-665	-897	-939	-1,204	-1,497	-1,806	存货	105	184	535	495	615	742	
%销售收入	34.5%	34.6%	36.2%	33.4%	32.3%	32.0%	其他流动资产	88	107	53	98	120	132	
毛利	1,262	1,697	1,654	2,397	3,134	3,835	流动资产	1,827	2,813	3,282	3,253	3,787	4,692	
%销售收入	65.5%	65.4%	63.8%	66.6%	67.7%	68.0%	%总资产	47.0%	49.9%	50.8%	48.0%	49.4%	52.4%	
营业税金及附加	-100	-145	-162	-202	-259	-316	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	-720	-917	-1,117	%总资产	41.4%	41.5%	38.7%	40.5%	40.7%	39.3%	
%销售收入	22.2%	21.9%	24.1%	20.0%	19.8%	19.8%	无形资产	236	233	408	543	528	514	
管理费用	-101	-136	-173	-173	-218	-265	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%	4.8%	4.7%	4.7%	%总资产	53.0%	50.1%	49.2%	52.0%	50.6%	47.6%	
研发费用	-64	-73	-86	-101	-130	-158	资产总计	3,887	5,640	6,458	6,778	7,671	8,959	
%销售收入	3.3%	2.8%	3.3%	2.8%	2.8%	2.8%	短期借款	0	6	451	322	123	8	
息税前利润 (EBIT)	569	776	607	1,202	1,611	1,979	应付款项	403	572	582	594	698	818	
%销售收入	29.5%	29.9%	23.4%	33.4%	34.8%	35.1%	其他流动负债	248	289	652	416	521	625	
财务费用	8	20	-1	-18	-4	18	流动负债	651	868	1,685	1,332	1,342	1,451	
%销售收入	-0.4%	-0.8%	0.0%	0.5%	0.1%	-0.3%	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	2,337	2,346	2,454	
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	3,216	3,791	3,764	4,440	5,324	6,505	
%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	1,234	1,627	1,997	未分配利润	311	677	806	1,482	2,366	3,547	
营业利润率	34.9%	32.3%	25.1%	34.3%	35.1%	35.4%	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	6,778	7,671	8,959	
税前利润	675	842	651	1,237	1,630	2,000	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	35.0%	32.5%	25.1%	34.3%	35.2%	35.5%	每股指标							
所得税	-139	-178	-130	-247	-326	-400	每股收益	0.999	0.888	0.496	0.943	1.243	1.525	
所得税率	20.6%	21.1%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	每股净资产	6.002	5.056	3.584	4.229	5.072	6.197	
净利润	535	664	521	990	1,304	1,600	每股经营现金净流	1.350	1.159	0.860	0.987	1.540	1.847	
少数股东损益	0	-2	0	-1	-1	-1	每股股利	0.400	1.100	0.500	0.300	0.400	0.400	
归属于母公司的净利润	536	666	521	990	1,305	1,601	回报率							
净利率	27.8%	25.7%	20.1%	27.5%	28.2%	28.4%	净资产收益率	16.65%	17.57%	13.85%	22.31%	24.51%	24.61%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	13.78%	11.81%	8.07%	14.61%	17.01%	17.87%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	14.03%	12.89%	9.34%	16.73%	20.03%	21.12%	
净利润	535	664	521	990	1,304	1,600	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%	38.85%	28.61%	21.81%	
非现金支出	93	108	161	169	193	219	EBIT增长率	63.68%	36.28%	-21.70%	97.89%	34.04%	22.87%	
非经营收益	25	27	24	128	86	75	净利润增长率	78.31%	24.38%	-21.74%	89.99%	31.75%	22.69%	
营运资金变动	70	69	198	-249	34	45	总资产增长率	51.74%	45.11%	14.50%	4.95%	13.18%	16.78%	
经营活动现金净流	723	869	903	1,037	1,618	1,940	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	14.0	13.0	13.0	
投资	0	-448	0	-30	-30	-30	存货周转天数	53.5	58.9	139.8	150.0	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	160.0	150.0	145.0	
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	235.0	200.4	177.3	
股权募资	994	0	71	0	0	0	偿债能力							
债权募资	0	1,117	450	-129	-199	-115	净负债/股东权益	-46.70%	-36.47%	-29.11%	-26.39%	-32.50%	-39.55%	
其他	-317	-276	-596	-385	-479	-468	EBIT利息保障倍数	-72.2	-37.9	590.2	67.8	440.9	-109.9	
筹资活动现金净流	676	841	-75	-513	-678	-584	资产负债率	17.20%	32.78%	41.68%	34.48%	30.58%	27.39%	
现金净流量	1,014	829	196	-52	361	727								

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-03-15	买入	40.65	49.77~49.77
2	2023-04-28	买入	40.99	N/A
3	2023-07-05	买入	37.82	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



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