



百润股份 (002568.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

费率大幅优化，业绩贴近上限

业绩简评

10月26日公司发布2023年三季报，23Q1-Q3实现营收24.57亿元，同比+49.3%；实现归母净利润6.65亿元，同比+118.2%；扣非归母净利润6.49亿元，同比+130.5%。其中23Q3实现营收8.06亿元，同比+32.5%；实现归母净利润2.26亿元，同比+169.0%；扣非归母净利润2.18亿元，同比+179.7%，贴近此前预告上限。

经营分析

强爽持续放量，微醺逐步恢复。1) 23Q3预调酒实现营收7.18亿元，同比增长约35% (Q1-Q3实现收入21.7亿元，同比+55%)。分产品来看，强爽以新口味及零糖系列打开新增长点，销量延续高增。微醺及清爽方面，通过热剧广告植入、合作品牌大使、热门赛事代言等举措持续提升品牌曝光度，加大消费者触达。此外，微醺包装更新、清爽上新零糖亦带动收入恢复正增长。2) 23Q3食用香精营收约0.9亿元，随消费场景打开，新品研发需求提升，预计同比维持15%~20%稳健增速。

费率优化&成本下行，利润弹性持续释放。1) 23Q3毛利率/净利率分别为68.8%/28.0%，同比+6.8pct/14.2pct。毛利率上升主要系包材、物流成本降低，叠加高毛利大单品强爽销售占比提升。2) 规模效应凸显，期间费率呈改善趋势。23Q3销售/管理/研发费率分别为20.3%/5.9%/3.2%，同比-9.5pct/-1.4pct/持平，销售费用同期具备高基数，系疫情扰动下转移至Q3投放，且同期强爽爆红后追加费用支持，从环比表现来看，年内期间费率基本稳定。

公司以“3-5-8”度矩阵为核心，持续优化品类结构，实现健康良性增长。随着餐饮渠道专业化布局、预调酒品类渗透率提升，渠道广度及深度双向展开。我们看好公司作为预调酒龙头享受行业增长红利，烈酒板块蓄势待发有望打开第二增长极。

盈利预测、估值与评级

我们预计23/24/25归母净利润分别为9.5/12.5/15.3亿元，同比+82%/32%/22%，对应估值分别为28x/22x/18x，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)：25.77元

相关报告：

- 《百润股份公司点评：强爽延续高增，H2势能充足》，2023.7.28
- 《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



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	3,548	4,469	5,408
营业收入增长率	34.66%	-0.04%	36.82%	25.95%	21.02%
归母净利润(百万元)	666	521	950	1,252	1,531
归母净利润增长率	24.38%	-21.74%	82.18%	31.79%	22.36%
摊薄每股收益(元)	0.888	0.496	0.905	1.192	1.459
每股经营性现金流净额	1.16	0.86	0.94	1.49	1.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.57%	13.85%	21.59%	23.93%	24.15%
P/E	67.35	75.27	28.48	21.61	17.66
P/B	11.83	10.42	6.15	5.17	4.27

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

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,927	2,594	2,593	3,548	4,469	5,408
增长率		34.7%	0.0%	36.8%	25.9%	21.0%
主营业务成本	-665	-897	-939	-1,170	-1,448	-1,749
%销售收入	34.5%	34.6%	36.2%	33.0%	32.4%	32.3%
毛利	1,262	1,697	1,654	2,379	3,021	3,660
%销售收入	65.5%	65.4%	63.8%	67.0%	67.6%	67.7%
营业税金及附加	-100	-145	-162	-199	-250	-303
%销售收入	5.2%	5.6%	6.3%	5.6%	5.6%	5.6%
销售费用	-428	-567	-626	-710	-885	-1,071
%销售收入	22.2%	21.9%	24.1%	20.0%	19.8%	19.8%
管理费用	-101	-136	-173	-177	-210	-254
%销售收入	5.2%	5.3%	6.7%	5.0%	4.7%	4.7%
研发费用	-64	-73	-86	-106	-125	-151
%销售收入	3.3%	2.8%	3.3%	3.0%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	569	776	607	1,186	1,551	1,880
%销售收入	29.5%	29.9%	23.4%	33.4%	34.7%	34.8%
财务费用	8	20	-1	-18	-5	15
%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	1,183	1,560	1,910
营业利润率	34.9%	32.3%	25.1%	33.3%	34.9%	35.3%
营业外收支	3	4	0	3	3	3
税前利润	675	842	651	1,186	1,563	1,913
利润率	35.0%	32.5%	25.1%	33.4%	35.0%	35.4%
所得税	-139	-178	-130	-237	-313	-383
所得税率	20.6%	21.1%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	535	664	521	949	1,251	1,531
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	950	1,252	1,531
净利率	27.8%	25.7%	20.1%	26.8%	28.0%	28.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	535	664	521	949	1,251	1,531
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	86	75
营运资金变动	70	69	198	-257	32	43
经营活动现金净流	723	869	903	988	1,562	1,868
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	-128	-200	-115
其他	-317	-276	-596	-385	-479	-468
筹资活动现金净流	676	841	-75	-512	-679	-584
现金净流量	1,014	829	196	-100	304	655

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	2,431	2,734	3,389
应收款项	131	187	161	179	206	242
存货	105	184	535	481	595	719
其他流动资产	88	107	53	97	118	130
流动资产	1,827	2,813	3,282	3,187	3,654	4,480
%总资产	47.0%	49.9%	50.8%	47.5%	48.5%	51.2%
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%	40.9%	41.4%	40.2%
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%	52.5%	51.5%	48.8%
资产总计	3,887	5,640	6,458	6,712	7,537	8,746
短期借款	0	6	451	324	123	8
应付款项	403	572	582	578	675	792
其他流动负债	248	289	652	406	504	602
流动负债	651	868	1,685	1,307	1,302	1,401
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	2,312	2,306	2,404
普通股股东权益	3,216	3,791	3,764	4,399	5,230	6,342
其中：股本	536	750	1,050	1,050	1,050	1,050
未分配利润	311	677	806	1,441	2,272	3,384
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	6,712	7,537	8,746

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.999	0.888	0.496	0.905	1.192	1.459
每股净资产	6.002	5.056	3.584	4.191	4.983	6.042
每股经营现金净流	1.350	1.159	0.860	0.941	1.488	1.779
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%	21.59%	23.93%	24.15%
总资产收益率	13.78%	11.81%	8.07%	14.15%	16.60%	17.51%
投入资本收益率	14.03%	12.89%	9.34%	16.63%	19.57%	20.51%
增长率						
主营业务收入增长率	31.20%	34.66%	-0.04%	36.82%	25.95%	21.02%
EBIT 增长率	63.68%	36.28%	-21.70%	95.36%	30.71%	21.25%
净利润增长率	78.31%	24.38%	-21.74%	82.18%	31.79%	22.36%
总资产增长率	51.74%	45.11%	14.50%	3.94%	12.29%	16.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.4	19.1	20.5	14.0	13.0	13.0
存货周转天数	53.5	58.9	139.8	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	175.6	185.4	199.7	160.0	150.0	145.0
固定资产周转天数	213.2	298.2	305.7	238.5	207.7	184.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.70%	-36.47%	-29.11%	-25.52%	-31.09%	-37.79%
EBIT 利息保障倍数	-72.2	-37.9	590.2	65.0	294.7	-124.4
资产负债率	17.20%	32.78%	41.68%	34.44%	30.60%	27.49%

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
4	2023-07-28	买入	37.00	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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究