



百润股份 (002568.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q4 短期承压，期待韧性增长

业绩简评

1月26日公司发布2023年业绩预告，预计实现归母净利润7.56-8.60亿元，同比+45%~65%；实现扣非净利润7.30-8.27亿元，同比+50%~70%。单Q4预计实现归母净利润0.91-1.95亿元，同比-58%~-10%；实现扣非净利润0.8-1.77亿元，同比-61%~-13%。

经营分析

预计Q4收入较Q3环比改善，但高基数下同比增长承压。Q4收入预计同比下滑，系强爽高基数扰动。1) 由于强爽话题爆发性较强，22年10月“不信邪挑战”在抖音热度激增，接连传导至线下经销商春节备货需求旺盛，22Q4具备较高基数。终端复购率形成后，23年逐月稳定在较高销量水平，驱动前三季度收入高增。2) 微醺和清爽等品类下半年恢复正增长，主要受益于产品定位更清晰、包装口味换新升级，及公司强化“3-5-8”度产品矩阵推广活动。3) 渠道方面，线上受价盘控制预计略有收缩，线下流通、CVS等网点持续扩张，餐饮渠道试点进展顺利。

预计全年净利率提升至25%，同比+5pct，主要系强爽引领下收入规模快速增长，叠加成本下行、运营效率提升，全年净利率明显改善。单Q4净利率预计下滑，主要受规模效应扰动，假定Q4收入下滑约10%，取中枢计算，预计Q4净利率约16.7%，同比-6pct。我们推测系1) 为应对终端动销平淡，Q4加大促销费用投放。2) Q4销量同比下滑，生产规模效应减弱，各项费率略有提升。3) 产品结构影响，微醺和清爽恢复增长后占比逐步提升，而毛利率低于强爽和玻璃瓶。

打牢基础、持续深耕，预调酒市场大有可为。产品方面，公司持续打磨3-5-8度矩阵，零糖推出满足细分人群需求，强化产品品质、终端建设仍为当下扩张的关键点。此外，第一批威士忌预计于23Q4投放，有望成为新的增长极。渠道方面，23年公司积极管控线上价盘，实现经销商利益稳定，流通渠道网点持续扩张。餐饮渠道在样本市场小步快跑，待运营模型成熟后，复刻至全国市场具备高增潜力。

盈利预测、估值与评级

考虑到Q4终端需求疲软，核心品类增速放缓，我们分别下调23-25年归母净利润12%/13%/13%。预计公司23-25年利润增速为8.4%/10.9%/13.3亿元，分别同增61%/30%/22%，对应PE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)：22.73元

相关报告：

- 《百润股份公司点评：费率大幅优化，业绩贴近上限》，2023.10.27
- 《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



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	3,315	4,098	4,906
营业收入增长率	34.66%	-0.04%	27.83%	23.60%	19.72%
归母净利润(百万元)	666	521	839	1,092	1,333
归母净利润增长率	24.38%	-21.74%	61.00%	30.06%	22.15%
摊薄每股收益(元)	0.888	0.496	0.800	1.040	1.270
每股经营性现金流净额	1.16	0.86	0.82	1.33	1.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.57%	13.85%	19.57%	22.01%	22.70%
P/E	67.35	75.27	28.43	21.86	17.89
P/B	11.83	10.42	5.56	4.81	4.06

来源：公司年报、国金证券研究所



单击或点击此处输入文字。

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	3,315	4,098	4,906	货币资金	1,503	2,335	2,532	2,307	2,538	2,883	
增长率		34.7%	0.0%	27.8%	23.6%	19.7%	应收款项	131	187	161	167	189	220	
主营业务成本	-665	-897	-939	-1,151	-1,392	-1,648	存货	105	184	535	473	572	677	
%销售收入	34.5%	34.6%	36.2%	34.7%	34.0%	33.6%	其他流动资产	88	107	53	96	116	126	
毛利	1,262	1,697	1,654	2,164	2,706	3,257	流动资产	1,827	2,813	3,282	3,043	3,415	3,906	
%销售收入	65.5%	65.4%	63.8%	65.3%	66.0%	66.4%	%总资产	47.0%	49.9%	50.8%	46.3%	46.8%	47.8%	
营业税金及附加	-100	-145	-162	-186	-229	-275	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	-663	-811	-971	%总资产	41.4%	41.5%	38.7%	41.8%	42.8%	43.0%	
%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	-166	-193	-231	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%	5.0%	4.7%	4.7%	%总资产	53.0%	50.1%	49.2%	53.7%	53.2%	52.2%	
研发费用	-64	-73	-86	-99	-115	-137	资产总计	3,887	5,640	6,458	6,568	7,299	8,173	
%销售收入	3.3%	2.8%	3.3%	3.0%	2.8%	2.8%	短期借款	0	6	451	330	227	8	
息税前利润 (EBIT)	569	776	607	1,050	1,358	1,643	应付款项	403	572	582	567	647	745	
%销售收入	29.5%	29.9%	23.4%	31.7%	33.1%	33.5%	其他流动负债	248	289	652	376	460	544	
财务费用	8	20	-1	-20	-12	4	流动负债	651	868	1,685	1,273	1,334	1,297	
%销售收入	-0.4%	-0.8%	0.0%	0.6%	0.3%	-0.1%	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	2,278	2,338	2,300	
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	3,216	3,791	3,764	4,289	4,960	5,873	
%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	1,045	1,360	1,663	未分配利润	311	677	806	1,330	2,002	2,915	
营业利润率	34.9%	32.3%	25.1%	31.5%	33.2%	33.9%	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	6,568	7,299	8,173	
税前利润	675	842	651	1,048	1,363	1,666	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	35.0%	32.5%	25.1%	31.6%	33.3%	34.0%	每股指标							
所得税	-139	-178	-130	-210	-273	-333	每股收益	0.999	0.888	0.496	0.800	1.040	1.270	
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	4.086	4.725	5.595	
净利润	535	664	521	838	1,091	1,333	每股经营现金净流	1.350	1.159	0.860	0.817	1.329	1.586	
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	839	1,092	1,333	回报率							
净利率	27.8%	25.7%	20.1%	25.3%	26.6%	27.2%	净资产收益率	16.65%	17.57%	13.85%	19.57%	22.01%	22.70%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	13.78%	11.81%	8.07%	12.78%	14.96%	16.31%	
净利润	535	664	521	838	1,091	1,333	投入资本收益率	14.03%	12.89%	9.34%	14.99%	17.60%	19.15%	
少数股东损益	0	-2	0	-1	-1	-1	增长率							
非现金支出	93	108	161	169	193	219	主营业务收入增长率	31.20%	34.66%	-0.04%	27.83%	23.60%	19.72%	
非经营收益	25	27	24	128	89	79	EBIT 增长率	63.68%	36.28%	-21.70%	72.88%	29.32%	21.04%	
营运资金变动	70	69	198	-277	22	35	净利润增长率	78.31%	24.38%	-21.74%	61.00%	30.06%	22.15%	
经营活动现金净流	723	869	903	858	1,396	1,666	总资产增长率	51.74%	45.11%	14.50%	1.71%	11.12%	11.98%	
资本开支	-385	-433	-624	-546	-549	-599	资产管理能力							
投资	0	-448	0	-30	-30	-30	应收账款周转天数	21.4	19.1	20.5	14.0	13.0	13.0	
其他	0	0	-11	0	0	0	存货周转天数	53.5	58.9	139.8	150.0	150.0	150.0	
投资活动现金净流	-385	-881	-635	-576	-579	-629	应付账款周转天数	175.6	185.4	199.7	160.0	150.0	145.0	
股权募资	994	0	71	0	0	0	固定资产周转天数	213.2	298.2	305.7	255.3	226.5	203.8	
债权募资	0	1,117	450	-122	-103	-219	偿债能力							
其他	-317	-276	-596	-385	-482	-472	净负债/股东权益	-46.70%	-36.47%	-29.11%	-23.14%	-26.74%	-32.19%	
筹资活动现金净流	676	841	-75	-506	-585	-691	EBIT 利息保障倍数	-72.2	-37.9	590.2	53.2	111.4	-369.8	
现金净流量	1,014	829	196	-224	232	346	资产负债率	17.20%	32.78%	41.68%	34.69%	32.03%	28.14%	

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
5	2023-10-27	买入	25.77	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