



# 百润股份 (002568.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 收入短期承压，期待旺季修复

### 业绩简评

4月25日公司发布2023年报及2024一季报，23年实现营收32.64亿元，同比+25.85%；实现归母净利润8.09亿元，同比+55.28%；扣非归母净利润7.79亿元，同比+60.08%。23Q4实现营收8.07亿元，同比-14.90%；实现归母净利润1.44亿元，同比-33.37%；扣非净利润1.29亿元，同比-36.87%。24Q1实现营收8.02亿元，同比+5.51%；实现归母净利润5.51亿元，同比-9.80%；扣非净利润1.61亿元，同比-13.79%。

### 经营分析

**强爽势能减退，收入增长承压。**1) 预调鸡尾酒业务23Q4/24Q1分别实现营收7.14/7.12亿元，同比-16.67%/+5.67%。其中，Q1收入恢复增长系清爽升级规格，凭借性价比优势快速铺货，预计年内仍有望实现高增。强爽年初推出龙年限定款，持续加强线上营销活动，高基数下短期收入增长承压，但随着软饮旺季带来有望恢复。微醺随着新口味、新包装改良，收入增速稳健。2) 食用香精业务随着消费场景打开，下游需求趋于多样化，整体增长稳健，23Q4/24Q1分别实现营收0.93/0.90亿元，同比+2.0%/+4.4%。

**Q1净利率下滑，主要系春节期间推广费增加。**1) 23Q4/24Q1净利率分别为17.87%/20.93%，同比-4.92pct/-3.70pct，主要系全年奖金计提、应对春节旺季加大广告投入及市场活动费用，相关费率增长明显。23Q4销售/管理/研发/财务费率较去年同比+3.51/+2.61/+1.03/+0.27pct。24Q1销售/管理/研发/财务费率较去年同比+8.77/+1.34/+0.18/+0.23pct。2) 24Q4/24Q1毛利率为66.20%/68.32%，分别同比-0.7pct/+2.87pct。Q1毛利率同比及环比改善，主要系成本压力持续下行，叠加产品结构变化、搭赠等促销活动减少所致。

**深化“3-5-8”产品矩阵，清爽有望拉动收入增长。**产品端，微醺、强爽将持续推新口味、进行包装升级，并配合以线上线下营销活动资源导入，收入增速有望恢复。另外，公司储备新品威士忌预计成为第二增长曲线，为收入增长提供新动能。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到需求承压、收入增速放缓，我们分别下调24-25年归母净利润21%/24%。我们预计24-26年公司归母净利润分别为8.6/10.2/12.1亿元，同比+6%/19%/19%，对应PE分别为24x/21x/17x，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

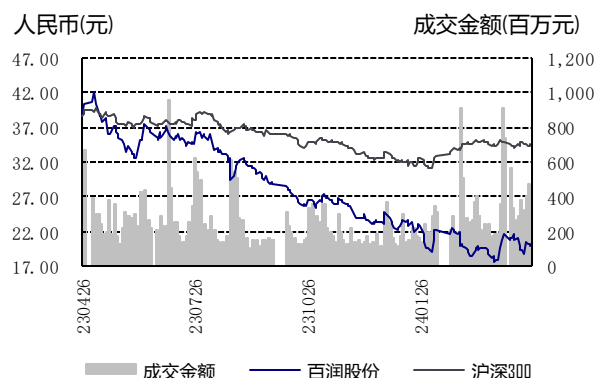
联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：19.91元

### 相关报告：

- 《百润股份公司点评：Q4短期承压，期待韧性增长》，2024.1.27
- 《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



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,593	3,264	3,626	4,096	4,591
营业收入增长率	-0.04%	25.85%	11.09%	12.96%	12.08%
归母净利润(百万元)	521	809	860	1,019	1,213
归母净利润增长率	-21.74%	55.28%	6.19%	18.57%	19.02%
摊薄每股收益(元)	0.496	0.771	0.819	0.971	1.156
每股经营性现金流净额	0.86	0.54	1.09	1.20	1.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.85%	20.02%	18.70%	19.62%	20.26%
P/E	75.27	31.92	24.32	20.51	17.23
P/B	10.42	6.39	4.55	4.02	3.49

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)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>2,594</b>	<b>2,593</b>	<b>3,264</b>	<b>3,626</b>	<b>4,096</b>	<b>4,591</b>	货币资金	2,335	2,532	1,879	2,510	2,521	2,489	
增长率	0.0%	0.0%	25.9%	11.1%	13.0%	12.1%	应收款项	187	161	248	222	234	244	
<b>主营业务成本</b>	<b>-897</b>	<b>-939</b>	<b>-1,087</b>	<b>-1,184</b>	<b>-1,301</b>	<b>-1,419</b>	存货	184	535	780	811	998	1,167	
%销售收入	34.6%	36.2%	33.3%	32.6%	31.8%	30.9%	其他流动资产	107	53	142	97	112	117	
<b>毛利</b>	<b>1,697</b>	<b>1,654</b>	<b>2,177</b>	<b>2,442</b>	<b>2,795</b>	<b>3,171</b>	流动资产	2,813	3,282	3,048	3,640	3,866	4,016	
%销售收入	65.4%	63.8%	66.7%	67.4%	68.2%	69.1%	%总资产	49.9%	50.8%	42.9%	45.6%	45.8%	45.7%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-145</b>	<b>-162</b>	<b>-177</b>	<b>-203</b>	<b>-229</b>	<b>-257</b>	长期投资	31	30	30	30	30	30	
%销售收入	5.6%	6.3%	5.4%	5.6%	5.6%	5.6%	固定资产	2,343	2,500	3,143	3,560	3,755	3,930	
<b>销售费用</b>	<b>-567</b>	<b>-626</b>	<b>-708</b>	<b>-798</b>	<b>-901</b>	<b>-1,010</b>	%总资产	41.5%	38.7%	44.2%	44.6%	44.5%	44.7%	
%销售收入	21.9%	24.1%	21.7%	22.0%	22.0%	22.0%	无形资产	233	408	510	542	573	603	
<b>管理费用</b>	<b>-136</b>	<b>-173</b>	<b>-193</b>	<b>-203</b>	<b>-217</b>	<b>-230</b>	非流动资产	2,827	3,177	4,063	4,342	4,567	4,771	
%销售收入	5.3%	6.7%	5.9%	5.6%	5.3%	5.0%	%总资产	50.1%	49.2%	57.1%	54.4%	54.2%	54.3%	
<b>研发费用</b>	<b>-73</b>	<b>-86</b>	<b>-106</b>	<b>-109</b>	<b>-123</b>	<b>-138</b>	<b>资产总计</b>	<b>5,640</b>	<b>6,458</b>	<b>7,111</b>	<b>7,982</b>	<b>8,432</b>	<b>8,787</b>	
%销售收入	2.8%	3.3%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	6	451	897	1,337	1,117	586	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>776</b>	<b>607</b>	<b>993</b>	<b>1,130</b>	<b>1,324</b>	<b>1,537</b>	应付款项	572	582	587	611	636	676	
%销售收入	29.9%	23.4%	30.4%	31.2%	32.3%	33.5%	其他流动负债	289	652	514	393	442	498	
<b>财务费用</b>	<b>20</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-74</b>	<b>-75</b>	<b>-50</b>	流动负债	868	1,685	1,999	2,341	2,195	1,760	
%销售收入	-0.8%	0.0%	0.1%	2.0%	1.8%	1.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	982	1,007	1,069	1,047	1,044	1,042	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>	负债	1,849	2,692	3,068	3,388	3,239	2,802	
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,791</b>	<b>3,764</b>	<b>4,044</b>	<b>4,596</b>	<b>5,195</b>	<b>5,988</b>	
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	750	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050	
<b>营业利润</b>	<b>838</b>	<b>651</b>	<b>1,025</b>	<b>1,070</b>	<b>1,270</b>	<b>1,512</b>	未分配利润	677	806	997	1,541	2,140	2,933	
营业利润率	32.3%	25.1%	31.4%	29.5%	31.0%	32.9%	少数股东权益	0	2	0	-1	-2	-3	
<b>营业外收支</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,640</b>	<b>6,458</b>	<b>7,111</b>	<b>7,982</b>	<b>8,432</b>	<b>8,787</b>	
<b>税前利润</b>	<b>842</b>	<b>651</b>	<b>1,028</b>	<b>1,073</b>	<b>1,273</b>	<b>1,515</b>	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	32.5%	25.1%	31.5%	29.6%	31.1%	33.0%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-178</b>	<b>-130</b>	<b>-221</b>	<b>-215</b>	<b>-255</b>	<b>-303</b>	每股收益	0.888	0.496	0.771	0.819	0.971	1.156	
所得税率	21.1%	20.0%	21.5%	20.0%	20.0%	20.0%	每股净资产	5.056	3.584	3.853	4.378	4.949	5.704	
<b>净利润</b>	<b>664</b>	<b>521</b>	<b>807</b>	<b>859</b>	<b>1,018</b>	<b>1,212</b>	每股经营现金净流	1.159	0.860	0.536	1.094	1.198	1.428	
少数股东损益	-2	0	-3	-1	-1	-1	每股股利	0.400	1.100	0.500	0.300	0.400	0.400	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>666</b>	<b>521</b>	<b>809</b>	<b>860</b>	<b>1,019</b>	<b>1,213</b>	<b>回报率</b>							
净利率	25.7%	20.1%	24.8%	23.7%	24.9%	26.4%	净资产收益率	17.57%	13.85%	20.02%	18.70%	19.62%	20.26%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	11.81%	8.07%	11.38%	10.77%	12.09%	13.80%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	12.89%	9.34%	13.08%	13.00%	14.45%	16.20%	
<b>净利润</b>	<b>664</b>	<b>521</b>	<b>807</b>	<b>859</b>	<b>1,018</b>	<b>1,212</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	-2	0	-3	-1	-1	-1	主营业务收入增长率	34.66%	-0.04%	25.85%	11.09%	12.96%	12.08%	
<b>非现金支出</b>	<b>108</b>	<b>161</b>	<b>191</b>	<b>201</b>	<b>225</b>	<b>246</b>	EBIT增长率	36.28%	-21.70%	63.53%	13.75%	17.25%	16.05%	
非经营收益	27	24	79	147	154	129	净利润增长率	24.38%	-21.74%	55.28%	6.19%	18.57%	19.02%	
<b>营运资金变动</b>	<b>69</b>	<b>198</b>	<b>-515</b>	<b>-59</b>	<b>-139</b>	<b>-87</b>	总资产增长率	45.11%	14.50%	10.11%	12.25%	5.64%	4.21%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>869</b>	<b>903</b>	<b>562</b>	<b>1,148</b>	<b>1,258</b>	<b>1,499</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-433</b>	<b>-624</b>	<b>-1,104</b>	<b>-477</b>	<b>-447</b>	<b>-447</b>	应收账款周转天数	19.1	20.5	19.2	18.0	17.0	16.0	
投资	-448	0	0	-30	-30	-30	存货周转天数	58.9	139.8	220.9	250.0	280.0	300.0	
其他	0	-11	1	0	0	0	应付账款周转天数	185.4	199.7	165.6	160.0	150.0	145.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-881</b>	<b>-635</b>	<b>-1,104</b>	<b>-507</b>	<b>-477</b>	<b>-477</b>	固定资产周转天数	298.2	305.7	286.7	280.0	256.3	234.6	
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>71</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>							
<b>债权募资</b>	<b>1,117</b>	<b>450</b>	<b>450</b>	<b>422</b>	<b>-220</b>	<b>-531</b>	净负债/股东权益	-36.47%	-29.11%	0.95%	-3.32%	-7.39%	-14.75%	
其他	-276	-596	-578	-435	-546	-522	EBIT利息保障倍数	-37.9	590.2	399.4	15.2	17.8	30.8	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>841</b>	<b>-75</b>	<b>-128</b>	<b>-6</b>	<b>-767</b>	<b>-1,052</b>	资产负债率	32.78%	41.68%	43.14%	42.44%	38.42%	31.89%	
<b>现金净流量</b>	<b>829</b>	<b>196</b>	<b>-669</b>	<b>635</b>	<b>14</b>	<b>-30</b>								

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
买入	0	2	12	23	61
增持	0	2	2	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.50</b>	<b>1.14</b>	<b>1.26</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
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	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