



# 百润股份 (002568.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 短期业绩承压，期待烈酒上市成效

### 业绩简评

7月30日公司发布半年报，24H1实现营收16.28亿元，同比-1.38%；归母净利润4.02亿元，同比-8.36%；扣非归母净利润3.92亿元，同比-9.20%。其中24Q2实现营收8.26亿元，同比-7.25%；归母净利润2.33亿元，同比-7.28%；扣非归母净利润2.30亿元，同比-5.7%，业绩符合预期。

### 经营分析

**雨水天气影响+强爽高基数，预调酒销量承压。**1)分产品：Q2预调酒/香精香料及其他收入为7.19/0.86亿元，同比-7.5%/-24.1%。因旺季雨水天气较多，影响终端动销；叠加产品结构调整（大包装清爽放量，强爽高基数承压），24H1预调酒销量承压（量-8.7%，价+8.0%）。24H1食用香精量+5.5%，价+1.9%，量价齐升增系大B端定制化需求较为稳健，Q2下滑系季度间节奏扰动。2)分渠道：线下大盘企稳，线上严控价盘。虽商超及传统渠道面临客流下滑压力，公司主动开发高质量网点，线下渠道24H1收入同比+7.0%；线上严格监控价盘，优化经销商质量，24H1收入-35.7%，销售占比9.7%（同比-5.3pct）。3)分地区：主销区受需求+天气影响承压，省外仍实现稳步扩张。华东/华南/华西/华北24H1收入分别-8%/5%/1%/6%，经销商数量较年初净减少48个，但质量不断优化。**主业毛利率大幅改善，财务费率+税率影响致净利率基本稳定。**24Q2公司毛利率/净利率为71.79%/28.21%，同比+5.5pct/+0.04pct。1)24H1预调鸡尾酒/食用香精毛利率分别为70.56%/68.74%，同比+4.0pct/+1.1pct，预调酒毛利率大幅改善系产品结构变化、原料成本下降。2)24Q2销售费率为19.5%，同比-0.06pct，环比-9.89pct系部分费用Q1前置。同期管理/研发/财务费率分别+1.5/-0.3/+1.3pct。Q2所得税率同比+5.7pct，主要系子公司税率差异所致。

**公司以“3-5-8”度产品矩阵为核心**，今年加大清爽新口味、新规格投放力度，配合代言人活动&热播剧植入，有望复刻微醺大单品成长路径。强爽短期因高基数+尝鲜需求褪去承压，预计后续随着包装、口味、零糖等产品迭代，有望持续引领增长。我们看好公司作为龙头享受品类扩容红利，烈酒H2上市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8.5/10.5/12.3亿元，分别同比+5%/23%/18%，对应PE为20x/16x/14x，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

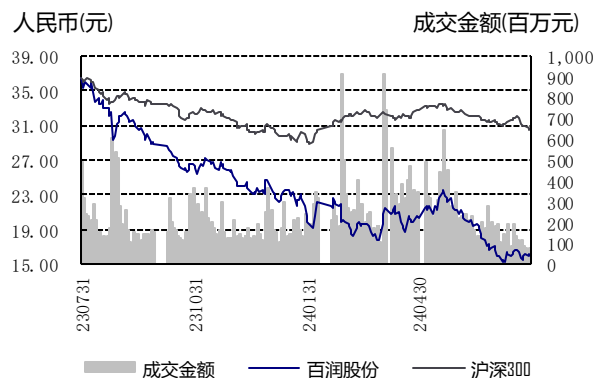
分析师：陈宇君 (执业 S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.21 元

### 相关报告：

- 《百润股份公司点评：收入短期承压，期待旺季修复》，2024.4.26
- 《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



### 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	3,462	3,940	4,422
营业收入增长率	-0.04%	25.85%	6.05%	13.82%	12.23%
归母净利润(百万元)	521	809	852	1,045	1,233
归母净利润增长率	-21.74%	55.28%	5.22%	22.68%	18.04%
摊薄每股收益(元)	0.496	0.771	0.812	0.996	1.175
每股经营性现金流净额	0.86	0.54	1.18	1.25	1.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.85%	20.02%	18.56%	20.04%	20.47%
P/E	75.27	31.92	19.97	16.28	13.79
P/B	10.42	6.39	3.71	3.26	2.82

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>3,462</b>	<b>3,940</b>	<b>4,422</b>	货币资金	2,335	2,532	1,879	2,365	2,372	2,354	
增长率	0.0%	25.9%	6.1%	13.8%	12.2%		应收款项	187	161	248	260	279	307	
主营业务成本	-897	-939	-1,087	-1,097	-1,212	-1,358	存货	184	535	780	751	930	1,116	
%销售收入	34.6%	36.2%	33.3%	31.7%	30.8%	30.7%	其他流动资产	107	53	142	94	108	114	
毛利	1,697	1,654	2,177	2,365	2,728	3,064	流动资产	2,813	3,282	3,048	3,470	3,689	3,892	
%销售收入	65.4%	63.8%	66.7%	68.3%	69.2%	69.3%	%总资产	49.9%	50.8%	42.9%	44.4%	44.7%	44.9%	
营业税金及附加	-145	-162	-177	-187	-213	-239	长期投资	31	30	30	30	30	30	
%销售收入	5.6%	6.3%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	固定资产	2,343	2,500	3,143	3,560	3,755	3,930	
销售费用	-567	-626	-708	-762	-847	-929	%总资产	41.5%	38.7%	44.2%	45.6%	45.5%	45.4%	
%销售收入	21.9%	24.1%	21.7%	22.0%	21.5%	21.0%	无形资产	233	408	510	542	573	603	
管理费用	-136	-173	-193	-204	-209	-221	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%	5.9%	5.3%	5.0%	%总资产	50.1%	49.2%	57.1%	55.6%	55.3%	55.1%	
研发费用	-73	-86	-106	-104	-118	-133	<b>资产总计</b>	<b>5,640</b>	<b>6,458</b>	<b>7,111</b>	<b>7,811</b>	<b>8,256</b>	<b>8,663</b>	
%销售收入	2.8%	3.3%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	6	451	897	1,097	796	209	
息税前利润 (EBIT)	776	607	993	1,108	1,341	1,543	应付款项	572	582	587	627	726	850	
%销售收入	29.9%	23.4%	30.4%	32.0%	34.0%	34.9%	其他流动负债	289	652	514	454	479	538	
财务费用	20	-1	-2	-68	-59	-30	流动负债	868	1,685	1,999	2,178	2,001	1,598	
%销售收入	-0.8%	0.0%	0.1%	2.0%	1.5%	0.7%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-2	0	-3	0	0	0	其他长期负债	982	1,007	1,069	1,047	1,044	1,042	
公允价值变动收益	0	0	0	-30	-30	-30	负债	1,849	2,692	3,068	3,225	3,045	2,640	
投资收益	0	0	0	0	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,791</b>	<b>3,764</b>	<b>4,044</b>	<b>4,588</b>	<b>5,213</b>	<b>6,026</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	
营业利润	838	651	1,025	1,061	1,302	1,538	未分配利润	677	806	997	1,533	2,158	2,972	
营业利润率	32.3%	25.1%	31.4%	30.6%	33.0%	34.8%	少数股东权益	0	2	0	-1	-2	-3	
营业外收支	4	0	3	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,640</b>	<b>6,458</b>	<b>7,111</b>	<b>7,811</b>	<b>8,256</b>	<b>8,663</b>	
税前利润	842	651	1,028	1,064	1,305	1,541	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	32.5%	25.1%	31.5%	30.7%	33.1%	34.8%	<b>每股指标</b>							
所得税	-178	-130	-221	-213	-261	-308	每股收益	0.888	0.496	0.771	0.812	0.996	1.175	
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	4.372	4.968	5.743	
净利润	664	521	807	851	1,044	1,233	每股经营现金净流	1.159	0.860	0.536	1.177	1.253	1.473	
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>852</b>	<b>1,045</b>	<b>1,233</b>	<b>回报率</b>							
净利率	25.7%	20.1%	24.8%	24.6%	26.5%	27.9%	净资产收益率	17.57%	13.85%	20.02%	18.56%	20.04%	20.47%	
<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%	10.90%	12.66%	14.24%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	12.89%	9.34%	13.08%	13.23%	15.27%	17.01%	
净利润	664	521	807	851	1,044	1,233	<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%	6.05%	13.82%	12.23%	
非现金支出	108	161	191	201	225	246	EBIT增长率	36.28%	-21.70%	63.53%	11.61%	21.00%	15.01%	
非经营收益	27	24	79	139	135	106	净利润增长率	24.38%	-21.74%	55.28%	5.22%	22.68%	18.04%	
营运资金变动	69	198	-515	44	-89	-37	总资产增长率	45.11%	14.50%	10.11%	9.84%	5.69%	4.93%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>869</b>	<b>903</b>	<b>562</b>	<b>1,235</b>	<b>1,315</b>	<b>1,547</b>	<b>资产管理能力</b>							
资本开支	-433	-624	-1,104	-477	-447	-447	应收账款周转天数	19.1	20.5	19.2	23.0	22.0	22.0	
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	180.0	190.0	200.0	
<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	293.3	266.4	243.5	
股权募资	0	71	0	7	0	0	<b>偿债能力</b>							
债权募资	1,117	450	450	181	-301	-587	净负债/股东权益	-36.47%	-29.11%	0.95%	-5.40%	-10.66%	-18.67%	
其他	-276	-596	-578	-427	-528	-499	EBIT利息保障倍数	-37.9	590.2	399.4	16.3	22.7	51.6	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>841</b>	<b>-75</b>	<b>-128</b>	<b>-238</b>	<b>-829</b>	<b>-1,086</b>	资产负债率	32.78%	41.68%	43.14%	41.28%	36.88%	30.47%	
<b>现金净流量</b>	<b>829</b>	<b>196</b>	<b>-669</b>	<b>490</b>	<b>9</b>	<b>-16</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	4	21	48
增持	1	5	7	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.71	1.64	1.30	1.00

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
6	2024-01-27	买入	22.73	N/A
7	2024-04-26	买入	19.91	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

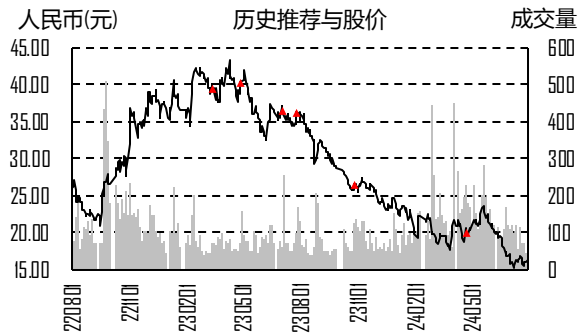
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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





**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