

百润股份 (002568)

强爽延续前期强劲态势，看好公司复苏弹性

强爽表现强劲，短期数据持续高增。三季度以来强爽迅速放量，8月强爽继续开展“不信邪”挑战，并推出永劫无间联名款营销活动，对销售带来有力推动，近期放量明显，线上渠道和多处终端出现断货现象。进入四季度销售周期，目前强爽的发力有助于四季度任务达成，一方面是强爽终端和分销的需求较高，另一方面公司推出产品组合捆绑的销售策略或有助于带动清爽、微醺等产品动销。我们看好强爽放量带来的客群留存，短期能够提振收入，长期仍需等待大单品的验证。

公司基本面三季度以来处于逐步改善态势。我们认为主要系：一方面公司清爽代言人到位，相关营销工作有序展开，清爽系列销售表现有望提振；另一方面，强爽销量表现优异，总体营收情况有望获得改善，建议关注后续数据增长持续性；此外，行业竞争格局逐步改善，低度酒行业投融资热情消退，小厂商或将逐步洗牌，公司凭借强品牌力及复购认知度，有望持续抢占市场份额。

公司步入改善向好进程，伴随行业整体性复苏弹性有望显现。目前来看，公司整体进入改善向好趋势之中，一方面，公司持续强化 358 品类矩阵，通过加大费用投放，为重点产品线梯队培养潜力消费人群；另一方面推进渠道改革，随着公司 SKU 逐渐增多及渠道网络的不断健全，渠道的扁平化有利于公司渠道的下沉以及管理效率的提升。我们认为公司的核心逻辑在于消费场景的持续提升，公司通过改革和新品的推出有助于向更多元消费场景渗透。我们建议积极关注公司的改革和清爽的培育，伴随后续消费持续复苏，公司弹性有望在向好进程中逐渐显现。

短期来看，我们认为强爽数据表现亮眼一定程度与事件性营销有关，后续能否持续放量有待持续跟踪。但强爽的放量有助于扩大公司的消费人群，丰富公司整体产品结构。我们预计新大单品近期优异表现有望拉动公司销售复苏改善，同时带动其他品类的增长；长期来看，下一大单品（清爽 / 强爽）以及渠道改革带来的势能释放是公司核心要点，建议积极关注公司边际变化。

盈利预测：由于大单品表现优异带来业绩提振，我们预计 2022-2024 年公司实现营业收入由 27.73/34.82/43.05 亿元上调至 28.76/36.37/43.36 亿元，同比增长 10.84%/26.47%/19.23%；归母净利润由 5.93/7.72/9.63 上调至 7.16/9.08/10.94 亿元，同比增长 7.50%/26.81%/20.52%；EPS 为 0.68/0.86/1.04 元/股，维持公司“买入”评级。

风险提示：疫情反复、市场拓展不及预期、四季度单品销售不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,926.64	2,594.36	2,875.59	3,636.74	4,336.26
增长率(%)	31.20	34.66	10.84	26.47	19.23
EBITDA(百万元)	724.63	950.91	992.23	1,227.69	1,450.70
归属母公司净利润(百万元)	535.51	666.06	715.99	907.92	1,094.19
增长率(%)	78.31	24.38	7.50	26.81	20.52
EPS(元/股)	0.51	0.63	0.68	0.86	1.04
市盈率(P/E)	56.13	45.12	41.98	33.10	27.47
市净率(P/B)	9.34	7.93	7.70	7.34	6.78
市销率(P/S)	15.60	11.58	10.45	8.26	6.93
EV/EBITDA	74.75	45.46	28.43	22.64	18.83

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2022 年 10 月 21 日

投资评级

行业	食品饮料/非白酒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	30.12 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,050.16
流通 A 股股本(百万股)	717.28
A 股总市值(百万元)	31,630.82
流通 A 股市值(百万元)	21,604.46
每股净资产(元)	3.23
资产负债率(%)	32.43
一年内最高/最低(元)	70.86/21.10

作者

吴文德 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070003
wuwende@tfzq.com

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

赵婕 联系人
zhaojie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《百润股份-半年报点评:短期经营波动业绩承压，调整改善蓄力长期发展》
2022-08-28
- 2 《百润股份-季报点评:改革带来短期阵痛，静待公司基本面好转》
2022-04-28
- 3 《百润股份-季报点评:新品培育加速推进，全产业链布局打开业绩天花板》
2021-11-03

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,502.99	2,335.43	1,915.52	2,445.84	3,057.39
应收票据及应收账款	110.28	164.80	197.81	227.51	277.06
预付账款	15.44	47.30	7.38	57.91	28.62
存货	105.24	184.10	118.74	239.60	208.08
其他	92.84	81.87	110.28	98.93	117.43
流动资产合计	1,826.79	2,813.50	2,349.73	3,069.78	3,688.59
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,125.40	2,119.66	1,994.54	1,869.42	1,744.30
在建工程	484.01	223.14	223.14	223.14	223.14
无形资产	234.21	231.18	224.79	218.40	212.01
其他	216.45	252.84	251.03	238.88	246.37
非流动资产合计	2,060.07	2,826.82	2,693.50	2,549.85	2,425.82
资产总计	3,886.87	5,640.32	5,043.24	5,619.63	6,114.41
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	371.91	541.51	369.96	758.23	631.58
其他	234.07	301.55	416.64	312.94	452.75
流动负债合计	605.98	843.05	786.60	1,071.17	1,084.32
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	946.77	315.59	420.79	561.05
其他	17.99	34.79	38.86	30.55	34.73
非流动负债合计	17.99	981.55	354.45	451.33	595.78
负债合计	668.51	1,849.09	1,141.06	1,522.50	1,680.10
少数股东权益	2.05	0.46	0.31	0.12	(0.35)
股本	535.85	749.79	1,050.16	1,050.16	1,050.16
资本公积	2,178.97	1,965.04	1,733.79	1,733.79	1,733.79
留存收益	514.39	913.04	1,072.22	1,247.83	1,559.43
其他	(12.91)	162.90	45.69	65.23	91.27
股东权益合计	3,218.35	3,791.23	3,902.18	4,097.13	4,434.31
负债和股东权益总计	3,886.87	5,640.32	5,043.24	5,619.63	6,114.41

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	535.49	664.47	715.99	907.92	1,094.19
折旧摊销	92.55	102.79	131.51	131.51	131.51
财务费用	3.18	11.28	(35.58)	(36.50)	(46.06)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	140.02	124.13	(27.18)	97.99	1.71
其它	(47.88)	(33.46)	(0.68)	(1.02)	(1.62)
经营活动现金流	723.37	869.21	784.07	1,099.90	1,179.73
资本支出	516.64	815.77	(4.08)	8.32	(4.18)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(901.70)	(1,696.89)	4.08	(8.32)	4.18
投资活动现金流	(385.07)	(881.12)	0.00	0.00	0.00
债权融资	7.88	973.23	(599.61)	142.37	187.21
股权融资	412.24	(198.14)	(604.37)	(711.95)	(755.39)
其他	256.32	65.56	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	676.45	840.65	(1,203.98)	(569.58)	(568.18)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,014.75	828.74	(419.91)	530.32	611.55

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,926.64	2,594.36	2,875.59	3,636.74	4,336.26
营业成本	664.62	896.98	935.37	1,144.05	1,399.65
营业税金及附加	100.14	145.28	123.65	152.74	182.12
销售费用	428.11	566.90	642.69	861.91	997.34
管理费用	100.85	136.49	215.67	280.03	316.55
研发费用	63.83	73.11	97.48	101.83	121.42
财务费用	(7.88)	(20.44)	(35.58)	(36.50)	(46.06)
资产/信用减值损失	(0.40)	(1.74)	(1.04)	(1.06)	(1.28)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(94.69)	(40.35)	0.00	0.00	0.00
营业利润	672.06	838.12	895.26	1,131.63	1,363.97
营业外收入	3.35	4.66	3.27	3.76	3.90
营业外支出	0.60	0.31	4.38	1.76	2.15
利润总额	674.80	842.47	894.15	1,133.62	1,365.71
所得税	139.32	177.99	178.83	226.72	273.14
净利润	535.49	664.47	715.32	906.90	1,092.57
少数股东损益	(0.02)	(1.59)	(0.68)	(1.02)	(1.62)
归属于母公司净利润	535.51	666.06	715.99	907.92	1,094.19
每股收益（元）	0.51	0.63	0.68	0.86	1.04

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	31.20%	34.66%	10.84%	26.47%	19.23%
营业利润	71.70%	24.71%	6.82%	26.40%	20.53%
归属于母公司净利润	78.31%	24.38%	7.50%	26.81%	20.52%
获利能力					
毛利率	65.50%	65.43%	67.47%	68.54%	67.72%
净利率	27.79%	25.67%	24.90%	24.97%	25.23%
ROE	16.65%	17.57%	18.35%	22.16%	24.67%
ROIC	42.92%	43.03%	31.90%	42.67%	57.43%
偿债能力					
资产负债率	17.20%	32.78%	22.63%	27.09%	27.48%
净负债率	-46.70%	-36.47%	-40.95%	-49.36%	-56.22%
流动比率	2.81	3.24	2.99	2.87	3.40
速动比率	2.65	3.03	2.84	2.64	3.21
营运能力					
应收账款周转率	16.85	18.86	15.86	17.10	17.19
存货周转率	19.77	17.93	18.99	20.30	19.37
总资产周转率	0.60	0.54	0.54	0.68	0.74
每股指标（元）					
每股收益	0.51	0.63	0.68	0.86	1.04
每股经营现金流	0.69	0.83	0.75	1.05	1.12
每股净资产	3.06	3.61	3.72	3.90	4.22
估值比率					
市盈率	56.13	45.12	41.98	33.10	27.47
市净率	9.34	7.93	7.70	7.34	6.78
EV/EBITDA	74.75	45.46	28.43	22.64	18.83
EV/EBIT	85.58	50.93	32.77	25.36	20.71

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com