

# 百润股份 (002568.SZ)

## 高基数下四季度增长放缓，静待增长恢复

**买入**

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 食品饮料 · 非白酒

### ◆ 投资评级: 买入(调高评级)

证券分析师: <b>张向伟</b>	021-60933131	zhangxiangwei@guosen.com.cn	执证编码: S0980523090001
证券分析师: <b>刘匀召</b>	0755-81981072	liuyunzhao@guosen.com.cn	执证编码: S0980523070005

### 事项:

事件: 公司公布 2023 年业绩预告, 2023 年度公司实现归母净利润 7.56-8.60 亿元, 同比+45%至+65%; 实现扣非归母净利润 7.30-8.27 亿元, 同比+50%至+70%。其中 2023 年第四季度公司实现归母净利润 0.91-1.95 亿元, 同比-58%至-10%; 实现扣非归母净利润 0.80-1.77 亿元, 同比-61%至-13%。

**国信食品饮料观点:** 1) 高基数下强爽增长放缓, 预计四季度收入有所下滑; 2) 产品结构变化叠加费投增加, 盈利能力阶段承压; 3) 前瞻布局烈酒业务, 有望成为长期增长极; 4) 投资建议: 考虑到预调酒行业作为非必选消费在经济弱复苏背景下恢复不确定性增强, 我们下调盈利预测, 预计公司 2023/2024 年 EPS 为 0.77/0.95 元 (此前预计 0.84/1.04 元), 对应 PE 为 28/23x, 维持“买入”评级。

### 评论:

#### ◆ 高基数下强爽增长放缓, 预计四季度收入有所下滑

由于 2022 年 10 月开始公司强爽产品网络热度激增, 因此公司 2023 年四季度收入基数较高; 同时由于 2023 年以来消费疲软, 消费者更追求性价比, 强爽等预调酒产品作为非必选消费增长有所放缓, 在以上因素综合, 影响下预计公司 2023 年第四季度收入有所下滑。在剔除强爽补库存和渠道扩张的因素后, 预计强爽仍保持良性增长态势。而在公司聘请黄渤担任强爽品牌大使后, 公司加大户外广告投入, 覆盖全国 33 个城市, 37 个热门高铁站, 预计辐射春运客流量 2 亿余人次, 强爽品牌影响力持续提升, 预计 2024 年有望延续良性增长趋势。

#### ◆ 产品结构变化叠加费投增加, 盈利能力阶段承压

根据公告测算, 预计公司 2023 年四季度利润率有所下滑, 主要系: 1) 微醺、清爽延续改善趋势, 换新包装后目前反响不错, 公司过去每个月针对核心人群做细分活动, 随着渗透率提高和网点数增加恢复正常增长。但二者毛利率低于强爽和玻璃瓶, 对整体毛利率有所影响。2) 由于终端动销平淡, 2023 年四季度公司加大宣传促销费用投放, 因此总体费用率有所增长, 盈利能力阶段有所承压。

#### ◆ 前瞻布局烈酒业务, 有望成为长期增长极

公司重视全产业链布局, 布局岷州蒸馏厂, 满足基酒供应的同时开展烈酒业务。2023 年 7 月初, 公司推出新品“椒语”金酒以及“岭冽”伏特加, 率先占位烈酒市场。同时, 岷州蒸馏厂已掌握领先的威士忌酿造技术, 威士忌产品主抓年轻消费者, 不仅是针对现有消费者, 更主要针对不喝威士忌或区分不了威士忌的人群, 目前已积累不少好评, 预计 2024 年四季度将推出威士忌新品, 可以支撑单一麦芽、调和威士忌等产品种类, 未来烈酒业务有望成为公司新的增长极。

#### ◆ 投资建议: 静待增长恢复, 威士忌有望成为长期增长极, 维持“买入”评级

考虑到预调酒行业作为非必选消费在经济弱复苏背景下恢复不确定性增强, 我们下调盈利预测, 预计公司 2023/2024 年营业收入分别为 33.5/40.0 亿元 (此前为 35.5/43.2 亿元), 同比增长 29.2%/19.3%, 预计公司 2023/2024 年归母净利润为 8.1/9.9 亿元 (此前为 8.8/10.9 亿元), 同比增长 55.2%/22.9%。

**◆ 风险提示**

原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期、食品安全问题等。

表1: 盈利预测调整表 (2024年1月29日)

项目	原预测 (调整前)		现在预测		调整幅度	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3547.3	4316.3	3350.6	3997.9	-196.8	-318.3
收入同比增速%	36.78%	21.68%	29.19%	19.32%	-7.59%	-2.35%
毛利率%	66.84%	67.34%	66.46%	66.89%	-0.38%	-0.45%
销售费用率%	22.09%	22.19%	22.50%	22.40%	0.41%	0.21%
净利率%	24.83%	25.37%	24.15%	24.88%	-0.68%	-0.49%
归母净利润 (百万元)	880.7	1094.9	809.1	994.6	-71.7	-100.4
归母净利润同比增速%	68.95%	24.32%	55.21%	22.93%	-13.75%	-1.39%
EPS (元)	0.84	1.04	0.77	0.95	-0.1	-0.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2024年1月29日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				23E	24E	23E	24E		
002568.SZ	百润股份	24.5	20.61	0.77	0.95	28.1	22.9	216	买入
600600.SH	青岛啤酒	22.6	72.01	3.25	3.88	22.2	18.6	982	买入
000729.SZ	燕京啤酒	36.7	8.27	0.22	0.32	36.8	26.2	233	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**相关研究报告:**

- 《百润股份 (002568.SZ) - 强爽放量趋势延续, 盈利能力改善明显》 —— 2023-10-29
- 《百润股份 (002568.SZ) - 强爽放量趋势延续, 预调酒龙头地位有望持续强化》 —— 2023-10-16
- 《百润股份 (002568.SZ) - 预调鸡尾酒行业龙头, 强爽与清爽蓄力成长》 —— 2022-12-06

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2335	2532	2496	3176	4017	<b>营业收入</b>	<b>2594</b>	<b>2593</b>	<b>3351</b>	<b>3998</b>	<b>4738</b>
应收款项	187	161	239	285	325	营业成本	897	939	1124	1324	1542
存货净额	184	535	209	242	283	营业税金及附加	145	162	201	240	284
其他流动资产	107	53	134	160	185	销售费用	567	626	754	896	1061
<b>流动资产合计</b>	<b>2813</b>	<b>3282</b>	<b>3077</b>	<b>3863</b>	<b>4809</b>	管理费用	136	173	234	269	304
固定资产	2343	2500	2564	2600	2616	研发费用	73	86	101	120	142
无形资产及其他	231	404	389	374	359	财务费用	(20)	1	(18)	(36)	(55)
投资性房地产	253	272	272	272	272	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5640</b>	<b>6458</b>	<b>6303</b>	<b>7110</b>	<b>8056</b>	其他收入	(31)	(41)	(51)	(70)	(92)
短期借款及交易性金融负债	6	451	6	6	6	营业利润	838	651	1005	1236	1509
应付款项	542	487	612	730	845	营业外净收支	4	0	5	6	7
其他流动负债	320	746	412	490	578	<b>利润总额</b>	<b>842</b>	<b>651</b>	<b>1010</b>	<b>1242</b>	<b>1516</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>868</b>	<b>1685</b>	<b>1030</b>	<b>1226</b>	<b>1430</b>	所得税费用	178	130	202	248	303
长期借款及应付债券	947	984	984	984	984	少数股东损益	(2)	(0)	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	35	22	37	52	67	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>666</b>	<b>521</b>	<b>809</b>	<b>995</b>	<b>1214</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>982</b>	<b>1007</b>	<b>1022</b>	<b>1037</b>	<b>1052</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>1849</b>	<b>2692</b>	<b>2051</b>	<b>2262</b>	<b>2481</b>	<b>净利润</b>	666	521	809	995	1214
少数股东权益	0	2	2	1	1	资产减值准备	1	(1)	0	0	0
股东权益	3791	3764	4250	4846	5574	折旧摊销	101	154	252	280	300
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5640</b>	<b>6458</b>	<b>6303</b>	<b>7110</b>	<b>8056</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(20)	1	(18)	(36)	(55)
每股收益	0.89	0.50	0.77	0.95	1.16	营运资本变动	38	68	(27)	105	113
每股红利	0.36	0.37	0.31	0.38	0.46	其它	(2)	1	(0)	(1)	(1)
每股净资产	5.06	3.58	4.05	4.61	5.31	<b>经营活动现金流</b>	<b>805</b>	<b>743</b>	<b>1033</b>	<b>1380</b>	<b>1627</b>
ROIC	15.90%	9.89%	19%	32%	39%	资本开支	0	(301)	(301)	(301)	(301)
ROE	17.57%	13.85%	19%	21%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	65%	64%	66%	67%	67%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(301)</b>	<b>(301)</b>	<b>(301)</b>	<b>(301)</b>
EBIT Margin	30%	23%	28%	29%	30%	权益性融资	(0)	71	0	0	0
EBITDA Margin	34%	29%	35%	36%	36%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	35%	-0%	29%	19%	19%	支付股利、利息	(267)	(384)	(324)	(398)	(485)
净利润增长率	24%	-22%	55%	23%	22%	其它融资现金流	562	451	(445)	0	0
资产负债率	33%	42%	33%	32%	31%	<b>融资活动现金流</b>	<b>27</b>	<b>(245)</b>	<b>(769)</b>	<b>(398)</b>	<b>(485)</b>
股息率	1.2%	1.7%	1.4%	1.7%	2.1%	<b>现金净变动</b>	<b>832</b>	<b>197</b>	<b>(37)</b>	<b>681</b>	<b>840</b>
P/E	24.4	43.6	28.1	22.9	18.7	货币资金的期初余额	1503	2335	2532	2496	3176
P/B	4.3	6.0	5.4	4.7	4.1	货币资金的期末余额	2335	2532	2496	3176	4017
EV/EBITDA	20.6	33.4	20.8	17.5	14.8	企业自由现金流	0	406	674	1004	1236
						权益自由现金流	0	857	243	1033	1280

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032