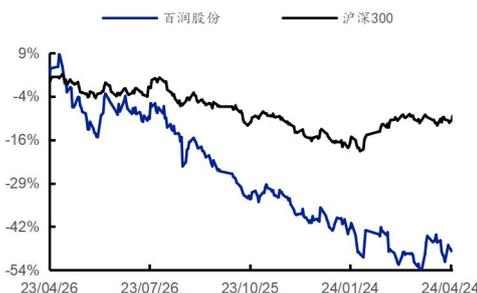


研究所：  
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 证券分析师：秦一方 S0350523120001  
 qinyf@ghzq.com.cn  
 联系人：景皓 S0350124030009  
 jingh@ghzq.com.cn

## Q1 开局平稳，期待清爽新品

# ——百润股份(002568) 2023 年报及 2024 年一季报点评报告

### 最近一年走势



相对沪深300表现	2024/04/26		
表现	1M	3M	12M
百润股份	8.1%	-12.2%	-48.5%
沪深300	1.1%	7.5%	-9.5%

市场数据	2024/04/26
当前价格(元)	19.95
52周价格区间(元)	17.57-44.18
总市值(百万)	20,941.33
流通市值(百万)	14,309.73
总股本(万股)	104,969.10
流通股本(万股)	71,727.96
日均成交额(百万)	352.48
近一月换手(%)	2.53

### 相关报告

- 《百润股份(002568) 2023年业绩预告点评：业绩表现亮眼，2024年开门红可期(买入)\*非白酒\*薛玉虎，刘浩铭，秦一方》——2024-01-29
- 《百润股份(002568) 2023年三季报点评：收入继续保持高增，看好长期趋势(买入)\*非白酒\*薛玉虎，刘浩铭》——2023-10-29
- 《百润股份(002568) 中报点评报告：收入增长超预期，业绩弹性显著(买入)\*非白酒\*薛玉虎，刘浩铭，王尧》——2023-07-28
- 《百润股份(002568) 2022年报和2023年一季

### 事件：

2024年4月25日，百润股份发布2023年年报及2024年一季报。2023年公司实现营业收入32.64亿元，同比+25.85%；实现归母净利润8.09亿元，同比+55.28%。2024年一季度实现营业收入8.02亿元，同比+5.51%；实现归母净利润1.69亿元，同比-9.80%。

### 投资要点：

- **2023年顺利收官，2024年开局平稳。**2023年顺利完成股权激励目标，其中预调酒全年业务收入28.84亿元，同比增长27.76%。由于2022年9月强爽在社交媒体出圈，2022Q4和2023Q1业绩基数较高，2024Q1增速有所放缓。2024Q1预调酒收入7.12亿元，同比增长5.67%。2024Q1归母净利润1.69亿元，同比下滑9.8%，主要由于春节期间加大了“龙罐”广告费用的投放，销售费用同比增加0.79亿元。预计从全年维度看，销售费用率保持合理。
- **“358战略”持续推进，清爽大罐新品可期。**2022年9月强爽在社交媒体上出圈后，公司加大投入力度，通过电视剧贴片、电竞代言人官宣、亚运会电竞赛事深度营销、抖音和快手新话题种草、跨品牌CP营销、游戏联名联动、地铁站广告等项目，全方位增加品牌热点，初步建立国民大品牌形象，强爽品牌踏上新台阶。清爽系列深度打磨产品，顶流代言人加持，电视剧植入、IP联动定制产品和定制周边快速推出等收获大批新粉，“清爽”系列普适性场景日趋明确。微醺系列执行年度“更年轻更开心”的品牌策略，新TVC“有点点微醺有点点开心”品牌内容官宣；春季限定艺术家联名手绘定制包装“山茶花青提风味”的线下快闪店活动广受好评；动漫IP营销收获二次元积极反馈；微醺代言人活动连续登上微博自然热搜，消费者好感度持续提升。今年4月，公司推出500ml全新清爽大罐产品，我们认为其目标群体为啤酒饮用群体，调性与微醺区隔明显，有望成为新的收入增长极。
- **春节加大营销费用投放，利润短期承压。**2023年生产销售秩序恢复正常，产品规模提升带来效率提升。全年来看，公司毛利率66.70%，同比上升2.9pct，销售费用率21.69%，同比下降2.4pct，整体净利

报点评：业绩超预期，强爽势不可挡（买入）\*非白酒\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-04-28

《百润股份（002568）点评报告：业绩环比改善趋势确认，期待后续强爽发力（买入）\*非白酒\*薛玉虎，刘洁铭》——2022-10-30

润率达到 24.72%，同比上升 4.6pct。2023Q4，由于面临 2022Q4 强爽出圈带来的高基数压力，收入同比下降 14.9%，费用率也相应提升，其中销售和管理费用率分别提高 3.5 和 2.7pct。2024Q1，毛利率同比上升 2.9pct，但由于春节期间加大了营销费用投入，包括连续 31 天抽金条等，销售费用率上升 8.8pct，管理费用上升 1.3pct，整体净利率 20.93%，同比下降 3.7pct。预调酒行业渗透率还在提升过程中，公司将持续强化“358”品牌定位，增加品牌声量，完善全域人群资产运营体系，提升内外组织管理能力，加强精细化渠道渗透，推进数字化转型，赋能场景走向纵深。

- **盈利预测和投资评级：**长期来看，我们认为预调酒行业在国内的发展才刚刚起步，公司布局的威士忌业务也会逐步贡献业绩。公司积极开展的产品创新和营销策划有助于扩大饮用群体，不断积累品牌资产，利于长远发展。根据 2024Q1 的业绩情况，我们下调公司盈利预测，预计 2024-2026 年营业收入分别为 37.54/47.93/59.47 亿元，归母净利润分别为 9.17/11.51/14.51 亿元，EPS 分别为 0.87/1.10/1.38 元，对应 PE 分别为 23/18/14 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 宏观需求疲软；2) 春节旺季动销不及预期；3) 原材料价格上涨过快；4) 产能投放不及预期；5) 食品安全风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3264	3754	4793	5947
增长率(%)	26	15	28	24
归母净利润（百万元）	809	917	1151	1451
增长率(%)	55	13	26	26
摊薄每股收益（元）	0.77	0.87	1.10	1.38
ROE(%)	20	21	24	27
P/E	31.55	22.84	18.19	14.44
P/B	6.39	4.80	4.35	3.90
P/S	7.91	5.58	4.37	3.52
EV/EBITDA	21.30	14.94	12.21	9.83

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：百润股份盈利预测表

证券代码：	002568				股价：	19.95				投资评级：	买入				日期：	2024/04/26			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	20%	21%	24%	27%	EPS	0.78	0.87	1.10	1.38										
毛利率	67%	66%	66%	66%	BVPS	3.85	4.15	4.58	5.11										
期间费率	28%	28%	28%	27%	<b>估值</b>														
销售净利率	25%	24%	24%	24%	P/E	31.55	22.84	18.19	14.44										
<b>成长能力</b>					P/B	6.39	4.80	4.35	3.90										
收入增长率	26%	15%	28%	24%	P/S	7.91	5.58	4.37	3.52										
利润增长率	55%	13%	26%	26%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.48	0.49	0.55	0.60	营业收入	3264	3754	4793	5947										
应收账款周转率	19.06	17.04	18.68	18.26	营业成本	1087	1282	1616	2004										
存货周转率	1.65	1.68	1.84	1.77	营业税金及附加	177	206	288	357										
<b>偿债能力</b>					销售费用	708	812	1035	1261										
资产负债率	43%	46%	48%	49%	管理费用	193	238	326	387										
流动比	1.53	1.28	1.21	1.19	财务费用	2	-9	-11	-13										
速动比	1.06	0.94	0.86	0.84	其他费用/（-收入）	106	120	156	202										
					<b>营业利润</b>	<b>1025</b>	<b>1157</b>	<b>1450</b>	<b>1831</b>										
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	3	0	3	2										
现金及现金等价物	1879	2256	2599	3064	<b>利润总额</b>	<b>1028</b>	<b>1157</b>	<b>1453</b>	<b>1833</b>										
应收款项	216	225	288	363	所得税费用	221	242	305	386										
存货净额	780	748	1011	1256	<b>净利润</b>	<b>807</b>	<b>915</b>	<b>1149</b>	<b>1447</b>										
其他流动资产	174	198	221	247	少数股东损益	-3	-2	-3	-4										
<b>流动资产合计</b>	<b>3048</b>	<b>3426</b>	<b>4119</b>	<b>4930</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>809</b>	<b>917</b>	<b>1151</b>	<b>1451</b>										
固定资产	2564	2844	3054	3261															
在建工程	579	696	856	1017	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	920	1157	1268	1374	经营活动现金流	562	1445	1396	1748										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	809	917	1151	1451										
<b>资产总计</b>	<b>7111</b>	<b>8123</b>	<b>9298</b>	<b>10581</b>	少数股东损益	-3	-2	-3	-4										
短期借款	891	1263	1671	2074	折旧摊销	188	257	283	315										
应付款项	499	645	794	981	公允价值变动	0	0	0	0										
合同负债	110	175	233	271	营运资金变动	-515	300	-32	-12										
其他流动负债	498	590	701	810	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1104</b>	<b>-864</b>	<b>-761</b>	<b>-786</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>1999</b>	<b>2673</b>	<b>3399</b>	<b>4136</b>	资本支出	-1104	-758	-761	-786										
长期借款及应付债券	1020	1020	1020	1020	长期投资	0	0	0	0										
其他长期负债	48	70	70	70	其他	1	-106	0	0										
<b>长期负债合计</b>	<b>1069</b>	<b>1091</b>	<b>1091</b>	<b>1091</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-128</b>	<b>-204</b>	<b>-291</b>	<b>-497</b>										
<b>负债合计</b>	<b>3068</b>	<b>3764</b>	<b>4490</b>	<b>5227</b>	债务融资	450	374	409	403										
股本	1050	1050	1050	1050	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	4044	4359	4807	5354	其它	-578	-578	-700	-900										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7111</b>	<b>8123</b>	<b>9298</b>	<b>10581</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-669</b>	<b>377</b>	<b>343</b>	<b>465</b>										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

## 【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。