

2024年04月27日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

Q1 加快费投节奏，利润略承压

—百润股份（002568.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

2024年4月26日，百润股份发布2023年年报及2024年一季度报。

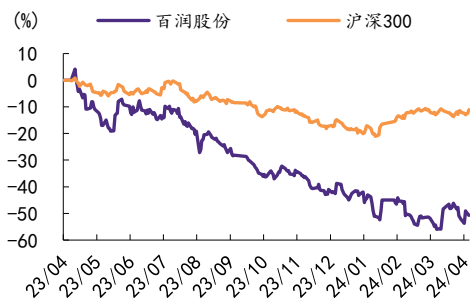
投资要点

基本数据

2024-04-26

| | |
|------------|------------|
| 当前股价（元） | 19.95 |
| 总市值（亿元） | 209 |
| 总股本（百万股） | 1050 |
| 流通股本（百万股） | 717 |
| 52周价格范围（元） | 17.77-42.7 |
| 日均成交额（百万元） | 238.82 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《百润股份（002568）：高基数致Q4业绩承压，期待威士忌业务表现》2024-01-28
- 《百润股份（002568）：业绩符合预期，费用优化明显》2023-10-27
- 《百润股份（002568）：利润弹性释放，强爽引领增长》2023-10-10

Q1 收入符合预期，利润略不及预期

全年收入略低于预期，利润符合预期。2023年总营收32.64亿元（同增25.85%），归母净利润8.09亿元（同增55.28%）。其中，2023Q4总营收8.07亿元（同减14.90%），归母净利润1.44亿元（同减33.37%），去年强爽爆火后高增带来高基数，四季度承压明显。Q1收入符合预期，利润略低于预期。2024Q1总营收8.02亿元（同增5.51%），归母净利润1.69亿元（同减9.80%）。一季度费用投放力度加大，毛利率持续提升。2023年毛利率/净利率分别为66.70%/24.72%，分别同比+2.92/+4.63pcts，毛利率持续提升，叠加费用率同比下降带来净利率同比提升，销售/管理费用率分别同比-2.43/-0.74pcts。2024Q1毛利率/净利率分别为68.32%/20.93%，分别同比+2.86/-3.70pcts，毛利率延续提升态势，净利率同比下降主要系公司以“龙罐”为抓手提高一季度投放占比，2024Q1销售/管理费用率分别同比+8.77/+1.34pcts。Q1经营净现金流高增，销售回款稳定增长。2023/2024Q1经营净现金流分别为5.62/2.71亿元，分别同比-37.77%/+340.09%，一季度经营净现金流高增主要系营收、税收返还及扶持资金增加所致；销售回款分别为34.99/9.71亿元，分别同比+7.05%/+4.28%。截至2024Q1末，合同负债0.69亿元，环比-37.95%。

持续发挥品牌优势，营销推广成效显著

预调酒稳增，产品矩阵联合发力。2023年预调酒/食用香精营收分别为28.84/3.17亿元，分别同比+27.76%/+13.18%。2023年公司加大品牌投入力度，“强爽”系列通过贴片、赛事营销、游戏联名等方式扩大品牌知名度；“清爽”系列包装换新，通过代言、植入、IP联动等方式渗透消费人群；“微醺”系列执行“更年轻更开心”品牌策略，进一步夯实品牌基础。2023年预调酒毛利率为67.61%，同比+3.21pcts，2023年预调酒销量/均价分别同比+27.80%/-

0.03%，以量增驱动为主。2024Q1 预调酒营收为 7.12 亿元，同增 5.67%。香精业务毛利率提升明显，量价齐升带来增长。2023 年香精毛利率为 67.64%，同比+4.41pcts，毛利率提升明显。2023 年销量/均价分别同比+7.61%/+5.18%，量价驱动香精业务收入增长。威士忌进展顺利，期待产品推出。2023 年底岷州蒸馏厂正式灌注第三十万只陈酿桶，独创黄酒桶威士忌单桶首次开售后 3 分钟内售罄，2024 年公司将继续加快烈酒基地升级建设，确保威士忌成品酒按计划推出。

■ 线下为发力重点，薄弱市场逐步起势

线下为公司主要市场，毛利率逐步提升。2023 年线下/数字渠道/即饮渠道营收分别为 27.52/3.85/0.64 亿元，分别同比+42.36%/-28.67%/-0.92%，线下仍为公司主要发力渠道；毛利率分别同比+3.50/+0.79/-1.32pcts，线下渠道毛利率提升明显。截至 2024Q1 末，共经销商 2164 家，较年初减少 29 家，经销商数量变动较小。华西华北营收增长显著，期待薄弱市场贡献增量。2023 年公司华北/华东/华南/华西营收分别为 6.00/10.89/9.26/5.85 亿元，分别同比+47.29%/-1.69%/+42.17%/+58.09%，华东市场略承压；毛利率分别同增 4.33/2.38/3.42/3.43pcts。

■ 盈利预测

我们看好公司发力预调酒赛道，产品轮动培育并放量，前瞻布局威士忌业务。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.90/1.09/1.37 元，当前股价对应 PE 分别为 22/18/15 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险；强爽放量不及预期；预调鸡尾酒行业增长不及预期；威士忌布局不及预期。

| 预测指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入（百万元） | 3,264 | 3,844 | 4,613 | 5,630 |
| 增长率（%） | 25.9% | 17.8% | 20.0% | 22.0% |
| 归母净利润（百万元） | 809 | 946 | 1,141 | 1,435 |
| 增长率（%） | 55.3% | 16.9% | 20.7% | 25.7% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.77 | 0.90 | 1.09 | 1.37 |
| ROE（%） | 20.0% | 21.9% | 24.2% | 27.1% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产: | | | | |
| 现金及现金等价物 | 1,879 | 2,823 | 3,410 | 4,182 |
| 应收款 | 248 | 190 | 190 | 201 |
| 存货 | 780 | 621 | 649 | 668 |
| 其他流动资产 | 142 | 115 | 129 | 141 |
| 流动资产合计 | 3,048 | 3,749 | 4,378 | 5,191 |
| 非流动资产: | | | | |
| 金融类资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 2,564 | 2,740 | 2,697 | 2,572 |
| 在建工程 | 579 | 232 | 93 | 37 |
| 无形资产 | 493 | 468 | 443 | 420 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 427 | 427 | 427 | 427 |
| 非流动资产合计 | 4,063 | 3,867 | 3,660 | 3,457 |
| 资产总计 | 7,111 | 7,616 | 8,038 | 8,647 |
| 流动负债: | | | | |
| 短期借款 | 891 | 911 | 926 | 936 |
| 应付账款、票据 | 499 | 538 | 549 | 546 |
| 其他流动负债 | 498 | 498 | 498 | 498 |
| 流动负债合计 | 1,999 | 2,211 | 2,227 | 2,258 |
| 非流动负债: | | | | |
| 长期借款 | 1,020 | 1,030 | 1,038 | 1,043 |
| 其他非流动负债 | 48 | 48 | 48 | 48 |
| 非流动负债合计 | 1,069 | 1,079 | 1,087 | 1,092 |
| 负债合计 | 3,068 | 3,290 | 3,313 | 3,350 |
| 所有者权益 | | | | |
| 股本 | 1,050 | 1,050 | 1,050 | 1,050 |
| 股东权益 | 4,044 | 4,326 | 4,725 | 5,297 |
| 负债和所有者权益 | 7,111 | 7,616 | 8,038 | 8,647 |

| 现金流量表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 807 | 945 | 1140 | 1433 |
| 少数股东权益 | -3 | -1 | -1 | -1 |
| 折旧摊销 | 179 | 196 | 206 | 202 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -421 | 436 | -41 | -19 |
| 经营活动现金净流量 | 562 | 1575 | 1304 | 1615 |
| 投资活动现金净流量 | -1104 | 171 | 183 | 180 |
| 筹资活动现金净流量 | 1486 | -632 | -719 | -846 |
| 现金流量净额 | 944 | 1,114 | 768 | 949 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

| 利润表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 3,264 | 3,844 | 4,613 | 5,630 |
| 营业成本 | 1,087 | 1,285 | 1,550 | 1,895 |
| 营业税金及附加 | 177 | 227 | 272 | 321 |
| 销售费用 | 708 | 850 | 1,015 | 1,210 |
| 管理费用 | 193 | 219 | 258 | 310 |
| 财务费用 | 2 | 4 | -12 | -33 |
| 研发费用 | 106 | 125 | 150 | 183 |
| 费用合计 | 1,010 | 1,197 | 1,412 | 1,670 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1,025 | 1,177 | 1,419 | 1,782 |
| 加:营业外收入 | 4 | 3 | 2 | 1 |
| 减:营业外支出 | 1 | 2 | 1 | 0 |
| 利润总额 | 1,028 | 1,178 | 1,420 | 1,783 |
| 所得税费用 | 221 | 233 | 280 | 349 |
| 净利润 | 807 | 945 | 1,140 | 1,433 |
| 少数股东损益 | -3 | -1 | -1 | -1 |
| 归母净利润 | 809 | 946 | 1,141 | 1,435 |

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 25.9% | 17.8% | 20.0% | 22.0% |
| 归母净利润增长率 | 55.3% | 16.9% | 20.7% | 25.7% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 66.7% | 66.6% | 66.4% | 66.3% |
| 四项费用/营收 | 30.9% | 31.2% | 30.6% | 29.7% |
| 净利率 | 24.7% | 24.6% | 24.7% | 25.5% |
| ROE | 20.0% | 21.9% | 24.2% | 27.1% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 43.1% | 43.2% | 41.2% | 38.7% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.7 |
| 应收账款周转率 | 13.2 | 20.3 | 24.3 | 28.1 |
| 存货周转率 | 1.4 | 2.4 | 2.8 | 3.3 |
| 每股数据(元/股) | | | | |
| EPS | 0.77 | 0.90 | 1.09 | 1.37 |
| P/E | 25.9 | 22.1 | 18.3 | 14.6 |
| P/S | 6.4 | 5.4 | 4.5 | 3.7 |
| P/B | 5.2 | 4.8 | 4.4 | 4.0 |

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | > 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | < -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | > 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | < -10% |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。