

百润股份（002568.SZ）

2024 年第一季度收入恢复正增长，费用增投致使盈利承压

买入

核心观点

公司公布 2023 年年报及 2024 年第一季度报告，2023 年公司实现营业总收入 32.64 亿元，同比+25.85%；实现归母净利润 8.09 亿元，同比+55.28%。2023 年第四季度公司实现营业总收入 8.07 亿元，同比-14.90%；实现归母净利润 1.44 亿元，同比-33.37%。2024 年第一季度公司实现营业总收入 8.02 亿元，同比+5.51%；实现归母净利润 1.69 亿元，同比-9.80%；实现扣非归母净利润 1.61 亿元，同比-13.79%。

2023 年第四季度高基数下收入增长放缓，2024 年第一季度收入恢复正增长。2023 年公司预调鸡尾酒收入 28.8 亿元，同比+27.8%，其中前三季度预调鸡尾酒收入 21.70 亿元，同比+54.9%，主要系核心单品强爽持续放量带动收入高速增长。2023 年第四季度，预调鸡尾酒收入 7.1 亿元，同比-16.8%，主要原因包括：1) 2022 年 10 月开始公司强爽产品网络热度激增，因此第四季度收入基数抬升；2) 消费弱复苏背景下，强爽作为非必选消费类预调鸡尾酒产品，产品需求有所走弱。2024 年第一季度，预调鸡尾酒业务收入同比+5.7%，主要受益于营销活动拉升强爽品牌势能，以及微醺自 2023 年下半年产品包装换新后恢复增长。

2024 年第一季度费用投放力度增大致使利润率下滑。2023 年公司实现毛利率 66.7%，同比+2.9pct，主因高毛利率产品强爽占比提升，成本边际改善，以及强爽快速放量带动产能利用率提升。全年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比-2.4/-0.7/-0.1pct，主要受益于收入快速增长带来规模效益。全年归母净利润率同比+4.7pct 至 24.8%。2024 年第一季度，毛利率延续改善，但费用率大幅提升导致盈利能力有所弱化，其中销售费用率同比+8.8pct，主因公司营销活动增多、市场费用投入增大。2024 年第一季度归母净利率 21.1%，同比-3.6%。

盈利预测与投资建议：2024 年以来强爽高基数下保持稳健增长，微醺、清爽产品换新后增长势能有望提升。同时强爽凭借高品牌势能，对公司渠道拓展起到助推作用，预计全年预调鸡尾酒业务稳健增长。考虑到预调鸡尾酒作为非必选消费品，在经济弱复苏背景下需求增长速度较慢，我们下调盈利预测：预计 2024-2025 年公司营业总收入 36.6/41.2 亿元（前预测值 40.0/47.4 亿元），实现归母净利润 8.7/10.3 亿元（前预测值 9.9/12.1 亿元）。当前股价对应 PE 分别为 24/20 倍，公司预调酒业务竞争优势突出，且前瞻布局烈酒业务，打开长期成长空间，维持“买入”评级。

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。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,593	3,264	3,655	4,124	4,663
(+/-%)	-0.0%	25.9%	12.0%	12.8%	13.1%
归母净利润(百万元)	521	809	869	1030	1212
(+/-%)	-21.7%	55.3%	7.4%	18.5%	17.7%
每股收益(元)	0.50	0.77	0.83	0.98	1.15
EBIT Margin	23.4%	30.4%	29.3%	30.8%	31.9%
净资产收益率 (ROE)	13.8%	20.0%	21.0%	21.1%	21.0%
市盈率 (PE)	40.2	25.9	24.1	20.3	17.3
EV/EBITDA	31.0	20.5	17.5	14.9	12.9
市净率 (PB)	5.57	5.18	5.05	4.28	3.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·非白酒

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

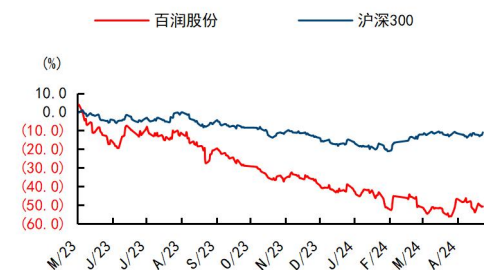
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	19.95 元
总市值/流通市值	20941/14310 百万元
52 周最高价/最低价	44.18/17.57 元
近 3 个月日均成交额	301.19 百万元

市场走势



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）-高基数下四季度增长放缓，静待增长恢复》——2024-02-04

《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

公司公布 2023 年年报及 2024 年第一季度报告, 2023 年公司实现营业总收入 32.64 亿元, 同比+25.85%; 实现归母净利润 8.09 亿元, 同比+55.28%。2023 年第四季度公司实现营业总收入 8.07 亿元, 同比-14.90%; 实现归母净利润 1.44 亿元, 同比-33.37%。2024 年第一季度公司实现营业总收入 8.02 亿元, 同比+5.51%; 实现归母净利润 1.69 亿元, 同比-9.80%; 实现扣非归母净利润 1.61 亿元, 同比-13.79%。

2023 年第四季度高基数下收入增长放缓, 2024 年第一季度收入恢复正增长。2023 年公司预调鸡尾酒收入 28.8 亿元, 同比+27.8%, 其中前三季度预调鸡尾酒收入 21.70 亿元, 同比+54.9%, 主要系核心单品强爽持续放量带动收入高速增长。2023 年第四季度, 预调鸡尾酒收入 7.1 亿元, 同比-16.8%, 主要原因包括: 1) 2022 年 10 月开始公司强爽产品网络热度激增, 因此第四季度收入基数抬升; 2) 消费弱复苏背景下, 消费者的消费行为更加理性, 强爽作为非必选消费类预调鸡尾酒产品, 产品需求有所走弱。2024 年第一季度, 预调鸡尾酒业务收入恢复正增长, 同比+5.7%, 主要受益于营销活动拉动强爽品牌势能提升, 以及微醺自 2023 年下半年产品包装换新后恢复增长。2024 年初, 强爽宣布聘请黄渤为全新品牌大使, 并加大力度投放广告、开展系列营销活动, 促进强爽产品影响力持续提升。

2023 年规模效益显著, 2024 年第一季度费用投放力度增大致使利润率下滑。2023 年公司实现毛利率 66.7%, 同比+2.9pct, 主因高毛利率产品强爽占比提升, 成本边际改善, 以及强爽快速放量带动产能利用率提升。全年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比-2.4/-0.7/-0.1pct, 主要受益于收入快速增长带来规模效益。全年归母净利率同比+4.7pct 至 24.8%。2024 年第一季度, 毛利率延续改善, 但费用率大幅提升导致盈利能力有所弱化, 其中销售费用率同比+8.8pct, 主因公司营销活动增多、市场费用投入增大。2024 年第一季度归母净利率 21.1%, 同比-3.6%。

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 年第四季度公司将推出威士忌新品, 未来烈酒业务有望成为公司新的增长极。

盈利预测与投资建议:2024 年以来强爽高基数下保持稳健增长, 微醺、清爽产品换新后增长势能有望提升。同时强爽凭借高品牌势能, 对公司渠道拓展起到助推作用, 预计全年预调鸡尾酒业务稳健增长。考虑到预调鸡尾酒作为非必选消费品, 在经济弱复苏背景下需求增长速度较慢, 我们下调盈利预测: 预计 2024-2025 年公司营业总收入 36.6/41.2 亿元(前预测值 40.0/47.4 亿元), 同比+12.0%/+12.8%; 实现归母净利润 8.7/10.3 亿元(前预测值 9.9/12.1 亿元), 同比+7.4%/+18.5%; EPS 分别为 0.83/0.98 元。当前股价对应 PE 分别为 24/20 倍, 公司预调酒业务竞争优势突出, 且前瞻布局烈酒业务, 打开长期成长空间, 维持“买入”评级。

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

项目	原预测（调整前）		现预测（调整后）		调整幅度	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,998	4,738	3,655	4,124	-343	-614
收入同比增速%	19.3%	18.5%	12.0%	12.8%	-7.3%	-5.7%
毛利率%	66.9%	67.4%	68.3%	68.8%	1.4%	1.3%
销售费用率%	22.4%	22.4%	23.7%	23.0%	1.3%	0.6%
净利率%	24.9%	25.6%	23.8%	25.0%	-1.1%	-0.6%
归母净利润（百万元）	995	1,214	869	1,030	-125	-183
归母净利润同比增速%	22.9%	22.0%	7.4%	18.5%	-15.5%	-3.5%
EPS（元）	0.95	1.16	0.83	0.98	-0.12	-0.17

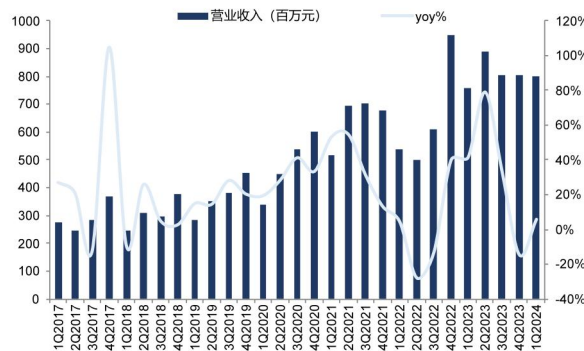
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2024 年 4 月 26 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2023E	2024E	2023E	2024E		
002568.SZ	百润股份	26.5	19.95	0.83	0.98	24.1	20.3	209	买入
600600.SH	青岛啤酒	25.3	79.00	3.73	4.36	21.2	18.1	1,078	买入
600132.SH	重庆啤酒	24.1	66.50	3.02	3.28	22.0	20.3	322	买入
000729.SZ	燕京啤酒	40.3	9.77	0.32	0.41	30.5	23.9	275	买入

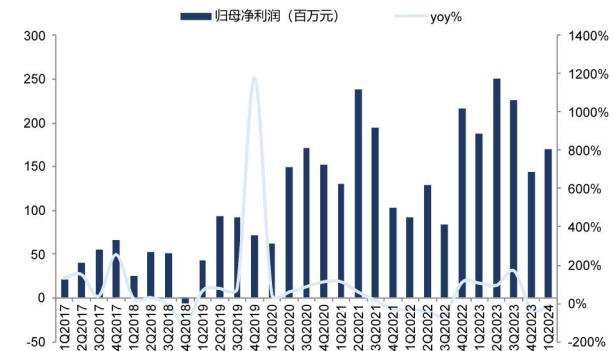
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图1: 单季度营业收入及增速



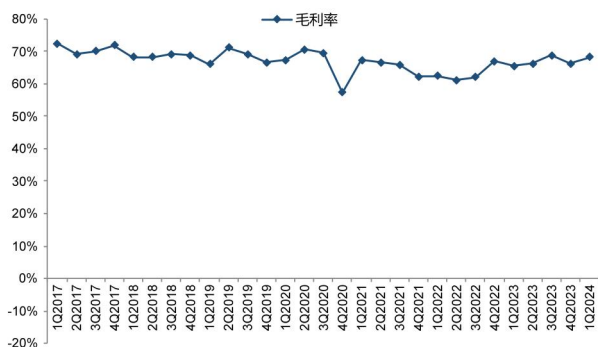
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



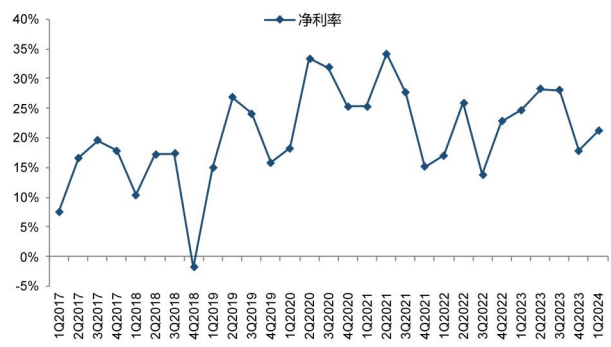
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度归母净利润率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2532	1879	1990	2523	3299	营业收入	2593	3264	3655	4124	4663
应收款项	161	248	260	282	319	营业成本	939	1087	1159	1288	1440
存货净额	535	780	216	236	256	营业税金及附加	162	177	198	223	252
其他流动资产	53	142	146	161	182	销售费用	626	708	866	949	1049
流动资产合计	3282	3048	2612	3203	4057	管理费用	173	193	250	270	295
固定资产	2500	3143	3643	3905	4027	研发费用	86	106	110	124	140
无形资产及其他	404	493	477	462	448	财务费用	1	2	30	25	9
投资性房地产	272	427	478	536	601	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)	(3)	(1)	(1)	(1)
资产总计	6458	7111	7211	8106	9133	其他收入	(41)	(69)	(53)	(68)	(84)
短期借款及交易性金融负债	451	897	997	1017	1017	营业利润	651	1025	1098	1301	1532
应付款项	487	499	556	635	730	营业外净收支	0	3	6	7	7
其他流动负债	746	603	452	498	554	利润总额	651	1028	1104	1308	1539
流动负债合计	1685	1999	2004	2150	2301	所得税费用	130	221	237	281	331
长期借款及应付债券	984	1020	1020	1020	1020	少数股东损益	(0)	(3)	(3)	(3)	(4)
其他长期负债	22	48	45	50	55	归属于母公司净利润	521	809	869	1030	1212
非流动负债合计	1007	1069	1066	1070	1076	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	2692	3068	3070	3221	3377	净利润	521	809	869	1030	1212
少数股东权益	2	(0)	(3)	(7)	(11)	资产减值准备	(1)	2	15	2	1
股东权益	3764	4044	4144	4893	5767	折旧摊销	155	179	300	350	392
负债和股东权益总计	6458	7111	7211	8106	9133	公允价值变动损失	0	3	1	1	1
						财务费用	1	2	30	25	9
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	68	(679)	465	75	79
每股收益	0.50	0.77	0.83	0.98	1.15	其它	161	247	140	153	153
每股红利	0.37	0.52	0.33	0.39	0.46	经营活动现金流	903	562	1791	1612	1838
每股净资产	3.58	3.85	3.95	4.66	5.49	资本开支	(624)	(1111)	(801)	(601)	(501)
ROIC	9.89%	14.12%	16%	21%	24%	其它投资现金流	(11)	7	(151)	(151)	(151)
ROE	13.85%	20.02%	21%	21%	21%	投资活动现金流	(635)	(1104)	(952)	(752)	(652)
毛利率	64%	67%	68%	69%	69%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	30%	29%	31%	32%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	36%	38%	39%	40%	支付股利、利息	(384)	(547)	(828)	(347)	(411)
收入增长	-0%	26%	12%	13%	13%	其它融资现金流	308	419	100	20	0
净利润增长率	-22%	55%	7%	19%	18%	融资活动现金流	(75)	(128)	(728)	(327)	(411)
资产负债率	42%	43%	43%	40%	37%	现金净变动	197	(653)	111	533	776
股息率	1.8%	2.6%	1.7%	2.0%	2.3%	货币资金的期初余额	2335	2532	1879	1990	2523
P/E	40.2	25.9	24.1	20.3	17.3	货币资金的期末余额	2532	1879	1990	2523	3299
P/B	5.6	5.2	5.1	4.3	3.6	企业自由现金流	84	(832)	806	822	1137
EV/EBITDA	31.0	20.5	17.5	14.9	12.9	权益自由现金流	701	61	882	823	1130

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