

百润股份 (002568)

2023 年报及 2024 年一季报点评: 预调酒稳健增长, 积极助动销去库存

买入 (维持)

2024 年 05 月 05 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

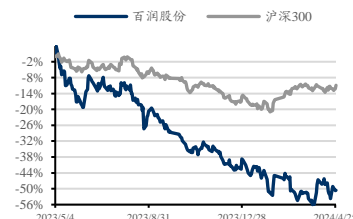
wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2,593	3,264	4,017	5,250	6,598
同比 (%)	(0.04)	25.85	23.06	30.70	25.69
归母净利润 (百万元)	521.28	809.42	933.14	1,267.90	1,637.64
同比 (%)	(21.74)	55.28	15.29	35.87	29.16
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.50	0.77	0.89	1.21	1.56
P/E (现价&最新摊薄)	40.09	25.82	22.40	16.48	12.76

投资要点

- **事件:** 2023 年实现营业收入 32.64 亿元, 同比+25.85%; 归母净利润 8.09 亿元, 同比+55.28%。23Q4 实现营业收入 8.07 亿元, 同比-14.90%; 归母净利润 1.44 亿元, 同比-33.37%。24Q1 实现营业收入 8.02 亿元, 同比+5.51%, 归母净利润 1.69 亿元, 同比-9.80%。
- **23 年报表现符合预期, 358 度收入占比成形。**①分产品, 预调酒全年实现收入 29 亿元, 同比+28%, 其中我们预计强爽占比约 40-50%、微醺+清爽收入占比 40%+。②分渠道, 线下/数字零售/即饮渠道收入同比+42%/-29%/-0.9%, 线下快增主系强爽势能释放带动网点销售, 线上相对承压主系为维护价格, 减少了部分电商平台的合作, 即饮渠道仍处于初期。③盈利端, 产品结构推动毛利率 66.7%/+2.9pct, 销售费用同比+13%, 其中广宣活动仅同比+12%, 1 则公司近几年持续费用精准投放, 2 则强爽势能带动减少相应培育成本, 因此销售费用率 21.7%/-2.4pct, 推动净利率恢复至 24.7%/+4.7pct。
- **24 Q1 收入符合预期, 利润增速下降系费用投放增加。**①预调酒收入 7.1 亿元, 同比+5.6%, 我们预计强爽收入占比约 50%、微醺+清爽收入占比 40%+; 公司春节前后通过新增强爽代言人、赢龙年金条、推出联名款等多样化方式有侧重点营销宣传, 春节动销不错, 渠道库存处于良性区间。②利润端, 公司毛利率 68%, 同比+2.87pct, 主系产品结构提升 (强爽 23Q1 收入占比约 45%), 也预计 23H2 提价效应逐显; 销售费用率 29%, 同比+8.8pct, 主系公司旺季持续助力渠道助动销去库存。
- **预调酒稳健、烈酒业务值得期待。**展望全年, 预调酒业务方面, 将继续打造 358 度产品矩阵, 强爽维持势能、微醺/清爽实现由策略的放量, 预计预调酒收入在高基数下保持稳增, 此外, 季度间费用波动不改全年销售预算, 全年预调酒业务销售费率有望回归正常投放水平。烈酒业务方面, Q4 随着公司的正常推进, 该业务亦值得期待。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司当前的发展阶段, 以及后续的烈酒业务推进, 对营收和利润的表现均有推进。调整 24-25 年收入 40/52 亿元 (前值 46/59 亿元), 归母净利润 9.3/13 亿元 (前值 13/17 亿元), 补充 26 年收入 66 亿元, 归母净利润 16 亿元, 当前对应 24-26 年 PE 为 22/16/13X, 建议积极关注后续烈酒业务推进进展, 考虑预调酒表现稳健, 威士忌业务空间大市占率低, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 预调酒业务竞争加剧、烈酒业务不及预期、食品安全问题

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.95
一年最低/最高价	17.57/42.94
市净率(倍)	5.26
流通 A 股市值(百万元)	14,309.73
总市值(百万元)	20,941.33

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.79
资产负债率(% ,LF)	41.21
总股本(百万股)	1,049.69
流通 A 股(百万股)	717.28

相关研究

- 《百润股份(002568): 2023 年前三季度业绩点评: 业绩符合预期, 强爽势能延续》  
2023-10-29
- 《百润股份(002568): 2023 年半年报业绩点评: 强爽势能维持, 微醺恢复途中, 多产品线蓄力》  
2023-07-28

百润股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>3,048</b>	<b>3,985</b>	<b>5,258</b>	<b>6,936</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,264</b>	<b>4,017</b>	<b>5,250</b>	<b>6,598</b>
货币资金及交易性金融资产	1,879	2,634	3,563	4,873	营业成本(含金融类)	1,087	1,324	1,709	2,135
经营性应收款项	253	260	339	426	税金及附加	177	221	294	376
存货	780	943	1,194	1,462	销售费用	708	984	1,234	1,518
合同资产	0	0	0	0	管理费用	193	241	310	383
其他流动资产	136	148	161	176	研发费用	106	129	163	198
<b>非流动资产</b>	<b>4,063</b>	<b>4,276</b>	<b>4,529</b>	<b>4,820</b>	财务费用	2	(19)	(26)	(36)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	36	29	38	48
固定资产及使用权资产	2,578	2,503	2,468	2,470	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	579	779	979	1,179	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	493	584	675	767	减值损失	(3)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	18	18	18	18	<b>营业利润</b>	<b>1,025</b>	<b>1,166</b>	<b>1,604</b>	<b>2,072</b>
其他非流动资产	395	392	389	386	营业外净收支	3	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>7,111</b>	<b>8,260</b>	<b>9,787</b>	<b>11,757</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,028</b>	<b>1,166</b>	<b>1,605</b>	<b>2,073</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,999</b>	<b>2,215</b>	<b>2,474</b>	<b>2,806</b>	减:所得税	221	233	337	435
短期借款及一年内到期的非流动负债	897	897	897	897	<b>净利润</b>	<b>807</b>	<b>933</b>	<b>1,268</b>	<b>1,638</b>
经营性应付款项	499	617	749	936	减:少数股东损益	(3)	0	0	0
合同负债	110	119	137	149	<b>归属母公司净利润</b>	<b>809</b>	<b>933</b>	<b>1,268</b>	<b>1,638</b>
其他流动负债	492	582	691	823	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.77	0.89	1.21	1.56
非流动负债	1,069	1,069	1,069	1,069	EBIT	1,027	1,118	1,540	1,989
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,215	1,307	1,739	2,200
应付债券	1,020	1,020	1,020	1,020	毛利率(%)	66.70	67.03	67.44	67.65
租赁负债	13	13	13	13	归母净利率(%)	24.80	23.23	24.15	24.82
其他非流动负债	35	35	35	35	收入增长率(%)	25.85	23.06	30.70	25.69
<b>负债合计</b>	<b>3,068</b>	<b>3,284</b>	<b>3,543</b>	<b>3,874</b>	归母净利润增长率(%)	55.28	15.29	35.87	29.16
归属母公司股东权益	4,044	4,977	6,245	7,883					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,044</b>	<b>4,977</b>	<b>6,245</b>	<b>7,882</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,111</b>	<b>8,260</b>	<b>9,787</b>	<b>11,757</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	562	1,156	1,381	1,811	每股净资产(元)	3.69	4.57	5.78	7.34
投资活动现金流	(1,104)	(402)	(452)	(502)	最新发行在外股份(百万股)	1,050	1,050	1,050	1,050
筹资活动现金流	(128)	0	0	0	ROIC(%)	14.41	13.89	16.13	17.47
现金净增加额	(669)	755	930	1,309	ROE-摊薄(%)	20.02	18.75	20.30	20.78
折旧和摊销	188	189	199	211	资产负债率(%)	43.14	39.75	36.20	32.95
资本开支	(1,104)	(401)	(451)	(501)	P/E (现价&最新股本摊薄)	25.82	22.40	16.48	12.76
营运资本变动	(515)	35	(85)	(37)	P/B (现价)	5.40	4.35	3.44	2.71

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>