

百润股份 (002568)

新品丰年，否极泰来

买入 (维持)

2024年05月21日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

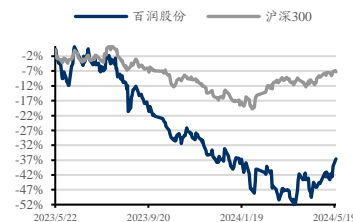
证券分析师 王颖洁

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)	2593	3264	3804	4534	5427
同比 (%)	(0.04)	25.85	16.54	19.20	19.69
归母净利润 (百万元)	521.28	809.42	903.35	1,101.64	1,356.85
同比 (%)	(21.74)	55.28	11.61	21.95	23.17
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.50	0.77	0.86	1.05	1.29
P/E (现价&最新摊薄)	47.32	30.48	27.31	22.39	18.18

股价走势



投资要点

- **定增终止，情绪改善。**5月16日监事会综合考虑市场环境及公司自身项目建设进度，经与各方充分沟通、审慎分析后，公司决定终止本次向特定对象发行股票事项。短期受定增带来摊薄影响的情绪压制因素有所解除。我们认为公司产能布局前瞻，持续产能改造效率提升反映了公司对未来预调酒和威士忌市场前景判断乐观。
- **新品丰年看点多，营销出众加持成功率。**2024年是公司主线产品的新品丰年，一是4月推出500ml大罐装清爽，主打性价比(8元/罐，500ml强爽京东售价11-12元)，铺市表现较为符合预期，在强爽放量后有望接力；二是Q4瓶装威士忌有望面世。从2017年开始公司陆续建设伏特加及威士忌工厂、烈酒(威士忌)陈酿熟成、麦芽威士忌陈酿熟成、巴克斯烈酒品牌文化体验中心、鸡尾酒产能等项目。2023年7月，岷州蒸馏厂于四川邛崃举办全新产品发布会，发布高品质白色烈酒首款伏特加品牌“岭冽”、首款金酒品牌“椒语”，在烈酒的产品和品牌上初步试水。公司瓶装威士忌定位和消费场景或区别于进口威士忌，以公司出众的营销能力将对成功率进行加持。
- **“358”矩阵品项组合积极扩大，产品渠道双轮驱动。**公司成长路径有明显的产品渠道双轮驱动特征。公司产品战略上积极扩大358品类矩阵品项组合，呈现明显的接力放量特点，通过持续口味出新、包装升级、季节限定等强化消费粘性，稳固品类成长。2024春节期间销售清爽占比有所提升，3月底焕新升级后，渠道单月增速表现仍佳，4月新品铺市继续助力；强爽高速放量告一段落，但终端覆盖仍在继续提升；渠道上先行产品不断扩张终端和下沉市场，接力新品跟进，渠道效能最大化。公司持续优化内外部组织，强化分级分类精细化管理要求，提升一线运作效率，确保相关基础工作有效落地，线下渠道提升终端陈列标准，加大品牌展示投入，积极探索创新模式，执行一系列的多场景线下推广活动，聚焦年轻人群聚集的渠道，精细化渠道下沉渗透效果显现。即饮渠道采取稳步推进的策略，根据市场反馈丰富即饮渠道产品线，逐步扩展消费场景。
- **预调酒市场潜力仍大，358度规模递增。**公司预调酒销售占比强爽最高，微醺次之，清爽最小，但日本经验是规模由低度(3度)向高度递增，且人均消费远高于中国，我们认为低度性价比产品规模持续成长可期，高度强爽和中度清爽规模持续提升可期。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到威士忌的产品销售推进，我们修改24-26年归母净利润9.0/11/14亿元(前值为9.3/13/16亿元)，当前对应PE为27/22/18X，基于情绪压制因素逐步解除，新品投放和渠道动作连贯熟练，强爽动销维持，清爽上量，358度产品矩阵销售稳固推进，威士忌业务蓄势待发或有催化，当前维持“买入”评级。
- **风险提示：**预调酒销售不及预期、威士忌释放不及预期、食安问题。

市场数据

收盘价(元)	23.50
一年最低/最高价	17.57/40.00
市净率(倍)	6.19
流通A股市值(百万元)	16,856.07
总市值(百万元)	24,667.74

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 年报及2024 年一季报点评: 预调酒稳健增长, 积极助动销去库存》

2024-05-05

《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
流动资产	3,048	3,910	4,886	6,167	营业总收入	3,264	3,804	4,534	5,427
货币资金及交易性金融资产	1,879	2,610	3,396	4,442	营业成本(含金融类)	1,087	1,275	1,494	1,767
经营性应收款项	253	247	293	350	税金及附加	177	213	245	288
存货	780	908	1,044	1,211	销售费用	708	879	1,036	1,208
合同资产	0	0	0	0	管理费用	193	240	296	378
其他流动资产	136	145	153	163	研发费用	106	126	145	168
非流动资产	4,063	4,276	4,529	4,820	财务费用	2	(19)	(26)	(34)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	36	38	50	65
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	营业利润	1,025	1,128	1,394	1,717
其他非流动资产	395	392	389	386	营业外净收支	3	1	1	1
资产总计	7,111	8,186	9,415	10,987	利润总额	1,028	1,129	1,394	1,718
流动负债	1,999	2,170	2,298	2,512	减:所得税	221	226	293	361
短期借款及一年内到期的非流动负债	897	897	897	897	净利润	807	903	1,102	1,357
经营性应付款项	499	594	655	775	减:少数股东损益	(3)	0	0	0
合同负债	110	115	119	124	归属母公司净利润	809	903	1,102	1,357
其他流动负债	492	565	627	717	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.77	0.86	1.05	1.29
非流动负债	1,069	1,069	1,069	1,069	EBIT	1,027	1,072	1,318	1,618
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,215	1,261	1,517	1,829
应付债券	1,020	1,020	1,020	1,020	毛利率(%)	66.70	66.47	67.05	67.43
租赁负债	13	13	13	13	归母净利率(%)	24.80	23.75	24.30	25.00
其他非流动负债	35	35	35	35	收入增长率(%)	25.85	16.54	19.20	19.69
负债合计	3,068	3,239	3,367	3,581	归母净利润增长率(%)	55.28	11.61	21.95	23.17
归属母公司股东权益	4,044	4,947	6,049	7,406					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,044	4,947	6,049	7,405					
负债和股东权益	7,111	8,186	9,415	10,987					

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	1,132	1,238	1,548	每股净资产(元)	3.69	4.55	5.60	6.89
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	13.34	14.02	14.76
现金净增加额	(669)	731	786	1,046	ROE-摊薄(%)	20.02	18.26	18.21	18.32
折旧和摊销	188	189	199	211	资产负债率(%)	43.14	39.57	35.76	32.60
资本开支	(1,104)	(401)	(451)	(501)	P/E(现价&最新股本摊薄)	30.48	27.31	22.39	18.18
营运资本变动	(515)	40	(62)	(19)	P/B(现价)	6.38	5.17	4.20	3.41

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>