



买入（维持）

所属行业：食品饮料/非白酒
当前价格(元)：22.10

证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002

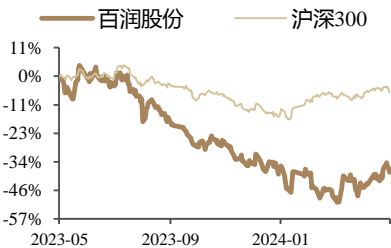
邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

研究助理

尤诗超

邮箱：yousc3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.73	18.31	0.23
相对涨幅(%)	7.46	16.72	-2.98

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《百润股份(002568.SZ)：营收稳固增长，费用投放短期影响盈利》，2024.5.4
- 《百润股份(002568.SZ)深度报告：春华秋实二十载，坡长雪厚再出发》，2024.2.10
- 《百润股份(002568.SZ)：业绩高增延续，龙头地位强化》，2023.10.29

百润股份(002568.SZ)：董事长解除留置，公司经营稳定向好

投资要点

- 事件 1:** 5月23日，公司收到汉中市南郑区监察委员会签发的《解除留置通知书》，汉中市南郑区监察委员会已解除对公司董事长、法定代表人、总经理刘晓东先生的留置措施。
- 事件 2:** 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，公司于5月16日召开监事会，决定终止向特定对象发行股票事项。
- 董事长解除留置，市场情绪有望回暖。** 此前，公司于2月27日披露了公司董事长、法定代表人、总经理刘晓东因涉嫌行贿而被立案调查并被留置，导致短期股价有所波动。公司表示，其内部治理结构及控制机制完善，在董事长被实施留置后已妥善安排相关事项，生产经营及管理均有序推进。目前董事长留置造成的股价压制因素有望解除，估值修复有望延续。
- 定增预案终止，产能扩张节奏稳健。** 2023年8月，公司曾发布定增预案，计划募资不超过20.25亿元，用于建设产能扩建项目及研发检测中心等。公司表示，目前各项生产经营活动均正常进行，终止定增不会对公司的正常生产经营活动与可持续发展造成重大不利影响，不存在损害公司及全体股东、特别是中小股东利益的情形。本次定增项目终止后，公司将有序调整相关建设项目节奏，后续会通过自有资金、小额融资及银行借款完成项目以确保资金的安全和稳健。
- 24Q1 营收稳固增长，积极布局威士忌业务挖掘新增量。** 受益产品结构优化升级，24Q1 公司营收 8.02 亿元，同比增长 5.51%，延续稳健增长态势。产品端强爽占据主力地位，微醺、清爽持续向上发力，358 矩阵品项组合释放增厚业绩，公司瞄准年轻消费群体定位专精特新，渠道下沉运营精细化利好消费延伸。公司计划 2024Q4 发布威士忌成品酒，其中将以麦芽威士忌、调和威士忌品牌孵化及产品开发为核心；预调鸡尾酒的系列未来预计会发布以威士忌为基酒的新产品。去年 7 月公司发布的两款白色烈酒产品“椒语”金酒以及“岭冽”伏特加主要体现岷州蒸馏厂高品质白色烈酒占位的品牌形象，未来公司将持续发力打造品牌优势、产品焕新升级和渠道有效渗透，威士忌业务有望成为第二成曲线持续拓展增量空间。
- 投资建议:** 目前国内经济环境平稳复苏，消费市场总体回暖向好，轻度酒饮消费增长趋势不改。预计 2024-2026 年分别实现营收 37.5/43.7/51.1 亿元，同比 +15.0%/+16.3%/+16.9%，实现归母净利润 9.6/11.0/13.3 亿元，同比 +18.5%/+14.6%/+20.9%，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 食品安全风险，行业竞争加剧，股市波动风险等

股票数据

总股本(百万股):	1,049.69
流通 A 股(百万股):	717.28
52 周内股价区间(元):	17.77-37.51
总市值(百万元):	23,198.17
总资产(百万元):	7,093.63
每股净资产(元):	3.96

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,593	3,264	3,753	4,366	5,105
(+/-)YOY(%)	-0.0%	25.9%	15.0%	16.3%	16.9%
净利润(百万元)	521	809	959	1,099	1,328
(+/-)YOY(%)	-21.7%	55.3%	18.5%	14.6%	20.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.50	0.78	0.91	1.05	1.27
毛利率(%)	63.8%	66.7%	67.7%	68.7%	69.7%
净资产收益率(%)	13.8%	20.0%	22.4%	22.5%	26.0%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.78	0.91	1.05	1.27
每股净资产	3.85	4.08	4.65	4.86
每股经营现金流	0.54	1.23	1.36	1.52
每股股利	0.00	0.50	0.67	1.05
价值评估(倍)				
P/E	31.55	24.19	21.11	17.47
P/B	6.39	5.42	4.76	4.54
P/S	7.11	6.18	5.31	4.54
EV/EBITDA	21.30	16.48	13.96	11.54
股息率%	0.0%	2.2%	3.0%	4.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	66.7%	67.7%	68.7%	69.7%
净利润率	24.8%	25.6%	25.2%	26.0%
净资产收益率	20.0%	22.4%	22.5%	26.0%
资产回报率	11.4%	11.4%	11.3%	12.5%
投资回报率	13.5%	13.8%	13.8%	15.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	25.9%	15.0%	16.3%	16.9%
EBIT 增长率	57.4%	20.2%	16.2%	21.7%
净利润增长率	55.3%	18.5%	14.6%	20.9%
偿债能力指标				
资产负债率	43.1%	47.5%	48.6%	51.0%
流动比率	1.5	1.1	1.2	1.2
速动比率	1.1	0.8	0.8	0.9
现金比率	0.9	0.7	0.7	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	24.1	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	261.9	280.0	300.0	330.0
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5
固定资产周转率	1.3	1.1	1.1	1.2

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	809	959	1,099	1,328
少数股东损益	-3	-2	-2	-3
非现金支出	191	231	271	310
非经营收益	79	19	81	105
营运资金变动	-515	82	-25	-141
经营活动现金流	562	1,289	1,423	1,599
资产	-1,104	-1,253	-626	-281
投资	0	-5	-5	-5
其他	1	16	-10	-10
投资活动现金流	-1,104	-1,242	-641	-296
债权募资	450	832	500	500
股权募资	0	-193	195	0
其他	-578	-585	-794	-1,218
融资活动现金流	-128	54	-100	-718
现金净流量	-669	100	683	585

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 24 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,264	3,753	4,366	5,105
营业成本	1,087	1,213	1,364	1,548
毛利率%	66.7%	67.7%	68.7%	69.7%
营业税金及附加	177	214	249	291
营业税金率%	5.4%	5.7%	5.7%	5.7%
营业费用	708	814	959	1,106
营业费用率%	21.7%	21.7%	22.0%	21.7%
管理费用	193	222	257	294
管理费用率%	5.9%	5.9%	5.9%	5.8%
研发费用	106	75	135	158
研发费用率%	3.3%	2.0%	3.1%	3.1%
EBIT	1,027	1,234	1,433	1,744
财务费用	2	13	34	53
财务费用率%	0.1%	0.3%	0.8%	1.0%
资产减值损失	0	-9	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	1,025	1,216	1,394	1,685
营业外收支	3	3	3	3
利润总额	1,028	1,219	1,397	1,688
EBITDA	1,215	1,455	1,704	2,054
所得税	221	262	300	363
有效所得税率%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%
少数股东损益	-3	-2	-2	-3
归属母公司所有者净利润	809	959	1,099	1,328

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,879	1,979	2,663	3,247
应收账款及应收票据	216	165	191	224
存货	780	931	1,121	1,400
其它流动资产	174	238	261	288
流动资产合计	3,048	3,312	4,237	5,159
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,564	3,352	3,917	4,215
在建工程	579	830	636	325
无形资产	493	480	467	454
非流动资产合计	4,063	5,115	5,498	5,498
资产总计	7,111	8,428	9,735	10,656
短期借款	891	1,691	2,191	2,691
应付票据及应付账款	499	499	561	636
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	609	702	871	999
流动负债合计	1,999	2,892	3,623	4,326
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	1,069	1,108	1,108	1,108
非流动负债合计	1,069	1,108	1,108	1,108
负债总计	3,068	4,000	4,731	5,434
实收资本	1,050	1,050	1,050	1,050
普通股股东权益	4,044	4,283	4,876	5,104
少数股东权益	-0	-3	-5	-8
负债和所有者权益合计	7,111	8,281	9,603	10,531

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。