

百润股份 (002568.SZ)

第二季度收入承压，盈利能力环比改善

优于大市

核心观点

2024年上半年收入同比-1.38%，第二季度收入同比-7.25%。2024年上半年公司实现营业总收入16.28亿元，同比-1.38%；实现归母净利润4.02亿元，同比-8.36%；实现扣非归母净利润3.92亿元，同比-9.20%。2024年第二季度公司实现营业总收入8.26亿元，同比-7.25%；实现归母净利润2.33亿元，同比-7.28%；实现扣非归母净利润2.30亿元，同比-5.70%。

第二季度收入增速转负，应收账款环比增加。2024年上半年公司预调鸡尾酒/香精香料/其他业务实现收入14.31/1.76/0.21亿元，同比-1.4%/+7.5%/-40.3%。拆分量价看，上半年预调鸡尾酒销量同比-8.7%，主要系消费需求依然疲弱、核心单品强爽面临高基数压力，预调鸡尾酒均价同比+8.0%，预计与产品结构优化、商业折扣减少有关。第二季度收入承压主要系预调鸡尾酒业务收入增速转负所致。从资产负债表来看，第二季度末公司应收账款环比增加约1.2亿元，表明公司对经销商的信用支持增多。

上半年费用增长较多抵消毛利率提升的积极影响，第二季度盈利能力环比改善。2024年上半年公司毛利率70.1%，同比+4.2pct，主要系预调鸡尾酒产品结构优化、商业折扣减少带动均价提升，而单箱生产成本下行。费用方面，上半年销售费用率24.4%，同比+4.3pct，主要系第一季度有广告促销费用的大幅投入，第二季度费用投放力度明显收缩。上半年管理费用率6.2%，同比+1.4pct，主因职工薪酬及折旧费用增加，或与公司烈酒业务团队人员扩充有关。费用率提升抵消毛利率提升的积极影响，2024年上半年公司归母净利率同比-1.9pct至24.7%。第二季度销售费用率环比-9.9pct，帮助第二季度归母净利率环比改善7.1pct。

预调鸡尾酒业务完善产品矩阵，烈酒业务有望成为新增长极。预调鸡尾酒业务方面，公司补充新品完善产品矩阵，以覆盖更多消费人群并适配不同消费场景。2024年4月公司推出500ml罐装清爽产品，第二季度加大清爽的铺货。清爽新品性价比更高，针对的消费群体范围也有所拓宽。核心单品强爽此前乘势加强消费者培育，目前已形成核心客户群体，下半年销量基数压力减弱，增速或有所提振。此外，公司正积极布局烈酒业务，烈酒基地升级项目按计划正常推进，烈酒业务销售团队也正在搭建中。威士忌新品预计将于2024年第四季度推出，未来烈酒业务有望成为公司新的增长极。

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。

盈利预测与投资建议：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2024-2026年公司实现营业总收入33.1/35.9/39.0亿元（前预测值36.6/41.2/46.6亿元）；实现归母净利润8.2/9.0/10.1亿元（前预测值8.7/10.3/12.1亿元）；EPS分别为0.78/0.86/0.96元；当前股价对应PE分别为23/20/18倍。下半年收入增速有望环比改善，且公司在预调酒细分赛道的龙头优势突出，中长期亦有较大成长空间，维持“优于大市”评级。

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	3,309	3,592	3,903
(+/-%)	-0.0%	25.9%	1.4%	8.6%	8.7%
归母净利润(百万元)	521	809	818	904	1007
(+/-%)	-21.7%	55.3%	1.0%	10.6%	11.3%
每股收益(元)	0.50	0.77	0.78	0.86	0.96
EBIT Margin	23.4%	30.4%	30.5%	31.3%	32.1%
净资产收益率 (ROE)	13.8%	20.0%	18.9%	19.0%	19.3%
市盈率 (PE)	35.5	22.8	22.6	20.4	18.4
EV/EBITDA	27.8	18.4	16.5	14.6	13.1
市净率 (PB)	4.91	4.57	4.26	3.89	3.54

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

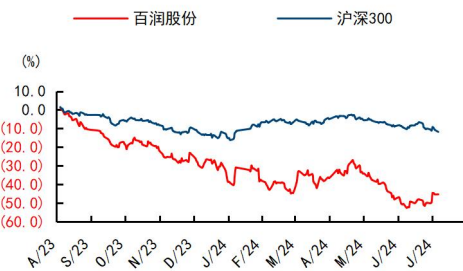
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	17.60元
总市值/流通市值	18469/12624百万元
52周最高价/最低价	36.66/15.00元
近3个月日均成交额	211.47百万元

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)-2024年第一季度收入恢复正增长，费用增投致使盈利承压》——2024-04-28

《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

百润股份公布 2024 年半年度业绩，2024 年上半年公司实现营业总收入 16.28 亿元，同比-1.38%；实现归母净利润 4.02 亿元，同比-8.36%；实现扣非归母净利润 3.92 亿元，同比-9.20%。2024 年第二季度公司实现营业总收入 8.26 亿元，同比-7.25%；实现归母净利润 2.33 亿元，同比-7.28%；实现扣非归母净利润 2.30 亿元，同比-5.70%。

第二季度收入增速转负，应收账款环比增加。分业务看，2024 年上半年公司预调鸡尾酒/香精香料/其他业务实现收入 14.31/1.76/0.21 亿元，同比-1.4%/+7.5%/-40.3%。拆分量价看，上半年预调鸡尾酒销量同比-8.7%，主要系消费需求依然疲弱、核心单品强爽面临高基数压力，预调鸡尾酒均价同比+8.0%，预计与产品结构优化、商业折扣减少有关。上半年香精香料销量同比+5.5%，均价同比+1.9%，主要受益于 B 端客户持续拓展。分渠道看，上半年线下渠道/数字零售渠道/即饮渠道分别实现营业收入 14.30/1.56/0.21 亿，同比+7.0%/-35.7%/-42.7%，数字零售渠道收入下滑较多与公司控制线上价盘有关，即饮渠道则受到餐饮行业景气度较低的拖累。分季度看，第一季度/第二季度营业收入分别同比+5.5%/-7.3%，第二季度收入承压主要系预调鸡尾酒业务收入增速转负所致。从资产负债表来看，2024 年第二季度末公司应收账款环比增加约 1.2 亿元，表明公司对经销商的信用支持增多。

上半年费用增长较多抵消毛利率提升的积极影响，第二季度盈利能力环比改善。2024 年上半年公司毛利率 70.1%，同比+4.2pct，如前所述，预调鸡尾酒产品结构优化、商业折扣减少带动均价提升，而单箱生产成本下行，导致毛利空间放大。费用方面，上半年销售费用率 24.4%，同比+4.3pct，其中第一季度/第二季度销售费用率分别同比+8.8pct/-0.1pct，主要系第一季度有广告促销费用的大幅投入，第二季度费用投放力度明显收缩。上半年管理费用率 6.2%，同比+1.4pct，主因职工薪酬及折旧费用增加，或与公司烈酒业务团队人员扩充有关。费用率提升抵消毛利率提升的积极影响，2024 年上半年公司归母净利率同比-1.9pct 至 24.7%。第二季度销售费用率环比-9.9pct，帮助第二季度归母净利率环比改善 7.1pct。

预调鸡尾酒业务完善产品矩阵，烈酒业务有望成为新增长极。预调鸡尾酒业务方面，公司补充新品完善产品矩阵，以覆盖更多消费人群并适配不同消费场景。2024 年 4 月公司推出 500ml 罐装清爽产品，第二季度加大清爽的铺货。清爽新品性价比更高，针对的消费群体范围也有所拓宽。核心单品强爽此前乘势加强消费者培育，目前已形成核心客户群体，下半年销量基数压力减弱，增速或有所提振。此外，公司正积极布局烈酒业务，烈酒基地升级项目按计划正常推进，为保证高品质烈酒的高效供应打下坚实基础，烈酒业务销售团队也正在搭建中。峡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。威士忌新品预计将于 2024 年第四季度推出，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：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 2024-2026 年公司实现营业总收入 33.1/35.9/39.0 亿元（前预测值 36.6/41.2/46.6 亿元），同比+1.4%/+8.6%/+8.7%；实现归母净利润 8.2/9.0/10.1 亿元（前预测值 8.7/10.3/12.1 亿元），同比+1.0%/+10.6%/+11.3%；EPS 分别为 0.78/0.86/0.96 元；当前股价对应 PE 分别为 23/20/18 倍。下半年收入增速有望环比改善，且公司在预调酒细分赛道的龙头优势突出，中长期亦有较大成长空间，维持“优于大市”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	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,655	4,124	4,663	3,309	3,592	3,903	-346	-532	-760
收入同比增速%	12.0%	12.8%	13.1%	1.4%	8.6%	8.7%	-10.6%	-4.3%	-4.4%
毛利率%	68.3%	68.8%	69.1%	69.7%	69.7%	69.9%	1.4%	0.9%	0.7%
销售费用率%	23.7%	23.0%	22.5%	23.9%	23.3%	22.9%	0.2%	0.3%	0.4%
归母净利率%	23.8%	25.0%	26.0%	24.7%	25.2%	25.8%	0.9%	0.2%	-0.2%
归母净利润（百万元）	869	1,030	1,212	818	904	1,007	-52	-126	-206
归母净利润同比增速%	7.4%	18.5%	17.7%	1.0%	10.6%	11.3%	-6.4%	-7.9%	-6.4%
EPS（元）	0.83	0.98	1.15	0.78	0.86	0.96	-0.05	-0.12	-0.20

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8月5日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
002568.SZ	百润股份	23.9	17.60	0.78	0.86	22.6	20.4	185	优于大市
0291.HK	华润啤酒	14.0	22.54	1.88	2.18	12.0	10.3	731	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	20.6	66.50	3.73	4.36	17.8	15.2	907	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	21.1	60.98	3.02	3.28	20.2	18.6	295	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	39.5	9.57	0.32	0.41	29.9	23.4	270	优于大市

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



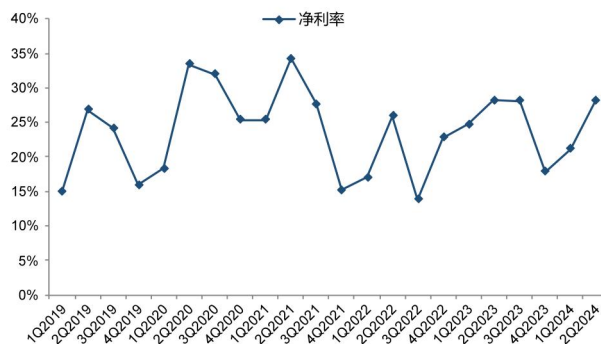
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2532	1879	1758	1667	1852	营业收入	2593	3264	3309	3592	3903
应收款项	161	248	236	246	267	营业成本	939	1087	1001	1090	1176
存货净额	535	780	686	717	741	营业税金及附加	162	177	179	194	211
其他流动资产	53	142	132	140	152	销售费用	626	708	791	837	894
流动资产合计	3282	3048	2812	2770	3013	管理费用	173	193	229	238	250
固定资产	2500	3143	3740	4291	4587	研发费用	86	106	99	108	117
无形资产及其他	404	493	486	480	474	财务费用	1	2	33	38	37
投资性房地产	272	427	433	467	503	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	7471	8008	8578	其他收入	(41)	(69)	(43)	(52)	(61)
短期借款及交易性金融负债	451	897	997	1017	1017	营业利润	651	1025	1032	1142	1272
应付款项	487	499	480	538	596	营业外净收支	0	3	6	6	6
其他流动负债	746	603	601	645	691	利润总额	651	1028	1038	1148	1278
流动负债合计	1685	1999	2079	2199	2304	所得税费用	130	221	223	247	275
长期借款及应付债券	984	1020	1020	1020	1020	少数股东损益	(0)	(3)	(3)	(3)	(3)
其他长期负债	22	48	40	43	46	归属于母公司净利润	521	809	818	904	1007
非流动负债合计	1007	1069	1061	1063	1067	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	2692	3068	3139	3263	3371	净利润	521	809	818	904	1007
少数股东权益	2	(0)	(3)	(6)	(10)	资产减值准备	(1)	2	16	3	2
股东权益	3764	4044	4335	4751	5216	折旧摊销	155	179	302	361	416
负债和股东权益总计	6458	7111	7471	8008	8578	公允价值变动损失	0	3	1	1	1
						财务费用	1	2	33	38	37
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	68	(679)	103	58	53
每股收益	0.50	0.77	0.78	0.86	0.96	其它	161	247	140	152	153
每股红利	0.37	0.52	0.51	0.56	0.62	经营活动现金流	903	562	1379	1479	1632
每股净资产	3.58	3.85	4.13	4.53	4.97	资本开支	(624)	(1111)	(910)	(910)	(710)
ROIC	9.89%	14.12%	14%	16%	17%	其它投资现金流	(11)	7	(151)	(151)	(151)
ROE	13.85%	20.02%	19%	19%	19%	投资活动现金流	(635)	(1104)	(1061)	(1061)	(861)
毛利率	64%	67%	70%	70%	70%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	30%	31%	31%	32%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	36%	40%	41%	43%	支付股利、利息	(384)	(547)	(540)	(530)	(586)
收入增长	-0%	26%	1%	9%	9%	其它融资现金流	308	419	100	20	0
净利润增长率	-22%	55%	1%	11%	11%	融资活动现金流	(75)	(128)	(440)	(510)	(586)
资产负债率	42%	43%	42%	41%	39%	现金净变动	197	(653)	(121)	(91)	185
股息率	2.1%	3.0%	2.9%	3.2%	3.5%	货币资金的期初余额	2335	2532	1879	1758	1667
P/E	35.5	22.8	22.6	20.4	18.4	货币资金的期末余额	2532	1879	1758	1667	1852
P/B	4.9	4.6	4.3	3.9	3.5	企业自由现金流	84	(832)	287	392	744
EV/EBITDA	27.8	18.4	16.5	14.6	13.1	权益自由现金流	701	61	362	382	714

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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提及的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