

公司研究

Q3 增投费用致利润承压，关注 Q4 威士忌新品

——百润股份（002568.SZ）2024 年三季报点评

要点

事件：百润股份发布 2024 年三季报报告，24 年前三季度实现营业收入 23.9 亿元，同比-2.9%；归母净利润 5.7 亿元，同比-13.7%；扣非归母净利润 5.6 亿元，同比-13.6%。其中，24Q3 实现营业收入 7.6 亿元，同比-6%；归母净利润 1.7 亿元，同比-24%；扣非归母净利润 1.7 亿元，同比-22.2%。

增投费用致净利率承压。

1) 24 年前三季度/24Q3 公司毛利率分别为 70.11%/70.18%，同比 +3.25/+1.33pcts，毛利率同比改善，我们认为主要系强爽进行小幅提价，以及减少商业折扣。2) 24 年前三季度/24Q3 公司销售费用率分别为 24.09%/23.46%，同比 +3.94/+3.14pcts，主要系广告宣传力度加大：500ml 大罐清爽上市后公司加大梯媒投放和黄金地铁站超大视觉打造；以及强爽在奥运赛事期间推出抽金牌等活动。3) 24 年前三季度/24Q3 管理费用率分别为 6.16%/6.16%，同比 +1.04/+0.28pcts。4) 综合来看，24 年前三季度/24Q3 公司销售净利率达到 23.95%/22.67%，同比-3.06/-5.3pcts。

Q4 威士忌新品蓄势待发，烈酒业务探索新增长极。

烈酒产品方面，公司威士忌成品酒预计 2024 年第四季度发布，烈酒品牌文化体验中心预计于 2024 年底建成对外开放，建议关注威士忌新品上市后的市场表现。公司已推出金酒品牌“椒语”以及伏特加品牌“岭冽”，占位高品质白色烈酒，随着后续产品矩阵的不断丰富，有望为公司业绩带来新的增量。品牌宣传方面，公司通过多种形式的威士忌爱好者活动以及高频亮相专业威士忌展会等，持续提升嵯州品牌知名度及影响力。此外，公司以威士忌为基酒的预调鸡尾酒产品已有储备，待公司陈酿威士忌可用后，将扩大以威士忌为基酒的产品线，两者协同效应有望逐步显现。

盈利预测、估值与评级：考虑到当前预调酒消费需求较疲软，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润预测分别至 7.97/9.32/10.69 亿元（分别下调 4%/4%/3%），折合 2024-2026 年 EPS 为 0.76/0.89/1.02 元，对应 PE 分别为 29x/25x/21x。中长期看，预调鸡尾酒行业景气度仍在，随着消费力的逐步修复，行业有望恢复较快增长态势，公司作为龙头有望受益于行业景气度回升，维持“增持”评级。

风险提示：行业边际竞争激烈程度高于预期；原材料成本上涨高于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,593	3,264	3,301	3,676	4,061
营业收入增长率	-0.04%	25.85%	1.13%	11.36%	10.49%
净利润（百万元）	521	809	797	932	1,069
净利润增长率	-21.74%	55.28%	-1.54%	16.90%	14.74%
EPS（元）	0.50	0.77	0.76	0.89	1.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.85%	20.02%	16.46%	16.14%	15.62%
P/E	44	28	29	25	21
P/B	6.1	5.7	4.7	4.0	3.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-30

增持（维持）

当前价：21.90 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

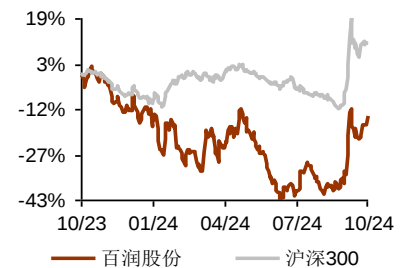
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.49
总市值(亿元):	229.81
一年最低/最高(元):	15.00/27.89
近 3 月换手率:	65.35%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.79	19.67	-26.32
绝对	-4.99	35.10	-17.79

资料来源：Wind

相关研报

需求疲软致业绩承压，关注 Q4 威士忌新品——百润股份（002568.SZ）2024 年半年报点评（2024-07-31）

需求转弱，23Q4 以来业绩承压——百润股份（002568.SZ）2023 年年报及 2024 年一季报点评（2024-04-26）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,593	3,264	3,301	3,676	4,061
营业成本	939	1,087	1,015	1,111	1,207
折旧和摊销	155	179	194	211	228
税金及附加	162	177	179	199	220
销售费用	626	708	792	864	934
管理费用	173	193	224	232	248
研发费用	86	106	107	120	132
财务费用	1	2	2	1	-1
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	651	1,025	1,011	1,183	1,358
利润总额	651	1,028	1,015	1,187	1,362
所得税	130	221	218	255	293
净利润	521	807	797	932	1,069
少数股东损益	0	-3	0	0	0
归属母公司净利润	521	809	797	932	1,069
EPS(元)	0.50	0.77	0.76	0.89	1.02

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	903	562	1,019	1,015	1,279
净利润	521	809	797	932	1,069
折旧摊销	155	179	194	211	228
净营运资金增加	-101	921	-3	519	249
其他	329	-1,347	31	-648	-267
投资活动产生现金流	-635	-1,104	-342	-320	-320
净资本支出	-624	-1,104	-320	-320	-320
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-11	1	-22	0	0
融资活动现金流	-75	-128	-740	-142	11
股本变化	300	0	0	0	0
债务净变化	483	482	-740	-151	0
无息负债变化	360	-106	-40	-18	94
净现金流	196	-669	-64	553	970

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	63.8%	66.7%	69.3%	69.8%	70.3%
EBITDA 率	31.2%	37.1%	36.6%	38.0%	39.1%
EBIT 率	25.2%	31.5%	30.7%	32.2%	33.4%
税前净利润率	25.1%	31.5%	30.8%	32.3%	33.5%
归母净利润率	20.1%	24.8%	24.1%	25.3%	26.3%
ROA	8.1%	11.3%	11.2%	11.8%	11.8%
ROE (摊薄)	13.8%	20.0%	16.5%	16.1%	15.6%
经营性 ROIC	12.8%	13.8%	13.3%	14.1%	15.4%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	42%	43%	32%	27%	24%
流动比率	1.95	1.53	2.38	3.41	4.10
速动比率	1.63	1.13	1.79	2.65	3.34
归母权益/有息债务	2.62	2.11	4.11	5.62	6.67
有形资产/有息债务	4.10	3.37	5.50	7.05	8.17

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	6,458	7,111	7,129	7,891	9,054
货币资金	2,532	1,879	1,815	2,368	3,339
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	127	216	218	243	268
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	34	33	33	37	41
存货	535	780	728	797	866
其他流动资产	10	104	104	104	104
流动资产合计	3,282	3,048	2,934	3,587	4,659
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,172	2,564	2,698	2,825	2,921
在建工程	328	579	502	444	400
无形资产	404	493	503	512	522
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	67	236	245	245	245
非流动资产合计	3,177	4,063	4,195	4,304	4,395
总负债	2,692	3,068	2,288	2,119	2,213
短期借款	444	891	151	0	0
应付账款	487	499	466	510	554
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	177	186	186	191	197
流动负债合计	1,685	1,999	1,231	1,052	1,135
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	984	1,020	1,020	1,020	1,020
其他非流动负债	17	35	36	47	58
非流动负债合计	1,007	1,069	1,057	1,067	1,078
股东权益	3,766	4,044	4,841	5,772	6,841
股本	1,050	1,050	1,049	1,049	1,049
公积金	1,999	2,096	2,176	2,269	2,269
未分配利润	806	997	1,714	2,553	3,622
归属母公司权益	3,764	4,044	4,841	5,773	6,842
少数股东权益	2	0	0	0	0

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	24.13%	21.69%	24.00%	23.50%	23.00%
管理费用率	6.66%	5.92%	6.80%	6.30%	6.10%
财务费用率	0.04%	0.08%	0.06%	0.02%	-0.02%
研发费用率	3.32%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%
所得税率	20%	22%	22%	22%	22%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.86	0.54	0.97	0.97	1.22
每股净资产	3.58	3.85	4.61	5.50	6.52
每股销售收入	2.47	3.11	3.15	3.50	3.87

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	44	28	29	25	21
PB	6.1	5.7	4.7	4.0	3.4
EV/EBITDA	28.9	20.5	20.0	17.1	14.5
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP