

## 收入环比改善，新品上市蓄力

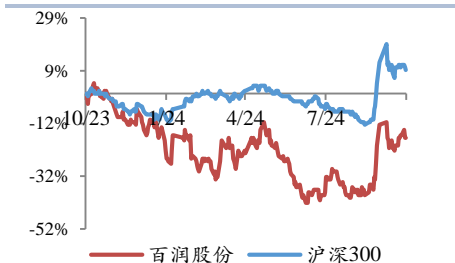
——百润股份 24Q3 点评

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-31

收盘价 (元)	21.90
近 12 个月最高/最低 (元)	27.89/15.00
总股本 (百万股)	1,049
流通股本 (百万股)	716
流通股比例 (%)	68.27
总市值 (亿元)	230
流通市值 (亿元)	157

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001  
邮箱：dengxin@hazq.com

### 分析师：罗越文

执业证书号：S0010524020001  
邮箱：luoyuewen@hazq.com

### 相关报告

- 中国威士忌“开元者”——百润股份投资探讨(002568.SZ) 2024-09-25
- 百润股份 24Q2 点评：高基数有望平稳度过 2024-07-31
- 【华安食品&家电】百润股份：预调酒称王，再战威士忌 2024-01-09

### 主要观点：

#### ● 公司发布 24 年三季报：

- Q3：营收 7.6 亿元 (-6.0%)，归母净利润 1.7 亿元 (-24.0%)，扣非归母净利润 1.7 亿元 (-22.2%)；
- Q1-3：营收 23.9 亿元 (-2.9%)，归母净利润 5.7 亿元 (-13.7%)，扣非归母净利润 5.6 亿元 (-13.6%)；
- 收入符合预期，利润受费用投入影响。

#### ● 收入分析：降幅环比收窄

- 分品类：Q3 预调酒/香精香料收入同比-6.6%/ -0.8%，预调酒主业环比降幅收窄 (Q1/Q2 +5.7%/ -7.6%)。
- 分产品：清爽由于高基数而下滑，但从尝鲜需求转为稳定客群；清爽预计延续高增，500ml 大包装依托高性价比下沉；微醺在货折减少下通过口味迭代维持正增长。

#### ● 利润分析：广告投入加大冲抵毛利率提升

- Q3 毛利率同比+1.3pct 至 70.2%，源于货折减少及原材料下行；销售/管理/研发/财务费率同比+3.1pct/ +0.3pct/ -0.2pct/ +0.9pct，销售费率提升由于对重点单品加大推广，同时所得税率同比+5.7pct 至 28.5%，致归母净利率同比-5.4pct 至 22.7%。

#### ● 投资建议：维持“买入”评级

#### ➤ 我们的观点：

Q3 合同负债环比持平、回款同比转正，同时销售、研发团队调整，为 25 年恢复增长留有余地，预计 Q4 低基数下环比继续改善，明年货折力度加大，清爽望顺利承接清爽。同时关注公司 11 月中下旬威士忌新品上市后表现。

盈利预测：我们预计 2024-26 年公司实现营业收入 31.8/ 35.9/ 40.3 亿元（原预测 31.4/ 37.3/ 43.4 亿元），同比-2.5%/ +13.0%/ +12.1%；实现归母净利润 7.6/ 8.8/ 10.0 亿元（原预测 8.0/ 9.5/ 11.3 亿元），同比-5.7%/ +15.4%/ +13.8%；当前股价对应 PE 分别为 30/26/23 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示:

需求不及预期, 新品拓展不及预期, 市场竞争加剧, 原材料成本超预期上涨。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3264	3181	3594	4028
收入同比 (%)	25.9%	-2.5%	13.0%	12.1%
归属母公司净利润	809	763	881	1003
净利润同比 (%)	55.3%	-5.7%	15.4%	13.8%
毛利率 (%)	66.7%	71.2%	71.3%	71.4%
ROE (%)	20.0%	17.7%	19.1%	20.1%
每股收益 (元)	0.78	0.73	0.84	0.96
P/E	31.55	30.11	26.08	22.92
P/B	6.39	5.33	4.97	4.62
EV/EBITDA	21.30	18.18	16.00	14.24

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 10 月 30 日

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3048	3177	3166	3224	<b>营业收入</b>	3264	3181	3594	4028
现金	1879	2051	1836	1685	营业成本	1087	917	1031	1150
应收账款	216	210	237	266	营业税金及附加	177	175	198	222
其他应收款	33	32	36	40	销售费用	708	802	891	991
预付账款	38	28	26	23	管理费用	193	216	237	258
存货	780	658	740	825	财务费用	2	38	43	50
其他流动资产	104	198	291	385	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	4063	4565	4960	5322	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	2564	3000	3349	3614	<b>营业利润</b>	1025	966	1116	1270
无形资产	493	583	673	763	营业外收入	4	4	4	4
其他非流动资产	1007	983	939	945	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	7111	7742	8127	8546	<b>利润总额</b>	1028	969	1119	1273
<b>流动负债</b>	1999	2304	2343	2372	所得税	221	208	241	274
短期借款	891	1338	1338	1338	<b>净利润</b>	807	761	878	999
应付账款	499	369	358	335	少数股东损益	-3	-3	-3	-3
其他流动负债	609	597	647	699	<b>归属母公司净利润</b>	809	763	881	1003
<b>非流动负债</b>	1069	1132	1168	1204	EBITDA	1215	1285	1476	1671
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.78	0.73	0.84	0.96
其他非流动负债	1069	1132	1168	1204					
<b>负债合计</b>	3068	3436	3511	3576					
少数股东权益	0	-3	-6	-9					
股本	1050	1049	1049	1049					
资本公积	1744	1738	1738	1738					
留存收益	1250	1522	1835	2192					
归属母公司股东权益	4044	4309	4622	4979					
<b>负债和股东权益</b>	7111	7742	8127	8546					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	562	992	1117	1261	<b>成长能力</b>				
净利润	807	761	878	999	营业收入	25.9%	-2.5%	13.0%	12.1%
折旧摊销	188	278	315	349	营业利润	57.4%	-5.7%	15.5%	13.8%
财务费用	49	85	94	96	归属于母公司净利	55.3%	-5.7%	15.4%	13.8%
投资损失	0	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-515	-115	-167	-180	毛利率 (%)	66.7%	71.2%	71.3%	71.4%
其他经营现金流	1355	858	1042	1176	净利率 (%)	24.8%	24.0%	24.5%	24.9%
<b>投资活动现金流</b>	-1104	-763	-707	-707	ROE (%)	20.0%	17.7%	19.1%	20.1%
资本支出	-1104	-858	-707	-707	ROIC (%)	13.5%	11.7%	12.9%	13.9%
长期投资	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	1	95	0	0	资产负债率 (%)	43.1%	44.4%	43.2%	41.8%
<b>筹资活动现金流</b>	-128	-56	-625	-705	净负债比率 (%)	75.9%	79.8%	76.0%	72.0%
短期借款	447	447	0	0	流动比率	1.53	1.38	1.35	1.36
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.06	1.00	0.90	0.84
普通股增加	0	-1	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	-1	-6	0	0	总资产周转率	0.48	0.43	0.45	0.48
其他筹资现金流	-573	-496	-625	-705	应收账款周转率	19.06	14.95	16.07	16.00
<b>现金净增加额</b>	-669	172	-215	-151	应付账款周转率	2.20	2.11	2.83	3.32

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**分析师：**罗越文，食品饮料资深分析师。北京大学金融硕士，6年食品饮料、餐饮研究经验，曾任职于兴业证券、拾贝投资，新财富团队成员，擅长从买方视角深度挖掘投资机会。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 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。