

# 百润股份 (002568.SZ)

## 第三季度收入同比下滑 6%，需求延续承压

优于大市

### 核心观点

百润股份公布 2024 年三季度报告，2024 年前三季度实现营业总收入 23.86 亿元，同比-2.88%；实现归母净利润 5.74 亿元，同比-13.67%；实现扣非归母净利润 5.61 亿元，同比-13.57%。第三季度实现营业总收入 7.58 亿元，同比-5.95%；实现归母净利润 1.72 亿元，同比-24.01%；实现扣非归母净利润 1.70 亿元，同比-22.21%。

**第三季度预调酒业务收入同比下降，但降幅环比收窄。**第三季度预调酒业务收入同比-6.6%，主因市场需求疲弱，但第三季度收入降幅环比第二季度收窄（第二季度收入同比-7.6%）。分产品看，我们预计第三季度强爽延续同比下滑，清爽增速领先，主要系第二季度公司加大了性价比更高的大罐装清爽的推广力度。第三季度销售收现同比+4.9%，经营性现金流同比+97.5%，现金流状况环比改善。

**销售费用增投、利息收入减少，第三季度盈利能力弱化。**第三季度毛利率同比+1.3pct，预计主要系原材料价格下行、产品结构变化及商业折扣减少所致。第三季度销售费用率同比+3.1pct，主要系公司针对重点单品加大市场推广及品牌宣传费用投入；财务费用率同比+0.9pct，主因利息收入同比减少，系资金结构变化所致。此外第三季度公司所得税率同比+5.7pct，主要与汇算归属期有关。第三季度归母净利率同比-5.4pct 至 22.7%，盈利能力有所弱化。

**预调酒业务完善产品矩阵，烈酒业务有望成为新增长极。**预调酒业务方面，公司搭建起“3-5-8 度”产品体系，持续进行产品创新迭代，并加强品牌建设与消费者互动，目前清爽增长势能良好，2025 年公司新推出更加契合当前消费偏好的高性价比产品。预调酒产品可选消费属性较强，后续随需求企稳复苏，预调酒业务收入有望逐步改善。此外，公司正积极布局烈酒业务打造新增长极，公司技术、产品及产能储备充分，目前销售团队正在搭建中，11 月公司将召开威士忌新品发布会，招商工作也将陆续展开，烈酒业务有望在 2025 年为公司带来收入增量。

**盈利预测与投资建议：**考虑到今年预调酒需求承压，明年起公司将推出新产品、培育新业务，预计费用投入增多，故下调盈利预测：预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 31.9/35.8/39.4 亿元（前预测值 33.1/35.9/39.0 亿元），同比-2.2%/+12.1%/+10.0%；实现归母净利润 7.7/8.6/9.6 亿元（前预测值 8.2/9.0/10.1 亿元），同比-4.5%/+11.7%/+11.4%；EPS 分别为 0.74/0.82/0.92 元。当前股价对应 PE 分别为 29/26/23 倍，考虑到公司在预调酒赛道的龙头优势突出，2025 年开始烈酒业务将增强公司长期发展动能，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。

### 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

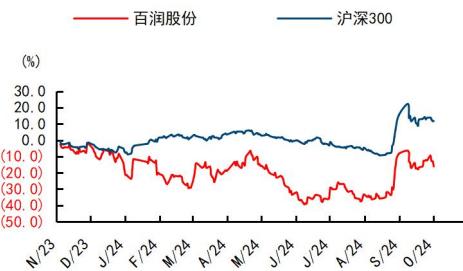
S0980523090001

S0980523090003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	21.10 元
总市值/流通市值	22142/15116 百万元
52 周最高价/最低价	27.89/15.00 元
近 3 个月日均成交额	230.26 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) - 第二季度收入承压，盈利能力环比改善》——2024-08-07

《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

### 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	3,192	3,578	3,937
(+/-%)	-0.0%	25.9%	-2.2%	12.1%	10.0%
归母净利润(百万元)	521	809	773	864	963
(+/-%)	-21.7%	55.3%	-4.5%	11.7%	11.4%
每股收益(元)	0.50	0.77	0.74	0.82	0.92
EBIT Margin	23.4%	30.4%	29.4%	29.6%	30.0%
净资产收益率 (ROE)	13.8%	20.0%	18.0%	18.3%	18.7%
市盈率 (PE)	42.5	27.4	28.6	25.6	23.0
EV/EBITDA	32.6	21.5	20.4	17.9	16.0
市净率 (PB)	5.89	5.48	5.16	4.71	4.29

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

**百润股份公布 2024 年三季度报告**，2024 年前三季度实现营业总收入 23.86 亿元，同比-2.88%；实现归母净利润 5.74 亿元，同比-13.67%；实现扣非归母净利润 5.61 亿元，同比-13.57%。第三季度实现营业总收入 7.58 亿元，同比-5.95%；实现归母净利润 1.72 亿元，同比-24.01%；实现扣非归母净利润 1.70 亿元，同比-22.21%。

**第三季度预调酒业务收入同比下降，但降幅环比收窄。**第三季度预调酒业务收入同比-6.6%，主因市场需求疲弱，但第三季度收入降幅环比第二季度收窄（第二季度收入同比-7.6%）。分产品看，我们预计第三季度清爽延续同比下滑，清爽增速领先，主要系第二季度公司加大了性价比更高的大罐装清爽的推广力度。第三季度销售收现同比+4.9%，经营性现金流同比+97.5%，现金流状况环比改善。

**销售费用增投、利息收入减少，第三季度盈利能力弱化。**第三季度毛利率同比+1.3pct，预计主要系原材料价格下行、产品结构变化及商业折扣减少所致。第三季度销售费用率同比+3.1pct，主要系公司针对重点单品加大市场推广及品牌宣传费用投入；财务费用率同比+0.9pct，主因利息收入同比减少，系资金结构变化所致。此外第三季度公司所得税率同比+5.7pct 至 28.5%，导致所得税额占收入的比例同比+0.8pct，这与汇算归属期有关。第三季度归母净利率同比-5.4pct 至 22.7%，盈利能力有所弱化。

**预调酒业务完善产品矩阵，烈酒业务有望成为新增长极。**预调酒业务方面，公司搭建起“3-5-8 度”产品体系，持续进行产品创新迭代，并加强品牌建设 with 消费者互动，目前清爽增长势能良好，2025 年公司将新推出更加契合当前消费偏好的高性价比产品。预调酒产品可选消费属性较强，后续随需求企稳复苏，预调酒业务收入有望逐步改善。此外，公司正积极布局烈酒业务打造新增长极，公司技术、产品及产能储备充分，目前销售团队正在搭建中，11 月公司将召开威士忌新品发布会，招商工作也将陆续展开，烈酒业务有望在 2025 年为公司带来收入增量。

**盈利预测与投资建议：**考虑到今年预调酒需求承压，明年起公司将推出新产品、培育新业务，预计费用投入增多，故下调盈利预测：预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 31.9/35.8/39.4 亿元（前预测值 33.1/35.9/39.0 亿元），同比-2.2%/+12.1%/+10.0%；实现归母净利润 7.7/8.6/9.6 亿元（前预测值 8.2/9.0/10.1 亿元），同比-4.5%/+11.7%/+11.4%；EPS 分别为 0.74/0.82/0.92 元。当前股价对应 PE 分别为 29/26/23 倍，考虑到公司在预调酒赛道的龙头优势突出，2025 年开始烈酒业务将增强公司长期发展动能，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）	3,309	3,592	3,903	3,192	3,578	3,937	-117	-15	34
收入同比增速%	1.4%	8.6%	8.7%	-2.2%	12.1%	10.0%	-3.6%	3.5%	1.4%
毛利率%	69.7%	69.7%	69.9%	69.4%	69.1%	68.8%	-0.3%	-0.5%	-1.0%
销售费用率%	23.9%	23.3%	22.9%	24.3%	24.2%	23.8%	0.4%	0.9%	0.9%
归母净利率%	24.7%	25.2%	25.8%	24.2%	24.1%	24.5%	-0.5%	-1.0%	-1.3%
归母净利润（百万元）	818	904	1,007	773	864	963	-44	-41	-44
归母净利润同比增速%	1.0%	10.6%	11.3%	-4.5%	11.7%	11.4%	-5.5%	1.1%	0.1%
EPS（元）	0.78	0.86	0.96	0.74	0.82	0.92	-0.04	-0.04	-0.04

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 10 月 31 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	30.8	21.10	0.74	0.82	28.6	25.6	221	优于大市
0291.HK	华润啤酒	16.4	26.42	1.69	1.80	15.6	14.7	857	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	21.1	67.13	3.27	3.47	20.6	19.3	916	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	21.2	58.04	2.74	2.82	21.2	20.6	281	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	29.3	10.15	0.36	0.46	28.4	22.2	286	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



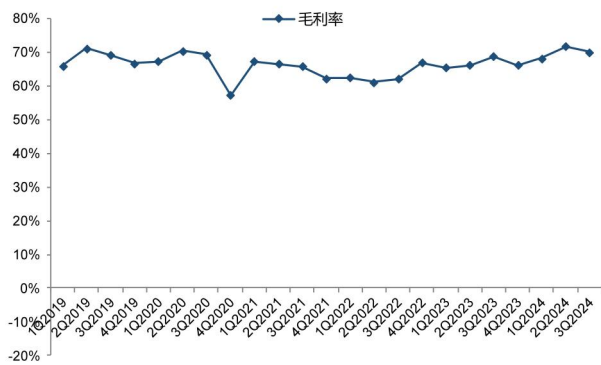
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



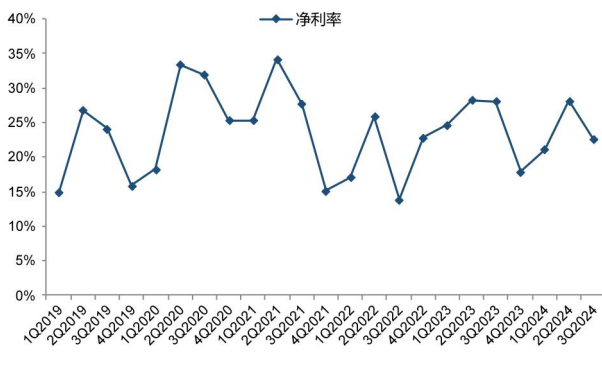
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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	1733	1641	1816	营业收入	2593	3264	3192	3578	3937
应收款项	161	248	227	245	270	营业成本	939	1087	975	1105	1227
存货净额	535	780	668	727	773	营业税金及附加	162	177	173	194	213
其他流动资产	53	142	128	140	154	销售费用	626	708	776	866	937
<b>流动资产合计</b>	<b>3282</b>	<b>3048</b>	<b>2756</b>	<b>2752</b>	<b>3012</b>	管理费用	173	193	229	245	259
固定资产	2500	3143	3740	4291	4587	研发费用	86	106	102	111	118
无形资产及其他	404	493	486	480	474	财务费用	1	2	17	22	21
投资性房地产	272	427	418	465	507	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)
<b>资产总计</b>	<b>6458</b>	<b>7111</b>	<b>7400</b>	<b>7988</b>	<b>8581</b>	其他收入	(41)	(69)	(46)	(55)	(62)
短期借款及交易性金融负债	451	897	997	1017	1017	营业利润	651	1025	976	1091	1216
应付款项	487	499	468	545	622	营业外净收支	0	3	6	6	6
其他流动负债	746	603	589	660	722	<b>利润总额</b>	<b>651</b>	<b>1028</b>	<b>982</b>	<b>1097</b>	<b>1222</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1685</b>	<b>1999</b>	<b>2054</b>	<b>2222</b>	<b>2361</b>	所得税费用	130	221	211	236	263
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	39	44	48	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>521</b>	<b>809</b>	<b>773</b>	<b>864</b>	<b>963</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>1007</b>	<b>1069</b>	<b>1060</b>	<b>1064</b>	<b>1069</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2692</b>	<b>3068</b>	<b>3113</b>	<b>3286</b>	<b>3430</b>	净利润	521	809	773	864	963
少数股东权益	2	(0)	(3)	(6)	(9)	资产减值准备	(1)	2	16	3	2
股东权益	3764	4044	4290	4707	5161	折旧摊销	155	179	302	361	416
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6458</b>	<b>7111</b>	<b>7400</b>	<b>7988</b>	<b>8581</b>	公允价值变动损失	0	3	1	1	1
						财务费用	1	2	17	22	21
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	68	(679)	108	68	60
每股收益	0.50	0.77	0.74	0.82	0.92	其它	161	247	140	152	153
每股红利	0.37	0.52	0.48	0.53	0.60	<b>经营活动现金流</b>	<b>903</b>	<b>562</b>	<b>1340</b>	<b>1449</b>	<b>1595</b>
每股净资产	3.58	3.85	4.09	4.48	4.92	资本开支	(624)	(1111)	(910)	(910)	(710)
ROIC	9.89%	14.12%	13%	16%	16%	其它投资现金流	(11)	7	(151)	(151)	(151)
ROE	13.85%	20.02%	18%	18%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(635)</b>	<b>(1104)</b>	<b>(1061)</b>	<b>(1061)</b>	<b>(861)</b>
毛利率	64%	67%	69%	69%	69%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	30%	29%	30%	30%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	36%	39%	40%	41%	支付股利、利息	(384)	(547)	(526)	(501)	(560)
收入增长	-0%	26%	-2%	12%	10%	其它融资现金流	308	419	100	20	0
净利润增长率	-22%	55%	-4%	12%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(75)</b>	<b>(128)</b>	<b>(426)</b>	<b>(481)</b>	<b>(560)</b>
资产负债率	42%	43%	42%	41%	40%	<b>现金净变动</b>	<b>197</b>	<b>(653)</b>	<b>(146)</b>	<b>(92)</b>	<b>175</b>
股息率	1.7%	2.5%	2.3%	2.5%	2.8%	货币资金的期初余额	2335	2532	1879	1733	1641
P/E	42.5	27.4	28.6	25.6	23.0	货币资金的期末余额	2532	1879	1733	1641	1816
P/B	5.9	5.5	5.2	4.7	4.3	企业自由现金流	84	(832)	236	349	695
EV/EBITDA	32.6	21.5	20.4	17.9	16.0	权益自由现金流	701	61	323	352	678

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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