

百润股份 (002568.SZ)

买入 (维持评级)

高基数下稳增长，新品及威士忌再添势能

事件：百润股份发布2023年年报及24年一季度，公司23年实现营收32.64亿元，同比增长25.85%，实现归母净利润8.09亿元，同比+55.28%，实现扣非净利润为7.79亿元，同比+60.08%。根据年报，公司23Q4实现营收8.07亿元，同比-14.9%，实现归母净利润1.44亿元，同比-33.37%，扣非净利润1.29亿元，同比-36.87%。公司24Q1实现收入8.02亿元，同比增长5.51%，实现归母净利润1.69亿元，同比-9.8%，扣非净利润1.61亿元，同比-13.79%。

高基数下23Q4有所承压+24Q1预调酒业务短期承压

2023年公司实现预调酒业务收入28.84亿元，同比增长27.76%，其中主要以销量增长驱动，量增和价增分别贡献+27.8%/-0.03%的增速；香精香料业务实现收入3.17亿元，同比+13.18%。2024年一季度，公司预调酒业务在23年较高的基数下仍旧实现了7.12亿元的收入，同比增长达5.67%，我们认为在公司“358”品类矩阵各系列产品市场更加清晰的背景下，当前的增速表现应当积极看待，预计后续威士忌业务的布局亦将进一步增强公司产品组合竞争力。

一季度费投占比提升利润有所承压，全年仍预期良性增长。

2023年公司毛利率提升了2.92pct至66.7%，销售费用率在收入规模提升的基础上下降了2.44pct至21.69%，管理/研发/财务费用率分别-0.74/-0.07/+0.04pct至5.92%/3.25%/0.08%，驱动净利率对比同期提升4.64pct至24.72%。2024年一季度，公司毛利率仍延续提升态势，对比同期提升了2.87pct至68.32%，但由于公司优化年度广告费用投放节奏，在全年广告费率合理规划下，提高一季度投放占比，导致公司销售费用率对比同期提升了8.77pct至29.41%，管理费用率提升了1.33pct至5.85，主要系职工薪酬和折旧费用增加所致，其余研发/财务费用率分别对比同期+0.18/+0.23pct至3%/0.43%，整体费率的增加使得净利率有所承压，对比同期下降了3.7pct至20.93%，考虑到公司Q1利润率压力主要来自销售费用率的增加，而根据公司表述预计Q2-Q4广告费率将下降，全年仍预期良性增长。

积极展望，现有业务稳健成长，新业务加快培育

公司2024年经营主基调为“现有业务稳健成长，新制生产力加快培养”，从一季度面临高基数下仍实现增长就可体现公司24年发展基调。1) 预调酒业务方面，公司计划24年持续强化“358”品牌定位，“清爽”巩固国民大品牌形象、“清爽”完善品牌定位和延展策略，完成品牌新定位内容的相关宣传等，24年公司将完善“358”品类矩阵产品组合，注重长线新口味的开发，并通过包装升级、季节限定等强化消费粘性；2) 香精香料业务，坚持大客户战略持续提升服务能力和积极开拓新市场新客户；3) 烈酒业务，公司将加快烈酒基地升级项目建设进程，重点做好麦芽威士忌、调和威士忌的品牌孵化和产品开发，确保威士忌产品按计划推出，预计该业务后续将成为公司业绩增量的一大来源。

盈利预测与投资建议

考虑到行业竞争程度加剧存在不确定性，我们下调了公司24-25年的盈利预测，预计24-26年归母净利润分别为10.32/12.93/15.72亿元(原24-25年为12/14.97亿元)，对应PE分别为20/16/13倍。考虑到公司业绩仍具成长性，合理给予公司24年24倍PE，对应目标价23.9元，维持买入评级。

风险提示

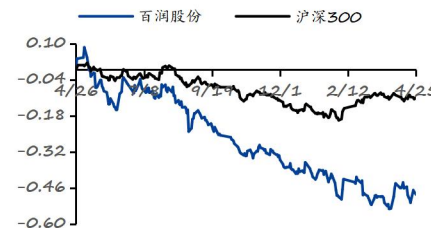
大单品动销不及预期、市场竞争加剧、食品安全问题等

当前价格：19.91元
目标价格：23.9元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,049.69/717.28
流通A股市值(百万元)	14,281.04
每股净资产(元)	3.56
资产负债率(%)	45.71
一年内最高/最低价(元)	44.18/17.57

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
分析师：张东雪(S0210523060001)
zdx30145@hfzq.com.cn
联系人：林若尧(S0210123070039)
lry30204@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、【华福食品饮料】百润股份(002568.SZ)2023年第三季度报告点评：业绩持续高增，百润龙头地位领先——2023.10.26
- 2、【华福食品饮料】百润股份(002568.SZ)深度：爆款打造旧景再现，百尺竿头引领行业——2023.08.28
- 3、经营效率不断优化，持续看好新品储备及推出——2021.07.30

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,593	3,264	3,845	4,580	5,375
增长率	0%	26%	18%	19%	17%
净利润(百万元)	521	809	1,032	1,293	1,572
增长率	-22%	55%	28%	25%	22%
EPS(元/股)	0.50	0.77	0.98	1.23	1.50
市盈率(P/E)	40.1	25.8	20.2	16.2	13.3
市净率(P/B)	5.6	5.2	4.3	3.4	2.7

数据来源：公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,879	2,627	3,782	5,378	营业收入	3,264	3,845	4,580	5,375
应收票据及账款	216	221	283	321	营业成本	1,087	1,227	1,452	1,676
预付账款	38	49	54	65	税金及附加	177	224	267	314
存货	780	453	587	759	销售费用	708	815	948	1,085
合同资产	0	0	0	0	管理费用	193	208	234	259
其他流动资产	136	122	186	190	研发费用	106	123	145	168
流动资产合计	3,048	3,472	4,891	6,713	财务费用	2	-18	-60	-71
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-3	-1	-2	-1
固定资产	2,564	2,414	2,265	2,117	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	579	599	629	669	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	493	564	662	736	投资收益	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	36	41	39	40
其他非流动资产	427	296	296	320	营业利润	1,025	1,304	1,630	1,983
非流动资产合计	4,063	3,873	3,852	3,842	营业外收入	4	3	3	3
资产合计	7,111	7,345	8,743	10,555	营业外支出	1	3	1	1
短期借款	891	0	0	0	利润总额	1,028	1,304	1,632	1,985
应付票据及账款	499	600	688	807	所得税	221	274	342	417
预收款项	0	0	0	0	净利润	807	1,030	1,290	1,568
合同负债	110	227	213	284	少数股东损益	-3	-2	-3	-4
其他应付款	86	90	88	89	归属母公司净利润	810	1,032	1,293	1,572
其他流动负债	412	473	504	561	EPS (按最新股本摊薄)	0.77	0.98	1.23	1.50
流动负债合计	1,999	1,391	1,493	1,740					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	1,020	1,020	1,020	1,020					
其他非流动负债	48	35	42	39					
非流动负债合计	1,069	1,056	1,062	1,059					
负债合计	3,068	2,446	2,555	2,799					
归属母公司所有者权益	4,044	4,901	6,193	7,765					
少数股东权益	0	-3	-5	-9					
所有者权益合计	4,044	4,898	6,188	7,756					
负债和股东权益	7,111	7,345	8,743	10,555					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	562	1,813	1,277	1,711
现金收益	992	1,220	1,431	1,693
存货影响	-244	327	-134	-173
经营性应收影响	-83	-17	-67	-48
经营性应付影响	4	105	86	119
其他影响	-106	178	-40	120
投资活动现金流	-1,104	-178	-188	-182
资本支出	-914	-149	-180	-162
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-190	-29	-8	-20
融资活动现金流	-128	-887	66	68
借款增加	482	-890	0	0
股利及利息支付	-547	-38	-20	-20
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-63	41	86	88

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	25.9%	17.8%	19.1%	17.4%
EBIT 增长率	58.0%	24.9%	22.3%	21.6%
归母公司净利润增长率	55.3%	27.6%	25.2%	21.6%
获利能力				
毛利率	66.7%	68.1%	68.3%	68.8%
净利率	24.7%	26.8%	28.2%	29.2%
ROE	20.0%	21.1%	20.9%	20.3%
ROIC	18.3%	22.6%	22.5%	22.4%
偿债能力				
资产负债率	43.1%	33.3%	29.2%	26.5%
流动比率	1.5	2.5	3.3	3.9
速动比率	1.1	2.2	2.9	3.4
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	19	20	20	20
存货周转天数	218	181	129	145
每股指标 (元)				
每股收益	0.77	0.98	1.23	1.50
每股经营现金流	0.54	1.73	1.22	1.63
每股净资产	3.85	4.67	5.90	7.40
估值比率				
P/E	26	20	16	13
P/B	5	4	3	3
EV/EBITDA	16	13	11	9

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn