

公司研究

需求疲软以及高基数影响下，23Q4 业绩承压

——百润股份（002568.SZ）2023 年业绩预告点评

要点

事件：公司预计 2023 年实现归母净利润 7.56-8.60 亿元，同比增长 45%-65%；扣非归母净利润 7.30-8.27 亿元，同比增长 50%-70%。其中，公司预计 23Q4 实现归母净利润 0.91-1.95 亿元，同比下降 10%-58%；扣非归母净利润 0.80-1.77 亿元，同比下降 13%-61%。

23Q4 消费疲软以及高基数下，预计强爽收入增速放缓。

在 22 年不信邪挑战赛、与爆款游戏永劫无间联名等活动加持下，强爽收入自 22 年下半年以来持续攀升，22Q4 公司整体收入同比增速达 39.5%。除了高基数影响，23 年以来消费者购买力下滑、更加追求性价比，强爽等产品作为非必需消费品需求增长逐步放缓。我们预计公司 23Q4 整体收入同比微增。

预计费用投放加大，致 23Q4 利润承压。

11 月底强爽上新龙年限定罐，推出拉环扫码中黄金的活动，最高可获得价值 38888 元的强爽定制龙年浮雕金条。活动推出后公司加大力度宣传，预计发放较多奖品导致费用加大。此外强爽收入与毛利率呈正相关，主要由于强爽毛利率较高，以及高销量摊薄固定成本；随着强爽收入增速放缓、收入占比下降，预计对毛利率造成一定影响。受前述因素影响，23Q4 公司利润承压。

行业景气度仍在，建议关注烈酒业务进展。

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。短期看，强爽高基数下增长承压，但微醺业务收入呈现恢复趋势。此外，公司亦探索烈酒业务，寻求新的增长。目前已顺利灌桶包括黄酒桶、雪莉桶、葡萄酒桶等多种风味威士忌，7 月上市定位高端的“椒语”金酒以及“岭冽”伏特加，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。

盈利预测、估值与评级：考虑到当前消费仍较为疲软，以及业绩预告表现，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润分别至 8.14/11.33/14.62 亿元（分别下调 12%/10%/12%），折合 EPS 分别为 0.78/1.08/1.39 元，对应 PE 分别为 29x/21x/16x，预调酒是食品饮料赛道中的优质赛道，百润作为行业龙头，具备长期增长潜力，维持“买入”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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,594	2,593	3,434	4,353	5,322
营业收入增长率	34.66%	-0.04%	32.42%	26.75%	22.26%
净利润（百万元）	666	521	814	1,133	1,462
净利润增长率	24.38%	-21.74%	56.16%	39.13%	29.07%
EPS（元）	0.89	0.50	0.78	1.08	1.39
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.57%	13.85%	17.78%	19.83%	20.38%
P/E	26	46	29	21	16
P/B	4.5	6.3	5.2	4.2	3.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-01-26 注：2021-2023 年股本数分别为 7.50/10.50/10.50 亿股

买入（维持）

当前价：22.73 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：李泽楠

执业证书编号：S0930520030001

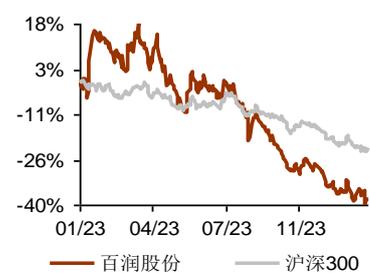
021-52523875

lizn@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.50
总市值(亿元):	238.59
一年最低/最高(元):	21.46/44.28
近 3 月换手率:	46.30%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.80	-6.67	-18.25
绝对	-2.53	-11.80	-37.96

资料来源：Wind

相关研报

强爽增长势能延续，净利率改善明显——百润股份（002568.SZ）2023 年三季度报点评（2023-10-27）

大单品持续高增，Q3 业绩表现强劲——百润股份（002568.SZ）2023 年前三季度业绩预告点评（2023-10-10）

Q2 收入增长提速，全年高增确定性增强——百润股份（002568.SZ）2023 年半年报点评（2023-07-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,594	2,593	3,434	4,353	5,322
营业成本	897	939	1,198	1,482	1,770
折旧和摊销	102	155	119	135	154
税金及附加	145	162	215	273	333
销售费用	567	626	756	914	1,064
管理费用	136	173	182	222	261
研发费用	73	86	120	131	166
财务费用	-20	1	7	-4	-4
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	838	651	1,013	1,407	1,819
利润总额	842	651	1,018	1,416	1,827
所得税	178	130	204	283	365
净利润	664	521	814	1,133	1,462
少数股东损益	-2	0	0	0	0
归属母公司净利润	666	521	814	1,133	1,462
EPS(元)	0.89	0.50	0.78	1.08	1.39

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	869	903	1,385	1,129	1,696
净利润	666	521	814	1,133	1,462
折旧摊销	102	155	119	135	154
净营运资金增加	411	-102	128	778	594
其他	-310	329	324	-917	-513
投资活动产生现金流	-881	-635	-284	-320	-320
净资本支出	-433	-624	-270	-320	-320
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-448	-11	-14	0	0
融资活动现金流	841	-75	-451	4	4
股本变化	214	300	0	0	0
债务净变化	953	483	-444	0	0
无息负债变化	228	360	217	26	253
净现金流	829	196	650	813	1,380

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	65.4%	63.8%	65.1%	66.0%	66.7%
EBITDA 率	35.5%	31.2%	33.2%	35.4%	37.1%
EBIT 率	31.6%	25.2%	29.7%	32.3%	34.2%
税前净利润率	32.5%	25.1%	29.6%	32.5%	34.3%
归母净利润率	25.7%	20.1%	23.7%	26.0%	27.5%
ROA	11.8%	8.1%	11.6%	13.8%	14.7%
ROE (摊薄)	17.6%	13.8%	17.8%	19.8%	20.4%
经营性 ROIC	15.4%	11.7%	17.2%	19.6%	22.4%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	33%	42%	35%	30%	28%
流动比率	3.24	1.95	2.52	3.13	3.57
速动比率	3.03	1.63	2.39	2.97	3.40
归母权益/有息债务	3.98	2.62	4.62	5.76	7.24
有形资产/有息债务	5.53	4.10	6.51	7.66	9.38

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	5,640	6,458	7,045	8,204	9,919
货币资金	2,335	2,532	3,183	3,995	5,376
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	165	127	168	213	261
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	22	34	45	58	70
存货	184	535	192	237	283
其他流动资产	60	10	52	98	146
流动资产合计	2,813	3,282	3,695	4,669	6,217
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	2,120	2,172	2,250	2,389	2,510
在建工程	223	328	340	345	349
无形资产	231	404	416	428	439
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	67	67	76	76	76
非流动资产合计	2,827	3,177	3,351	3,536	3,702
总负债	1,849	2,692	2,465	2,491	2,744
短期借款	0	444	0	0	0
应付账款	540	487	622	769	919
应付票据	1	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	76	177	177	177	177
流动负债合计	868	1,685	1,464	1,490	1,743
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	947	984	984	984	984
其他非流动负债	29	17	17	17	17
非流动负债合计	982	1,007	1,001	1,001	1,001
股东权益	3,791	3,766	4,580	5,713	7,175
股本	750	1,050	1,050	1,050	1,050
公积金	2,201	1,999	2,081	2,194	2,270
未分配利润	677	806	1,539	2,559	3,945
归属母公司权益	3,791	3,764	4,578	5,711	7,173
少数股东权益	0	2	2	2	2

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	21.85%	24.13%	22.00%	21.00%	20.00%
管理费用率	5.26%	6.66%	5.30%	5.10%	4.90%
财务费用率	-0.79%	0.04%	0.19%	-0.08%	-0.08%
研发费用率	2.82%	3.32%	3.50%	3.00%	3.12%
所得税率	21%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.16	0.86	1.32	1.08	1.62
每股净资产	5.06	3.58	4.36	5.44	6.83
每股销售收入	3.46	2.47	3.27	4.15	5.07

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	26	46	29	21	16
PB	4.5	6.3	5.2	4.2	3.3
EV/EBITDA	18.9	30.4	21.1	15.5	11.8
股息率	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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的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

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

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