

百润股份（002568）

威士忌起航加速，贡献成长新动能

买入（维持）

2025 年 02 月 21 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书：S0600123070030

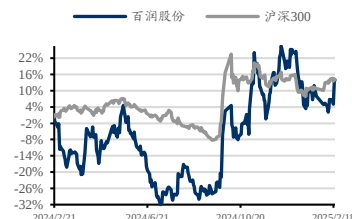
yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	2593	3264	3197	3754	4349
同比（%）	(0.04)	25.85	(2.06)	17.44	15.86
归母净利润（百万元）	521.28	809.42	719.16	826.62	1,004.15
同比（%）	(21.74)	55.28	(11.15)	14.94	21.48
EPS-最新摊薄（元/股）	0.50	0.77	0.69	0.79	0.96
P/E（现价&最新摊薄）	51.64	33.25	37.43	32.56	26.80

投资要点

- **事件：**2024 年 11 月 19 日，品牌“崂州”与崂州单一麦芽威士忌创世版、品牌“百利得”和百利得单一调和威士忌创世版正式宣告上市，参考公司规划，25Q1 开始两大品牌旗下流通产品将陆续发布，目前百利得品牌旗下流通产品已步入生产发货阶段，整体招商进展顺利，年度目标合同签订积极。
- **威士忌业务招商进展顺利，新增长曲线潜力充足。**在原有 RTD 经销商基础上，公司威士忌业务亦拓展部分白酒及烈酒经销商，以推动渠道多元化发展。截至 2 月中旬左右，经销商签约金额占全年任务约 60%，招商及目标签订好于预期，预计主因：①公司组织客户进行工厂参观、现场品鉴，增强客户体验感、提升对公司威士忌操盘能力的认可度，现场参会客户后续签约率较高；②威士忌产品可顺价销售，渠道利润略高于 RTD，保障经销商利润、增强渠道推力。节奏上，百利得与崂州品牌流通产品预计上半年先后推出，预计产品定价适中、围绕年轻消费群体和大众价位带进行布局，25H1 以招商铺货、自然动销为主，H2 配套营销推广落地。我们认为国内威士忌市场当前仍处于扩容阶段，公司发展威士忌业务核心优势包括：1）RTD 舶来品的本土化成功经验；2）年轻化、时尚化和差异化的品牌打造和运营能力；3）数字化营销积累的消费者数据。后续需持续跟踪铺货进度与实际动销反馈，我们预判全年收入贡献可观，中长期利润弹性有望逐步释放。
- **预调酒主业天花板未及，基本盘持续夯实。**1）行业仍在渗透率上升期：目前我国预调酒渗透率仍低，消费人群仍主要集中在一二线城市的年轻群体；得益于龙头 RIO 的消费培育和多样化的行业营销方式，消费者对于 RTD 的认知度仍处提升通道，尤其餐饮市场/低线城市空间仍大。2）RIO “3+5+8”度矩阵已完善，单品放量逻辑清晰：过往大单品短期热度过后仍有一定基础体量，核心消费者已形成稳定复购，从 25 年春节反馈看，三大系列产品动销同比均实现增长，同时 25 年公司有望在 358 产品矩阵基础上，推出 8~20 酒精度新品，新单品打造亦将开辟新增消费群体和场景，增强 RTD 基本盘稳定性。
- **盈利预测与投资评级：**结合 24 年前三季度业绩表现以及后续规划综合分析，我们预计 2024-2026 年营收为 32.0/37.5/43.5 亿元（前值为 32.0/36.5/41.2 亿元），同比-2%、+17%、+16%；归母净利润为 7.2/8.3/10.0 亿元（前值为 7.7、8.8、10.1 亿元），同比-11%、+15%、21%，对应 PE 为 37、33、27 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**预调酒销售不及预期、新品威士忌渠道拓展和动销可能低于预期、食品安全问题。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.65
一年最低/最高价	15.00/28.98
市净率(倍)	6.15
流通 A 股市值(百万元)	18,375.46
总市值(百万元)	26,916.31

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.17
资产负债率(% ,LF)	42.54
总股本(百万股)	1,049.37
流通 A 股(百万股)	716.39

相关研究

《百润股份(002568)：前瞻布局威士忌，含苞待放在蛇年》

2024-12-09

《百润股份(002568)：威士忌战略新品发布，新曲线渐入正轨》

2024-11-21

图1：威士忌两大品牌“百利得”、“崂州”



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图2：“百利得”品牌流通品“22”、“66”



数据来源：小红书、东吴证券研究所

百润股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,048	3,598	4,367	5,396	营业总收入	3,264	3,197	3,754	4,349
货币资金及交易性金融资产	1,879	2,547	3,173	4,051	营业成本(含金融类)	1,087	996	1,159	1,337
经营性应收款项	253	203	239	277	税金及附加	177	176	210	239
存货	780	709	810	916	销售费用	708	789	976	1,100
合同资产	0	0	0	0	管理费用	193	201	240	274
其他流动资产	136	139	145	151	研发费用	106	109	124	139
非流动资产	4,063	4,176	4,327	4,440	财务费用	2	21	4	3
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	36	26	30	35
固定资产及使用权资产	2,578	2,403	2,266	2,090	投资净收益	0	2	0	0
在建工程	579	779	979	1,179	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	493	584	675	767	减值损失	(3)	(2)	(1)	(1)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	18	18	18	18	营业利润	1,025	930	1,069	1,291
其他非流动资产	395	392	389	386	营业外净收支	3	0	0	0
资产总计	7,111	7,774	8,694	9,836	利润总额	1,028	930	1,069	1,291
流动负债	1,999	1,946	2,042	2,184	减:所得税	221	214	246	290
短期借款及一年内到期的非流动负债	897	897	897	897	净利润	807	716	823	1,000
经营性应付款项	499	464	508	586	减:少数股东损益	(3)	(3)	(3)	(4)
合同负债	110	90	93	94	归属母公司净利润	809	719	827	1,004
其他流动负债	492	495	544	607	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.77	0.69	0.79	0.96
非流动负债	1,069	1,069	1,069	1,069	EBIT	1,027	925	1,044	1,260
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,215	1,214	1,346	1,649
应付债券	1,020	1,020	1,020	1,020	毛利率(%)	66.70	68.85	69.12	69.26
租赁负债	13	13	13	13	归母净利率(%)	24.80	22.50	22.02	23.09
其他非流动负债	35	35	35	35	收入增长率(%)	25.85	(2.06)	17.44	15.86
负债合计	3,068	3,014	3,111	3,253	归母净利润增长率(%)	55.28	(11.15)	14.94	21.48
归属母公司股东权益	4,044	4,763	5,590	6,594					
少数股东权益	0	(3)	(7)	(11)					
所有者权益合计	4,044	4,760	5,583	6,583					
负债和股东权益	7,111	7,774	8,694	9,836					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	562	1,116	1,108	1,416	每股净资产(元)	3.69	4.37	5.16	6.11
投资活动现金流	(1,104)	(400)	(452)	(502)	最新发行在外股份(百万股)	1,049	1,049	1,049	1,049
筹资活动现金流	(128)	(49)	(30)	(35)	ROIC(%)	14.41	11.25	11.32	12.18
现金净增加额	(669)	668	626	879	ROE-摊薄(%)	20.02	15.10	14.79	15.23
折旧和摊销	188	289	302	390	资产负债率(%)	43.14	38.77	35.78	33.07
资本开支	(1,104)	(401)	(451)	(501)	P/E (现价&最新股本摊薄)	33.25	37.43	32.56	26.80
营运资本变动	(515)	63	(47)	(10)	P/B (现价)	6.96	5.87	4.97	4.20

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>