

百润股份（002568）

2024 年报及 2025 年一季报业绩点评：全年业绩符合预期，期待威士忌动能释放

买入（维持）

2025 年 04 月 29 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3264	3048	3499	3993	4701
同比（%）	25.85	(6.61)	14.80	14.11	17.74
归母净利润（百万元）	809.42	719.14	806.85	970.60	1,181.04
同比（%）	55.28	(11.15)	12.20	20.30	21.68
EPS-最新摊薄（元/股）	0.77	0.69	0.77	0.92	1.13
P/E（现价&最新摊薄）	34.14	38.42	34.24	28.47	23.39

投资要点

■ **事件：**公司公告 2024 年营业收入 30.48 亿元，同比减少 6.61%；归属于母公司所有者的净利润 7.19 亿元，同比减少 11.15%；24Q4 营业收入 6.62 亿元，同比减少 17.97%；归属于母公司所有者的净利润 1.45 亿元，同比增长 0.48%。25Q1 营业收入 7.37 亿元，同比-8.11%，归母净利润 1.81 亿元，同比+7.03%。

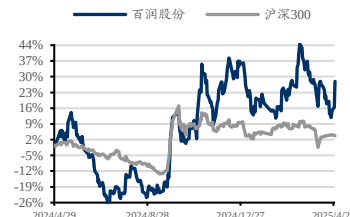
■ **24 年业绩符合预期，经营稳扎稳打。**1) 分产品看，24 年预调酒收入 26.77 亿元，同比-7.17%，公司通过“358”产品矩阵，持续推出新品，如强爽系列零糖新品“春雪蜜桃”口味、清爽系列 500mL 罐装新品等，有效提升消费黏性和市场占有率，我们估算强爽占比约 40~50%、微醺+清爽收入占比 40%+，2) 分渠道看，线下/数字零售/即饮渠道收入同比-1.5%/-31%/-43.6%，数字零售渠道定位为品牌露出、价格维护以及新品宣传阵地，预计 25 年内同比表现或有好转。3) 盈利端，毛利率同比+2.97pct 至 69.7%，销售费用同比+2.92pct 至 24.6%，其中广宣活动同比+34%，综合影响下，归母净利率同比-1.21pct 至 23.6%。

■ **Q1 收入小幅下滑，毛销差改善助推盈利能力提升。**1) Q1 收入 7.3 亿元，同比-8.11%，考虑到 3 月末公司威士忌产品陆续发货，Q1 报表收入贡献相对有限，预计预调酒增速与整体保持相当，分产品看，Q1 增速表现清爽>微醺>强爽，渠道库存处于良性区间。2) 利润端，25Q1 归母净利率同比+3.48pct 至 24.6%，主系毛销差显著提升（同比+9.5pct）：①25Q1 毛利率同比+2.87pct 至 68%；②销售费用率 21.3%，同比-8.1pct，主系 24 年同期基数较高（龙罐投放较大），25 年恢复正常投入节奏。

■ **盈利预测与投资评级：**展望全年，预调酒业务方面，将继续打造 358 度产品矩阵，强爽维持势能、微醺/清爽实现有策略的放量，同时预计开发 8~20 度新品满足强酒感度客户需求，预计亦有望带来一定增量贡献，全年目标力争实现正增长；威士忌业务方面，25 年 3 月推出“百利得”单一调和威士忌 22 和 66，预计 Q2 将推出“崂州”单一麦芽威士忌系列，当前招商进展顺利，锚定全年目标奋进。结合 24 年业绩表现以及后续规划综合分析，我们调整 2025-2026 年营收为 35、40 亿元（前值为 37.5/43.5 亿元），同比+15%、14%，新增 2027 年营收为 47 亿元，同比+18%，归母净利润为 8.1、9.7 亿元（前值为 8.3/10.0 亿元），同比+12%、20%，新增 2027 年归母净利润为 11.8 亿元，同比+22%，对应 PE 为 34、28、23 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)	26.33
一年最低/最高价	15.00/31.70
市净率(倍)	5.89
流通 A 股市值(百万元)	18,904.51
总市值(百万元)	27,629.88

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.47
资产负债率(% ,LF)	41.18
总股本(百万股)	1,049.37
流通 A 股(百万股)	717.98

相关研究

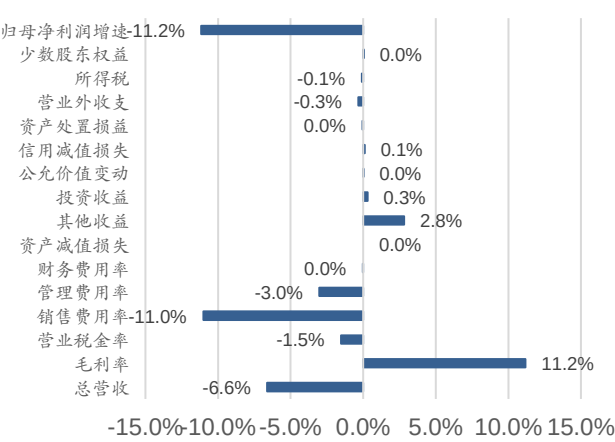
《百润股份(002568)：威士忌起航加速，贡献成长新动能》

2025-02-21

《百润股份(002568)：前瞻布局威士忌，含苞待放在蛇年》

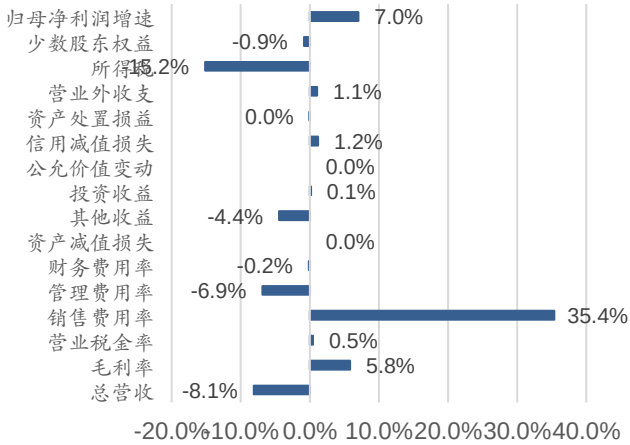
2024-12-09

图1：百润股份 24 年净利润同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：百润股份 25Q1 净利润同比增速贡献拆分



数据来源：wind、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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,463	4,289	5,313	6,675	营业总收入	3,048	3,499	3,993	4,701
货币资金及交易性金融资产	1,981	3,153	4,068	5,275	营业成本(含金融类)	924	1,048	1,172	1,345
经营性应收款项	279	221	253	297	税金及附加	177	193	220	259
存货	1,043	747	819	921	销售费用	750	861	963	1,120
合同资产	0	0	0	0	管理费用	204	227	260	306
其他流动资产	160	168	173	181	研发费用	100	115	132	150
非流动资产	4,656	4,626	4,634	4,593	财务费用	26	24	6	12
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	57	14	16	19
固定资产及使用权资产	2,935	2,716	2,534	2,302	投资净收益	2	2	0	0
在建工程	878	1,078	1,278	1,478	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	480	473	466	459	减值损失	(2)	(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	16	16	16	16	营业利润	923	1,044	1,256	1,528
其他非流动资产	346	343	340	337	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	8,119	8,915	9,947	11,267	利润总额	923	1,044	1,256	1,528
流动负债	2,299	2,292	2,357	2,501	减:所得税	207	240	289	351
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,241	1,241	1,241	1,241	净利润	716	804	967	1,176
经营性应付款项	546	488	514	589	减:少数股东损益	(3)	(3)	(4)	(5)
合同负债	87	94	94	94	归属母公司净利润	719	807	971	1,181
其他流动负债	424	468	508	576	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.69	0.77	0.92	1.13
非流动负债	1,123	1,123	1,123	1,123	EBIT	947	1,054	1,247	1,522
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,163	1,387	1,593	1,968
应付债券	1,053	1,053	1,053	1,053	毛利率(%)	69.67	70.05	70.66	71.40
租赁负债	9	9	9	9	归母净利率(%)	23.59	23.06	24.31	25.12
其他非流动负债	61	61	61	61	收入增长率(%)	(6.61)	14.80	14.11	17.74
负债合计	3,422	3,414	3,479	3,624	归母净利润增长率(%)	(11.15)	12.20	20.30	21.68
归属母公司股东权益	4,687	5,494	6,464	7,645					
少数股东权益	10	7	3	(2)					
所有者权益合计	4,697	5,501	6,467	7,644					
负债和股东权益	8,119	8,915	9,947	11,267					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	673	1,527	1,321	1,664	每股净资产(元)	4.30	5.07	5.99	7.12
投资活动现金流	(883)	(302)	(354)	(404)	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	230	(53)	(53)	(53)	ROIC(%)	11.32	10.96	11.58	12.53
现金净增加额	19	1,172	915	1,208	ROE-摊薄(%)	15.34	14.69	15.02	15.45
折旧和摊销	216	333	346	445	资产负债率(%)	42.15	38.30	34.98	32.16
资本开支	(836)	(303)	(353)	(403)	P/E (现价&最新股本摊薄)	38.42	34.24	28.47	23.39
营运资本变动	(259)	337	(45)	(11)	P/B (现价)	6.13	5.20	4.39	3.70

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>