

公司研究

预调鸡尾酒需求仍较疲软，威士忌业务有望提供新增长动能

——百润股份（002568.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评

增持（维持）

当前价：26.33 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：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.49
总市值(亿元):	276.30
一年最低/最高(元):	15.00/31.70
近 3 月换手率:	55.04%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.58	12.10	24.21
绝对	0.69	11.57	28.38

资料来源：Wind

相关研报

Q3 增投费用致利润承压，关注 Q4 威士忌新品——百润股份（002568.SZ）2024 年三季报点评（2024-10-31）

需求疲软致业绩承压，关注 Q4 威士忌新品——百润股份（002568.SZ）2024 年半年报点评（2024-07-31）

要点

事件：百润股份 24 年实现营业收入 30.5 亿元，同比-6.6%；归母净利润 7.2 亿元，同比-11.2%；扣非归母净利润 6.7 亿元，同比-13.6%。其中，24Q4 实现营业收入 6.6 亿元，同比-18%；归母净利润 1.4 亿元，同比+0.5%；扣非归母净利润 1.1 亿元，同比-14%。

25Q1 实现营业收入 7.4 亿元，同比-8.1%；归母净利润 1.8 亿元，同比+7%；扣非归母净利润 1.8 亿元，同比+10.4%。

强爽高基数下，预调鸡尾酒收入承压。1) **分产品看：**2024 年预调鸡尾酒（含气泡水等）实现主营业务收入 26.77 亿元，同比-7.17%；销量 3237.82 万箱，同比-8.81%，主要受宏观消费环境及强爽系列高基数影响。2024 年食用香精实现主营业务收入 3.37 亿元，同比+6.30%；销量 335.79 万公斤，同比+4.41%，业务保持稳健增长。2) **分渠道看：**线下零售仍是公司产品最主要的销售渠道，2024 年实现主营业务收入 27.11 亿元，同比-1.48%，占比提升至 89.96%。数字零售渠道 2024 年实现收入 2.66 亿元，同比-30.75%，公司主动调整线上渠道以维护价盘。即饮渠道 2024 年全年实现收入 0.36 亿元，同比-43.58%。公司对经销商进行优化调整，经销商数量从 2024 年初的 2164 家减少至 2024 年底的 2068 家，净减少 96 家经销商。

24Q4 盈利能力显著提升。1) 24 年/24Q4 公司毛利率分别为 69.67%/68.09%，同比+2.97/+1.86pcts。24 年毛利率改善主要系 24H1 强爽小幅提价，商业折扣减少，以及原材料价格下降。2) 24 年/24Q4 公司销售费用率分别为 24.62%/26.51%，同比+2.92/+0.11pcts。3) 24 年/24Q4 管理费用率分别为 6.68%/8.57%，同比+0.76/+0.22pcts。4) 综合来看，24 年/24Q4 公司销售净利率达到 23.5%/21.88%，同比-1.22/+4.15pcts。24Q4 净利率同比提升较多，与其他收益（例如政府补助）同比增加较多有关，24Q4 其他收益占收入比例为 6.34%，同比+4.03pcts。

销售费用收缩，带动 25Q1 净利率显著提升。1) 25Q1 公司毛利率为 69.66%，同比+1.34pcts。2) 25Q1 公司销售费用率为 21.27%，同比-8.13pcts，主要系 24Q1 推广活动较多导致销售费用高基数，25Q1 销售费用投放逐步恢复正常。3) 25Q1 管理费用率为 7.37%，同比+1.51pcts。4) 综合来看，25Q1 公司销售净利率达到 24.61%，同比+3.68pcts。

威士忌产品正式上市，有望推动公司收入实现更快增长。公司于 2024 年 11 月 19 日新品发布会正式官宣崆州蒸馏厂的首批威士忌成品酒。截至 2024 年 12 月底公司限量发售的崆州单一麦芽创世版产品已售罄。2025 年 3 月公司推出“百利得”单一调和威士忌 22 和 66，未来以威士忌为基酒的预调酒产品将按照公司的业务规划，逐步投放市场进行销售。

渠道建设方面，公司烈酒经销商涵盖预调鸡尾酒经销商、白酒经销商及其他经销商，采用小商模式。25H1 的铺货工作稳步推进，按照规划，下半年将开展多元推广活动，销售重点依旧放在零售领域，未来会发展团购业务。

市场定位上，公司调和威士忌产品瞄准中档市场，目标消费群体为年轻的、初次接触威士忌的消费者。在营销推广层面，线上通过社交媒体进行内容营销，并植入影视剧广告；线下开展体验式活动，如桶墙打酒、百城百店活动，还会与黑珍珠餐厅合作。随着威士忌产品的逐步铺开，有望为公司收入提供新的增量。

盈利预测、估值与评级：考虑到预调鸡尾酒需求仍较疲软，威士忌产品上市后市场投放费用较多，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别至 8.09/9.40 亿元（较前次分别下调 13%/12%），引入 2027 年归母净利润预测为 11.05 亿元。折合 2025-2027 年 EPS 分别为 0.77/0.90/1.05 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 34x/29x/25x。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，我们维持“增持”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；威士忌产品推广不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,264	3,048	3,471	4,018	4,678
营业收入增长率	25.85%	-6.61%	13.88%	15.75%	16.43%
归母净利润（百万元）	809	719	809	940	1,105
归母净利润增长率	55.28%	-11.15%	12.46%	16.25%	17.58%
EPS（元）	0.77	0.69	0.77	0.90	1.05
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.02%	15.34%	15.61%	16.33%	17.17%
P/E	34	38	34	29	25
P/B	6.8	5.9	5.3	4.8	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-29

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,264	3,048	3,471	4,018	4,678
营业成本	1,087	924	1,044	1,208	1,403
折旧和摊销	179	206	225	246	265
税金及附加	177	177	202	234	272
销售费用	708	750	861	988	1,146
管理费用	193	204	239	272	313
研发费用	106	100	114	132	154
财务费用	2	26	22	25	26
投资收益	0	2	0	0	0
营业利润	1,025	923	1,040	1,210	1,423
利润总额	1,028	923	1,043	1,212	1,425
所得税	221	207	234	272	320
净利润	807	716	809	940	1,105
少数股东损益	-3	-3	0	0	0
归属母公司净利润	809	719	809	940	1,105
EPS(元)	0.77	0.69	0.77	0.90	1.05

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	562	673	1,024	1,082	1,346
净利润	809	719	809	940	1,105
折旧摊销	179	206	225	246	265
净营运资金增加	921	238	262	631	447
其他	-1,347	-491	-272	-735	-472
投资活动产生现金流	-1,104	-883	-364	-320	-320
净资本支出	-1,104	-836	-320	-320	-320
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	1	-47	-44	0	0
融资活动现金流	-128	230	-682	-260	-630
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	482	377	-350	123	-187
无息负债变化	-106	-23	143	117	243
净现金流	-669	19	-22	502	396

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	66.7%	69.7%	69.9%	69.9%	70.0%
EBITDA 率	37.1%	38.0%	37.1%	36.9%	36.7%
EBIT 率	31.5%	31.1%	30.6%	30.8%	31.0%
税前净利润率	31.5%	30.3%	30.0%	30.2%	30.5%
归母净利润率	24.8%	23.6%	23.3%	23.4%	23.6%
ROA	11.3%	8.8%	9.6%	10.2%	11.1%
ROE (摊薄)	20.0%	15.3%	15.6%	16.3%	17.2%
经营性 ROIC	13.8%	11.1%	11.6%	12.3%	13.6%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	43%	42%	38%	37%	35%
流动比率	1.53	1.51	1.70	1.85	2.10
速动比率	1.13	1.05	1.14	1.26	1.43
归母权益/有息债务	2.11	2.04	2.66	2.78	3.42
有形资产/有息债务	3.37	3.25	3.97	4.13	4.93

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	7,111	8,119	8,406	9,222	9,960
货币资金	1,879	1,931	1,909	2,411	2,807
交易性金融资产	0	50	0	0	0
应收账款	216	260	297	343	400
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	33	31	35	40	47
存货	780	1,043	1,177	1,362	1,583
其他流动资产	104	130	130	130	130
流动资产合计	3,048	3,463	3,568	4,310	4,994
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	2,564	2,925	3,102	3,251	3,351
在建工程	579	878	726	612	526
无形资产	493	480	490	500	510
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	236	147	232	232	232
非流动资产合计	4,063	4,656	4,838	4,912	4,966
总负债	3,068	3,422	3,215	3,455	3,511
短期借款	891	1,042	693	816	629
应付账款	499	546	617	714	830
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	186	136	178	233	299
流动负债合计	1,999	2,299	2,097	2,332	2,381
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	1,020	1,053	1,053	1,053	1,053
其他非流动负债	35	61	65	71	77
非流动负债合计	1,069	1,123	1,118	1,123	1,130
股东权益	4,044	4,697	5,191	5,767	6,449
股本	1,050	1,049	1,049	1,049	1,049
公积金	2,096	2,099	2,180	2,253	2,253
未分配利润	997	1,697	2,110	2,614	3,296
归属母公司权益	4,044	4,687	5,181	5,757	6,439
少数股东权益	0	10	10	10	10

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	21.69%	24.62%	24.80%	24.60%	24.50%
管理费用率	5.92%	6.68%	6.88%	6.78%	6.68%
财务费用率	0.08%	0.86%	0.64%	0.61%	0.57%
研发费用率	3.25%	3.29%	3.29%	3.29%	3.29%
所得税率	22%	22%	22%	22%	22%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.50	0.30	0.35	0.40	0.47
每股经营现金流	0.54	0.64	0.98	1.03	1.28
每股净资产	3.85	4.47	4.94	5.49	6.14
每股销售收入	3.11	2.90	3.31	3.83	4.46

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	34	38	34	29	25
PB	6.8	5.9	5.3	4.8	4.3
EV/EBITDA	24.4	25.6	22.9	20.0	17.2
股息率	1.9%	1.1%	1.3%	1.5%	1.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
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所载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

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

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