

百润股份（002568.SZ）

预调酒费投提效，期待威士忌催化

事件：公司发布 2024 年年报，2024 年实现营收 30.5 亿元，同比-6.6%；归母净利润 7.2 亿元，同比-11.2%。其中 24Q4 实现营收 6.6 亿元，同比-18.0%；归母净利润 1.4 亿元，同比+0.5%。25Q1 实现营收 7.4 亿元，同比-8.1%；归母净利润 1.8 亿元，同比+7.0%。

预调酒因高基数及需求偏弱仍有压力，25Q1 烈酒贡献少量营收。2024 年预调酒/香精收入同比-7.2%/+6.3%，预调酒业务因高基数、需求偏弱增长承压，香精业务表现稳健。量价拆分来看，2024 年预调酒销量同比-8.8%至 3238 万箱，单箱价格同比+1.8%至 82.7 元，我们认为单箱价格提升主要受产品及渠道结构变化影响。分渠道来看，2024 年线下/数字零售/即饮渠道同比-1.5%/-30.8%/-43.6%，线下渠道相对稳健，电商及即饮渠道快速收缩。25Q1 公司收入同比-8.1%，我们预计预调酒业务在相对高基数下短期增长仍有压力，威士忌等烈酒或贡献少量营收。

渠道及产品结构优化提升毛利率，25Q1 销售费用率显著优化。2024 年公司毛利率同比+3.0pct 至 69.7%，其中预调酒毛利率同比+2.4pct，预计主要因渠道及产品结构优化。2024 年销售费用率同比+2.9pct 至 24.6%，其中广告费同比+34%，市场投入增加。2024 年管理费用率同比+0.8pct 至 6.7%，主要因员工薪酬同比+14%。综合来看因费用率上行影响，2024 年净利率同比-1.2pct 至 23.5%，其中预调酒净利率同比-1.3pct 至 18.5%。25Q1 公司毛利率同比+1.3pct，延续提升趋势；销售费用率同比显著下降 8.1pct，主要因 24Q1 销售费用率为高基数，25Q1 回归正常投放；费用优化下净利率同比+3.7pct 至 24.6%。

预调酒环比向好费投提效，威士忌期待“崂州”新品及铺货营销推进。预调酒方面，25Q2 起基数进一步走低，环比增速或向好；且公司今年定调提升费用投放效率，利润表现或优于收入。威士忌方面，产品端，2025 年 3 月公司推出“百利得”单一调和威士忌 22 和 66，后续将推出“崂州”单一麦芽威士忌系列。渠道端，我们预计新品上市后正有序推进铺货动作，建议关注铺货进度及终端动销反馈。营销端，公司在百利得上市后同步推出 4 段宣传片，延续场景式营销，符合新场景新人群的培育方向，期待后续公司营销活动持续投放，带动新品曝光度提升并拉动终端动销。

投资建议：略调整 2025-2026 年盈利预测并引入 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 8.6/10.0/11.2 亿元（前次 2025-2026 年预测为 8.6/9.6 亿元），同比+20.0%/16.3%/11.7%，当前股价对应 PE 为 32/28/25x，维持“买入”评级。

风险提示：消费复苏不及预期，新品培育不及预期，威士忌培育费投过高。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,264	3,048	3,639	4,103	4,491
增长率 yoy（%）	25.9	-6.6	19.4	12.8	9.5
归母净利润（百万元）	809	719	863	1,004	1,122
增长率 yoy（%）	55.3	-11.2	20.0	16.3	11.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.77	0.69	0.82	0.96	1.07
净资产收益率（%）	20.0	15.3	16.7	17.5	17.6
P/E（倍）	34.1	38.4	32.0	27.5	24.6
P/B（倍）	6.8	5.9	5.3	4.8	4.3

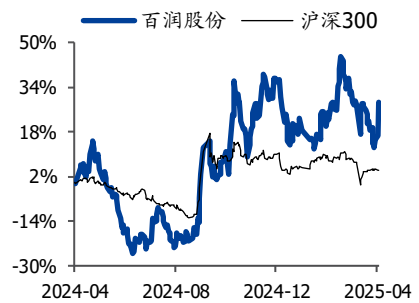
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 29 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	非白酒
前次评级	买入
04 月 29 日收盘价（元）	26.33
总市值（百万元）	27,629.88
总股本（百万股）	1,049.37
其中自由流通股（%）	68.42
30 日日均成交量（百万股）	9.01

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 陈熠

执业证书编号：S0680523080003

邮箱：chenyi5@gszq.com

相关研究

- 《百润股份（002568.SZ）：费用投放微增，威士忌新品在途》 2024-11-02
- 《百润股份（002568.SZ）：预调王者，国威领军》 2024-10-25
- 《百润股份（002568.SZ）：业绩表现亮眼，盈利能力提升》 2023-07-27

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3048	3463	4072	4660	5342
现金	1879	1931	2141	2328	2606
应收票据及应收账款	216	260	303	342	374
其他应收款	33	31	36	41	45
预付账款	38	18	22	25	28
存货	780	1043	1390	1744	2109
其他流动资产	104	180	180	180	180
非流动资产	4063	4656	4820	4942	5018
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2564	2925	3195	3388	3515
无形资产	493	480	469	458	447
其他非流动资产	1007	1251	1155	1096	1056
资产总计	7111	8119	8892	9602	10360
流动负债	1999	2299	2546	2691	2817
短期借款	891	1042	1142	1242	1342
应付票据及应付账款	499	546	618	628	633
其他流动负债	609	710	786	820	842
非流动负债	1069	1123	1163	1163	1163
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1069	1123	1163	1163	1163
负债合计	3068	3422	3709	3853	3980
少数股东权益	0	10	7	3	-1
股本	1050	1049	1049	1049	1049
资本公积	1744	1728	1728	1728	1728
留存收益	1349	2068	2558	3127	3763
归属母公司股东权益	4044	4687	5176	5746	6382
负债和股东权益	7111	8119	8892	9602	10360

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	562	673	947	1043	1191
净利润	807	716	860	1000	1117
折旧摊销	188	216	279	327	374
财务费用	49	40	66	72	78
投资损失	0	-2	0	0	0
营运资金变动	-515	-259	-257	-356	-378
其他经营现金流	33	-37	-1	0	0
投资活动现金流	-1104	-883	-442	-450	-450
资本支出	-1104	-836	-450	-450	-450
长期投资	0	-50	0	0	0
其他投资现金流	1	3	7	0	0
筹资活动现金流	-128	230	-295	-406	-463
短期借款	447	151	100	100	100
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1	-16	0	0	0
其他筹资现金流	-573	95	-395	-506	-563
现金净增加额	-669	19	210	187	278

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3264	3048	3639	4103	4491
营业成本	1087	924	1112	1256	1381
营业税金及附加	177	177	212	239	261
营业费用	708	750	882	958	1016
管理费用	193	204	236	266	292
研发费用	106	100	113	116	119
财务费用	2	26	27	29	31
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	36	57	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1025	923	1108	1289	1440
营业外收入	4	2	2	2	2
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	1028	923	1109	1290	1440
所得税	221	207	249	289	323
净利润	807	716	860	1000	1117
少数股东损益	-3	-3	-3	-4	-4
归属母公司净利润	809	719	863	1004	1122
EBITDA	1215	1163	1415	1646	1845
EPS (元/股)	0.77	0.69	0.82	0.96	1.07

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	25.9	-6.6	19.4	12.8	9.5
营业利润(%)	57.4	-9.9	20.0	16.3	11.7
归属母公司净利润(%)	55.3	-11.2	20.0	16.3	11.7
获利能力					
毛利率(%)	66.7	69.7	69.4	69.4	69.3
净利率(%)	24.8	23.6	23.7	24.5	25.0
ROE(%)	20.0	15.3	16.7	17.5	17.6
ROIC(%)	13.5	10.5	11.6	12.4	12.7
偿债能力					
资产负债率(%)	43.1	42.1	41.7	40.1	38.4
净负债比率(%)	1.3	7.9	5.1	3.1	0.0
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.7	1.9
速动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	19.1	12.8	12.9	12.7	12.5
应付账款周转率	2.2	1.8	1.9	2.0	2.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.69	0.82	0.96	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.64	0.90	0.99	1.13
每股净资产(最新摊薄)	3.85	4.47	4.93	5.48	6.08
估值比率					
P/E	34.1	38.4	32.0	27.5	24.6
P/B	6.8	5.9	5.3	4.8	4.3
EV/EBITDA	21.3	25.6	19.7	16.9	15.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com