

百润股份 (002568.SZ)

预调酒企稳，威士忌扬帆起航

公司发布 2024 年度报告，24 年实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 30.5/7.2/6.7 亿元，同比-6.6%/-11.2%/-13.6%，强爽销售承压，清爽增速显著。结构改善叠加成本红利带动毛利率提升，围绕重点产品加大市场推广力度。25Q1 预调鸡尾酒业务环比企稳，威士忌新品开始铺货。预计 25-27 年 EPS 为 0.78、0.89、1.03 元，当前股价对应 25 年 34 倍 PE，上调至“强烈推荐”评级。

□ 2024 年收入/归母净利润同比-6.6%/-11.2%，预调鸡尾酒高基数收入承压。公司发布 2024 年度报告，24 年实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 30.5/7.2/6.7 亿元，同比-6.6%/-11.2%/-13.7%，单 Q4 实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 6.6/1.4/1.1 亿元，同比-18.0%/+0.5%/-14.0%，收入下降主要系强爽高基数下承压。2024 年现金回款 33.2 亿元，同比-5.2%。

□ 强爽销售承压，清爽增速显著。分产品看，2024 年公司食用香精 3.4 亿元，同比+6.3%，预调酒收入 26.8 亿元，同比-7.2%，其中箱数-8.8%，均价略有提升。强爽高基数下同比承压，预计占比近半，清爽性价比优势增长显著。分渠道看，2024 年线下/数字渠道/即饮渠道营收分别为 27.1/2.7/0.4 亿元，分别同比-1.5%/-30.8%/-43.6%，疫情后公司发展重心由线上重回线下，严格控制线上投入、维护价格预期。24 年华北/华东/华南/华西/其他地区分别同比-7.3%/-6.8%/+0.4%/-12.4%/-45.5%，24 年末公司经销商数量 2068 个，减少 96 家。

□ 结构改善叠加成本红利带动毛利率提升，围绕重点产品加大市场推广力度。2024 年公司毛利率 69.7%，同比+3.0pcts，受益成本下行，其中食用香精毛利率 69.1%，同比+1.5pcts，预调鸡尾酒毛利率 70.0%，同比+2.4pcts。24 年销售费用率/管理费用率分别同比+2.9/+0.8pcts，其中广宣活动投入 4.0 亿元，同比+11.7%，围绕重点产品加大市场推广。2024 年公司实现归母净利率 23.6%，同比-1.2pcts。

□ 25Q1 预调鸡尾酒业务环比企稳，威士忌新品开始铺货。25Q1 收入/归母净利润/扣非归母净利润 7.4/1.8/1.8 亿元，同比-8.1%/+7.0%/+10.4%，预调鸡尾酒业务环比企稳，威士忌新品开始铺货，百利得（22、66）投放至今销售好于预期，产能仍在爬坡，阶段性供不应求。2025Q1 公司毛利率 69.7%，同比+1.3pcts，成本下降带动，销售费用率/管理费用率分别同比-8.1/+1.5pcts，主要系去年同期集中投入。25 年 Q1 公司实现归母净利率 24.6%，同比+3.5pcts。

□ 投资建议：预调酒企稳，威士忌扬帆起航，上调至“强烈推荐”评级。公司主业环比回升全年有望增长，威士忌新品市场反馈良好，百润作为全国首家大规模进军威士忌的公司，拥有产能、渠道、行业标准制定等优势，定位年轻消费群体，与国际名品错位竞争，市场空间广阔，当下阶段正处于品类第一轮快速爆发周期，建议把握放量弹性，后续关注百利得产品动销反馈及崂州新品推广。我们预计 25-27 年 EPS 为 0.78、0.89、1.03 元，当前股价对应 25 年 34 倍 PE，上调至“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：新品推广不及预期，行业竞争阶段性加剧，原材料成本上涨。

强烈推荐（上调）

消费品/食品饮料

目标估值：

当前股价：26.33 元

基础数据

总股本（百万股）	1049
已上市流通股（百万股）	718
总市值（十亿元）	27.6
流通市值（十亿元）	18.9
每股净资产（MRQ）	4.6
ROE（TTM）	15.0
资产负债率	41.2%
主要股东	刘晓东
主要股东持股比例	40.56%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	9	20
相对表现	-8	13	15



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《百润股份（002568）—预调酒下滑，费用率上升》2024-10-31
- 2、《百润股份（002568）—Q2 预调酒同比下滑，H2 强爽基数恢复正常》2024-07-31
- 3、《百润股份（002568）—Q1 预调酒恢复增长，广告费用投放前置》2024-04-30

刘成

S1090523070012

liucheng5@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3264	3048	3520	3917	4504
同比增长	25.9%	-6.6%	15.5%	11.3%	15.0%
营业利润(百万元)	1025	923	1058	1210	1394
同比增长	57.4%	-9.9%	14.6%	14.3%	15.2%
归母净利润(百万元)	809	719	822	938	1079
同比增长	55.3%	-11.2%	14.3%	14.1%	15.0%
每股收益(元)	0.77	0.69	0.78	0.89	1.03
PE	34.1	38.4	33.6	29.5	25.6
PB	6.8	5.9	6.2	5.7	4.9

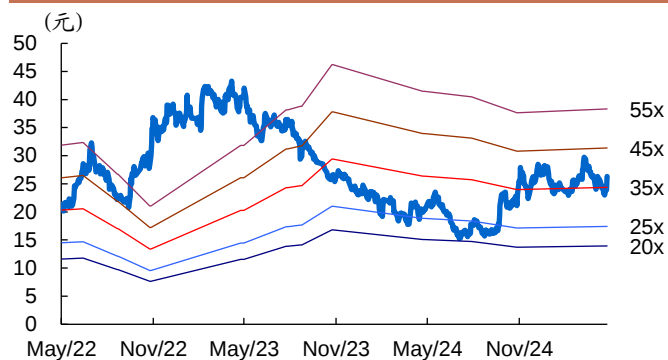
资料来源：公司数据、招商证券

百润股份单季度利润表

单位：百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	2023	2024
一、营业总收入	891	806	807	802	826	758	662	737	3264	3048
二、营业总成本	596	524	638	607	528	520	530	499	2276	2184
其中：营业成本	301	251	273	254	233	226	211	224	1087	924
营业税金及附加	52	36	46	43	47	40	47	39	177	177
营业费用	174	164	213	236	161	178	176	157	708	750
管理费用	44	47	67	47	53	47	57	54	193	204
研发费用	25	26	33	24	21	23	32	23	106	100
财务费用	-1	-1	3	3	10	6	7	6	2	26
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
三、其他经营收益	8	9	19	11	3	3	42	3	37	59
公允价值变动收益	8	9	19	11	2	2	42	3	36	57
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	1	1	0	0	0	2
四、营业利润	303	291	187	206	301	241	175	240	1025	923
加：营业外收入	2	1	1	0	0	1	1	2	4	2
减：营业外支出	0	0	0	0	0	1	1	0	1	2
五、利润总额	304	292	188	206	302	240	175	242	1028	923
减：所得税	53	67	44	39	70	69	30	61	221	207
六、净利润	251	225	143	168	232	172	145	181	807	716
减：少数股东损益	0	-1	-1	-2	-1	0	0	0	-3	-3
七、归属母公司净利润	251	226	144	169	233	172	145	181	809	719
EPS	0.24	0.22	0.14	0.16	0.22	0.16	0.14	0.17	0.77	0.69
主要比率										
毛利率	66.3%	68.8%	66.2%	68.3%	71.8%	70.2%	68.1%	69.7%	66.7%	69.7%
主营税金率	5.9%	4.5%	5.7%	5.4%	5.7%	5.3%	7.1%	5.3%	5.4%	5.8%
营业费率	19.6%	20.3%	26.4%	29.4%	19.5%	23.5%	26.5%	21.3%	21.7%	24.6%
管理费率	4.9%	5.9%	8.4%	5.9%	6.5%	6.2%	8.6%	7.4%	5.9%	6.7%
营业利润率	34.0%	36.2%	23.2%	25.7%	36.5%	31.8%	26.4%	32.6%	31.4%	30.3%
实际税率	17.5%	22.9%	23.7%	18.7%	23.3%	28.7%	17.2%	25.2%	21.5%	22.4%
净利率	28.2%	28.1%	17.9%	21.1%	28.2%	22.7%	21.9%	24.6%	24.8%	23.6%
YoY										
收入增长率	78.7%	32.5%	-14.9%	5.5%	-7.3%	-6.0%	-18.0%	-8.1%	25.9%	-6.6%
营业利润增长率	98.9%	176.8%	-31.8%	-15.3%	-0.4%	-17.3%	-6.6%	16.6%	57.4%	-9.9%
净利润增长率	94.7%	169.0%	-33.4%	-9.8%	-7.3%	-24.0%	0.5%	7.0%	55.3%	-11.2%

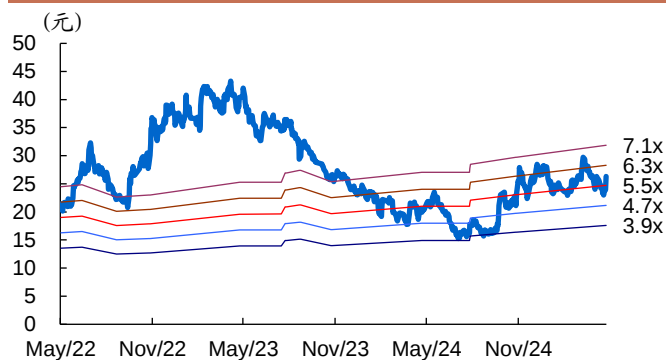
资料来源：公司报表

图 1: 百润股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 百润股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《百润股份（002568）—预调酒下滑，费用率上升》2024-10-31
- 2、《百润股份（002568）—Q2 预调酒同比下滑，H2 强爽基数恢复正常》2024-07-31
- 3、《百润股份（002568）—Q1 预调酒恢复增长，广告费用投放前置》2024-04-30

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3048	3463	2011	2203	2783
现金	1879	1931	1262	1387	1589
交易性投资	0	50	50	50	50
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	216	260	288	320	368
其它应收款	33	31	35	39	45
存货	780	1043	1214	1339	1540
其他	142	148	171	191	219
非流动资产	4063	4656	4953	5230	5489
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2564	2925	3273	3596	3896
无形资产商誉	493	480	432	389	350
其他	1007	1251	1247	1245	1243
资产总计	7111	8119	6963	7433	8272
流动负债	1999	2299	1374	1485	1531
短期借款	891	1042	431	537	305
应付账款	499	546	639	705	811
预收账款	110	87	101	112	129
其他	498	623	481	527	592
长期负债	1069	1123	1123	1123	1123
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1069	1123	1123	1123	1123
负债合计	3068	3422	2497	2608	2654
股本	1050	1049	1049	1049	1049
资本公积金	1646	1569	1569	1569	1569
留存收益	1349	2068	1841	2203	3000
少数股东权益	(0)	10	7	3	(1)
归属于母公司所有者权益	4044	4687	4460	4822	5619
负债及权益合计	7111	8119	6963	7433	8272

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	562	673	992	1114	1233
净利润	807	716	822	938	1079
折旧摊销	182	210	263	282	301
财务费用	49	40	32	14	12
投资收益	(0)	(2)	(59)	(59)	(59)
营运资金变动	(509)	(254)	(65)	(60)	(99)
其它	30	(40)	(1)	(1)	(1)
投资活动现金流	(1104)	(883)	(501)	(501)	(501)
资本支出	(1111)	(836)	(560)	(560)	(560)
其他投资	7	(47)	59	59	59
筹资活动现金流	(128)	230	(2170)	(601)	(435)
借款变动	346	1328	(1089)	(11)	(141)
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	(8)	(76)	0	0	0
股利分配	(525)	(1049)	(1049)	(576)	(281)
其他	60	28	(32)	(14)	(12)
现金净增加额	(669)	19	(1679)	12	297

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3264	3048	3520	3917	4504
营业成本	1087	924	1082	1193	1372
营业税金及附加	177	177	205	228	262
营业费用	708	750	855	946	1084
管理费用	193	204	232	256	292
研发费用	106	100	116	129	148
财务费用	2	26	32	14	12
资产减值损失	(3)	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
投资收益	37	59	59	59	59
营业利润	1025	923	1058	1210	1394
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	1059	1210	1394
所得税	221	207	239	276	320
少数股东损益	(3)	(3)	(3)	(4)	(4)
归属于母公司净利润	809	719	822	938	1079

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	25.9%	-6.6%	15.5%	11.3%	15.0%
营业利润	57.4%	-9.9%	14.6%	14.3%	15.2%
归母净利润	55.3%	-11.2%	14.3%	14.1%	15.0%
获利能力					
毛利率	66.7%	69.7%	69.3%	69.5%	69.5%
净利率	24.8%	23.6%	23.4%	23.9%	23.9%
ROE	20.0%	15.3%	18.4%	19.5%	19.2%
ROIC	16.2%	12.2%	18.0%	18.7%	19.0%
偿债能力					
资产负债率	43.1%	42.1%	35.9%	35.1%	32.1%
净负债比率	12.6%	15.3%	2.2%	1.9%	0.0%
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.8
速动比率	1.1	1.1	0.6	0.6	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.7	1.0	1.0	0.9	1.0
应收账款周转率	19.1	12.8	12.8	12.9	13.1
应付账款周转率	2.2	1.8	1.8	1.8	1.8
每股资料(元)					
EPS	0.77	0.69	0.78	0.89	1.03
每股经营净现金	0.54	0.64	0.95	1.06	1.17
每股净资产	3.85	4.47	4.25	4.60	5.35
每股股利	0.50	0.30	0.55	0.27	0.31
估值比率					
PE	34.1	38.4	33.6	29.5	25.6
PB	6.8	5.9	6.2	5.7	4.9
EV/EBITDA	11.1	11.6	9.8	8.8	7.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。