

库存积极去化，威士忌招商可期

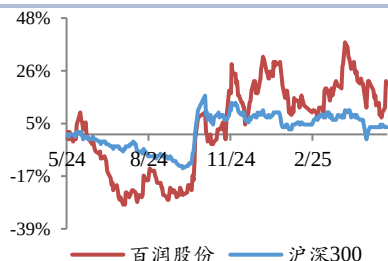
——百润股份 24 年报&25Q1 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-04

收盘价(元) 26.10
近 12 个月最高/最低(元) 31.70/15.00
总股本(百万股) 1,049
流通股本(百万股) 718
流通股比例(%) 68.42
总市值(亿元) 274
流通市值(亿元) 187

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

相关报告

1. 百润股份 24Q3：收入环比改善，新品上市蓄力 2024-10-31
2. 中国威士忌“开元者”——百润股份投资探讨(002568.SZ) 2024-09-25
3. 百润股份 24Q2 点评：高基数有望平稳度过 2024-07-31

主要观点：

● 公司发布 2024 年报及 25Q1 季报：

- 25Q1：收入 7.37 亿元（-8.11%），归母净利润 1.81 亿元（+7.03%），扣非归母净利润 1.78 亿元（+10.39%）。
- 24Q4：收入 6.62 亿元（-17.97%），归母净利润 1.45 亿元（+0.48%），扣非归母净利润 1.11 亿元（-14.00%）。
- 24 年：收入 30.48 亿元（-6.61%），归母 7.19 亿元（-11.15%），扣非归母净利润 6.72 亿元（-13.65%）。
- 25Q1 收入符合市场一致预期，利润超市场一致预期。

● 收入：库存积极去化

- 25Q1：我们预计收入同比下滑主因新 RTD 负责人降低经销商授信，减轻经销商回款压力，同时积极去化库存。分产品看，我们预计微醺好于清爽好于强爽。
- 24 年：分业务看，公司预调酒/香精营收分别同比-7.17%/+6.30%，预调酒占比营收同比下降 0.5pct 至 87.8%。其中，预调酒销量/吨价分别同比-8.8%/+1.8%，强爽高基数下增长略有承压，微醺成熟产品增长稳定，清爽在低基数+资源倾斜下实现高增。分渠道看，线下/数字零售/即饮营收分别同比下降 1.48%/30.75%/43.58%，即饮渠道受餐饮疲软扰动较为明显。分区域看，华北/华东/华南/华西营收分别同比-7.29%/-6.84%/+0.41%/-12.37%，华南市场相对稳定。

● 利润：销售费率优化

- 25Q1：公司毛利率同比提升 1.3pct 至 69.7%，同期公司销售/管理/研发/财务费率分别同比-8.14%/+1.52%/+0.06%/+0.37pct，销售费率大幅下降主因 24Q1 广告费用投入较大，25 年回归正常。综上，归母净利润率同比提升 3.5pct 至 24.6%，销售费率优化是主因。
- 24 年：公司毛利率同比提升 3.0pct 至 69.7%，其中预调酒/香精毛利率各同比提升 2.4/1.5pct。同期，公司销售/管理/研发/财务费率各同比+2.93%/+0.76%/+0.04%/+0.78pct，销售费率提升主因广告费用投入加大。综上，公司归母净利率同比下降 1.2pct 至 23.6%，其中预调酒净利率同比下降 1.3pct，期间费用投入加大是主因。

● 投资建议：维持“买入”评级

➤ 我们的观点：

展望 25 年，公司看点①RTD 事业部重回高质量发展，注重营销费

用投入产出效果②威士忌招商有序推进，3月推出“百利得”单一调和威士忌 22/66，后续将推出“崆州”单一麦芽威士忌系列，Q2招商铺货或形成额外催化。

盈利预测：

考虑到公司 RTD 事业部重回高质量发展，以及威士忌招商进展，我们调整盈利预测，预计 2025-27 年公司实现营业收入 34.34/39.07/45.04 亿元（25-26 年原预测值为 35.94/40.28 亿元），同比增长 12.7%/13.8%/15.3%；实现归母净利润 8.07/9.46/11.15 亿元（25-26 年原预测值为 8.81/10.03 亿元），同比增长 12.3%/17.2%/17.9%；当前股价对应 PE 分别为 34/29/25 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

需求不及预期，新品拓展不及预期，市场竞争加剧，原材料成本超预期上涨。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3048	3434	3907	4504
收入同比（%）	-6.6%	12.7%	13.8%	15.3%
归属母公司净利润	719	807	946	1115
净利润同比（%）	-11.2%	12.3%	17.2%	17.9%
毛利率（%）	69.7%	69.9%	70.4%	70.9%
ROE（%）	15.3%	15.7%	16.7%	17.7%
每股收益（元）	0.69	0.77	0.90	1.06
P/E	40.59	33.93	28.95	24.56
P/B	6.27	5.32	4.82	4.34
EV/EBITDA	25.60	20.17	17.53	14.97

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 4 月 30 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3463	3461	3696	4224	营业收入	3048	3434	3907	4504
现金	1931	2139	2166	2459	营业成本	924	1032	1155	1309
应收账款	260	248	271	300	营业税金及附加	177	189	215	248
其他应收款	31	34	39	45	销售费用	750	859	973	1117
预付账款	18	26	23	20	管理费用	204	237	266	302
存货	1043	740	829	939	财务费用	26	37	33	34
其他流动资产	180	274	367	461	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	4656	5053	5423	5657	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	2925	3282	3556	3794	营业利润	923	1022	1198	1416
无形资产	480	570	660	650	营业外收入	2	4	4	0
其他非流动资产	1251	1200	1207	1213	营业外支出	2	1	1	0
资产总计	8119	8514	9118	9881	利润总额	923	1025	1201	1416
流动负债	2299	2164	2199	2296	所得税	207	220	258	304
短期借款	1042	1042	1042	1042	净利润	716	805	943	1112
应付账款	546	358	337	364	少数股东损益	-3	-3	-3	-4
其他流动负债	710	763	819	890	归属母公司净利润	719	807	946	1115
非流动负债	1123	1199	1235	1272	EBITDA	1163	1368	1574	1826
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.69	0.77	0.90	1.06
其他非流动负债	1123	1199	1235	1272	主要财务比率				
负债合计	3422	3363	3434	3568	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	10	8	4	1	成长能力				
股本	1049	1049	1049	1049	营业收入	-6.6%	12.7%	13.8%	15.3%
资本公积	1728	1727	1727	1727	营业利润	-9.9%	10.7%	17.2%	18.2%
留存收益	1909	2367	2904	3536	归属于母公司净利	-11.2%	12.3%	17.2%	17.9%
归属母公司股东权	4687	5144	5680	6313	获利能力				
负债和股东权益	8119	8514	9118	9881	毛利率 (%)	69.7%	69.9%	70.4%	70.9%
现金流量表					净利率 (%)	23.6%	23.5%	24.2%	24.8%
单位:百万元					ROE (%)	15.3%	15.7%	16.7%	17.7%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	10.5%	11.1%	12.0%	13.0%
经营活动现金流	673	1262	1193	1438	偿债能力				
净利润	716	805	943	1112	资产负债率 (%)	42.1%	39.5%	37.7%	36.1%
折旧摊销	216	306	340	376	净负债比率 (%)	72.8%	65.3%	60.4%	56.5%
财务费用	40	85	87	88	流动比率	1.51	1.60	1.68	1.84
投资损失	-2	0	0	0	速动比率	0.99	1.14	1.15	1.24
营运资金变动	-259	71	-173	-138	营运能力				
其他经营现金流	939	730	1113	1250	总资产周转率	0.40	0.41	0.44	0.47
投资活动现金流	-883	-699	-707	-610	应收账款周转率	12.81	13.51	15.05	15.76
资本支出	-836	-707	-707	-610	应付账款周转率	1.77	2.28	3.32	3.74
长期投资	-50	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	3	7	0	0	每股收益	0.69	0.77	0.90	1.06
筹资活动现金流	230	-355	-460	-535	每股经营现金流	0.64	1.20	1.14	1.37
短期借款	151	0	0	0	每股净资产	4.47	4.90	5.41	6.02
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	40.59	33.93	28.95	24.56
资本公积增加	-16	-1	0	0	P/B	6.27	5.32	4.82	4.34
其他筹资现金流	95	-354	-460	-535	EV/EBITDA	25.60	20.17	17.53	14.97
现金净增加额	19	208	27	293					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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。