



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 05 月 03 日

基础数据

04 月 30 日收盘价（元）	26.10
总市值（亿元）	273.89
总股本（亿股）	10.49

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食品饮料】百润股份三季报点评：预调酒短期承压，期待威士忌第二曲线-2024.10.31

【兴证食品饮料】百润股份中报点评：Q2 收入阶段性承压，关注威士忌第二曲线-2024.07.31

【兴证食品饮料】百润股份更新报告：预调酒表现稳健，关注威士忌第二曲线-2024.05.29

分析师：沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

分析师：汪润

S0190524060004

wangrun22@xyzq.com.cn

百润股份(002568.SZ)

预调酒环比向好，威士忌有序推进

投资要点：

- **事件：**公司公告 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年营收/归母净利润分别为 30.48/7.19 亿元，同比-6.61%/-11.15%，其中 24Q4 营收/归母净利润分别为 6.62/1.45 亿元，同比-17.97%/+0.48%。25Q1 营收/归母净利润分别为 7.37/1.81 亿元，同比-8.11%/+7.03%。
- **预调酒业务短期承压，期待威士忌增量贡献。**2024 年收入同比-6.61%，其中预调酒收入同比-7.17%，预计强爽高基数下承压，清爽加强推广和铺货，低基数下实现高增，微醺推出茉莉青提新口味、反馈良好，单品产出跃入口味前三名，预计微醺保持稳健节奏；分渠道来看，2024 年线下/数字零售/即饮渠道收入分别同比-1.48%/-30.75%/-43.58%，线下分销基础扎实。24Q4 收入同比-17.97%，其中预调酒收入同比-19.46%，需求弱复苏下公司适时调整节奏。25Q1 收入同比-8.11%，公司控制发货节奏，推进库存消化，奠基良性增长，同时推出微醺青梅龙井、强爽茉莉青提新口味，强化消费粘性，预计一季度微醺、清爽保持良性发展，强爽维持稳健。此外 25Q1 威士忌流通产品开启发货，有少量收入贡献。
- **毛利率提升、费投收窄，25Q1 净利率维持上行。**2024 年净利率同比-1.22pct 至 23.50%，需求偏弱下费用刚性投入，净利率有所下降；2024 年毛利率同比+2.97pct 至 69.67%，预计与包材成本边际下降有关；2024 年销售费率同比+2.92pct 至 24.62%，管理费率同比+0.76pct 至 6.68%，费用刚性投入促进动销，但需求偏弱收入下滑，费率提升。24Q4 净利率同比+4.15pct 至 21.88%，毛利率维持提升，叠加其他收益增加、所得税率下降，净利率上行；24Q4 毛利率同比+1.86pct 至 68.09%，销售费率同比+0.11pct 至 26.51%，管理费率同比+0.22pct 至 8.57%，此外其他收益同比+125.46%、所得税率同比-6.61pct 对利润亦有正向贡献。25Q1 净利率同比+3.68pct 至 24.61%，毛利率提升叠加费投回归正常水平，净利率实现改善；25Q1 毛利率同比+1.34pct 至 69.66%，预计成本红利延续，销售费率同比-8.13pct 至 21.27%，主要系 24Q1 强爽龙罐加大费用投放，25Q1 费用投入回归正常节奏，销售费率下降，管理费率同比+1.51pct 至 7.37%。
- **预调酒主业有望企稳回升，期待威士忌新品打开中长期空间。**短期来看，预计微醺通过口味推新带动稳增，清爽进一步下沉、加强推广，有望持续贡献增量，强爽经历核心人群沉淀并新推口味，有望恢复增长，考虑 25Q2 起基数相对走低，期待预调酒业务收入企稳回升；此外 25Q1 威士忌流通新品已启动发货铺市，配合后期营销有序推进，亦有望贡献绝对增量，2025 年公司成长性较好。中长期来看，公司持续深耕预调酒行业，品类创新能力强、产品营销经验足、全国化产能加持，随着 358 产品矩阵的持续培育和品类拓展，未来预调酒业务有望持续增长；此外公司威士忌业务产能能先发优势明显，强营销力及深度分销体系加持下，威士忌第二曲线有望打开增长天花板。
- **盈利预测与投资建议：**根据最新公告略微调整了盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收分别为 34.94/39.46/44.06 亿元，归母净利润分别为 8.32/9.69/11.10 亿元，以 2025 年 4 月 30 日收盘价计算，对应 PE 分别为 32.9/28.3/24.7 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**产品推广不及预期；行业竞争加剧；食品安全问题。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3048	3494	3946	4406
同比增长	-6.6%	14.6%	12.9%	11.7%
归母净利润（百万元）	719	832	969	1110
同比增长	-11.2%	15.7%	16.5%	14.5%
毛利率	69.7%	70.1%	70.8%	71.5%
ROE	15.3%	16.1%	17.0%	17.5%
每股收益（元）	0.69	0.79	0.92	1.06
市盈率	38.1	32.9	28.3	24.7

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3463	4101	4925	5847
货币资金	1931	2409	3070	3783
交易性金融资产	50	60	70	80
应收票据及应收账款	260	253	296	331
预付款项	18	26	27	30
存货	1043	1162	1246	1383
其他	160	192	215	240
非流动资产	4656	4946	5124	5292
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2925	3059	3088	3110
在建工程	878	1038	1185	1320
无形资产	480	477	473	470
商誉	0	0	0	0
其他	373	373	378	393
资产总计	8119	9047	10049	11139
流动负债	2299	2683	3104	3533
短期借款	1042	1342	1642	1942
应付票据及应付账款	546	559	623	688
其他	710	781	839	903
非流动负债	1123	1198	1233	1268
长期借款	0	0	0	0
其他	1123	1198	1233	1268
负债合计	3422	3881	4336	4801
股本	1049	1049	1049	1049
未分配利润	1697	2044	2449	2911
少数股东权益	10	8	4	0
股东权益合计	4697	5166	5713	6338
负债及权益合计	8119	9047	10049	11139

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	719	832	969	1110
折旧和摊销	216	273	292	312
营运资金的变动	-259	-72	-33	-72
经营活动产生现金流量	673	1074	1276	1404
资本支出	-836	-560	-460	-460
长期投资	-50	-10	-10	-10
投资活动产生现金流量	-883	-572	-480	-490
债权融资	341	339	335	335
股权融资	14	0	0	0
融资活动产生现金流量	230	-24	-135	-202
现金净变动	19	477	662	712

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3048	3494	3946	4406
营业成本	924	1045	1150	1257
税金及附加	177	201	221	234
销售费用	750	860	971	1058
管理费用	204	227	256	260
研发费用	100	115	129	141
财务费用	26	26	28	30
投资收益	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-2	-2	-2	-2
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	923	1069	1245	1425
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	923	1069	1245	1425
所得税	207	240	279	320
净利润	716	829	966	1106
少数股东损益	-3	-3	-3	-4
归属母公司净利润	719	832	969	1110
EPS(元)	0.69	0.79	0.92	1.06

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-6.6%	14.6%	12.9%	11.7%
营业利润增长率	-9.9%	15.8%	16.5%	14.5%
归母净利润增长率	-11.2%	15.7%	16.5%	14.5%
盈利能力				
毛利率	69.7%	70.1%	70.8%	71.5%
归母净利率	23.6%	23.8%	24.6%	25.2%
ROE	15.3%	16.1%	17.0%	17.5%
偿债能力				
资产负债率	42.1%	42.9%	43.2%	43.1%
流动比率	1.51	1.53	1.59	1.65
速动比率	0.99	1.03	1.12	1.20
营运能力				
资产周转率	40.0%	40.7%	41.3%	41.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.69	0.79	0.92	1.06
每股经营现金	0.64	1.02	1.22	1.34
估值比率(倍)				
PE	38.1	32.9	28.3	24.7
PB	5.8	5.3	4.8	4.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn