

百润股份(002568)

报告日期: 2025 年 05 月 13 日

预调酒短期承压，关注威士忌新品

——百润股份更新报告

投资要点

- ❑ 24 年营收 30.48 亿元 (-6.61%); 归母净利润 7.19 亿元 (-11.15%)。24Q4 营收 6.62 亿元 (-17.97%); 归母净利润 1.45 亿元 (+0.48%)。25Q1 营收 7.37 亿元 (-8.11%); 归母净利润 1.81 亿元 (+7.03%)。
 - ❑ 公司预调酒业务持续强化“358”品牌定位，推出季节性新品持续焕新，受宏观经济影响，短期承压；公司旗下崂州蒸馏厂是目前国内产能最大、桶陈数量最多的威士忌酒厂，25 年威士忌新品进展有望贡献增量。
 - ❑ 预调酒短期调整，威士忌新品推出
 - 1) 分产品：24 年鸡尾酒（含气泡水等）/食用香精收入 26.77/3.37 亿元，分别同比-7.17%/+6.30%。公司 2025 年 3 月推出“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。强爽系列零糖新品“春雪蜜桃”口味上市；清爽系列 500mL 罐装上新，“春见白桃”口味和“阳光玫瑰葡萄”口味表现较优；微醺系列“青提茉莉”新口味上市表现出色，单品产出跃入口味前三名，“乐橘乌龙”口味持续渗透。
 - 2) 分地区：24 年华北/华东/华南/华西地区分别实现收入 5.56/10.15/9.30/5.13 亿元，同比-7.29%/-6.84%/+0.41%/-12.37%。截至 24 年末华北/华东/华南/华西地区经销商数量为 484/477/623/484 家，同比+4/-93/-3/-4 家。
 - 3) 分渠道：24 年经销/直销收入 21.52/8.62 亿元。同比-13.30%/+19.92%。
 - ❑ 毛利率稳中有升，现金流有所改善
 - 1) 24 年毛/净利率同比+2.97/-1.22pct 至 69.67%/23.50%，25Q1 毛/净利率同比+1.34/+3.68pct 至 69.66%/24.61%。
 - 2) 24 年销售/管理费用率同比+2.92/+0.76pct 至 24.62%/6.68%，25Q1 分别同比-8.13/+1.51pct 至 21.27%/7.37%。
 - 3) 25Q1 末合同负债 0.73 亿元，环比-0.13 亿元，同比+0.05 亿元。
 - 4) 2025Q1 年销售收现 8.90 亿元 (-8.35%)，经营性净现金流 3.36 亿元 (+23.82%)
- 盈利预测及估值**
- 考虑到 24 年收入利润略低于预期，25 年鸡尾酒短期仍或承压，威士忌业务有望贡献一定增量，我们将 25-26 年收入增速调整至 9%、11%（同比，下同），归母净利润增速调整至 11%、15%，预计 27 年收入、归母净利润增速为 13%、14%。当前股价对应 25 年 PE 为 34 倍，维持“买入”评级。
- ❑ **催化剂：**①强爽延续高增势头；②清爽推广超预期；③威士忌新品销售超预期。
 - ❑ **风险提示：**消费恢复不及预期；新品推广不及预期；原材料价格上涨；费用大幅增加；食品安全问题。

投资评级：买入(维持)

分析师：杨骥
 执业证书号：S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

分析师：满静雅
 执业证书号：S1230524100004
 manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥25.48
总市值(百万元)	26,737.92
总股本(百万股)	1,049.37

股票走势图



相关报告

- 1 《预调酒短期承压，期待威士忌赋能》 2024.11.04
- 2 《Q2 业绩符合预期，预调酒短期承压》 2024.08.01
- 3 《短期预调酒增速放缓，威士忌注入长期空间》 2024.05.07

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3048.13	3328.56	3688.04	4156.42
(+/-) (%)	-6.61%	9.20%	10.80%	12.70%
归母净利润	719.14	795.32	913.65	1038.21
(+/-) (%)	-11.15%	10.59%	14.88%	13.63%
每股收益(元)	0.69	0.76	0.87	0.99
P/E	37.19	33.63	29.27	25.76

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3463	3818	4485	5318
现金	1931	2623	3012	3589
交易性金融资产	50	17	22	30
应收账款	260	223	269	312
其它应收款	31	37	38	44
预付账款	18	33	33	35
存货	1043	804	1005	1202
其他	130	81	105	105
非流动资产	4656	5094	5542	5907
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2925	3304	3656	3979
无形资产	480	553	596	628
在建工程	878	877	907	931
其他	373	360	383	369
资产总计	8119	8912	10027	11225
流动负债	2299	2019	2201	2354
短期借款	1042	793	909	915
应付款项	546	522	597	699
预收账款	0	0	0	0
其他	710	704	695	741
非流动负债	1123	1066	1086	1092
长期借款	0	0	0	0
其他	1123	1066	1086	1092
负债合计	3422	3085	3286	3446
少数股东权益	10	10	10	10
归属母公司股东权益	4687	5817	6730	7769
负债和股东权益	8119	8912	10027	11225

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	673	1475	981	1269
净利润	716	795	914	1038
折旧摊销	210	214	250	284
财务费用	26	76	65	61
投资损失	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(68)	140	(20)	72
其它	(210)	252	(225)	(183)
投资活动现金流	(883)	(630)	(677)	(668)
资本支出	(660)	(579)	(617)	(619)
长期投资	1	(1)	0	0
其他	(224)	(50)	(60)	(50)
筹资活动现金流	230	(153)	85	(23)
短期借款	151	(250)	116	6
长期借款	0	0	0	0
其他	78	97	(32)	(29)
现金净增加额	19	692	389	578

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3048	3329	3688	4156
营业成本	924	999	1138	1280
营业税金及附加	177	181	192	227
营业费用	750	806	874	973
管理费用	204	200	184	208
研发费用	100	107	118	133
财务费用	26	76	65	61
资产减值损失	2	(0)	(1)	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
其他经营收益	57	46	46	50
营业利润	923	1010	1167	1327
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	923	1010	1167	1328
所得税	207	215	253	289
净利润	716	795	914	1038
少数股东损益	(3)	0	0	0
归属母公司净利润	719	795	914	1038
EBITDA	1157	1299	1480	1671
EPS（最新摊薄）	0.69	0.76	0.87	0.99

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-6.61%	9.20%	10.80%	12.70%
营业利润	-10.37%	9.39%	15.51%	13.78%
归属母公司净利润	-11.15%	10.59%	14.88%	13.63%
获利能力				
毛利率	69.67%	70.00%	69.14%	69.20%
净利率	23.50%	23.89%	24.77%	24.98%
ROE	16.46%	15.11%	14.54%	14.30%
ROIC	12.37%	12.78%	12.44%	12.31%
偿债能力				
资产负债率	42.15%	34.61%	32.78%	30.70%
净负债比率	36.28%	27.98%	30.45%	30.04%
流动比率	1.51	1.89	2.04	2.26
速动比率	1.05	1.49	1.58	1.75
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.39	0.39	0.39
应收账款周转率	12.81	13.79	15.03	14.33
应付账款周转率	1.77	1.87	2.03	1.98
每股指标(元)				
每股收益	0.69	0.76	0.87	0.99
每股经营现金	0.64	1.40	0.93	1.21
每股净资产	4.47	5.54	6.41	7.40
估值比率				
P/E	37.19	33.63	29.27	25.76
P/B	5.71	4.60	3.97	3.44
EV/EBITDA	24.78	19.23	16.71	14.47

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>