

百润股份 (002568)

积极拥抱新渠道，关注新品节奏

买入 (维持)

2025年05月26日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010
such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书: S0600525040001
guoxd@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030
yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	3,264	3,048	3,499	3,993	4,701
同比 (%)	25.85	(6.61)	14.80	14.11	17.74
归母净利润 (百万元)	809.42	719.14	806.85	970.60	1,181.04
同比 (%)	55.28	(11.15)	12.20	20.30	21.68
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.77	0.69	0.77	0.92	1.13
P/E (现价&最新摊薄)	34.12	38.41	34.23	28.46	23.39

投资要点

- **事件:** 5月24日起公司旗下百利得威士忌、椒语金酒、岭冽伏特加上架歪马平台。
- **酒类即时零售长坡厚雪，歪马全方位优势凸显。** 伴随消费习惯向“即买即饮”转变，即时零售成为关键赛道，通过本地仓配网络，将传统“酒企-经销商-终端-消费者”的四级链路压缩为“酒企-前置仓-消费者”三级甚至两级。可实现核心城市1小时送达。据美团闪购的数据显示，2023年中国酒类即时零售市场规模不到200亿元，渗透率约为1%，2024年已增长至360亿元左右，预计到2027年规模将增长至1000亿元，渗透率达到6%。其中，歪马送酒为美团旗下经营啤酒、白酒、红酒、洋酒四大品类的酒水即时零售品牌，主打自建配送体系给前置仓配货，提供最快15分钟可达的送酒服务。截至2024年底，歪马送酒在全国已经拥有超1000家门店，覆盖广东、江苏、浙江、四川、湖南、上海、北京等多个省市，依靠平台、品牌、规模等全方位优势，在酒类即时零售赛道占据重要一席。
- **积极拥抱新渠道，期待新业态带来新增流量。** 我们认为，公司旗下百利得威士忌、椒语金酒、岭冽伏特加上架歪马平台，是公司在即时零售领域探索新方向的重要一步，有望借用歪马送酒平台的用户资源和高效的配送体系，加强年轻消费群体触达、提升品牌认知，助推烈酒业务放量发展。威士忌产品方面，百利得系列定位“口粮酒、入门款”，价格亲民，快消品经销商较多，终端门店中便利店、零食量贩占比高，崆州系列（单一麦芽）强调品质与独特性，预计25Q2起陆续发货，优先在消费基础强的华南区域（广东、福建）铺开，后续持续关注新品铺货进展及动销反馈。
- **盈利预测与投资评级:** 展望全年，预调酒业务方面，将继续打造358度产品矩阵，强爽维持势能、微醺/清爽实现有策略的放量，同时预计开发8~20度新品满足强酒感度客户需求，预计亦有望带来一定增量贡献，全年目标力争实现正增长；威士忌业务方面，25年3月推出“百利得”单一调和威士忌22和66，预计Q2开始“崆州”单一麦芽威士忌系列逐步发货，当前威士忌招商进展顺利，锚定全年目标奋进。我们维持2025-2027年营收为35、40、47亿元，同比+15%、+14%、+18%，归母净利润为8.1、9.7、11.8亿元，同比+12%、+20%、+22%，对应PE为34、28、23倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 预调酒销售不及预期、新品威士忌渠道拓展和动销可能低于预期、食品安全问题。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.32
一年最低/最高价	15.00/31.70
市净率(倍)	5.89
流通A股市值(百万元)	18,897.33
总市值(百万元)	27,619.39

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.47
资产负债率(% ,LF)	41.18
总股本(百万股)	1,049.37
流通A股(百万股)	717.98

相关研究

《百润股份(002568): 2024 年报及 2025 年一季报业绩点评: 全年业绩符合预期，期待威士忌动能释放》

2025-04-29

《百润股份(002568): 威士忌起航加速，贡献成长新动能》

2025-02-21

图1: 歪马送酒平台“小酒伴特调套餐”



数据来源: 崧州蒸馏厂公众号、东吴证券研究所

图2: 歪马送酒平台“小酒伴特调套餐”



数据来源: 崧州蒸馏厂公众号、东吴证券研究所

百润股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,463	4,289	5,313	6,675	营业总收入	3,048	3,499	3,993	4,701
货币资金及交易性金融资产	1,981	3,153	4,068	5,275	营业成本(含金融类)	924	1,048	1,172	1,345
经营性应收款项	279	221	253	297	税金及附加	177	193	220	259
存货	1,043	747	819	921	销售费用	750	861	963	1,120
合同资产	0	0	0	0	管理费用	204	227	260	306
其他流动资产	160	168	173	181	研发费用	100	115	132	150
非流动资产	4,656	4,626	4,634	4,593	财务费用	26	24	6	12
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	57	14	16	19
固定资产及使用权资产	2,935	2,716	2,534	2,302	投资净收益	2	2	0	0
在建工程	878	1,078	1,278	1,478	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	480	473	466	459	减值损失	(2)	(2)	(1)	(1)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	16	16	16	16	营业利润	923	1,044	1,256	1,528
其他非流动资产	346	343	340	337	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	8,119	8,915	9,947	11,267	利润总额	923	1,044	1,256	1,528
流动负债	2,299	2,292	2,357	2,501	减:所得税	207	240	289	351
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,241	1,241	1,241	1,241	净利润	716	804	967	1,176
经营性应付款项	546	488	514	589	减:少数股东损益	(3)	(3)	(4)	(5)
合同负债	87	94	94	94	归属母公司净利润	719	807	971	1,181
其他流动负债	424	468	508	576	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.69	0.77	0.92	1.13
非流动负债	1,123	1,123	1,123	1,123	EBIT	947	1,054	1,247	1,522
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,163	1,387	1,593	1,968
应付债券	1,053	1,053	1,053	1,053	毛利率(%)	69.67	70.05	70.66	71.40
租赁负债	9	9	9	9	归母净利率(%)	23.59	23.06	24.31	25.12
其他非流动负债	61	61	61	61	收入增长率(%)	(6.61)	14.80	14.11	17.74
负债合计	3,422	3,414	3,479	3,624	归母净利润增长率(%)	(11.15)	12.20	20.30	21.68
归属母公司股东权益	4,687	5,494	6,464	7,645					
少数股东权益	10	7	3	(2)					
所有者权益合计	4,697	5,501	6,467	7,644					
负债和股东权益	8,119	8,915	9,947	11,267					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	673	1,527	1,321	1,664	每股净资产(元)	4.30	5.07	5.99	7.12
投资活动现金流	(883)	(302)	(354)	(404)	最新发行在外股份(百万股)	1,049	1,049	1,049	1,049
筹资活动现金流	230	(53)	(53)	(53)	ROIC(%)	11.32	10.96	11.58	12.53
现金净增加额	19	1,172	915	1,208	ROE-摊薄(%)	15.34	14.69	15.02	15.45
折旧和摊销	216	333	346	445	资产负债率(%)	42.15	38.30	34.98	32.16
资本开支	(836)	(303)	(353)	(403)	P/E(现价&最新股本摊薄)	38.41	34.23	28.46	23.39
营运资本变动	(259)	337	(45)	(11)	P/B(现价)	6.12	5.19	4.39	3.70

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>