

分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

预调酒产品结构优化，盈利突出

——百润股份(002568)业绩点评

证券研究报告-年报点评

谨慎增持(维持)

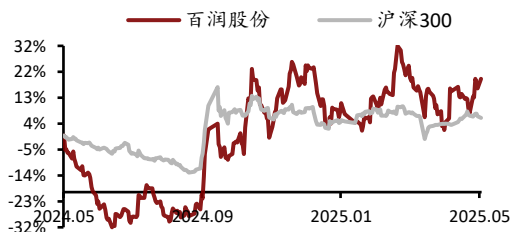
市场数据(2025-05-26)

收盘价(元)	27.09
一年内最高/最低(元)	29.72/15.26
沪深 300 指数	3,860.11
市净率(倍)	6.06
流通市值(亿元)	194.50

基础数据(2025-03-31)

每股净资产(元)	4.47
每股经营现金流(元)	0.32
毛利率(%)	69.66
净资产收益率_摊薄(%)	3.73
资产负债率(%)	41.18
总股本/流通股(万股)	104,936.90/71,798.38
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《百润股份(002568)季报点评：销售增长转负，广告等销售投入大》 2024-12-12

《百润股份(002568)中报点评：预调酒短期承压，销售费率升高》 2024-08-02

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

- 公司发布 2024 年年报以及 2025 年一季报：2024 年，公司实现营业收入 30.48 亿元，同比增加-6.61%；实现归母扣非净利润 6.72 亿元，同比减少-13.65%。2024 年第四季度，公司实现营业收入 6.62 亿元，同比增加-17.97%；实现归母扣非净利润 1.11 亿元，同比增加-14%。2025 年一季度，公司实现营业收入 7.37 亿元，同比增加-8.11%；实现归母扣非净利润 1.78 亿元，同比增加 10.39%。
- 2023 年四季度以来，销售收入累计五个季度同比下降。收入权重较大的预调酒收入下降是其主要原因，食用香精的收入保持稳定增长。20234Q、20241Q、20242Q、20243Q、20244Q 及 20251Q 的收入分别同比增-14.9%、5.51%、-7.25%、-5.95%、-17.97%、-8.11%。收入权重较大的预调酒收入下降是其主要原因，食用香精的收入保持稳定增长。2024 年，预调酒录得收入 26.77 亿元，同比降 7.17%，增幅较上年减少 34.93 个百分点；食用香精录得收入 3.37 亿元，同比增 6.3%，增幅较上年减少 6.88 个百分点。截至 2024 年，预调酒销售占比 87.83%，食用香精销售占比 11.04%。
- 线下渠道的销售额仅微降，即饮和数字零售的销售额降幅较大。2024 年，线下、即饮和数字零售各大渠道的销售额分别同比下降 1.48%、43.58%和 30.75%。商超、便利店等线下渠道的预调酒销售受到较小的冲击，而夜店等即饮消费场景受到影响较大。此外，经销商数量减少也是另外一个原因：2024 年末经销商数量减至 2068 个，较年初减少 4%，其中华东市场的经销商减少 16%。由于经销商数量减少，导致 2024 年的经销销售额同比下降 13.3%。我们预计夜店等娱乐场所闭店是经销商数量减少的主要原因。
- 预调酒的盈利情况好于收入：2024 年，预调酒的销量减少，但产品结构提升，推动预调酒的毛利率进一步上升。2025 年一季度的毛利率进一步升高。2024 年，公司销售预调酒 3237.82 万箱，同比减少 8.81%，但产品均价同比提升 1.79%，预调酒的消费结构优化。在产品结构提升的推动下，预调酒录得毛利率 70.03%，同比升高 2.42

个百分点。此外，本期食用香精的毛利率同比升高 1.48 个百分点至 69.12%。20251Q，公司的综合毛利率进一步同比升高 1.34 个百分点至 69.66%。

- **2024 年销售期间费用率较高，导致毛利率上升的情况下净利率下滑。2025 年一季度，在控费的努力下净利率升高。**2024 年的销售、管理和财务费率均同比升高，导致销售期间费用率达到 35.45%，同比升高 4.51 个百分点。在毛利率上升的情况下，由于费用率升高，2024 年的净利率下滑 1.22 个百分点至 23.50%。2025 年一季度费用率下降较快，同比下降 6.18 个百分点，从而推动本期净利率同比上升 3.68 个百分点。
- **公司目前正在发展烈酒业务，并且在 2025 年一季度已经形成一定的收入。**烈酒板块的加入使得公司经营更为多元化，烈酒与预调酒共享资源、协同发展，互为补充，有望成为公司增长的第二引擎。公司烈酒业务以“重点发展威士忌，占位高品质烈酒，成为中国本土威士忌行业龙头”为战略指引。2024 年，公司烈酒基地升级项目按计划正常推进，持续进行高品质威士忌的生产和陈酿工作，桶陈数量不断提高。2024 年 12 月 16 日峡州蒸馏厂正式灌注第四十万只陈酿桶，本次特别选用具有创新精神的蒙古栎新桶，以中国独有的橡木树种承载独特的中国风土特质，将东方风韵融入威士忌风味。随着威士忌陈酿熟成项目建成并投入使用，公司将具备 100 万只橡木桶的桶陈与管理能力。2024 年，公司首发两款威士忌产品：“峡州”单一麦芽威士忌和“百利得”单一调和威士忌。2025 年一季度，烈酒开始实现少量营收。
- **投资评级：**我们预测公司 2025、2026、2027 年的每股收益为 0.78 元、0.93 元和 1.07 元，参照 5 月 26 日收盘价 27.09 元，对应的市盈率分别为 34.65 倍、29.13 倍和 25.28 倍，维持公司“谨慎增持”评级。

风险提示：娱乐消费场景减少，公司产品的主要销售渠道受到持续冲击；威士忌系列的市场接受度仍需要观察。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,264	3,048	3,460	3,795	4,129
增长比率（%）	25.85	-6.61	13.50	9.70	8.80
净利润（百万元）	809	719	821	976	1,125
增长比率（%）	55.28	-11.15	14.09	18.95	15.24
每股收益(元)	0.77	0.69	0.78	0.93	1.07
市盈率(倍)	35.12	39.53	34.65	29.13	25.28

资料来源：中原证券研究所，聚源

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,048	3,463	3,723	4,055	4,742
现金	1,879	1,931	1,893	1,997	2,387
应收票据及应收账款	216	260	316	367	410
其他应收款	33	31	35	37	39
预付账款	38	18	27	30	34
存货	780	1,043	1,243	1,385	1,609
其他流动资产	104	180	211	239	263
非流动资产	4,063	4,656	5,192	5,651	5,981
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,564	2,925	3,186	3,354	3,442
无形资产	493	480	534	628	693
其他非流动资产	1,007	1,251	1,472	1,669	1,847
资产总计	7,111	8,119	8,915	9,707	10,723
流动负债	1,999	2,299	2,564	2,777	3,126
短期借款	891	1,042	1,162	1,242	1,462
应付票据及应付账款	499	546	604	660	720
其他流动负债	609	710	798	875	943
非流动负债	1,069	1,123	1,192	1,220	1,253
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,069	1,123	1,192	1,220	1,253
负债合计	3,068	3,422	3,756	3,997	4,379
少数股东权益	0	10	7	4	0
股本	1,050	1,049	1,049	1,049	1,049
资本公积	1,744	1,728	1,728	1,728	1,728
留存收益	1,349	2,068	2,533	3,087	3,725
归属母公司股东权益	4,044	4,687	5,152	5,705	6,343
负债和股东权益	7,111	8,119	8,915	9,707	10,723

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	562	673	1,012	1,291	1,423
净利润	807	716	818	973	1,121
折旧摊销	188	216	278	335	389
财务费用	49	40	75	77	81
投资损失	0	-2	0	0	0
营运资金变动	-515	-259	-159	-95	-169
其他经营现金流	33	-37	0	0	0
投资活动现金流	-1,104	-883	-813	-794	-719
资本支出	-1,104	-836	-817	-789	-714
长期投资	0	-50	0	0	0
其他投资现金流	1	3	4	-5	-5
筹资活动现金流	-128	230	-237	-392	-314
短期借款	447	151	120	80	220
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1	-16	0	0	0
其他筹资现金流	-573	95	-357	-472	-534
现金净增加额	-669	19	-38	105	390

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,264	3,048	3,460	3,795	4,129
营业成本	1,087	924	1,065	1,160	1,259
营业税金及附加	177	177	187	190	198
营业费用	708	750	865	896	929
管理费用	193	204	235	247	264
研发费用	106	100	114	125	132
财务费用	2	26	29	34	37
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	36	57	59	57	58
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,025	923	1,022	1,200	1,367
营业外收入	4	2	3	4	5
营业外支出	1	2	3	3	5
利润总额	1,028	923	1,022	1,201	1,367
所得税	221	207	204	228	246
净利润	807	716	818	973	1,121
少数股东损益	-3	-3	-3	-3	-4
归属母公司净利润	809	719	821	976	1,125
EBITDA	1,215	1,163	1,329	1,570	1,793
EPS (元)	0.77	0.69	0.78	0.93	1.07

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	25.85	-6.61	13.50	9.70	8.80
营业利润 (%)	57.38	-9.88	10.66	17.48	13.87
归属母公司净利润 (%)	55.28	-11.15	14.09	18.95	15.24
获利能力					
毛利率 (%)	66.70	69.67	69.21	69.44	69.51
净利率 (%)	24.80	23.59	23.72	25.72	27.24
ROE (%)	20.02	15.34	15.93	17.11	17.73
ROIC (%)	13.49	10.49	11.04	12.09	12.57
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.14	42.15	42.13	41.18	40.84
净负债比率 (%)	75.87	72.85	72.80	70.01	69.03
流动比率	1.53	1.51	1.45	1.46	1.52
速动比率	1.06	0.99	0.89	0.88	0.92
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.40	0.41	0.41	0.40
应收账款周转率	19.06	12.81	12.01	11.12	10.63
应付账款周转率	2.20	1.77	1.85	1.84	1.82
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.77	0.69	0.78	0.93	1.07
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.54	0.64	0.96	1.23	1.36
每股净资产 (最新摊薄)	3.85	4.47	4.91	5.44	6.04
估值比率					
P/E	35.12	39.53	34.65	29.13	25.28
P/B	7.03	6.07	5.52	4.98	4.48
EV/EBITDA	21.30	25.60	21.81	18.47	16.09

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅—10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅—10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅—15% 至—10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。