



百润股份 (002568.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

业绩高基数承压，期待新品催化

业绩简评

8月26日公司发布半年报，25H1实现营收14.89亿元，同比-8.56%；归母净利润3.89亿元，同比-3.32%；扣非归母净利润3.56亿元，同比-9.04%。其中25Q2实现营收7.52亿元，同比-8.98%；归母净利润2.08亿元，同比-10.85%；扣非归母净利润1.78亿元，同比-22.61%，业绩符合预期。

经营分析

预调酒持续承压，威士忌符合预期。1) 分产品：25H1酒类/香精香料/其他收入分别为12.97/1.69/0.23亿元，同比-9.35%/-3.91%/+6.28%。单拆Q2来看，强爽、清爽高基数下增长承压，微醺在新口味和品宣活动支持下，预计实现增长。烈酒集中在Q2进行首轮铺市，预计贡献部分收入。2) 分渠道：25H1线上/线下渠道分别实现收入1.55/13.11亿元，同比-0.57%/-9.63%。线上渠道持续优化盈利结构，线下大盘受预调酒调整承压。3) 分地区：华南等沿海区域受益威士忌铺市实现增长，华东大本营受主业影响下滑幅度较大，华东/华南/华西/华北25H1收入分别-4.73%/+3.09%/-23.05%/-21.43%，经销商目前2268家，较年初净增加200个。

原料成本下行，费率控制得当。25Q2公司毛利率/净利率为71.00%/27.62%，同比-0.79pct/-0.58pct。1) 25H1酒类产品/食用香精毛利率分别为70.48%/70.75%，同比-0.08pct/+2.01pct，酒类毛利率基本持平，其中原料成本下降对冲结构影响。2) 25Q2销售费率为19.17%，同比-0.35pct，系威士忌等新品宣发活动聚焦在下半年开展。同期管理/研发/财务费率分别+1.59%/-0.24%/-0.38pct。

预调酒加快创新节奏，威士忌延伸第二增长极。产品端，预调酒持续推新口味、进行包装升级，今年新推玻璃瓶轻享和果冻酒系列，H2基数压力减轻收入有望恢复增长。威士忌两大子品牌均已上市，涵盖不同风味及价格带，H2有望通过广告投放强化消费者教育，促进终端动销提速。

盈利预测、估值与评级

预计25-27年公司归母利润为8.2/9.9/11.7亿元，分别同比+13%/22%/17%，对应PE为37x/30x/26x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险、市场竞争加剧风险、新品销售不及预期风险

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君 (执业 S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 28.81元

相关报告：

1.《百润股份公司点评：主业需求有待修复，期待第二曲线放量》，2025.4.29

2.《百润股份公司点评：预调酒增长承压，期待烈酒新品上市》，2024.10.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,264	3,048	3,361	3,903	4,473
营业收入增长率	25.85%	-6.61%	10.26%	16.12%	14.61%
归母净利润(百万元)	809	719	815	993	1,165
归母净利润增长率	55.28%	-11.15%	13.34%	21.83%	17.31%
摊薄每股收益(元)	0.771	0.685	0.777	0.946	1.110
每股经营性现金流净额	0.54	0.64	1.18	1.22	1.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.02%	15.34%	15.71%	17.24%	17.91%
P/E	31.92	40.87	37.09	30.45	25.95
P/B	6.39	6.27	5.83	5.25	4.65

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）							
主营业务收入	2,593	3,264	3,048	3,361	3,903	4,473	货币资金	2,532	1,879	1,931	2,344	2,414	2,445	
增长率	25.9%	-6.6%	10.3%	16.1%	14.6%		应收账款	161	248	291	267	273	306	
主营业务成本	-939	-1,087	-924	-1,036	-1,184	-1,326	存货	535	780	1,043	1,022	1,200	1,381	
%销售收入	36.2%	33.3%	30.3%	30.8%	30.3%	29.7%	其他流动资产	53	142	198	211	226	240	
毛利	1,654	2,177	2,124	2,325	2,719	3,147	流动资产	3,282	3,048	3,463	3,844	4,112	4,373	
%销售收入	63.8%	66.7%	69.7%	69.2%	69.7%	70.3%	%总资产	50.8%	42.9%	42.7%	43.0%	42.8%	42.8%	
营业税金及附加	-162	-177	-177	-195	-226	-259	长期投资	30	30	29	29	29	29	
%销售收入	6.3%	5.4%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	固定资产	2,500	3,143	3,803	4,184	4,537	4,862	
销售费用	-626	-708	-750	-773	-898	-1,029	%总资产	38.7%	44.2%	46.8%	46.8%	47.2%	47.5%	
%销售收入	24.1%	21.7%	24.6%	23.0%	23.0%	23.0%	无形资产	408	510	497	566	605	644	
管理费用	-173	-193	-204	-218	-230	-259	非流动资产	3,177	4,063	4,656	5,099	5,491	5,855	
%销售收入	6.7%	5.9%	6.7%	6.5%	5.9%	5.8%	%总资产	49.2%	57.1%	57.3%	57.0%	57.2%	57.2%	
研发费用	-86	-106	-100	-101	-105	-121	资产总计	6,458	7,111	8,119	8,943	9,603	10,227	
%销售收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.0%	2.7%	2.7%	短期借款	451	897	1,241	1,516	1,442	1,157	
息税前利润(EBIT)	607	993	892	1,038	1,260	1,478	应付款项	582	587	620	709	810	909	
%销售收入	23.4%	30.4%	29.3%	30.9%	32.3%	33.0%	其他流动负债	652	514	437	445	507	574	
财务费用	-1	-2	-26	-27	-24	-19	流动负债	1,685	1,999	2,299	2,670	2,759	2,641	
%销售收入	0.0%	0.1%	0.9%	0.8%	0.6%	0.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	0	-3	-2	0	0	0	其他长期负债	1,007	1,069	1,123	1,076	1,074	1,073	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	2,692	3,068	3,422	3,746	3,833	3,714	
投资收益	0	0	2	1	0	0	普通股股东权益	3,764	4,044	4,687	5,187	5,761	6,506	
%税前利润	0.0%	0.0%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	其中：股本	1,050	1,050	1,049	1,049	1,049	1,049	
营业利润	651	1,025	923	1,061	1,286	1,509	未分配利润	806	997	1,697	2,198	2,771	3,516	
营业利润率	25.1%	31.4%	30.3%	31.6%	32.9%	少数股东权益	2	0	10	9	9	8		
营业外收支	0	3	0	3	3	负债股东权益合计	6,458	7,111	8,119	8,943	9,603	10,227		
税前利润	651	1,028	923	1,064	1,289	1,512								
利润率	25.1%	31.5%	30.3%	31.7%	33.0%	33.8%								
所得税	-130	-221	-207	-250	-296	-348								
所得税率	20.0%	21.5%	22.4%	23.5%	23.0%	23.0%								
净利润	521	807	716	814	992	1,164								
少数股东损益	0	-3	-3	-1	-1	-1								
归属于母公司的净利润	521	809	719	815	993	1,165								
净利率	20.1%	24.8%	23.6%	24.3%	25.4%	26.0%								
现金流量表（人民币百万元）							比率分析							
2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		
净利润	521	807	716	814	992	1,164	每股指标							
少数股东损益	0	-3	-3	-1	-1	-1	每股收益	0.496	0.771	0.685	0.777	0.946	1.110	
非现金支出	161	191	217	230	258	286	每股净资产	3.584	3.853	4.466	4.943	5.489	6.200	
非经营收益	24	79	-1	67	70	67	每股经营现金净流	0.860	0.536	0.641	1.182	1.224	1.386	
营运资金变动	198	-515	-259	129	-36	-63	每股股利	0.400	1.100	0.500	0.300	0.400	0.400	
经营活动现金净流	903	562	673	1,240	1,285	1,454								
资本开支	-624	-1,104	-836	-670	-647	-647	回报率							
投资	0	0	-50	0	0	0	净资产收益率	13.85%	20.02%	15.34%	15.71%	17.24%	17.91%	
其他	-11	1	3	1	0	0	总资产收益率	8.07%	11.38%	8.86%	9.11%	10.34%	11.39%	
投资活动现金净流	-635	-1,104	-883	-669	-647	-647	投入资本收益率	9.34%	13.08%	9.90%	10.23%	11.74%	13.05%	
股权筹资	71	0	14	0	0	0	增长率							
债权筹资	450	450	341	230	-73	-285	主营业务收入增长率	-0.04%	25.85%	-6.61%	10.26%	16.12%	14.61%	
其他	-596	-578	-124	-386	-493	-489	EBIT增长率	-21.70%	63.53%	-10.18%	16.37%	21.35%	17.34%	
筹资活动现金净流	-75	-128	230	-156	-566	-774	净利润增长率	-21.74%	55.28%	-11.15%	13.34%	21.83%	17.31%	
现金净流量	196	-669	19	415	72	33	总资产增长率	14.50%	10.11%	14.17%	10.15%	7.38%	6.50%	

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	7	31
增持	0	0	3	6	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.75	1.57	1.09

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-10-27	买入	25.77	N/A
2	2024-01-27	买入	22.73	N/A
3	2024-04-26	买入	19.91	N/A
4	2024-07-30	买入	16.06	N/A
5	2024-10-30	买入	21.95	N/A
6	2025-04-29	买入	23.94	N/A

来源：国金证券研究所

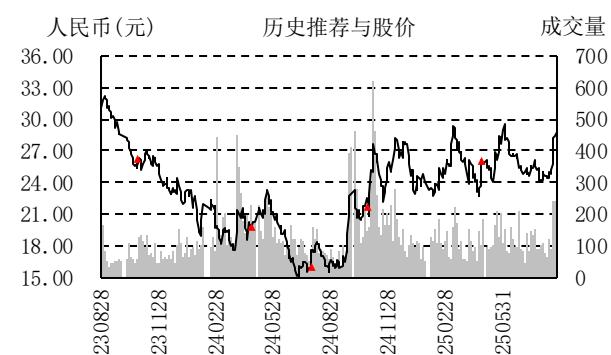
市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-15%；

中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究