食品饮料

2025 年 08 月 26 日

百润股份 (002568)

——25Q2 点评：预调酒业务持续调整 未来关注新品表现

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据： 2025 年 08 月 26 日

收盘价（元）	28.81
一年内最高/最低（元）	31.70/15.38
市净率	6.4
股息率%（分红/股价）	1.04
流通 A 股市值（百万元）	20,823
上证指数/深证成指	3,868.38/12,473.17

注："股息率"以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 06 月 30 日

每股净资产（元）	4.37
资产负债率%	42.77
总股本/流通 A 股(百万)	1,049/723
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《百润股份（002568）点评：25Q1 业绩符合预期 关注威士忌后续动销表现》 2025/04/29

《百润股份（002568）点评：预调酒业务承压 关注威士忌业务表现》 2024/11/04

证券分析师

周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
严泽楠 A0230524090001
yanzn@swsresearch.com

联系人

严泽楠
(8621)23297818×
yanzn@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年半年报，25H1 公司实现营业收入 14.89 亿，同比-8.56%，归母净利润 3.89 亿，同比-3.32%，单 25Q2，公司实现营业收入 7.52 亿，同比-8.98%，归母净利润 2.08 亿，同比-10.85%，扣非净利润 1.78 亿，同比-22.6%。公司收入及净利润表现符合预期。
- **投资评级与估值：**考虑到威士忌业务刚处于起步阶段，还需关注后续动销表现，而预调酒业务短期尚需时间调整，因此下调盈利预测，预测 2025~2027 年公司分别实现归母净利润 7.03、7.73、8.39 亿（前次为 8.09、9.10、10.22 亿），分别同比增长-2.2%、9.9%、8.6%，当前股价对应 2025~2027 年的 PE 分别为 43x、39x、36x，维持增持评级。百润在预调酒行业品牌先发优势明显，研发实力强劲，高管团队在预调酒领域耕耘二十年，行业经验丰富，公司香精和基酒业务与预调酒业务形成有效协同，而产品端自 22 年以来，公司"358"产品矩阵实现突破性发展，二、三级引擎逐渐成形。2025Q1 公司威士忌产品正式上市，若运作得当，那么有望打开新的增长点。
- **预调酒业务下滑拖累收入表现。**根据公司公告，25H1 公司酒类产品实现收入 12.97 亿，同比-9.35%，其中我们预计预调酒业务同比双位数下降，主因去年基数较高，面对不利的环境，公司于 6 月推出果冻酒，受到消费者的广泛喜爱，我们预计下半年随着新品贡献提升，预调酒业务的收入表现有望环比改善。烈酒业务，公司于今年 3 月、6 月正式发布了"百利得"单一调和威士忌系列产品和"峡州"单一麦芽威士忌系列产品，累计推出 10 个以上的 SKU，峡州威士忌流通产品矩阵初具规模。展望未来，烈酒业务发展的核心痛点在于消费者培育，尤其是年轻消费者的获取，伴随公司产品矩阵的丰富，体验式营销触达的范围扩大，威士忌业务还有发展的空间。
- **2025Q2 归母净利率同比下降 0.58pct 到 27.62%。**25Q2 公司毛利率为 71%，同比下降 0.79pct，其中酒类产品毛利率同比下降 0.08pct 到 70.48%，预计主因产品结构变化，威士忌产品上市初期毛利率较低。费用端，销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.17%/8.05%/2.79%/0.78%，分别同比-0.35/+1.59/+0.24/-0.38pct。管理费用率提升主因威士忌业务带来的折旧摊销增加。
- **核心假设风险：**新进入者众多导致竞争格局恶化。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3,048	1,489	2,792	3,018	3,239
同比增长率（%）	-6.6	-8.6	-8.4	8.1	7.3
归母净利润（百万元）	719	389	703	773	839
同比增长率（%）	-11.2	-3.3	-2.2	9.9	8.6
每股收益（元/股）	0.69	0.38	0.67	0.74	0.80
毛利率（%）	69.7	70.3	69.9	70.0	70.1
ROE（%）	15.3	8.2	14.3	14.8	15.1
市盈率	42		43	39	36

注：　"净资产收益率"是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,264	3,048	2,792	3,018	3,239
其中：营业收入	3,264	3,048	2,792	3,018	3,239
减：营业成本	1,087	924	841	905	968
减：税金及附加	177	177	162	171	183
主营业务利润	2,000	1,947	1,789	1,942	2,088
减：销售费用	708	750	642	694	745
减：管理费用	193	204	181	184	194
减：研发费用	106	100	92	100	107
减：财务费用	2	26	34	37	30
经营性利润	991	867	840	927	1,012
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-3	-2	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	0	0	0	0	0
加：投资收益及其他	36	59	57	57	57
营业利润	1,025	923	896	984	1,069
加：营业外净收入	3	0	0	0	0
利润总额	1,028	923	896	984	1,069
减：所得税	221	207	193	212	230
净利润	807	716	703	773	839
少数股东损益	-3	-3	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	809	719	703	773	839

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。