

百润股份 (002568.SZ)

强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料
目标估值: NA
当前股价: 27.95 元

Q2 业绩阶段性承压, H2 有望走出调整

公司发布 25 年半年报, 25Q2 单季度实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 7.5 亿元/2.1 亿元/1.8 亿元, 同比-9.0%/-10.9%/-22.6%, 微醺表现较好, 强爽占比稳定, 威士忌开始全面铺货。毛利略降, 盈利能力稳定。预调酒走出调整, 威士忌营销强化。

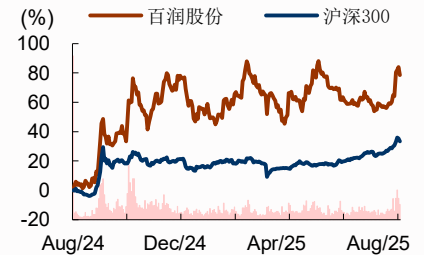
- Q2 收入/利润-9%/-11%符合预期, 回款大幅增长。25H1 实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 14.9 亿元/3.9 亿元/3.6 亿元, 同比-8.6%/-3.3%/-9.0%, 25Q2 单季度实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 7.5 亿元/2.1 亿元/1.8 亿元, 同比-9.0%/-10.9%/-22.6% (主要系 25Q2 政府补助增加所致)。25Q2 现金回款 8.7 亿元, yoy+32.7%, 回款大幅增长, 经营净现金流 1.55 亿, 同比+605%, 期末合同负债余额为 0.8 亿元 (yoy+8.5%)。
- 微醺表现较好, 强爽占比稳定, 威士忌开始全面铺货。分产品来看, 25H1 公司酒类/食用香精收入 13.0 亿元/1.7 亿元, 同比-9.3%/-3.9%, 其中预调酒销售 1,503 万箱 (yoy-12.7%), 均价略有提升。H1 强爽/微醺/清爽及其他占 50%/30%/20%, 微醺较好, 强爽稳定, 清爽果冻酒线上首批 10 万箱短期售罄、下半年开启线下铺货。轻享定位“闺蜜的小酒”, 主要购买者为女性, 面向闺蜜分享等甜蜜场景, 预计下半年能为公司提供 10%左右的收入贡献。预调酒今年不把收入作为最重要经营目标, 重点在于提升健康度, 优化渠道库存 (当下同比下降明显)。此外, 公司威士忌产品已累计 10 个以上 SKU, 25 年 6 月嵊州蒸馏厂累计灌桶数已达 50 万桶, 威士忌业务有序推进。分渠道来看, 25H1 线下/数字零售渠道收入 13.1 亿元/1.5 亿元, 同比-9.6%/-0.6%。
- 毛利略降, 盈利能力稳定。25Q2 公司实现毛利率水平 71.0% (yoy-0.8pct), 主要系产品结构调整及商业折扣原因。费用端, 25Q2 销售/管理费用率分别为 19.2% (yoy-0.4pct) /8.0% (yoy+1.6pct), 25Q2 归母净利率达 27.6% (yoy-0.4pct), 盈利能力基本维持稳定, 展望 H2 公司费用率预计稳定, 烈酒费用投入会略有增加。
- 投资建议: 预调酒走出调整, 威士忌营销强化, 重申“强烈推荐”。预调酒业务走出调整, 库存明显下降, 8 月以来公司动销数据已大幅改善, 新品催化+经销商补库+高校开学季助推产品销售。威士忌业务网点扩张稳步推进, 下半年营销强化, 线上+线下联动。看好公司 H2 业绩逐步加速, 我们略调整 25-27 年 EPS 预测 0.78、0.92、1.07 元, 当前股价对应 25 年 36X PE, 继续维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 新品推广不及预期, 行业竞争阶段性加剧, 原材料成本上涨。

基础数据

总股本 (百万股)	1049
已上市流通股 (百万股)	723
总市值 (十亿元)	29.3
流通市值 (十亿元)	20.2
每股净资产 (MRQ)	4.5
ROE (TTM)	14.8
资产负债率	42.8%
主要股东	刘晓东
主要股东持股比例	40.56%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	18	80
相对表现	5	6	46



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《百润股份 (002568) 一悦已消费驱动威士忌放量, 开元者引领国威启航》2025-08-13
- 《百润股份 (002568) 一预调酒企稳, 威士忌扬帆起航》2025-04-30
- 《百润股份 (002568) 一预调酒下滑, 费用率上升》2024-10-31

陈书慧 S1090523010003
chen shuhui@cmschina.com.cn
刘成 S1090523070012
liucheng5@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3264	3048	3406	3874	4440
同比增长	25.9%	-6.6%	11.8%	13.7%	14.6%
营业利润(百万元)	1025	923	1017	1211	1412
同比增长	57.4%	-9.9%	10.1%	19.1%	16.6%
归母净利润(百万元)	809	719	818	966	1119
同比增长	55.3%	-11.2%	13.7%	18.1%	15.9%
每股收益(元)	0.77	0.69	0.78	0.92	1.07

PE	36.2	40.8	35.9	30.4	26.2
PB	7.3	6.3	5.7	5.3	4.6

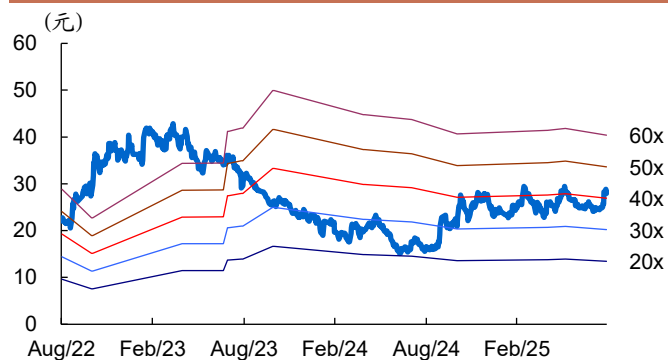
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 季度拆分表

百万元, 元, %	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	2023	2024
一、营业总收入	806	807	802	826	758	662	737	752	3264	3048
二、营业总成本	524	638	607	528	520	530	499	501	2276	2184
其中：营业成本	251	273	254	233	226	211	224	218	1087	924
营业税金及附加	36	46	43	47	40	47	39	52	177	177
营业费用	164	213	236	161	178	176	157	144	708	750
管理费用	47	67	47	53	47	57	54	61	193	204
研发费用	26	33	24	21	23	32	23	21	106	100
财务费用	-1	3	3	10	6	7	6	6	2	26
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
三、其他经营收益	9	19	11	3	3	42	3	36	37	59
其它收益	9	19	11	2	2	42	3	36	36	57
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	1	1	0	0	0	0	2
四、营业利润	291	187	206	301	241	175	240	287	1025	923
加：营业外收入	1	1	0	0	1	1	2	3	4	2
减：营业外支出	0	0	0	0	1	1	0	0	1	2
五、利润总额	292	188	206	302	240	175	242	290	1028	923
减：所得税	67	44	39	70	69	30	61	82	221	207
六、净利润	225	143	168	232	172	145	181	208	807	716
减：少数股东损益	-1	-1	-2	-1	0	0	0	0	-3	-3
七、归属母公司所有者净利润	226	144	169	233	172	145	181	208	809	719
EPS	0.22	0.14	0.16	0.22	0.16	0.14	0.17	0.20		
主要比率										
毛利率	68.8%	66.2%	68.3%	71.8%	70.2%	68.1%	69.7%	71.0%	66.7%	69.7%
主营税金率	4.5%	5.7%	5.4%	5.7%	5.3%	7.1%	5.3%	6.9%	5.4%	5.8%
营业费率	20.3%	26.4%	29.4%	19.5%	23.5%	26.5%	21.3%	19.2%	21.7%	24.6%
管理费率	5.9%	8.4%	5.9%	6.5%	6.2%	8.6%	7.4%	8.0%	5.9%	6.7%
营业利润率	36.2%	23.2%	25.7%	36.5%	31.8%	26.4%	32.6%	38.2%	31.4%	30.3%
实际税率	22.9%	23.7%	18.7%	23.3%	28.7%	17.2%	25.2%	28.3%	21.5%	22.4%
净利率	28.1%	17.9%	21.1%	28.2%	22.7%	21.9%	24.6%	27.6%	24.8%	23.6%
同比增长率										
收入增长率	32.5%	-14.9%	5.5%	-7.3%	-6.0%	-18.0%	-8.1%	-9.0%	-4.2%	-6.6%
营业利润增长率	176.8%	-31.8%	-15.3%	-0.4%	-17.3%	-6.6%	16.6%	-4.8%	-7.9%	-9.9%
净利润增长率	169.0%	-33.4%	-9.8%	-7.3%	-24.0%	0.5%	7.0%	-10.9%	-8.2%	-11.2%

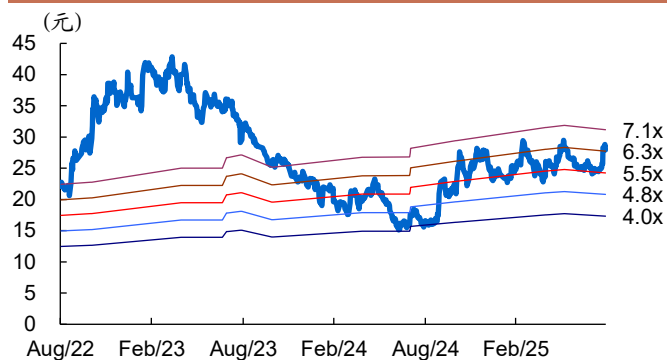
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 百润股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 百润股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《百润股份（002568）—悦己消费驱动威士忌放量，开元者引领国威启航》
2025-08-13
- 2、《百润股份（002568）—预调酒企稳，威士忌扬帆起航》 2025-04-30
- 3、《百润股份（002568）—预调酒下滑，费用率上升》 2024-10-31

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3048	3463	2908	3231	3679
现金	1879	1931	1224	1361	1544
交易性投资	0	50	50	50	50
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	216	260	278	317	363
其它应收款	33	31	34	39	45
存货	780	1043	1156	1276	1463
其他	142	148	166	188	215
非流动资产	4063	4656	4953	5230	5489
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2564	2925	3273	3596	3896
无形资产商誉	493	480	432	389	350
其他	1007	1251	1247	1245	1243
资产总计	7111	8119	7861	8461	9168
流动负债	1999	2299	1541	1752	1633
短期借款	891	1042	369	456	162
应付账款	499	546	609	672	770
预收账款	110	87	96	107	122
其他	498	623	468	516	579
长期负债	1069	1123	1123	1123	1123
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1069	1123	1123	1123	1123
负债合计	3068	3422	2664	2874	2756
股本	1050	1049	1049	1049	1049
资本公积金	1646	1569	1569	1569	1569
留存收益	1349	2068	2571	2964	3794
少数股东权益	(0)	10	7	3	(1)
归属于母公司所有者权益	4044	4687	5190	5583	6413
负债及权益合计	7111	8119	7861	8461	9168

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	562	673	1016	1143	1284
净利润	807	716	818	966	1119
折旧摊销	182	210	263	282	301
财务费用	49	40	34	20	17
投资收益	(0)	(2)	(59)	(59)	(59)
营运资金变动	(506)	(251)	(38)	(65)	(93)
其它	30	(40)	(1)	(1)	(1)
投资活动现金流	(1104)	(883)	(501)	(501)	(501)
资本支出	(1111)	(836)	(560)	(560)	(560)
其他投资	7	(47)	59	59	59
筹资活动现金流	(128)	230	(1222)	(505)	(601)
借款变动	346	279	(873)	88	(294)
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	(8)	(76)	0	0	0
股利分配	(525)	0	(315)	(572)	(290)
其他	60	28	(34)	(20)	(17)
现金净增加额	(669)	19	(707)	137	182

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3264	3048	3406	3874	4440
营业成本	1087	924	1030	1137	1303
营业税金及附加	177	177	204	232	266
营业费用	708	750	834	939	1054
管理费用	193	204	234	267	306
研发费用	106	100	112	127	142
财务费用	2	26	34	20	17
资产减值损失	(3)	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
投资收益	37	59	59	59	59
营业利润	1025	923	1017	1211	1412
营业外收入	4	2	38	38	38
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	1028	923	1053	1247	1448
所得税	221	207	238	285	333
少数股东损益	(3)	(3)	(3)	(4)	(4)
归属于母公司净利润	809	719	818	966	1119

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	25.9%	-6.6%	11.8%	13.7%	14.6%
营业利润	57.4%	-9.9%	10.1%	19.1%	16.6%
归母净利润	55.3%	-11.2%	13.7%	18.1%	15.9%
获利能力					
毛利率	66.7%	69.7%	69.8%	70.6%	70.6%
净利率	24.8%	23.6%	24.0%	24.9%	25.2%
ROE	20.7%	16.5%	16.6%	17.9%	18.7%
ROIC	16.2%	12.2%	14.4%	15.5%	16.5%
偿债能力					
资产负债率	43.1%	42.1%	33.9%	34.0%	30.1%
净负债比率	12.6%	15.3%	4.7%	5.4%	1.8%
流动比率	1.5	1.5	1.9	1.8	2.3
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.7	1.0	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	19.1	12.8	12.6	13.0	13.1
应付账款周转率	2.2	1.8	1.8	1.8	1.8
每股资料(元)					
EPS	0.77	0.69	0.78	0.92	1.07
每股经营净现金	0.54	0.64	0.97	1.09	1.22
每股净资产	3.85	4.47	4.95	5.32	6.11
每股股利	0.50	0.30	0.55	0.28	0.32
估值比率					
PE	36.2	40.8	35.9	30.4	26.2
PB	7.3	6.3	5.7	5.3	4.6
EV/EBITDA	11.9	12.3	10.8	9.3	8.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。