百润股份（002568）

2025 年中报点评：预调酒主业延续调整，期待威士忌打开成长空间

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3,264	3,048	3,276	3,720	4,245
同比（%）	25.85	(6.61)	7.46	13.56	14.13
归母净利润（百万元）	809.42	719.14	786.09	901.70	1,048.35
同比（%）	55.28	(11.15)	9.31	14.71	16.26
EPS-最新摊薄（元/股）	0.77	0.69	0.75	0.86	1.00
P/E（现价&最新摊薄）	36.24	40.78	37.31	32.53	27.98

投资要点

- **事件：**百润股份 25H1 营收 14.89 亿元，同比-8.56%，归母净利润 3.89 亿元，同比-3.32%，扣非后归母净利润 3.56 亿元，同比-9.04%；其中 25Q2 营收 7.52 亿元，同比-8.98%，归母净利润 2.08 亿元，同比-10.85%，扣非后归母净利润 1.78 亿元，同比-22.61%。

- **预调酒延续调整节奏，威士忌逐步贡献增量。**分产品来看，25H1 酒类、食用香精营收分别为 12.97 亿元、1.69 亿元，分别同比-9.35%、-3.91%，预调酒方面，预计微醺受新品带动表现较好，清爽、强爽阶段性承压；威士忌方面，3 月推出“百利得”单一调和威士忌，6 月推出“峡州”单一麦芽威士忌，逐步贡献增量；分渠道来看，25H1 线下渠道、数字零售渠道营收分别为 13.11 亿元、1.55 亿元，分别同比-9.63%、-0.57%；分区域来看，25H1 华东、华南、华北、华西地区营收分别为 5.34 亿元、4.82 亿元、2.31 亿元、2.19 亿元，分别同比-4.73%、+3.09%、-21.43%、-23.05%，华东、华南成熟市场更为稳健。

- **毛利率下降、期间费用率抬升，盈利阶段性承压。**25Q2 扣非后净利率同比-4.18pct 至 23.71%，主要系毛利率阶段性下滑、期间费用率上升、所得税率上升影响。其中销售毛利率同比-0.79pct 至 71.00%，预计受规模效应减弱、产品结构变化影响；税金及附加率同比+1.20pct 至 6.86%，销售费用率同比-0.35pct 至 19.17%，管理费用率同比+1.59pct 至 8.05%；此外，25Q2 其他收益 0.36 亿元(24Q2 仅为 0.02 亿元)，主要系政府补助增加所致，25Q2 所得税率为 28%(24Q2 同期为 23%)，主要系高新技术企业资格重新认证影响。

- **预调酒主业仍有承压，期待威士忌打开成长空间。**短期来看，弱动销下公司主动去库存，当前预调酒库存水平保持良性，同时果冻酒 6 月上市、8 月逐步进行线下铺货，轻享系列 7 月上市，关注后续预调酒新品动销反馈。同时百利得、峡州威士忌进入铺货阶段，关注中秋旺季集中备货反馈。中期来看，预调酒业务品类创新能力强、产品营销经验足、全国化产能加持，随着 358 产品矩阵持续完善，未来有望持续受益于渗透率提升。此外威士忌业务先发优势明显，需持续营销投入等待动销拐点，未来威士忌第二曲线有望打开成长空间。

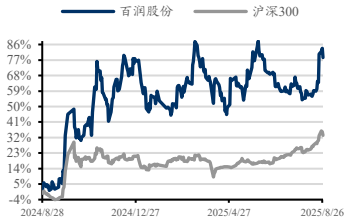
- **盈利预测与投资评级：**短期来看预调酒新品、威士忌逐步贡献增量，中期关注威士忌第二曲线动销拐点。参考 25Q2 报表节奏，我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 7.86、9.02、10.48 亿元（前值为 8.07、9.71、11.79 亿元），对应当前 PE 分别为 37、33、28X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济不及预期；食品安全问题；预调酒销售不及预期、新品威士忌铺货不及预期。

2025 年 08 月 28 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.95
一年最低/最高价	15.73/31.70
市净率(倍)	6.39
流通 A 股市值(百万元)	20,201.09
总市值(百万元)	29,329.86

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.37
资产负债率(%,LF)	42.77
总股本(百万股)	1,049.37
流通 A 股(百万股)	722.76

相关研究

《百润股份(002568)：峡州新品正式上市，第二曲线渐入佳境》

2025-06-20

《百润股份(002568)：积极拥抱新渠道，关注新品节奏》

2025-05-26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

百润股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**3,463**	**4,217**	**5,165**	**6,359**
货币资金及交易性金融资产	1,981	3,139	3,988	5,072
经营性应收款项	279	207	236	268
存货	1,043	705	770	842
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	160	166	170	176
非流动资产	**4,656**	**4,626**	**4,634**	**4,593**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	2,935	2,716	2,534	2,302
在建工程	878	1,078	1,278	1,478
无形资产	480	473	466	459
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	16	16	16	16
其他非流动资产	346	343	340	337
资产总计	**8,119**	**8,843**	**9,799**	**10,951**
流动负债	**2,299**	**2,240**	**2,298**	**2,404**
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,241	1,241	1,241	1,241
经营性应付款项	546	461	483	539
合同负债	87	89	88	86
其他流动负债	424	448	485	538
非流动负债	1,123	1,123	1,123	1,123
长期借款	0	0	0	0
应付债券	1,053	1,053	1,053	1,053
租赁负债	9	9	9	9
其他非流动负债	61	61	61	61
负债合计	**3,422**	**3,363**	**3,421**	**3,527**
归属母公司股东权益	4,687	5,473	6,375	7,423
少数股东权益	10	7	4	1
所有者权益合计	**4,697**	**5,480**	**6,378**	**7,424**
负债和股东权益	**8,119**	**8,843**	**9,799**	**10,951**

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**3,048**	**3,276**	**3,720**	**4,245**
营业成本(含金融类)	924	990	1,103	1,229
税金及附加	177	203	223	255
销售费用	750	786	930	1,061
管理费用	204	213	242	276
研发费用	100	108	123	136
财务费用	26	24	6	13
加:其他收益	57	66	74	85
投资净收益	2	2	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	(2)	(2)	(1)	(1)
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**923**	**1,017**	**1,166**	**1,359**
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	**923**	**1,017**	**1,166**	**1,359**
减:所得税	207	234	268	313
净利润	**716**	**783**	**898**	**1,046**
减:少数股东损益	(3)	(3)	(4)	(2)
归属母公司净利润	**719**	**786**	**902**	**1,048**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.69	0.75	0.86	1.00
EBIT	947	975	1,099	1,288
EBITDA	1,163	1,309	1,445	1,733
毛利率(%)	69.67	69.77	70.35	71.04
归母净利率(%)	23.59	24.00	24.24	24.70
收入增长率(%)	(6.61)	7.46	13.56	14.13
归母净利润增长率(%)	(11.15)	9.31	14.71	16.26

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	673	1,512	1,256	1,540
投资活动现金流	(883)	(302)	(354)	(404)
筹资活动现金流	230	(53)	(53)	(53)
现金净增加额	19	1,157	850	1,084
折旧和摊销	216	333	346	445
资本开支	(836)	(303)	(353)	(403)
营运资本变动	(259)	343	(41)	(5)

重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股净资产(元)	4.30	5.05	5.91	6.91
最新发行在外股份（百万股）	1,049	1,049	1,049	1,049
ROIC(%)	11.32	10.16	10.28	10.78
ROE-摊薄(%)	15.34	14.36	14.15	14.12
资产负债率(%)	42.15	38.03	34.91	32.21
P/E（现价&最新股本摊薄）	40.78	37.31	32.53	27.98
P/B（现价）	6.50	5.54	4.73	4.05

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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