

2025年08月26日

老品去库+新品储备，行业逆势积极调整

百润股份(002568)

评级:	增持	股票代码:	002568
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(元):	29.37/15.82
目标价格(元):		总市值(亿元)	302.32
最新收盘价(元):	28.81	自由流通市值(亿元)	208.23
		自由流通股数(百万)	722.76

事件概述

公司发布中报，25H1实现收入14.9亿元，同比-8.6%；归母净利润3.9亿元，同比-3.3%。25Q2实现收入7.5亿元，同比-9.0%；归母净利润2.1亿元，同比-10.9%。

分析判断:

▶ 预调酒仍然承压，经营现金流大幅改善

25H1酒类产品/食用香精分别实现收入13.0/1.7亿元，分别同比-9.4%/-3.9%，其中酒类产品量价分别同比-12.7%/+3.8%，食用香精量价分别同比-2.6%/-1.3%。我们判断预调鸡尾酒业务销量双位数下滑导致收入压力，威士忌业务贡献结构性价增。

25H1华北/华东/华南/华西分别实现收入2.3/5.3/4.8/2.2亿元，分别同比-21.4%/-4.7%/+3.1%/-23.1%。

25Q2销售收现8.7亿元，同比+32.7%；经营活动现金流净额1.5亿元，同比+592.5%，主因公司加强应收账款管理，经营活动现金流大幅度改善。

▶ 主业承压，盈利水平小幅下降

25Q2毛利率71.0%，同比-0.8pct，其中25H1酒类产品/食用香精毛利率分别70.5%/70.8%，分别同比-0.1%/+2.0%。我们认为威士忌结构拉动被预调酒的下滑抵消，酒类产品毛利率保持平稳；我们判断食用香精毛利率提升主因原材料成本下降。

25Q2销售/管理费用率分别19.2%/8.0%，分别同比-0.4/+1.6pct。销售费用率下降主因1)去年同期广告费用较同比有所下降(25H1同比-49.2%)；2)自有仓库投入使用仓储费用同比明显下降(25H1同比-58.6%)。管理费用提升我们认为主因产能利用率下滑导致折旧费用同比上升(25H1同比+24.8%)。25Q2所得税率28.3%，同比+5.1pct，主因香精业务经营主体调整，高新技术企业资格重新认证，所得税税率阶段性变化。综上，25Q2净利率27.6%，同比-0.4pct。

▶ 老品去库+新品储备，行业逆势积极调整

一方面我们认为上半年收入业绩答卷说明公司在行业逆势期主动降低渠道压力，通过新品威士忌和新渠道即时零售等积极调整。另一方面7月末以来公司积极进行新品储备，根据公司官方公众号，12度新品轻享系列上市延伸预调酒358度矩阵布局；微醺系列新品果冻酒，新增“摇一摇更好喝”营销，丰富场景和玩法。我们认为即使25年以来酒类消费持续承压，但公司已经在非常积极的通过渠道改革+热点营销希望能够拉动动销，期望年末环比年初库存有所下降。全年维度我们认为25Q3传统旺季营销话题+新老品组合拳+25Q4低基数，下半年报表表现有望优于上半年，在需求平稳复苏假设下持续关注明年新品准备充分+渠道调整步入正轨带来收入环比加速可能性。

投资建议

根据公司中报调整盈利预测，25-27年营业收入34.6/39.1/43.9亿元下调至33.6/38.0/43.4亿元；归母净利润由8.3/9.7/11.3亿元下调至7.7/8.7/10.1亿元；EPS由0.79/0.93/1.08元下调至

0.73/0.83/0.96元。2025年8月26日收盘价28.81元对应PE分别40/35/30倍，因预调酒业务持续承压，由“买入”下调为“增持”评级。

风险提示

宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,264	3,048	3,363	3,795	4,335
YoY (%)	25.9%	-6.6%	10.3%	12.9%	14.2%
归母净利润(百万元)	809	719	765	870	1,013
YoY (%)	55.3%	-11.2%	6.4%	13.8%	16.3%
毛利率 (%)	66.7%	69.7%	69.7%	70.9%	72.1%
每股收益 (元)	0.78	0.69	0.73	0.83	0.96
ROE (%)	20.0%	15.3%	15.0%	15.7%	16.7%
市盈率	36.94	41.75	39.51	34.73	29.86

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525070002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,048	3,363	3,795	4,335	净利润	716	765	870	1,013
YoY (%)	-6.6%	10.3%	12.9%	14.2%	折旧和摊销	216	333	371	401
营业成本	924	1,017	1,106	1,209	营运资金变动	-259	69	-22	-131
营业税金及附加	177	202	228	260	经营活动现金流	673	1,167	1,219	1,282
销售费用	750	851	987	1,149	资本开支	-836	-750	-600	-535
管理费用	204	235	266	303	投资	-50	0	0	0
财务费用	26	27	30	35	投资活动现金流	-883	-750	-600	-535
研发费用	100	101	114	130	股权募资	14	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	341	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	筹资活动现金流	230	-346	-420	-509
营业利润	923	987	1,123	1,306	现金净流量	19	71	199	238
营业外收支	0	0	0	0	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	923	987	1,123	1,307	成长能力				
所得税	207	222	253	294	营业收入增长率	-6.6%	10.3%	12.9%	14.2%
净利润	716	765	870	1,013	净利润增长率	-11.2%	6.4%		16.3%
归属于母公司净利润	719	765	870	1,013	盈利能力				
YoY (%)	-11.2%	6.4%	13.8%	16.3%	毛利率	69.7%	69.7%	70.9%	72.1%
每股收益(元)	0.69	0.73	0.83	0.96	净利率	23.6%	22.8%	22.9%	23.4%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	8.9%	8.9%	9.7%	10.7%
货币资金	1,931	2,002	2,201	2,439	净资产收益率 ROE	15.3%	15.0%	15.7%	16.7%
预付款项	18	20	22	24	偿债能力				
存货	1,043	1,020	976	1,106	流动比率	1.51	1.50	1.61	1.78
其他流动资产	471	457	450	441	速动比率	0.99	1.01	1.13	1.25
流动资产合计	3,463	3,500	3,649	4,010	现金比率	0.84	0.86	0.97	1.08
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	42.1%	40.3%	37.8%	35.7%
固定资产	2,925	3,655	4,067	4,247	经营效率				
无形资产	480	480	480	538	总资产周转率	0.40	0.40	0.43	0.47
非流动资产合计	4,656	5,072	5,302	5,436	每股指标 (元)				
资产合计	8,119	8,572	8,950	9,446	每股收益	0.69	0.73	0.83	0.96
短期借款	1,042	1,042	1,042	1,042	每股净资产	4.47	4.87	5.29	5.77
应付账款及票据	546	584	522	519	每股经营现金流	0.64	1.11	1.16	1.22
其他流动负债	710	707	697	691	每股股利	0.30	0.33	0.40	0.49
流动负债合计	2,299	2,333	2,261	2,253	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	41.75	39.51	34.73	29.86
其他长期负债	1,123	1,123	1,123	1,123	PB	6.27	5.92	5.44	4.99
非流动负债合计	1,123	1,123	1,123	1,123					
负债合计	3,422	3,456	3,384	3,376					
股本	1,049	1,049	1,049	1,049					
少数股东权益	10	10	10	10					
股东权益合计	4,697	5,116	5,566	6,070					
负债和股东权益合计	8,119	8,572	8,950	9,446					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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

行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。