



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 08 月 27 日

基础数据

08 月 26 日收盘价（元）	28.81
总市值（亿元）	302.32
总股本（亿股）	10.49

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】百润股份：预调酒基业深耕稳进，威士忌新篇破浪启航-2025.06.22

【兴证食饮】百润股份：预调酒环比向好，威士忌有序推进-2025.05.03

【兴证食饮】百润股份三季报点评：预调酒短期承压，期待威士忌第二曲线-2024.10.31

分析师：沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师：汪润

S0190524060004
wangrun22@xyzq.com.cn

百润股份(002568.SZ)

预调酒有望筑底改善，威士忌增量逐步兑现

投资要点：

- **事件：**公司公告 2025 年中报，25H1 公司实现营收/归母净利润分别为 14.89/3.89 亿元，同比-8.56%/-3.32%；其中 25Q2 实现营收/归母净利润分别为 7.52/2.08 亿元，同比-8.98%/-10.85%。
- **预调酒渠道调整筑底，威士忌贡献收入增量。**25H1 收入同比-8.56%，其中酒类业务（含预调酒和烈酒）收入同比-9.35%，预计主要系公司主动调整，预调酒渠道库存持续去化所致，分产品来看，预计 25H1 微醺收入增长良好，强爽、清爽收入有所下滑，另外威士忌亦有增量贡献；此外 25H1 食用香精收入同比-3.91%，需求偏弱下略有承压；分地区来看，25H1 华北/华东/华南/华西地区收入分别同比-21.43%/-4.73%/+3.09%/-23.05%，华东、华南收入表现稳健预计与威士忌业务拓展有关，25H1 末华北/华东/华南/华西地区经销商数量分别较 24 年末增长 76/64/12/48 个至 560/541/635/532 个。25Q2 收入同比-8.98%，预调酒延续去库调整，收入下滑明显，此外考虑百利得和崂水产品分别在 3 月、6 月推出并推进铺货，预计 25Q2 威士忌收入贡献较 25Q1 增加。
- **毛利率承压、费率提升，Q2 盈利能力小幅下滑。**25H1 净利率同比+1.59pct 至 26.13%，毛利率保持平稳，费投回归正常节奏，上半年盈利能力仍有提升，25H1 毛利率同比+0.26pct 至 70.33%，销售/管理费率分别同比-4.18/+1.55pct 至 20.21%/7.71%。25Q2 净利率同比-0.43pct 至 27.63%，毛利率小幅承压，费率略有提升，盈利能力有所下降。具体来看，25Q2 毛利率同比-0.79pct 至 71.00%，预计产品结构变化叠加销量下滑对固定成本的摊薄效应减弱，毛利率略有承压；25Q2 销售/管理费率同比-0.35/+1.59pct 至 19.17%/8.05%，销售费用平稳投入、费效比提升，管理费率提升预计与职工薪酬、折旧增加有关。
- **预调酒主业有望逐季改善，期待威士忌新品打开中长期空间。**短期来看，25H1 预调酒基数进一步走低，当前库存良性、动销良好，叠加微醺果冻酒、轻享新品铺货逐步推进，2025 年下半年预调酒收入有望逐季改善；此外威士忌流通新品铺市有序推进，配合后期营销，2025 年绝对增量贡献可期。中长期来看，公司预调酒品类创新能力强、产品营销经验足、全国化产能加持，随着 358 产品矩阵的持续培育和品类拓展，未来预调酒业务有望持续增长；此外公司威士忌业务产储能先发优势明显，强营销力及深度分销体系加持下，威士忌第二曲线有望打开增长天花板。
- **盈利预测与投资建议：**根据最新公告略微调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收分别为 33.19/36.85/40.56 亿元，归母净利润分别为 7.91/9.14/10.48 亿元，以 2025 年 8 月 26 日收盘价计算，对应 PE 分别为 38.2/33.1/28.8 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**产品推广不及预期；行业竞争加剧；食品安全问题。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3048	3319	3685	4056
同比增长	-6.6%	8.9%	11.0%	10.1%
归母净利润（百万元）	719	791	914	1048
同比增长	-11.2%	9.9%	15.6%	14.7%
毛利率	69.7%	70.3%	71.1%	72.1%
ROE	15.3%	15.4%	16.2%	16.8%
每股收益（元）	0.69	0.75	0.87	1.00
市盈率	42.0	38.2	33.1	28.8

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3463	4139	4934	5825
货币资金	1931	2528	3196	3930
交易性金融资产	50	60	70	80
应收票据及应收账款	260	240	276	304
预付款项	18	25	25	27
存货	1043	1097	1155	1247
其他	160	190	213	237
非流动资产	4656	4835	4985	5115
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2925	3292	3503	3665
在建工程	878	790	728	684
无形资产	480	477	473	470
商誉	0	0	0	0
其他	373	276	282	296
资产总计	8119	8974	9920	10940
流动负债	2299	2624	3019	3414
短期借款	1042	1342	1642	1942
应付票据及应付账款	546	528	577	620
其他	710	753	800	851
非流动负债	1123	1207	1242	1277
长期借款	0	0	0	0
其他	1123	1207	1242	1277
负债合计	3422	3831	4262	4691
股本	1049	1049	1049	1049
未分配利润	1697	2027	2408	2845
少数股东权益	10	8	5	1
股东权益合计	4697	5143	5658	6249
负债及权益合计	8119	8974	9920	10940

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	719	791	914	1048
折旧和摊销	216	288	319	350
营运资金的变动	-259	-45	-23	-54
经营活动产生现金流量	673	1096	1259	1400
资本支出	-836	-560	-460	-460
长期投资	-50	-10	-10	-10
投资活动产生现金流量	-883	-498	-480	-490
债权融资	341	334	335	335
股权融资	14	0	0	0
融资活动产生现金流量	230	-2	-111	-175
现金净变动	19	596	668	734

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3048	3319	3685	4056
营业成本	924	988	1066	1133
税金及附加	177	191	206	215
销售费用	750	817	906	961
管理费用	204	222	240	239
研发费用	100	109	121	130
财务费用	26	26	27	29
投资收益	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-2	-2	-2	-2
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	923	1016	1174	1346
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	923	1016	1174	1347
所得税	207	228	263	302
净利润	716	788	911	1045
少数股东损益	-3	-3	-3	-4
归属母公司净利润	719	791	914	1048
EPS(元)	0.69	0.75	0.87	1.00

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-6.6%	8.9%	11.0%	10.1%
营业利润增长率	-9.9%	10.0%	15.6%	14.7%
归母净利润增长率	-11.2%	9.9%	15.6%	14.7%
盈利能力				
毛利率	69.7%	70.3%	71.1%	72.1%
归母净利率	23.6%	23.8%	24.8%	25.8%
ROE	15.3%	15.4%	16.2%	16.8%
偿债能力				
资产负债率	42.1%	42.7%	43.0%	42.9%
流动比率	1.51	1.58	1.63	1.71
速动比率	0.99	1.09	1.19	1.28
营运能力				
资产周转率	40.0%	38.8%	39.0%	38.9%
每股资料(元)				
每股收益	0.69	0.75	0.87	1.00
每股经营现金	0.64	1.04	1.20	1.33
估值比率(倍)				
PE	42.0	38.2	33.1	28.8
PB	6.5	5.9	5.3	4.8

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn