

# 百润股份 (002568.SZ)

优于大市

## 2025年上半年预调酒业务继续调整，烈酒业务正式启航

### 核心观点

百润股份公布 2025 年半年度业绩：1H25 实现营业总收入 14.9 亿元，同比-8.6%；实现归母净利润 3.9 亿元，同比-3.3%；实现扣非归母净利润 3.6 亿元，同比-9.0%。

**预调酒业务持续承压，烈酒业务进入成长初期。**1H25 酒类产品收入同比-9.3%，收入占比 87.1%，其中烈酒产品在上半年正式推出、贡献少部分收入增量，预调鸡尾酒业务收入延续下滑，主要系公司加强渠道库存管理，主动放慢发货节奏。香精香料业务收入同比-3.9%，收入占比 11.3%，主要系公司停止了烟草香精业务，食品香精业务保持持续增长。

**毛利率稳定，销售费用率高基数下有所回落。**1H25 毛利率 70.3%，同比+0.3pt，其中酒类产品毛利率 70.5%，同比持平；销售费用率同比-4.2pt，主要系 1Q24 营销广告费用基数高所致；管理费用率同比+1.6pt，主要系折旧费用增多、烈酒业务团队扩张致职工薪酬支出增多所致；所得税率 26.9%，同比+5.5pt，主要系公司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所致。所得税率提升部分抵消费用率下降的积极影响，1H25 归母净利率 26.1%，同比+1.4pt。

**经营性现金流大幅改善，报表质量提升。**1H25 经营性净现金流同比+67.1%，主因公司主动加强应收账款管理，应收账款自 2024 年末 2.6 亿降至 2025 年 6 月末约 9300 万。1H25 销售收现同比+32.7%。1H25 投资性净现金流同比减少流出约 4 亿元，主要系资本开支减少。净现金流量同比由负转正，1H25 为净流入 1.5 亿元。

**盈利预测与投资建议：**考虑到 1H25 公司加强预调酒业务库存管理、优化产品结构，同时烈酒业务渠道拓展进度受到高度酒需求疲弱的拖累，公司整体收入修复速度慢于我们此前的预期，故下调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 31.9/34.9/38.0 亿元（2025-2026 年前预测值 35.8/39.4 亿元），同比+4.8%/+9.3%/+8.9%；实现归母净利润 7.9/9.0/10.3 亿元（2025-2026 年前预测值 8.6/9.6 亿元），同比+10.1%/+13.6%/+14.7%；EPS 分别为 0.75/0.86/0.98 元；当前股价对应 PE 分别为 37/33/28 倍。考虑到上半年预调酒业务完成库存调整，并加快产品推新，目前微醺果冻酒线上试销反馈良好，即将在线下全面铺货，下半年开始预调酒业务预计将恢复增长趋势；烈酒业务上半年正式发布新品，威士忌产品矩阵初具规模（已有 10 余个 sku），目前消费者触达、渠道铺货工作稳步推进，后续成长空间广阔，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**酒水行业需求受宏观经济及政策因素影响而持续走弱；烈酒业务成长初期费用投入大幅增加导致盈利能力受损；行业竞争加剧等。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,264	3,048	3,193	3,491	3,800
(+/-%)	25.9%	-6.6%	4.8%	9.3%	8.9%
归母净利润(百万元)	809	719	792	900	1032
(+/-%)	55.3%	-11.2%	10.1%	13.6%	14.7%
每股收益(元)	0.77	0.69	0.75	0.86	0.98
EBIT Margin	30.4%	29.3%	31.9%	32.9%	33.7%
净资产收益率 (ROE)	20.0%	15.3%	15.4%	15.9%	16.7%
市盈率 (PE)	36.2	40.8	37.0	32.6	28.4
EV/EBITDA	27.7	29.8	24.3	21.9	19.8
市净率 (PB)	7.25	6.26	5.71	5.19	4.73

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·非白酒

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523090003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	27.95 元
总市值/流通市值	29330/20201 百万元
52 周最高价/最低价	31.70/15.38 元
近 3 个月日均成交额	289.18 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《百润股份 (002568.SZ) - 第三季度收入同比下滑 6%，需求延续承压》——2024-11-01
- 《百润股份 (002568.SZ) - 第二季度收入承压，盈利能力环比改善》——2024-08-07
- 《百润股份 (002568.SZ) - 2024 年第一季度收入恢复正增长，费用增投致使盈利承压》——2024-04-28
- 《百润股份 (002568.SZ) - 高基数下四季度增长放缓，静待增长恢复》——2024-02-04
- 《百润股份 (002568.SZ) - 强爽放量趋势延续，盈利能力改善明显》——2023-10-29

百润股份公布 2025 年半年度业绩：1H25 实现营业总收入 14.9 亿元，同比-8.6%；实现归母净利润 3.9 亿元，同比-3.3%；实现扣非归母净利润 3.6 亿元，同比-9.0%。

**预调酒业务持续承压，烈酒业务进入成长初期。**1H25 酒类产品收入同比-9.3%，收入占比 87.1%，其中烈酒产品在上半年正式推出、贡献少部分收入增量，预调鸡尾酒业务收入延续下滑，主要系公司加强渠道库存管理，主动放慢发货节奏。香精香料业务收入同比-3.9%，收入占比 11.3%，主要系公司停止了烟草香精业务，食品香精业务保持持续增长。

**毛利率稳定，销售费用率高基数下有所回落。**1H25 毛利率 70.3%，同比+0.3pt，其中酒类产品毛利率 70.5%，同比持平；销售费用率同比-4.2pt，主要系 1Q24 营销广告费用基数高所致；管理费用率同比+1.6pt，主要系折旧费用增多、烈酒业务团队扩张致职工薪酬支出增多所致；所得税率 26.9%，同比+5.5pt，主要系公司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所致。所得税率提升部分抵消费率下降的积极影响，1H25 归母净利率 26.1%，同比+1.4pt。

**经营性现金流大幅改善，报表质量提升。**1H25 经营性净现金流同比+67.1%，主因公司主动加强应收账款管理，应收账款自 2024 年末 2.6 亿降至 2025 年 6 月末约 9300 万。1H25 销售收现同比+32.7%。1H25 投资性净现金流同比少流出约 4 亿元，主要系资本开支减少。净现金流量同比由负转正，1H25 为净流入 1.5 亿元。

**盈利预测与投资建议：**考虑到 1H25 公司加强预调酒业务库存管理、优化产品结构，同时烈酒业务渠道拓展进度受到高度酒需求疲弱的拖累，公司整体收入修复速度慢于我们此前的预期，故下调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 31.9/34.9/38.0 亿元（2025-2026 年前预测值 35.8/39.4 亿元），同比+4.8%/+9.3%/+8.9%；实现归母净利润 7.9/9.0/10.3 亿元（2025-2026 年前预测值 8.6/9.6 亿元），同比+10.1%/+13.6%/+14.7%；EPS 分别为 0.75/0.86/0.98 元；当前股价对应 PE 分别为 37/33/28 倍。考虑到上半年预调酒业务完成库存调整，并加快产品推新，目前微醺果冻酒线上试销反馈良好，即将在线下全面铺货，下半年开始预调酒业务预计将恢复增长趋势；烈酒业务上半年正式发布新品，威士忌产品矩阵初具规模（已有 10 余个 sku），目前消费者触达、渠道铺货工作稳步推进，后续成长空间广阔，维持“优于大市”评级。

## 风险提示

酒水行业需求受宏观经济及政策因素影响而持续走弱；烈酒业务成长初期费用投入大幅增加导致盈利能力受损；行业竞争加剧等。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,578	3,937	-	3,193	3,491	3,800	-385	-445	-
收入同比增速%	12.1%	10.0%	-	4.8%	9.3%	8.9%	-7.3%	-0.7%	-
毛利率%	69.1%	68.8%	-	70.1%	70.7%	71.3%	1.0%	1.8%	-
销售费用率%	24.2%	23.8%	-	22.2%	22.0%	22.0%	-2.0%	-1.8%	-
归母净利率%	24.1%	24.5%	-	24.8%	25.8%	27.2%	0.7%	1.3%	-
归母净利润（百万元）	864	963	-	792	900	1,032	-72	-63	-
归母净利润同比增速%	11.7%	11.4%	-	10.1%	13.6%	14.7%	-1.6%	2.2%	-
EPS（元）	0.82	0.92	-	0.75	0.86	0.98	-0.07	-0.06	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2025 年 8 月 27 日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2025E	2026E	2025E	2026E		
002568.SZ	百润股份	40.9	28.51	0.75	0.86	37.8	33.2	299	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	21.3	69.69	3.48	3.76	20.0	18.5	951	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	25.3	56.45	2.61	2.70	21.6	20.9	273	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	25.6	12.73	0.56	0.67	22.8	19.1	359	优于大市
605499.SH	东鹏饮料	39.6	302.32	8.68	11.07	34.8	27.3	1,572	优于大市

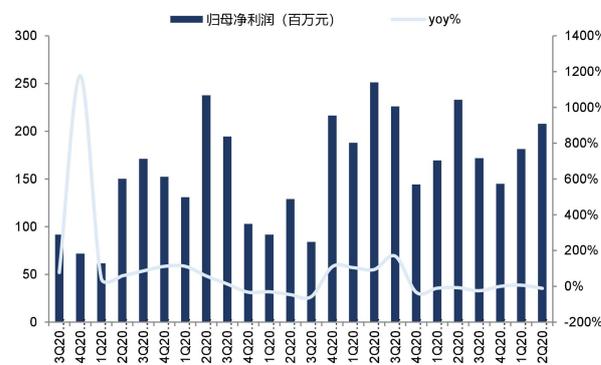
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理; 东鹏饮料 EPS 使用 Wind 一致预期

图1: 单季度营业收入及增速



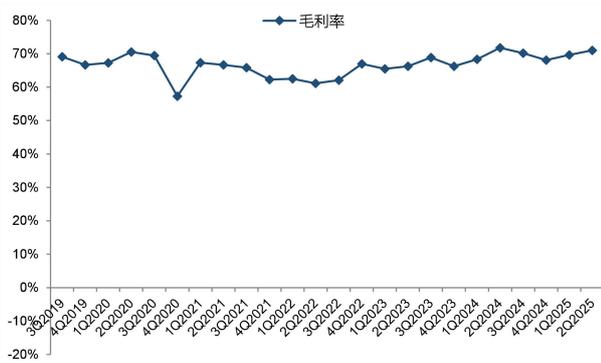
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



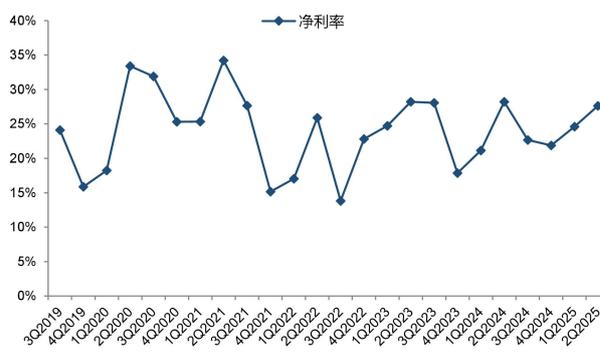
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度归母净利润率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1879	1931	2093	2448	2845	营业收入	3264	3048	3193	3491	3800
应收款项	248	291	236	258	281	营业成本	1087	924	954	1024	1092
存货净额	780	1043	993	1038	1107	营业税金及附加	177	177	185	202	220
其他流动资产	142	148	144	157	170	销售费用	708	750	709	768	836
<b>流动资产合计</b>	<b>3048</b>	<b>3463</b>	<b>3486</b>	<b>3922</b>	<b>4423</b>	管理费用	193	204	240	257	272
固定资产	3143	3803	4081	4245	4375	研发费用	106	100	102	108	118
无形资产及其他	493	480	498	515	531	财务费用	2	26	23	23	19
投资性房地产	427	373	399	419	437	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7111</b>	<b>8119</b>	<b>8464</b>	<b>9101</b>	<b>9767</b>	其他收入	(72)	(43)	(14)	(19)	(23)
短期借款及交易性金融负债	891	1042	1222	1272	1322	营业利润	1025	923	1068	1197	1337
应付款项	585	619	638	682	724	营业外净收支	3	0	2	3	3
其他流动负债	523	638	357	380	404	<b>利润总额</b>	<b>1028</b>	<b>923</b>	<b>1070</b>	<b>1200</b>	<b>1340</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1999</b>	<b>2299</b>	<b>2217</b>	<b>2334</b>	<b>2450</b>	所得税费用	221	207	278	300	308
长期借款及应付债券	1020	1053	1053	1053	1053	少数股东损益	(3)	(3)	0	0	0
其他长期负债	48	70	49	53	57	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>809</b>	<b>719</b>	<b>792</b>	<b>900</b>	<b>1032</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>1069</b>	<b>1123</b>	<b>1102</b>	<b>1106</b>	<b>1109</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3068</b>	<b>3422</b>	<b>3319</b>	<b>3440</b>	<b>3560</b>	净利润	809	719	792	900	1032
少数股东权益	(0)	10	10	10	10	资产减值准备	2	(1)	13	1	1
股东权益	4044	4687	5136	5651	6197	折旧摊销	179	206	322	352	386
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7111</b>	<b>8119</b>	<b>8464</b>	<b>9101</b>	<b>9767</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	2	26	23	23	19
						营运资本变动	(680)	(88)	(175)	(9)	(35)
						其它	251	(163)	10	23	19
						<b>经营活动现金流</b>	<b>562</b>	<b>673</b>	<b>963</b>	<b>1266</b>	<b>1402</b>
						资本开支	(1111)	(836)	(634)	(534)	(534)
						其它投资现金流	7	(47)	30	0	0
						<b>投资活动现金流</b>	<b>(1104)</b>	<b>(883)</b>	<b>(604)</b>	<b>(534)</b>	<b>(534)</b>
						权益性融资	0	14	0	0	0
						长期贷款增加	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	(547)	(31)	(310)	(356)	(450)
						其它融资现金流	419	248	292	29	28
						<b>融资活动现金流</b>	<b>(128)</b>	<b>230</b>	<b>(18)</b>	<b>(327)</b>	<b>(422)</b>
						<b>现金净变动</b>	<b>(669)</b>	<b>19</b>	<b>342</b>	<b>405</b>	<b>446</b>
						货币资金的期初余额	2524	1855	1874	2216	2621
						货币资金的期末余额	1855	1874	2216	2621	3068
						企业自由现金流	(833)	(26)	268	670	802
						权益自由现金流	(833)	(26)	431	703	837

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032