

分析师: 刘冉  
登记编码: S0730516010001  
liuran@ccnew.com 021-50586281

## 线下增长遇波动, 整体盈利改善

——百润股份(002568)2025 年中报点评

### 证券研究报告-中报点评

谨慎增持(维持)

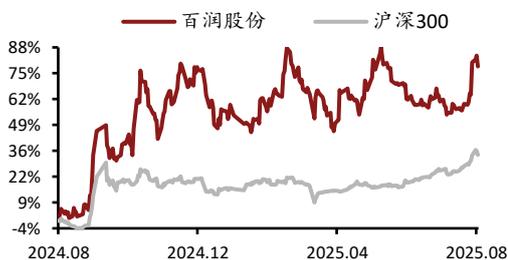
#### 市场数据(2025-08-27)

收盘价(元)	27.95
一年内最高/最低(元)	29.76/16.04
沪深 300 指数	4,386.13
市净率(倍)	6.39
流通市值(亿元)	202.01

#### 基础数据(2025-06-30)

每股净资产(元)	4.37
每股经营现金流(元)	0.47
毛利率(%)	70.33
净资产收益率_摊薄(%)	8.17
资产负债率(%)	42.77
总股本/流通股(万股)	104,936.90/72,275.83
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

#### 相关报告

《百润股份(002568)年报点评: 预调酒产品结构优化, 盈利突出》 2025-05-27

《百润股份(002568)季报点评: 销售增长转负, 广告等销售投入大》 2024-12-12

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 08 月 28 日

#### 投资要点:

- 公司发布 2025 年中期报告: 2025 年上半年, 公司实现营收 14.89 亿元, 同比增长-8.56%; 实现归母扣非净利润 3.56 亿元, 同比增长-9.04%。
- 预调酒和香精收入均同比下降。2025 年上半年, 公司的预调酒录得营收 12.97 亿元, 同比增-9.35%; 食用香精录得营收 1.69 亿元, 同比增-3.91%。两大业务板块的营收均同比下滑, 其中预调酒收入的降幅更大, 香精业务相对稳定。截至期末, 预调酒和香精业务的营收占比分别为 88.47%、11.53%。
- 预调酒在线上渠道的营收相对平稳、下滑较少, 降幅主要来自线下渠道。2025 年上半年, 预调酒在线下渠道的营收为 13.11 亿元, 同比增-9.63%; 线上营收 1.55 亿元, 同比增-0.57%。线上营收的波动相对较小, 预调酒收入下滑主要来自线下渠道。截至期末, 线下与线上的收入占比为 89.43%和 10.57%, 预调酒收入主要来自线下渠道, 线上营收占比较小。
- 营收连续五个季度负增长。20251Q、20252Q 公司分别实现营收 7.37 亿元、7.52 亿元, 同比增-8.11%、-8.98%。公司营收连续 20242Q、20243Q、20244Q、20251Q、20252Q 五个季度负增长。同期, 存货周转效率下降: 20251H 的存货周转天数同比上升了 151.11 天, 意味着动销放缓导致收入下滑。此外, 二季度销售商品现金流同比增长较多, 我们认为与上期基数较低有关。
- 分地域看, 华北和华西市场的收入减少较多; 核心市场中, 华南市场收入增长, 华东市场微降。此外, 核心市场的毛利率上升。2025 年上半年, 华北、华西市场分别录得营收 2.31 亿元、2.19 亿元, 同比增 -21.43%、-23.05%。公司的核心市场中, 华东、华南市场分别录得营收 5.34 亿元、4.82 亿元, 同比增-4.73%、3.09%。由于营收下滑较多, 华北、华西市场的毛利率分别同比下降 1.18、0.18 个百分点。核心市场的毛利率升高: 华东、华南市场的毛利

率分别同比升高 0.88、0.11 个百分点。

- **成本同步下降，毛利率整体升高。**2025 年上半年，公司整体录得毛利率 70.33%，同比升高 0.25 个百分点。毛利率上升主要来自食用香精：本期，预调酒的营业成本下浮有限，基本与收入同步，导致毛利率同比下降 0.08 个百分点至 70.48%；食用香精的营业成本降幅高出收入降幅 6.17 个百分点，拉动毛利率同比升高 2.01 个百分点至 70.75%。
- **销售期间费用率下降较多，主要来自销售费率的下调。**2025 年上半年，公司的销售期间费用率同比下降 2.49 个百分点，主要来自销售费率的下行。本期，销售费用率同比下降 4.18 个百分点至 20.21%，降幅主要来自广告和仓储费用：本期广告、仓储费用同比大幅减少了 49.24%和 58.56%。
- **投资评级：**我们调降了公司的收入增幅，并调升毛利率和净利率，预测公司 2025、2026、2027 年的每股收益分别为 0.74、0.85、0.92 元，参照 8 月 27 日收盘价，对应的市盈率分别为 37.97、32.87、30.29 倍，维持公司的“谨慎增持”评级。

**风险提示：**预调酒消费受制于多种因素，消费刚性不足，收入波动较大。成本回升将会损害盈利。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,264	3,048	3,015	3,129	3,292
增长比率（%）	25.85	-6.61	-1.10	3.80	5.20
净利润（百万元）	809	719	772	892	968
增长比率（%）	55.28	-11.15	7.41	15.53	8.49
每股收益(元)	0.77	0.69	0.74	0.85	0.92
市盈率(倍)	36.24	40.78	37.97	32.87	30.29

资料来源：中原证券研究所，聚源

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>3,048</b>	<b>3,463</b>	<b>3,193</b>	<b>3,069</b>	<b>3,207</b>
现金	1,879	1,931	1,433	1,211	1,261
应收票据及应收账款	216	260	275	302	326
其他应收款	33	31	30	30	31
预付账款	38	18	23	24	26
存货	780	1,043	1,221	1,263	1,299
其他流动资产	104	180	211	239	263
<b>非流动资产</b>	<b>4,063</b>	<b>4,656</b>	<b>5,648</b>	<b>6,067</b>	<b>6,382</b>
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,564	2,925	3,738	3,866	3,939
无形资产	493	480	534	628	693
其他非流动资产	1,007	1,251	1,375	1,572	1,750
<b>资产总计</b>	<b>7,111</b>	<b>8,119</b>	<b>8,841</b>	<b>9,136</b>	<b>9,589</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,999</b>	<b>2,299</b>	<b>2,507</b>	<b>2,272</b>	<b>2,145</b>
短期借款	891	1,042	1,262	962	762
应付票据及应付账款	499	546	511	529	557
其他流动负债	609	710	734	781	825
<b>非流动负债</b>	<b>1,069</b>	<b>1,123</b>	<b>1,201</b>	<b>1,229</b>	<b>1,263</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,069	1,123	1,201	1,229	1,263
<b>负债合计</b>	<b>3,068</b>	<b>3,422</b>	<b>3,708</b>	<b>3,501</b>	<b>3,408</b>
少数股东权益	0	10	8	5	1
股本	1,050	1,049	1,049	1,049	1,049
资本公积	1,744	1,728	1,728	1,728	1,728
留存收益	1,349	2,068	2,506	3,012	3,561
归属母公司股东权益	4,044	4,687	5,125	5,631	6,180
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,111</b>	<b>8,119</b>	<b>8,841</b>	<b>9,136</b>	<b>9,589</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>562</b>	<b>673</b>	<b>965</b>	<b>1,324</b>	<b>1,470</b>
净利润	807	716	770	889	965
折旧摊销	188	216	336	395	454
财务费用	49	40	77	74	65
投资损失	0	-2	0	0	0
营运资金变动	-515	-259	-240	-35	-14
其他经营现金流	33	-37	22	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,104</b>	<b>-883</b>	<b>-1,349</b>	<b>-814</b>	<b>-769</b>
资本支出	-1,104	-836	-1,427	-809	-764
长期投资	0	-50	0	0	0
其他投资现金流	1	3	79	-5	-5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-128</b>	<b>230</b>	<b>-114</b>	<b>-733</b>	<b>-650</b>
短期借款	447	151	220	-300	-200
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1	-16	0	0	0
其他筹资现金流	-573	95	-334	-433	-450
<b>现金净增加额</b>	<b>-669</b>	<b>19</b>	<b>-498</b>	<b>-223</b>	<b>51</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>3,264</b>	<b>3,048</b>	<b>3,015</b>	<b>3,129</b>	<b>3,292</b>
营业成本	1,087	924	901	928	974
营业税金及附加	177	177	163	156	158
营业费用	708	750	657	645	662
管理费用	193	204	232	201	208
研发费用	106	100	99	103	105
财务费用	2	26	31	41	38
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	36	57	57	58	60
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,025</b>	<b>923</b>	<b>987</b>	<b>1,111</b>	<b>1,206</b>
营业外收入	4	2	3	4	5
营业外支出	1	2	3	3	5
<b>利润总额</b>	<b>1,028</b>	<b>923</b>	<b>987</b>	<b>1,112</b>	<b>1,206</b>
所得税	221	207	217	222	241
<b>净利润</b>	<b>807</b>	<b>716</b>	<b>770</b>	<b>889</b>	<b>965</b>
少数股东损益	-3	-3	-3	-3	-3
<b>归属母公司净利润</b>	<b>809</b>	<b>719</b>	<b>772</b>	<b>892</b>	<b>968</b>
EBITDA	1,215	1,163	1,353	1,548	1,698
EPS (元)	0.77	0.69	0.74	0.85	0.92

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	25.85	-6.61	-1.10	3.80	5.20
营业利润 (%)	57.38	-9.88	6.85	12.64	8.52
归属母公司净利润 (%)	55.28	-11.15	7.41	15.53	8.49
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	66.70	69.67	70.11	70.34	70.41
净利率 (%)	24.80	23.59	25.62	28.52	29.41
ROE (%)	20.02	15.34	15.07	15.85	15.67
ROIC (%)	13.49	10.49	10.33	11.66	12.00
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	43.14	42.15	41.95	38.32	35.54
净负债比率 (%)	75.87	72.85	72.25	62.13	55.13
流动比率	1.53	1.51	1.27	1.35	1.50
速动比率	1.06	0.99	0.71	0.70	0.78
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.48	0.40	0.36	0.35	0.35
应收账款周转率	19.06	12.81	11.26	10.85	10.48
应付账款周转率	2.20	1.77	1.70	1.79	1.79
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.77	0.69	0.74	0.85	0.92
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.54	0.64	0.92	1.26	1.40
每股净资产 (最新摊薄)	3.85	4.47	4.88	5.37	5.89
<b>估值比率</b>					
P/E	36.24	40.78	37.97	32.87	30.29
P/B	7.25	6.26	5.72	5.21	4.75
EV/EBITDA	21.30	25.60	22.50	19.63	17.77

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。