

百润股份 (002568.SZ)

酒类主业承压调整，期待威士忌成长放量

事件：公司发布 2025 年半年报，上半年公司实现营业收入 14.89 亿元，同比-8.56%；实现归母净利润 3.89 亿元，同比-3.32%；实现扣非归母净利润 3.56 亿元，同比-9.04%；经营活动现金流净额 4.91 亿元，同比增长 67.06%。其中 Q2 单季度实现营收 7.52 亿元，同比-8.98%；归母净利润 2.08 亿元，同比-10.85%，扣非归母净利润 1.78 亿元，同比-22.61%。

➤ **酒类主业仍处调整期，线下渠道需求阶段性承压。**分产品看，25H1 公司酒类产品板块主营业务收入 12.97 亿元，同比-9.35%；香精业务收入 1.69 亿元，同比-3.91%。分渠道看，25H1 公司线下渠道收入 13.11 亿元，同比-9.63%；数字零售渠道收入 1.55 亿元，同比-0.57%。公司期末经销商数量合计 2268 家，较期初净增 200 家，渠道深度广度稳步提升。

➤ **Q2 毛利率小幅下行，整体盈利能力维持稳健。**2025Q2 公司实现毛利率 71.00%，同比分别-0.79pct，上半年公司酒类与香精毛利水平平均维持在 70%以上。费用端，25Q2 公司销售费用率 19.17%，同比-0.35pct，推测主要系公司主动收缩广宣费用；管理费用率 8.05%，同比+1.59pct，推测主要系人员薪酬及折旧摊销增加所致；研发费用率 2.79%，同比+0.24pct；财务费用率 0.78%，同比-0.38pct，持续维持低位。整体来看，公司 Q2 实现归母净利润率 27.62%，同比-0.58%，盈利能力维持稳健。

➤ **威士忌烈酒业务扬帆起航，期待新品拉动公司成长。**公司正处于“预调酒稳健+威士忌成长+香精协同”的战略布局期。产能端，是目前国内产能最大、桶陈数量最多的威士忌酒厂，烈酒基地升级项目按计划推进；产品端，RIO 持续推出“果冻酒”、“轻享”等新品，威士忌产品矩阵逐步形成，香精业务聚焦食品赛道；渠道端，经销商数量净增 200 家，数字零售占比提升；品牌端，RIO 与崂州蒸馏厂持续获得国内外大奖，品牌力持续增强。整体看，预调酒需求承压背景下，烈酒业务有望成为新增量，25H1 公司现金流实现改善显著，公司基本面稳健，长期成长逻辑明确。

➤ **盈利预测与投资建议：**基于公司 25 年中报，我们下调公司 25-26 年盈利预测，预计公司 25-26 年公司归母净利润为 7.97/9.51 亿元（前次 9.76/12.41 亿元），并引入 27 年盈利预测 10.87 亿元，25-27 年归母净利润分别同比+11%/+19%/+14%，对应 25-27 年 EPS 为 0.76/0.91/1.04 元/股，对应 P/E 为 37x/31x/27x。维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**原材料成本上涨风险，新产品推广不及预期，食品安全问题。

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,264	3,048	3,200	3,684	4,175
增长率	26%	-7%	5%	15%	13%
净利润（百万元）	809	719	797	951	1,087
增长率	55%	-11%	11%	19%	14%
EPS（元/股）	0.77	0.69	0.76	0.91	1.04
市盈率（P/E）	36.5	41.1	37.1	31.0	27.2
市净率（P/B）	7.3	6.3	5.9	5.0	4.2

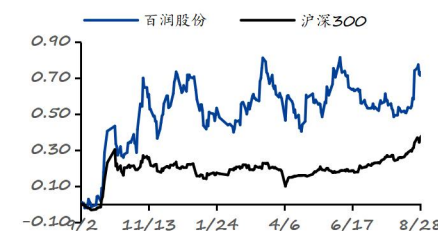
数据来源：公司公告、华福证券研究所

买入（维持评级）

基本数据

日期	2025-08-29
收盘价：	28.14 元
总股本/流通股本(百万股)	1,049.37/722.76
流通 A 股市值(百万元)	20,338.42
每股净资产(元)	4.37
资产负债率(%)	42.77
一年内最高/最低价(元)	31.70/15.73

一年内股价相对走势



团队成员

分析师： 杨良俊(S0210525040010)
ylj30774@hfzq.com.cn
分析师： 童杰(S0210523050002)
tj30105@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、预调酒业务承压，威士忌业务蓄势待发——2024.10.31
- 2、预调酒业务稳健，威士忌新曲线可期——2024.07.30
- 3、高基数下稳增长，新品及威士忌再添势能——2024.04.26

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,931	2,027	2,770	3,832	营业收入	3,048	3,200	3,684	4,175
应收票据及账款	260	242	297	326	营业成本	924	948	1,084	1,220
预付账款	18	26	26	31	税金及附加	177	180	207	234
存货	1,043	527	689	880	销售费用	750	736	844	952
合同资产	0	0	0	0	管理费用	204	250	286	321
其他流动资产	210	203	236	256	研发费用	100	104	119	134
流动资产合计	3,463	3,025	4,017	5,326	财务费用	26	-2	-33	-45
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-2	-2	-2	-2
固定资产	2,925	3,113	3,089	2,966	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	878	528	378	328	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	480	549	585	607	投资收益	2	1	1	1
商誉	0	0	0	0	其他收益	57	47	52	49
其他非流动资产	373	315	347	358	营业利润	923	1,030	1,229	1,406
非流动资产合计	4,656	4,506	4,399	4,258	营业外收入	2	3	3	2
资产合计	8,119	7,531	8,416	9,584	营业外支出	2	1	1	1
短期借款	1,042	256	0	0	利润总额	923	1,032	1,231	1,407
应付票据及账款	546	498	605	661	所得税	207	237	283	324
预收款项	0	0	0	0	净利润	716	795	948	1,083
合同负债	87	100	110	127	少数股东损益	-3	-2	-3	-4
其他应付款	72	79	76	78	归属母公司净利润	719	797	951	1,087
其他流动负债	551	486	559	571	EPS（按最新股本摊薄）	0.69	0.76	0.91	1.04
流动负债合计	2,299	1,418	1,350	1,437					
长期借款	0	0	0	0	主要财务比率				
应付债券	1,053	1,053	1,053	1,053		2024A	2025E	2026E	2027E
其他非流动负债	70	59	65	62	成长能力				
非流动负债合计	1,123	1,112	1,117	1,115	营业收入增长率	-6.6%	5.0%	15.1%	13.3%
负债合计	3,422	2,530	2,467	2,551	EBIT 增长率	-7.8%	8.5%	16.3%	13.7%
归属母公司所有者权益	4,687	4,993	5,944	7,031	归母公司净利润增长率	-11.2%	10.8%	19.4%	14.3%
少数股东权益	10	8	5	1	获利能力				
所有者权益合计	4,697	5,001	5,949	7,032	毛利率	69.7%	70.4%	70.6%	70.8%
负债和股东权益	8,119	7,531	8,416	9,584	净利率	23.5%	24.8%	25.7%	26.0%
					ROE	15.3%	15.9%	16.0%	15.5%
现金流量表					ROIC	14.3%	16.8%	17.5%	17.2%
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	673	1,588	1,049	1,164	资产负债率	42.1%	33.6%	29.3%	26.6%
现金收益	953	1,031	1,171	1,296	流动比率	1.5	2.1	3.0	3.7
存货影响	-263	516	-162	-191	速动比率	1.1	1.8	2.5	3.1
经营性应收影响	-26	11	-54	-35	营运能力				
经营性应付影响	34	-42	104	57	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
其他影响	-25	72	-9	37	应收账款周转天数	28	28	26	27
投资活动现金流	-883	-284	-138	-120	存货周转天数	355	298	202	231
资本支出	-858	-146	-117	-105	每股指标（元）				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.69	0.76	0.91	1.04
其他长期资产变化	-25	-138	-21	-15	每股经营现金流	0.64	1.51	1.00	1.11
融资活动现金流	230	-1,208	-168	18	每股净资产	4.47	4.76	5.66	6.70
借款增加	377	-883	-207	-24	估值比率				
股利及利息支付	-31	-47	-26	-21	P/E	41	37	31	27
股东融资	14	0	0	0	P/B	6	6	5	4
其他影响	-130	-278	65	63	EV/EBITDA	14	13	11	10

数据来源：公司报告、华福证券研究所

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注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfbzq.com.cn