

百润股份(002568)

报告日期: 2025年09月07日

预调酒承压，关注新品及威士忌动销

——百润股份更新报告

投资要点

- 25H1 营业收入 14.89 亿 (同比-8.56%，下同)；归母净利润 3.89 亿 (-3.32%)；扣非归母净利润 3.56 亿 (-9.04%)。25Q2 营业收入 7.52 亿 (-8.98%)；归母净利润 2.08 亿元 (-10.85%)；扣非归母净利润 1.78 亿元 (-22.61%)。
- 百润股份加速威士忌业务布局。依托国内产能最大、桶陈数量最多的嵊州蒸馏厂，公司推出“百利得”“嵊州”等多系列威士忌产品，初步构建起覆盖高中低端的产品矩阵，并借助预调酒经销商网络加速渠道渗透。尽管当前威士忌业务对业绩贡献有限，但随着产能释放与市场拓展，有望成为公司第二增长曲线，为业绩增长注入新动能。
- 销售收入承压下滑，经销商数量逆势增长
 - 分产品：25 年 H1 酒类/食用香精收入 12.97/1.69 亿元，分别同比-9.35%/+3.91%。公司分别于 2025 年 3 月、6 月发布了“百利得”单一调和威士忌系列产品和“嵊州”单一麦芽威士忌系列产品，累计推出 10 个以上的 SKU，嵊州威士忌流通产品矩阵初具规模；2025 年 4 月，嵊州蒸馏厂体验中心正式开园；2025 年 6 月，嵊州蒸馏厂累计灌桶数量达到五十万桶。
 - 分地区：25 年 H1 华北/华东/华南/华西地区分别实现收入 2.31/5.34/4.82/2.19 亿元，同比-21.43%/-4.73%/+3.09%/-23.05%。截至 25 年 H1 华北/华东/华南/华西地区经销商数量为 560/541/635/532 家，同比+76/+64/+12/+48 家。
 - 分渠道：25H1 年线下/数字零售收入 13.11/1.55 亿元。同比-9.63%/-0.57%。
- 盈利能力有所下降，合同负债及现金流稳健
 - 25 年 H1 毛/净利率同比+0.26/+1.59pct 至 70.33%/26.14%，25Q2 毛/净利率同比-0.79/-0.43pct 至 71.00%/27.63%。
 - 25H1 年销售/管理费用率同比-4.18/+1.71pct 至 20.21%/10.64%，25Q2 分别同比-0.35/+1.83pct 至 19.17%/10.84%。
 - 25H1 末合同负债 0.78 亿元，同比+11.82%。
 - 2025 年 H1 销售收现 17.63 亿元 (+8.22%)，经营性现金流 4.91 亿元 (+67.06%)。
- 盈利预测及估值
考虑到 25 年酒类业务仍旧承压，威士忌新品放量仍需时间，我们将 25-27 年收入增速下调至 5%、5%、10% (同比，下同)，归母净利润增速调整至 3%、8%、16%。当前股价对应 26 年 PE 为 34 倍，维持“买入”评级。
- 催化剂：鸡尾酒新品动销超预期；威士忌销售超预期。
- 风险提示：消费恢复不及预期；新品推广不及预期；食品安全问题。

投资评级：买入(维持)

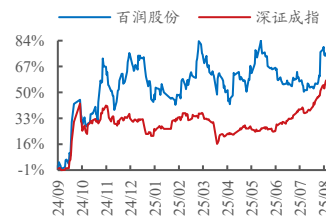
分析师：杨骥
执业证书号：S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

分析师：满静雅
执业证书号：S1230524100004
manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 25.93
总市值(百万元)	27,210.14
总股本(百万股)	1,049.37

股票走势图



相关报告

- 《预调酒短期承压，关注威士忌新品》 2025.05.13
- 《预调酒短期承压，期待威士忌赋能》 2024.11.04
- 《Q2 业绩符合预期，预调酒短期承压》 2024.08.01

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3048.13	3186.03	3357.70	3701.33
(+/-) (%)	-6.61%	4.52%	5.39%	10.23%
归母净利润	719.14	743.44	805.50	931.83
(+/-) (%)	-11.15%	3.38%	8.35%	15.68%
每股收益(元)	0.69	0.71	0.77	0.89
P/E	37.19	36.61	33.79	29.21

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3463	3750	4251	4948
现金	1931	2584	2909	3406
交易性金融资产	50	17	22	30
应收账款	260	213	245	278
其它应收款	31	35	35	39
预付账款	18	33	30	31
存货	1043	787	904	1059
其他	130	81	105	105
非流动资产	4656	5093	5540	5905
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2925	3304	3656	3979
无形资产	480	553	596	628
在建工程	878	877	907	931
其他	373	359	382	367
资产总计	8119	8843	9791	10854
流动负债	2299	2002	2125	2249
短期借款	1042	793	909	915
应付款项	546	511	537	616
预收账款	0	0	0	0
其他	710	698	679	719
非流动负债	1123	1066	1086	1092
长期借款	0	0	0	0
其他	1123	1066	1086	1092
负债合计	3422	3068	3211	3341
少数股东权益	10	10	10	10
归属母公司股东权益	4687	5765	6570	7502
负债和股东权益	8119	8843	9791	10854

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	673	1436	919	1190
净利润	716	743	806	932
折旧摊销	210	214	250	284
财务费用	26	76	66	63
投资损失	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(68)	135	(60)	54
其它	(210)	270	(140)	(140)
投资活动现金流	(883)	(630)	(677)	(668)
资本支出	(660)	(579)	(617)	(619)
长期投资	1	(1)	0	0
其他	(224)	(50)	(60)	(50)
筹资活动现金流	230	(153)	84	(25)
短期借款	151	(250)	116	6
长期借款	0	0	0	0
其他	78	97	(33)	(31)
现金净增加额	19	653	326	497

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3048	3186	3358	3701
营业成本	924	977	1024	1128
营业税金及附加	177	174	175	202
营业费用	750	771	806	866
管理费用	204	191	201	185
研发费用	100	102	107	118
财务费用	26	76	66	63
资产减值损失	2	(0)	(0)	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
其他经营收益	57	46	46	50
营业利润	923	944	1028	1191
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	923	944	1029	1192
所得税	207	201	223	260
净利润	716	743	806	932
少数股东损益	(3)	0	0	0
归属母公司净利润	719	743	806	932
EBITDA	1157	1234	1343	1537
EPS (最新摊薄)	0.69	0.71	0.77	0.89

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-6.61%	4.52%	5.39%	10.23%
营业利润	-9.88%	2.25%	8.94%	15.84%
归属母公司净利润	-11.15%	3.38%	8.35%	15.68%
获利能力				
毛利率	69.67%	69.34%	69.51%	69.53%
净利率	23.50%	23.33%	23.99%	25.18%
ROE	16.46%	14.20%	13.04%	13.22%
ROIC	12.37%	12.10%	11.29%	11.47%
偿债能力				
资产负债率	42.15%	34.69%	32.79%	30.78%
净负债比率	36.28%	28.14%	31.16%	30.98%
流动比率	1.51	1.87	2.00	2.20
速动比率	1.05	1.48	1.58	1.73
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.38	0.36	0.36
应收账款周转率	12.81	13.46	14.69	14.18
应付账款周转率	1.77	1.85	1.95	1.96
每股指标(元)				
每股收益	0.69	0.71	0.77	0.89
每股经营现金	0.64	1.37	0.88	1.13
每股净资产	4.47	5.49	6.26	7.15
估值比率				
P/E	37.19	36.61	33.79	29.21
P/B	5.71	4.72	4.14	3.63
EV/EBITDA	24.78	20.67	18.85	16.16

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>