

百润股份 (002568.SZ)

Q3 改善低于预期，轻装上阵关注新品动销

公司发布 25 年三季报，Q3 实现营业收入 7.8 亿元，同比+3.0%，归母净利润 1.6 亿元，同比-6.8%，实现扣非归母净利润 1.6 亿元，同比-5.4%，低于此前预期，预调酒业务经营具有韧性，环比未下降，威士忌业务进展略低于此前预期。Q3 酒类业务同比+1.5%走出调整，新品铺货带动增长。威士忌团队组建一次性费投增加，盈利阶段性承压。

□ Q3 收入/利润+3%/-7%改善幅度低于预期，现金流表现良好。公司 2025 年前三季度营业收入为 22.7 亿元，同比-4.9%，归母净利润 5.5 亿元，同比-4.4%，扣非归母净利润 5.2 亿元，同比-7.9%。单 Q3 实现营业收入 7.8 亿元，同比+3.0%，归母净利润 1.6 亿元，同比-6.8%，实现扣非归母净利润 1.6 亿元，同比-5.4%，低于此前预期，预调酒业务经营具有韧性，环比未下降，威士忌业务进展略低于此前预期。Q3 公司销售收现 9.2 亿元，同比+8.0%，净现金流 2.7 亿，同比+8.2%，合同负债 0.82 亿，环比+400 万元，同比+0.13 亿元，现金流表现好于营收及净利润，公司主动去包袱修炼内功，当下库存 1.3-1.5 月良性水平，应收账款减少，轻装上阵对后续整体乐观。

□ Q3 酒类业务同比+1.5%走出调整，新品铺货带动增长。前三季度公司酒类产品/香精香料分别为 19.78 亿元/2.91 亿元，同比-5.9%/+2.5%，其中单 Q3 酒类产品/香精香料分别为 6.71 亿元/1.08 亿元，同比+1.5%/+12.9%。酒类业务走出下滑区间，微醺果冻酒、轻享新品带动，威士忌渠道持续铺货。轻享、微醺果冻酒新品占预调酒比例 8%左右。

□ 威士忌团队组建一次性费投增加，盈利阶段性承压。25Q3 百润股份实现毛利率 70.2%，同比持平。25Q3 销售费用率为 26.7%，同比上升 3.2pcts，对威士忌及预调酒新品持续增加市场推广投入，同时销售团队搭建完毕，有一次性费用支出。25Q3 管理费用率/研发费用率为 6.7%/3.1%，分别同比+0.5%/+0.1pct，公司实现净利率 20.5%，同比-2.1pcts，费用投入增加致使盈利承压。

□ 投资建议：逐步走出调整，看好业绩加速，重申“强烈推荐”。三季度业绩低于预期，但预调酒确实走在加速通道，果冻酒新品铺市、消费者反馈良好。四季度公司业绩有望进一步改善。展望 26 年，威士忌仍是具备成长型的新型酒饮品类，公司坚持长期品牌培育，泥煤波本单一麦芽获 IWSC 杰出金奖，关注铺货及消费者培育进度。预调酒关注低基数下的改善和新品的渠道放量。看好公司业绩逐步加速，我们略下调 25-27 年 EPS 预测 0.71、0.85、1.00 元，当前股价对应 25 年 36X PE，继续维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：新品推广不及预期，行业竞争阶段性加剧，原材料成本上涨。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3264	3048	3105	3526	4016
同比增长	25.9%	-6.6%	1.9%	13.6%	13.9%
营业利润(百万元)	1025	923	916	1108	1320
同比增长	57.4%	-9.9%	-0.8%	21.0%	19.1%
归母净利润(百万元)	809	719	741	888	1049
同比增长	55.3%	-11.2%	3.0%	19.8%	18.2%

强烈推荐 (维持)

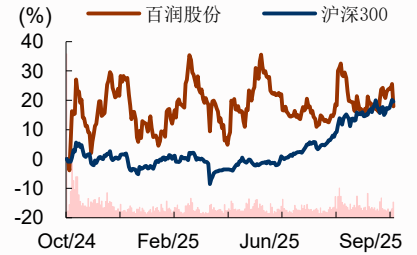
消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：25.62 元

基础数据

总股本 (百万股)	1049
已上市流通股 (百万股)	723
总市值 (十亿元)	26.9
流通市值 (十亿元)	18.5
每股净资产 (MRQ)	4.7
ROE (TTM)	14.2
资产负债率	41.6%
主要股东	刘晓东
主要股东持股比例	40.59%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	20	25
相对表现	2	-5	6



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《百润股份 (002568) —Q2 业绩阶段性承压，H2 有望走出调整》2025-08-28
- 《百润股份 (002568) —悦己消费驱动威士忌放量，开元者引领国威启航》2025-08-13
- 《百润股份 (002568) —预调酒企稳，威士忌扬帆起航》2025-04-30

陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
刘成 S1090523070012
✉ liucheng5@cmschina.com.cn

每股收益(元)	0.77	0.69	0.71	0.85	1.00
PE	33.2	37.4	36.3	30.3	25.6
PB	6.7	5.7	5.3	4.9	4.3

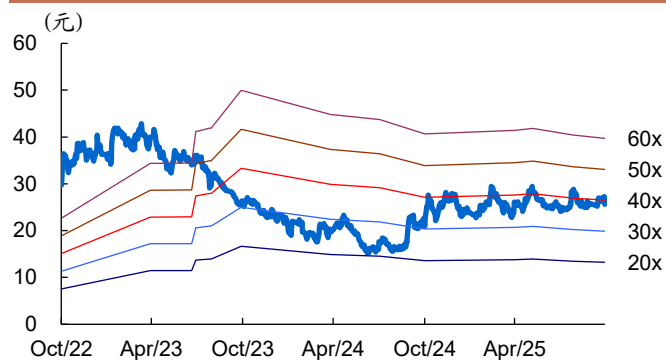
资料来源：公司数据、招商证券

表 1：季度拆分表

百万元，元，%	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	2023	2024
一、营业总收入	807	802	826	758	662	737	752	781	3264	3048
二、营业总成本	638	607	528	520	530	499	501	577	2276	2184
其中：营业成本	273	254	233	226	211	224	218	233	1087	924
营业税金及附加	46	43	47	40	47	39	52	53	177	177
营业费用	213	236	161	178	176	157	144	208	708	750
管理费用	67	47	53	47	57	54	61	52	193	204
研发费用	33	24	21	23	32	23	21	24	106	100
财务费用	3	3	10	6	7	6	6	6	2	26
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
三、其他经营收益	19	11	3	3	42	3	36	4	37	59
其它收益	19	11	2	2	42	3	36	4	36	57
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	0	0	0	0	0	2
四、营业利润	187	206	301	241	175	240	287	208	1025	923
加：营业外收入	1	0	0	1	1	2	3	0	4	2
减：营业外支出	0	0	0	1	1	0	0	5	1	2
五、利润总额	188	206	302	240	175	242	290	203	1028	923
减：所得税	44	39	70	69	30	61	82	42	221	207
六、净利润	143	168	232	172	145	181	208	160	807	716
减：少数股东损益	-1	-2	-1	0	0	0	0	0	-3	-3
七、归属母公司所有者净利润	144	169	233	172	145	181	208	160	809	719
EPS	0.14	0.16	0.22	0.16	0.14	0.17	0.20	0.15	0.77	0.69
主要比率										
毛利率	66.2%	68.3%	71.8%	70.2%	68.1%	69.7%	71.0%	70.2%	66.7%	69.7%
主营税金率	5.7%	5.4%	5.7%	5.3%	7.1%	5.3%	6.9%	6.8%	5.4%	5.8%
营业费率	26.4%	29.4%	19.5%	23.5%	26.5%	21.3%	19.2%	26.7%	21.7%	24.6%
管理费率	8.4%	5.9%	6.5%	6.2%	8.6%	7.4%	8.0%	6.7%	5.9%	6.7%
营业利润率	23.2%	25.7%	36.5%	31.8%	26.4%	32.6%	38.2%	26.6%	31.4%	30.3%
实际税率	23.7%	18.7%	23.3%	28.7%	17.2%	25.2%	28.3%	20.9%	21.5%	22.4%
净利率	17.9%	21.1%	28.2%	22.7%	21.9%	24.6%	27.6%	20.5%	24.8%	23.6%
同比增长率										
收入增长率	-14.9%	5.5%	-7.3%	-6.0%	-18.0%	-8.1%	-9.0%	3.0%	-4.2%	-6.6%
营业利润增长率	-31.8%	-15.3%	-0.4%	-17.3%	-6.6%	16.6%	-4.8%	-13.8%	-7.9%	-9.9%
净利润增长率	-33.4%	-9.8%	-7.3%	-24.0%	0.5%	7.0%	-10.9%	-6.8%	-8.2%	-11.2%

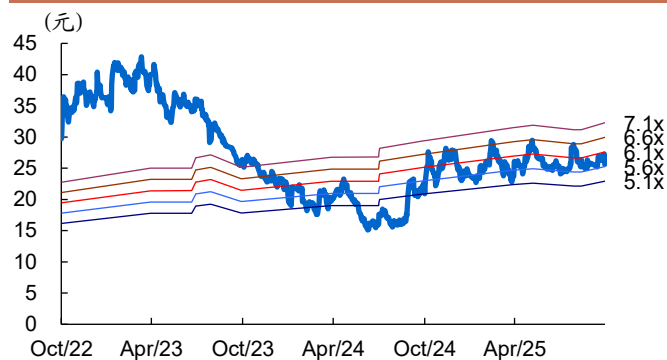
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 百润股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 百润股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《百润股份（002568）—Q2 业绩阶段性承压，H2 有望走出调整》2025-08-28
- 2、《百润股份（002568）—悦己消费驱动威士忌放量，开元者引领国威启航》2025-08-13
- 3、《百润股份（002568）—预调酒企稳，威士忌扬帆起航》2025-04-30

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3048	3463	2664	2948	3296
现金	1879	1931	1124	1239	1378
交易性投资	0	50	50	50	50
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	216	260	254	288	328
其它应收款	33	31	31	35	40
存货	780	1043	1053	1165	1305
其他	142	148	151	171	194
非流动资产	4063	4656	4953	5230	5489
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2564	2925	3273	3596	3896
无形资产商誉	493	480	432	389	350
其他	1007	1251	1247	1245	1243
资产总计	7111	8119	7616	8178	8785
流动负债	1999	2299	1373	1569	1398
短期借款	891	1042	291	374	64
应付账款	499	546	555	613	687
预收账款	110	87	88	97	109
其他	498	623	439	485	537
长期负债	1069	1123	1123	1123	1123
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1069	1123	1123	1123	1123
负债合计	3068	3422	2496	2692	2520
股本	1050	1049	1049	1049	1049
资本公积金	1646	1569	1569	1569	1569
留存收益	1349	2068	2494	2863	3646
少数股东权益	(0)	10	7	4	(0)
归属于母公司所有者权益	4044	4687	5113	5482	6265
负债及权益合计	7111	8119	7616	8178	8785

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	562	673	992	1069	1231
净利润	807	716	741	888	1049
折旧摊销	182	210	263	282	301
财务费用	49	40	33	18	14
投资收益	(0)	(2)	(59)	(59)	(59)
营运资金变动	(506)	(251)	17	(59)	(73)
其它	30	(40)	(3)	(1)	(1)
投资活动现金流	(1104)	(883)	(501)	(501)	(501)
资本支出	(1111)	(836)	(560)	(560)	(560)
其他投资	7	(47)	59	59	59
筹资活动现金流	(128)	230	(1298)	(454)	(591)
借款变动	346	279	(950)	83	(310)
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	(8)	(76)	0	0	0
股利分配	(525)	0	(315)	(519)	(266)
其他	60	28	(33)	(18)	(14)
现金净增加额	(669)	19	(807)	114	139

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3264	3048	3105	3526	4016
营业成本	1087	924	938	1038	1163
营业税金及附加	177	177	199	226	257
营业费用	708	750	762	848	945
管理费用	193	204	214	236	256
研发费用	106	100	102	112	120
财务费用	2	26	33	18	14
资产减值损失	(3)	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
投资收益	37	59	59	59	59
营业利润	1025	923	916	1108	1320
营业外收入	4	2	38	38	38
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	1028	923	952	1144	1356
所得税	221	207	214	260	311
少数股东损益	(3)	(3)	(3)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	809	719	741	888	1049

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	25.9%	-6.6%	1.9%	13.6%	13.9%
营业利润	57.4%	-9.9%	-0.8%	21.0%	19.1%
归母净利润	55.3%	-11.2%	3.0%	19.8%	18.2%
获利能力					
毛利率	66.7%	69.7%	69.8%	70.6%	71.1%
净利率	24.8%	23.6%	23.9%	25.2%	26.1%
ROE	20.7%	16.5%	15.1%	16.8%	17.9%
ROIC	16.2%	12.2%	13.3%	14.6%	16.0%
偿债能力					
资产负债率	43.1%	42.1%	32.8%	32.9%	28.7%
净负债比率	12.6%	15.3%	3.8%	4.6%	0.7%
流动比率	1.5	1.5	1.9	1.9	2.4
速动比率	1.1	1.1	1.2	1.1	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	1.7	1.0	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	19.1	12.8	12.1	13.0	13.0
应付账款周转率	2.2	1.8	1.7	1.8	1.8
每股资料(元)					
EPS	0.77	0.69	0.71	0.85	1.00
每股经营净现金	0.54	0.64	0.95	1.02	1.17
每股净资产	3.85	4.47	4.87	5.22	5.97
每股股利	0.50	0.30	0.49	0.25	0.30
估值比率					
PE	33.2	37.4	36.3	30.3	25.6
PB	6.7	5.7	5.3	4.9	4.3
EV/EBITDA	10.8	11.2	10.6	9.2	7.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。