

百润股份 (002568.SZ)

优于大市

2025 年三季度预调酒业务有所改善，费用投放阶段性增加

核心观点

公司公布 2025 年三季度业绩：3Q25 实现营业总收入 7.8 亿元，同比+3.0%；实现归母净利润 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%。

单季度收入止跌回升，预调酒业务有所改善，威士忌业务贡献增量。 Q3 收入+3.0%，终止了此前连续 5 个季度收入下滑之势。分业务看，Q3 酒类业务收入 6.8 亿，同比+1.5%，预计预调酒收入同比降幅收窄，威士忌业务贡献收入增量。香精 Q3 香料业务平稳发展。预调鸡尾酒业务开始出现企稳迹象主因：1) 年初以来公司持续加强渠道库存管理，渠道库存改善后，部分产品线的增长动力恢复；2) Q2 末推出预调酒新品——微醺果冻酒及轻享系列，贡献收入增量。

毛利率保持稳定，销售费用投放阶段性增加。 Q3 毛利率同比持平，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.2/+0.5/+0.1/-0.1pp，费用率上升主要系威士忌业务处于发展初期，产品上市推广、销售团队扩张、体验中心折旧导致相关费用率阶段性上升。受费用率提升影响，Q3 归母净利率 20.5%，同比-2.1pp。此外，得益于公司今年以来主动加强应收账款管理，Q3 末应收账款余额较年初大幅下降 65.5%至 0.9 亿元，且 Q3 销售收现同比+8.0%，高于收入增速，表明公司收入质量持续改善。

投资建议与盈利预测：预调酒方面，今年公司坚持高质量发展基调，主动进行渠道库存及应收账款管理，截至 Q3 末，预调酒业务质量已有提升，3-5-8 度产品矩阵的发展更为均衡，并有新系列推出，Q4 预调酒业务有望在低基数之上恢复正增。威士忌方面，今年业务正式启航，目前处于招商及渠道建设阶段，公司在威士忌赛道处于产能储备领先地位，发展节奏从容，预计后续随着产品矩阵完善、消费者认知提升，威士忌业务逐步起量。综合来看，我们预计明年公司收入恢复正增通道。考虑到今年酒水市场需求持续疲弱，且三季度受到规范吃喝相关政策影响，我们下调 2025-2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 30.4/33.0/35.6 亿元（前预测值 31.9/34.9/38.0 亿元），同比-0.3%/+8.5%/+7.8%；实现归母净利润 7.3/8.2/9.1 亿元（前预测值 7.9/9.0/10.3 亿元），同比+1.5%/+12.3%/+11.1%；EPS 分别为 0.70/0.78/0.87 元；当前股价对应 PE 分别为 36/32/29 倍。考虑到公司在预调酒行业的龙头定位稳固，品牌影响力较强，业务具备长期发展的稳固基础，且威士忌业务具备较为广阔的成长空间，故维持维持“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	3,039	3,297	3,556
(+/-%)	25.9%	-6.6%	-0.3%	8.5%	7.8%
归母净利润(百万元)	809	719	730	820	911
(+/-%)	55.3%	-11.2%	1.5%	12.3%	11.1%
每股收益(元)	0.77	0.69	0.70	0.78	0.87
EBIT Margin	30.4%	29.3%	30.5%	31.4%	32.2%
净资产收益率 (ROE)	20.0%	15.3%	14.4%	14.9%	15.2%
市盈率 (PE)	32.2	36.2	35.7	31.8	28.6
EV/EBITDA	24.9	26.9	23.5	21.2	19.3
市净率 (PB)	6.45	5.56	5.16	4.73	4.36

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	24.84 元
总市值/流通市值	26046/17953 百万元
52 周最高价/最低价	31.70/20.93 元
近 3 个月日均成交额	320.61 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) -2025 年上半年预调酒业务继续调整，烈酒业务正式启航》——2025-08-28
- 《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

公司公布 2025 年三季度业绩：3Q25 实现营业总收入 7.8 亿元，同比+3.0%；实现归母净利润 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%。

单季度收入止跌回升，预调酒业务有所改善，威士忌业务贡献增量。Q3 收入+3.0%，终止了此前连续 5 个季度收入下滑之势。分业务看，Q3 酒类业务收入 6.8 亿，同比+1.5%，预计预调酒收入同比降幅收窄，威士忌业务贡献收入增量。香精 Q3 香料业务平稳发展。预调鸡尾酒业务开始出现企稳迹象主因：1) 年初以来公司持续加强渠道库存管理，渠道库存改善后，部分产品线的增长动力恢复；2) Q2 末推出预调酒新品——微醺果冻酒及轻享系列，贡献收入增量。

毛利率保持稳定，销售费用投放阶段性增加。Q3 毛利率同比持平，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.2/+0.5/+0.1/-0.1pp，费用率上升主要系威士忌业务处于发展初期，产品上市推广、销售团队扩张、体验中心折旧导致相关费用率阶段性上升。受费用率提升影响，Q3 归母净利率 20.5%，同比-2.1pp。此外，得益于公司今年以来主动加强应收账款管理，Q3 末应收账款余额较年初大幅下降 65.5%至 0.9 亿元，且 Q3 销售收现同比+8.0%，高于收入增速，表明公司收入质量持续改善。

投资建议与盈利预测：预调酒方面，今年公司坚持高质量发展基调，主动进行渠道库存及应收账款管理，截至 Q3 末，预调酒业务质量已有提升，3-5-8 度产品矩阵的发展更为均衡，并有新系列推出，Q4 预调酒业务有望在低基数之上恢复正增。威士忌方面，今年业务正式启航，目前处于招商及渠道建设阶段，公司在威士忌赛道处于产能储备领先地位，发展节奏从容，预计后续随着产品矩阵完善、消费者认知提升，威士忌业务逐步起量。综合来看，我们预计明年公司收入恢复正增通道。考虑到今年酒水市场需求持续疲弱，且三季度受到规范吃喝相关政策影响，我们下调 2025-2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 30.4/33.0/35.6 亿元(前预测值 31.9/34.9/38.0 亿元)，同比-0.3%/+8.5%/+7.8%；实现归母净利润 7.3/8.2/9.1 亿元（前预测值 7.9/9.0/10.3 亿元），同比+1.5%/+12.3%/+11.1%；EPS 分别为 0.70/0.78/0.87 元；当前股价对应 PE 分别为 36/32/29 倍。考虑到公司在预调酒行业的龙头定位稳固，品牌影响力较强，业务具备长期发展的稳固基础，且威士忌业务具备较为广阔的成长空间，故维持维持“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）	3,193	3,491	3,800	3,039	3,297	3,556	-154	-194	-244
收入同比增速%	4.8%	9.3%	8.9%	-0.3%	8.5%	7.8%	-5.1%	-0.8%	-1.0%
毛利率%	70.1%	70.7%	71.3%	70.1%	70.4%	70.7%	0.0%	-0.3%	-0.6%
销售费用率%	22.2%	22.0%	22.0%	22.7%	22.4%	22.1%	0.5%	0.4%	0.1%
归母净利率%	24.8%	25.8%	27.2%	24.0%	24.9%	25.6%	-0.8%	-0.9%	-1.5%
归母净利润（百万元）	792	900	1,032	730	820	911	-62	-80	-121
归母净利润同比增速%	10.1%	13.6%	14.7%	1.5%	12.3%	11.1%	-8.6%	-1.3%	-3.6%
EPS（元）	0.75	0.86	0.98	0.70	0.78	0.87	-0.06	-0.08	-0.12

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 10 月 30 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	37.5	24.84	0.70	0.78	35.7	31.8	260	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	19.4	65.70	3.42	3.65	19.2	18.0	896	优于大市
600059.SH	古越龙山	42.0	9.48	0.21	0.23	45.1	41.2	86	未评级
601579.SH	会稽山	54.6	22.75	0.45	0.53	50.6	42.9	109	未评级
605499.SH	东鹏饮料	33.2	280.00	8.75	11.11	32.0	25.2	1,456	优于大市

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

图1: 单季度营业收入及增速



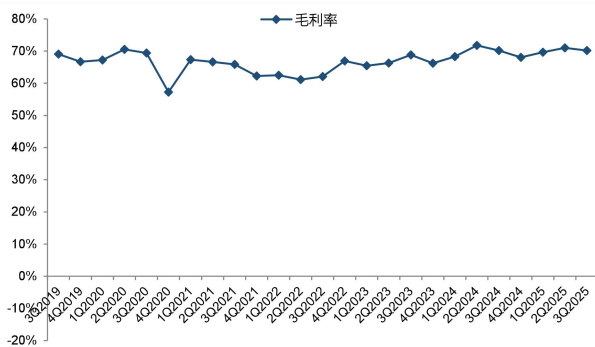
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



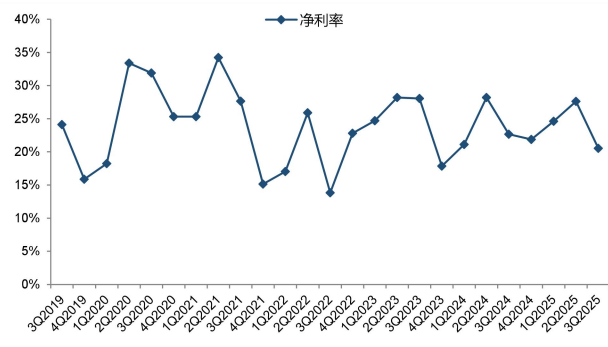
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1879	1931	2054	2359	2678	营业收入	3264	3048	3039	3297	3556
应收款项	248	291	225	244	263	营业成本	1087	924	908	976	1043
存货净额	780	1043	946	990	1058	营业税金及附加	177	177	191	208	224
其他流动资产	142	148	137	148	159	销售费用	708	750	690	739	786
流动资产合计	3048	3463	3381	3761	4178	管理费用	193	204	241	254	266
固定资产	3143	3803	4081	4245	4375	研发费用	106	100	97	102	110
无形资产及其他	493	480	498	515	531	财务费用	2	26	21	22	19
投资性房地产	427	373	380	396	409	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
资产总计	7111	8119	8339	8917	9494	其他收入	(72)	(43)	(9)	(8)	(6)
短期借款及交易性金融负债	891	1042	1222	1272	1322	营业利润	1025	923	978	1091	1212
应付款项	585	619	607	650	692	营业外净收支	3	0	2	3	3
其他流动负债	523	638	345	365	384	利润总额	1028	923	980	1094	1215
流动负债合计	1999	2299	2174	2287	2399	所得税费用	221	207	250	273	304
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	47	51	54	归属于母公司净利润	809	719	730	820	911
非流动负债合计	1069	1123	1100	1103	1107	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	3068	3422	3274	3391	3505	净利润	809	719	730	820	911
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	5055	5515	5978	折旧摊销	179	206	322	352	386
负债和股东权益总计	7111	8119	8339	8917	9494	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	2	26	21	22	19
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(680)	(88)	(153)	(8)	(34)
每股收益	0.77	0.69	0.70	0.78	0.87	其它	251	(163)	8	22	18
每股红利	0.50	0.30	0.31	0.39	0.43	经营活动现金流	562	673	921	1186	1283
每股净资产	3.85	4.47	4.82	5.26	5.70	资本开支	(1111)	(836)	(634)	(534)	(534)
ROIC	14.13%	10.68%	11%	13%	14%	其它投资现金流	7	(47)	30	0	0
ROE	20.02%	15.34%	14%	15%	15%	投资活动现金流	(1104)	(883)	(604)	(534)	(534)
毛利率	67%	70%	70%	70%	71%	权益性融资	0	14	0	0	0
EBIT Margin	30%	29%	31%	31%	32%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	36%	36%	41%	42%	43%	支付股利、利息	(547)	(31)	(310)	(329)	(410)
收入增长	26%	-7%	-0%	9%	8%	其它融资现金流	419	248	295	32	30
净利润增长率	55%	-11%	2%	12%	11%	融资活动现金流	(128)	230	(15)	(297)	(380)
资产负债率	43%	42%	39%	38%	37%	现金净变动	(669)	19	302	356	369
股息率	2.0%	1.2%	1.3%	1.6%	1.7%	货币资金的期初余额	2524	1855	1874	2176	2532
P/E	32.2	36.2	35.7	31.8	28.6	货币资金的期末余额	1855	1874	2176	2532	2901
P/B	6.4	5.6	5.2	4.7	4.4	企业自由现金流	(833)	(26)	227	587	676
EV/EBITDA	24.9	26.9	23.5	21.2	19.3	权益自由现金流	(833)	(26)	391	620	712

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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