



百润股份 (002568.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q1 收入企稳回升，利润率持续优化

业绩简评

4月28日公司发布2025年报及2026一季报,25年实现营收29.44亿元,同比-3.43%;实现归母净利润6.37元,同比-11.36%;扣非归母净利润6.04亿元,同比-10.16%。26Q1实现营收8.00亿元,同比+8.54%;实现归母净利润2.16亿元,同比+19.34%;扣非净利润2.09亿元,同比+17.41%,业绩符合预期。

经营分析

渠道变革叠加竞争分流,主业25年承压,26Q1环比改善。1)分产品来看,酒类业务/食用香精25年实现营收25.73/3.23亿元,同比-3.89%/-3.91%。25年下滑系渠道变化且市场竞争仍较为激烈。烈酒方面,公司积极储备不同价位带、不同风味产品,但受制于高度酒较为疲软的市场表现,经销商备货相对谨慎。26Q1公司酒类产品业务及香精香料业务均恢复增长,实现环比改善。2)分渠道来看,25年线下/线上分别实现营收25.96/3.00亿元,同比-5.50%/+12.68%。3)分区域看,25年华东/华南/华西/华北/其他地区实现营收10.18/9.57/4.52/4.68/0.47亿元,同比+0.32%/2.99%/-11.80%/-15.80%/+37.48%,华东大本营表现稳健。

26Q1净利率企稳改善修复,系公司减少促销&强化费用管控。1)25年/26Q1毛利率分别为69.18%/70.31%,同比-0.49pct/+0.65pct,Q1同比增长预计系促销收窄。2)25年销售/管理/研发/财务费率同比+0.12%/+1.39%/+0.05%/-0.09pct(26Q1分别同比+0.12%/-0.25%/-0.33%/-0.12pct),公司强化费用管控,费率整体稳健。3)最终25年/26Q1净利率为21.66%/27.06%,分别同比-1.84pct/+2.45pct。其中26Q1受税率减少、政府补助增加两项影响带来利润高增长。

深化预调酒“3-5-8”产品矩阵,威士忌延伸第二增长极。产品端,预调酒持续推新口味、进行包装升级,并配合以线上线下药营销资源导入。渠道端,公司积极把握新零售发展趋势,合作零食量贩、O2O等渠道实现增量。威士忌当前仍处于消费者培育阶段,后续有望为收入增长提供新动能。

盈利预测、估值与评级

考虑到主业需求依旧承压,我们下调公司26-27年利润13%/12%。预计公司26-28年归母净利润分别为7.6/8.9/10.1亿元,同比+19%/+17%/+14%,对应PE分别为23/19/17x,维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险;竞争加剧风险;新品表现不及预期风险。

食品饮料组

分析师:刘宸倩(执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

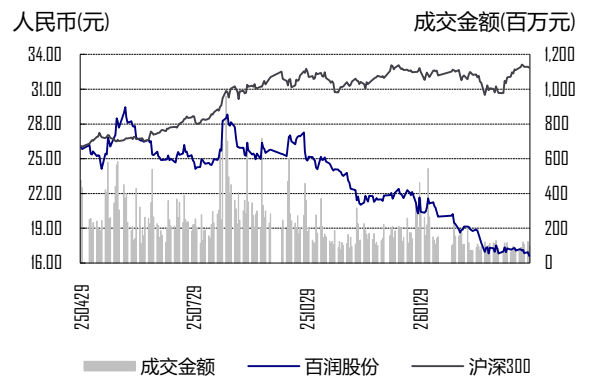
分析师:陈宇君(执业S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价(人民币):16.60元

相关报告:

- 《百润股份公司点评:收入恢复正增,费投扰动业绩》,2025.10.27
- 《百润股份公司点评:业绩高基数承压,期待新品催化》,2025.8.26
- 《百润股份公司点评:主业需求有待修复,期待第二曲线放量》,2025.4.29



公司基本情况(人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,048	2,944	3,343	3,765	4,249
营业收入增长率	-6.61%	-3.43%	13.56%	12.62%	12.85%
归母净利润(百万元)	719	637	760	888	1,012
归母净利润增长率	-11.15%	-11.36%	19.30%	16.75%	14.04%
摊薄每股收益(元)	0.685	0.608	0.730	0.852	0.972
每股经营性现金流净额	0.64	0.84	1.33	1.20	1.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.34%	12.85%	14.07%	15.11%	15.66%
P/E	40.87	35.88	22.74	19.48	17.08
P/B	6.27	4.61	3.20	2.94	2.67

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	3,264	3,048	2,944	3,343	3,765	4,249
增长率		-6.6%	-3.4%	13.6%	12.6%	12.9%
主营业务成本	-1,087	-924	-907	-1,008	-1,122	-1,257
%销售收入	33.3%	30.3%	30.8%	30.2%	29.8%	29.6%
毛利	2,177	2,124	2,036	2,335	2,643	2,992
%销售收入	66.7%	69.7%	69.2%	69.9%	70.2%	70.4%
营业税金及附加	-177	-177	-187	-194	-218	-246
%销售收入	5.4%	5.8%	6.3%	5.8%	5.8%	5.8%
销售费用	-708	-750	-728	-829	-926	-1,045
%销售收入	21.7%	24.6%	24.7%	24.8%	24.6%	24.6%
管理费用	-193	-204	-238	-267	-286	-323
%销售收入	5.9%	6.7%	8.1%	8.0%	7.6%	7.6%
研发费用	-106	-100	-98	-107	-117	-127
%销售收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	993	892	785	938	1,096	1,250
%销售收入	30.4%	29.3%	26.7%	28.1%	29.1%	29.4%
财务费用	-2	-26	-23	-30	-26	-22
%销售收入	0.1%	0.9%	0.8%	0.9%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-3	-2	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	1	1	0	0
%税前利润	0.0%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
营业利润	1,025	923	811	959	1,120	1,278
营业利润率	31.4%	30.3%	27.6%	28.7%	29.7%	30.1%
营业外收支	3	0	0	3	3	3
税前利润	1,028	923	811	962	1,123	1,281
利润率	31.5%	30.3%	27.6%	28.8%	29.8%	30.1%
所得税	-221	-207	-174	-202	-236	-269
所得税率	21.5%	22.4%	21.4%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	807	716	637	760	887	1,012
少数股东损益	-3	-3	0	-1	-1	-1
归属于母公司的净利润	809	719	637	760	888	1,012
净利率	24.8%	23.6%	21.7%	22.7%	23.6%	23.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	807	716	637	760	887	1,012
少数股东损益	-3	-3	0	-1	-1	-1
非现金支出	191	217	286	298	325	353
非经营收益	79	-1	-14	66	71	67
营运资金变动	-515	-259	-30	272	-29	-70
经营活动现金净流	562	673	880	1,395	1,254	1,362
资本开支	-1,104	-836	-434	-739	-647	-647
投资	0	-50	-53	0	0	0
其他	1	3	6	1	0	0
投资活动现金净流	-1,104	-883	-481	-738	-647	-647
股权募资	0	14	0	0	0	0
债权募资	450	341	71	-7	-101	-215
其他	-578	-124	-379	-389	-493	-490
筹资活动现金净流	-128	230	-308	-396	-594	-705
现金净流量	-669	19	91	261	13	11

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,879	1,931	2,050	2,310	2,322	2,332
应收款项	248	291	115	266	263	291
存货	780	1,043	1,376	994	1,137	1,308
其他流动资产	142	198	162	190	204	218
流动资产	3,048	3,463	3,703	3,760	3,926	4,149
%总资产	42.9%	42.7%	43.1%	41.4%	41.0%	41.1%
长期投资	30	29	28	28	28	28
固定资产	3,143	3,803	3,987	4,307	4,599	4,862
%总资产	44.2%	46.8%	46.4%	47.4%	48.0%	48.2%
无形资产	510	497	611	674	707	741
非流动资产	4,063	4,656	4,889	5,325	5,650	5,947
%总资产	57.1%	57.3%	56.9%	58.6%	59.0%	58.9%
资产总计	7,111	8,119	8,592	9,084	9,576	10,096
短期借款	897	1,241	1,313	1,307	1,206	991
应付款项	587	620	633	696	774	868
其他流动负债	514	437	476	488	535	585
流动负债	1,999	2,299	2,422	2,491	2,515	2,444
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,069	1,123	1,210	1,189	1,188	1,187
负债	3,068	3,422	3,632	3,679	3,703	3,631
普通股股东权益	4,044	4,687	4,960	5,406	5,874	6,467
其中：股本	1,050	1,049	1,049	1,049	1,049	1,049
未分配利润	997	1,697	2,002	2,448	2,916	3,509
少数股东权益	0	10	0	-1	-2	-2
负债股东权益合计	7,111	8,119	8,592	9,084	9,576	10,096

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.771	0.685	0.608	0.730	0.852	0.972
每股净资产	3.853	4.466	4.730	5.190	5.640	6.209
每股经营现金净流	0.536	0.641	0.840	1.331	1.196	1.299
每股股利	0.400	1.100	0.500	0.300	0.400	0.400
回报率						
净资产收益率	20.02%	15.34%	12.85%	14.07%	15.11%	15.66%
总资产收益率	11.38%	8.86%	7.42%	8.37%	9.27%	10.03%
投入资本收益率	13.08%	9.90%	8.37%	9.51%	10.61%	11.57%
增长率						
主营业务收入增长率	25.85%	-6.61%	-3.43%	13.56%	12.62%	12.85%
EBIT 增长率	63.53%	-10.18%	-11.96%	19.41%	16.84%	14.09%
净利润增长率	55.28%	-11.15%	-11.36%	19.30%	16.75%	14.04%
总资产增长率	10.11%	14.17%	5.83%	5.73%	5.41%	5.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.2	28.5	21.8	25.0	22.0	22.0
存货周转天数	220.9	359.8	486.5	360.0	370.0	380.0
应付账款周转天数	165.6	206.4	223.6	220.0	220.0	220.0
固定资产周转天数	286.7	350.2	471.8	428.6	389.4	350.5
偿债能力						
净负债/股东权益	0.95%	6.66%	6.35%	0.89%	-1.11%	-4.48%
EBIT 利息保障倍数	399.4	34.1	34.7	31.5	42.6	56.1
资产负债率	43.14%	42.15%	42.27%	40.50%	38.67%	35.96%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	4	14
增持	1	2	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.67	1.40	1.43	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究