

百润股份 (002568.SZ)

强烈推荐 (维持)

Q1 业绩超预期，拐点信号明显

公司发布 25 年年报，2025 年公司实现营收/归母净利润/扣非净利润分别为 29.4/6.4/6.0 亿元，同比-3.4%/-11.4%/-10.2%。25 年调整去包袱，26Q1 业绩超预期，拐点信号出现。预调酒老品逐步企稳，线上增长较快。25 年费用率上行盈利阶段承压，26Q1 毛利重返上升通道。拐点信号明显，看好威士忌长期发展。

□ 25 年调整去包袱，26Q1 业绩超预期，拐点信号出现。2025 年公司实现营收/归母净利润/扣非净利润分别为 29.4/6.4/6.0 亿元，同比-3.4%/-11.4%/-10.2%。单 Q4 实现营收/归母净利润分别为 6.7/0.9 亿元，同比+1.8%/-39.2%，Q4 利润下滑主要系销售费用率大幅上行 (+6.0pct) 及管理费用增加所致。25 年销售回款/经营活动现金流净额分别为 35.6/8.8 亿元，同比+7.2%/+30.8%，现金流表现良好，公司 25 年主动降低应收、现金流表现好于利润情况。26Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非净利润分别为 8.0/2.2/2.1 亿元，同比+8.5%/+19.3%/+17.4%，业绩超预期、环比改善明显、酒类与香精业务均恢复增长。Q4+Q1 合并营收/归母净利润分别为 14.7/3.0 亿元，同比+5.4%/-6.6%，合并口径收入保持增长，利润主要系清理包袱阶段性承压。26Q1 末合同负债 0.9 亿元，较去年同期+20.0%，在实现渠道去库存后、新品逐步铺市、打款积极性有所改善、拐点信号明确！

□ 预调酒老品逐步企稳，线上增长较快。分产品看，2025 年酒类/食用香精收入分别为 25.7/3.2 亿元，同比-3.9%/-3.9%，毛利率分别为 69.1%/70.9%，同比-1.0/+1.7pct，香精毛利率提升主要系成本下降。分渠道看，线下/数字零售渠道收入分别为 26.0/3.0 亿元，同比-5.5%/+12.7%，线上渠道逆势增长。分区域看，华东/华南/华北/华西收入分别为 10.2/9.6/4.7/4.5 亿元，同比+0.3%/+3.0%/-15.8%/-11.8%，华北华西跌幅较深、华东华南相对稳健。酒类产品销量 3.1 亿箱，同比-3.5%。经销商数量 2391 家，较年初净增 323 家，渠道持续扩张。

□ 25 年费用率上行盈利阶段承压，26Q1 毛利重返上升通道。2025 年毛利率/归母净利率 69.2%/21.7%，同比-0.5pct/-1.9pct；税金/销售/管理费用率分别为 6.3%/24.7%/8.1%，同比+0.5/+0.1/+1.4pct，管理费用率上行是主要拖累、公司降库存、收回款主动减少包袱。26Q1 毛利率 70.3%，同比+0.7pct；净利率 27.1%，同比+2.4pct，结构上行带动盈利能力显著提升；税金/销售/管理费用率分别为 6.2%/21.4%/7.1%，同比+0.9/+0.1/-0.3pct。公司 2026 年将持续推进预调鸡尾酒数字化转型全国落地，威士忌流通产品加速铺市，崂州蒸馏厂桶陈数量已近 60 万只，中国威士忌龙头地位持续巩固。

□ 投资建议：拐点信号明显，看好威士忌长期发展，重申“强烈推荐”。25 年公司调整年，通过降低应收款项、回收款项、改善税利与现金流、降低库存等措施修炼内功，终端动销优于报表。26 年春节动销表现积极，渠道反馈春节期间预调酒实现个位数增长，其中即时零售平台表现突出，强爽下滑收窄，老品轻享、果冻酒逐步铺货贡献增量，渠道库存同比有所下降，Q1 拐点信号明显。公司预调酒地位稳固，威士忌有望打造国产领军品牌，目前产/储能、品牌打造均处于领先地位且优势强化，我们认为在悦己消费的趋势下，国威

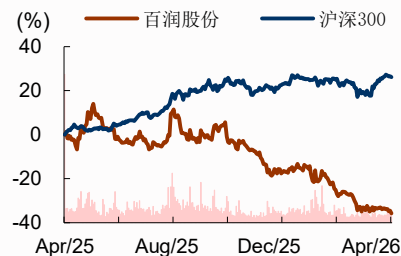
消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：16.6 元

基础数据

总股本 (百万股)	1042
已上市流通股 (百万股)	763
总市值 (十亿元)	17.3
流通市值 (十亿元)	12.7
每股净资产 (MRQ)	4.7
ROE (TTM)	14.2
资产负债率	41.6%
主要股东	刘建国
主要股东持股比例	6.05%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-39	-29
相对表现	-7	-41	-55



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《百润股份 (002568) —Q3 改善低于预期，轻装上阵关注新品动销》 2025-10-29
- 《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

陈书慧 S1090523010003
chen shuhui@cmschina.com.cn
刘成 S1090523070012
liucheng5@cmschina.com.cn

会有一席之地，百润也将会是龙头，当前位置坚定看好，关注后续营销推广的破圈。我们略调整 26-28 年 EPS 预测 0.73、0.85、0.96 元，当前股价对应 26 年 23X PE，维持“强烈推荐”评级。

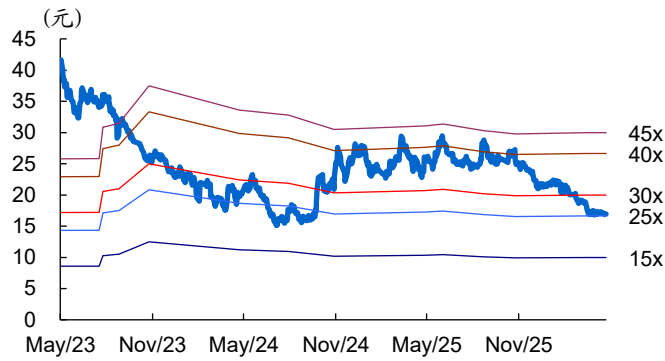
□ 风险提示：新品推广不及预期，行业竞争阶段性加剧，原材料成本上涨。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3048	2944	3249	3609	4004
同比增长	-6.6%	-3.4%	10.4%	11.1%	11.0%
营业利润(百万元)	923	811	979	1140	1283
同比增长	-9.9%	-12.2%	20.7%	16.4%	12.6%
归母净利润(百万元)	719	637	769	894	1005
同比增长	-11.2%	-11.4%	20.7%	16.2%	12.4%
每股收益(元)	0.69	0.61	0.73	0.85	0.96
PE	24.2	27.3	22.6	19.5	17.3
PB	3.7	3.5	3.2	2.9	2.6

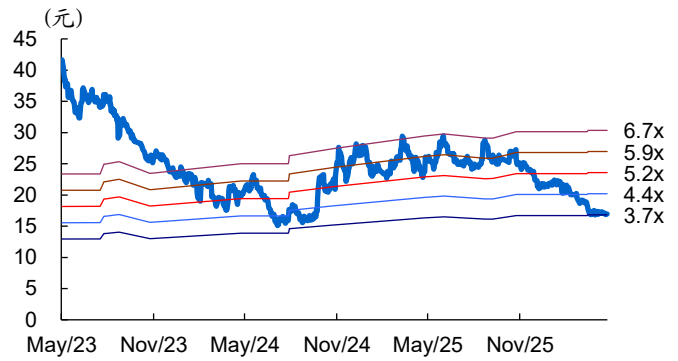
资料来源：公司数据、招商证券

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)—Q3 改善低于预期，轻装上阵关注新品动销》2025-10-29
- 2、《百润股份(002568)—Q2 业绩阶段性承压，H2 有望走出调整》2025-08-28
- 3、《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

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	3463	3703	2909	3178	3481
现金	1931	2050	1157	1257	1383
交易性投资	50	30	30	30	30
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	260	91	89	98	109
其它应收款	31	24	27	30	33
存货	1043	1376	1461	1602	1747
其他	148	132	145	161	178
非流动资产	4656	4889	5670	6393	7062
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2925	3805	4652	5433	6154
无形资产商誉	480	561	505	455	409
其他	1251	523	513	505	499
资产总计	8119	8592	8578	9571	10543
流动负债	2299	2422	1954	2283	2518
短期借款	1042	1304	765	981	1099
应付账款	546	565	603	661	721
预收账款	87	88	94	103	113
其他	623	465	492	538	586
长期负债	1123	1210	1210	1210	1210
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1123	1210	1210	1210	1210
负债合计	3422	3632	3164	3493	3728
股本	1049	1049	1049	1049	1049
资本公积金	1569	1516	1516	1516	1516
留存收益	2068	2396	2851	3514	4250
少数股东权益	10	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4687	4960	5415	6078	6815
负债及权益合计	8119	8592	8578	9571	10543

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	673	880	1098	1239	1404
净利润	716	637	769	894	1005
折旧摊销	210	286	359	417	471
财务费用	40	21	32	28	32
投资收益	(2)	(1)	(45)	(45)	(45)
营运资金变动	(251)	(30)	(19)	(58)	(61)
其它	(40)	(33)	2	3	3
投资活动现金流	(883)	(481)	(1096)	(1096)	(1096)
资本支出	(836)	(434)	(1141)	(1141)	(1141)
其他投资	(47)	(47)	45	45	45
筹资活动现金流	230	(308)	(895)	(43)	(182)
借款变动	279	11	(548)	216	118
普通股增加	(0)	(1)	0	0	0
资本公积增加	(76)	(54)	0	0	0
股利分配	0	(315)	(315)	(231)	(268)
其他	28	50	(32)	(28)	(32)
现金净增加额	19	91	(892)	100	126

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	3048	2944	3249	3609	4004
营业成本	924	907	967	1061	1157
营业税金及附加	177	187	206	229	254
营业费用	750	728	771	839	927
管理费用	204	238	239	255	283
研发费用	100	98	99	103	114
财务费用	26	23	32	28	32
资产减值损失	(2)	3	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	59	45	45	45	45
营业利润	923	811	979	1140	1283
营业外收入	2	7	7	7	7
营业外支出	2	6	6	6	6
利润总额	923	811	980	1140	1283
所得税	207	174	210	246	278
少数股东损益	(3)	0	0	0	0
归属于母公司净利润	719	637	769	894	1005

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-6.6%	-3.4%	10.4%	11.1%	11.0%
营业利润	-9.9%	-12.2%	20.7%	16.4%	12.6%
归母净利润	-11.2%	-11.4%	20.7%	16.2%	12.4%
获利能力					
毛利率	69.7%	69.2%	70.2%	70.6%	71.1%
净利率	23.6%	21.7%	23.7%	24.8%	25.1%
ROE	16.5%	13.2%	14.8%	15.6%	15.6%
ROIC	12.2%	10.3%	12.7%	12.8%	12.9%
偿债能力					
资产负债率	42.1%	42.3%	36.9%	36.5%	35.4%
净负债比率	15.3%	15.3%	8.9%	10.2%	10.4%
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
速动比率	1.1	1.0	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	12.8	16.8	36.2	38.6	38.6
应付账款周转率	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7
每股资料(元)					
EPS	0.69	0.61	0.73	0.85	0.96
每股经营净现金	0.64	0.84	1.05	1.18	1.34
每股净资产	4.47	4.73	5.16	5.80	6.50
每股股利	0.30	0.30	0.22	0.26	0.29
估值比率					
PE	24.2	27.3	22.6	19.5	17.3
PB	3.7	3.5	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	7.0	7.4	5.9	5.1	4.5

资料来源：公司数据、招商证券

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。