

公司研究

26Q1 各类业务恢复增长，利润率亦同比改善

——百润股份（002568.SZ）2025 年年报及 2026 年一季报点评

增持（维持）

当前价：16.60 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.42
总市值(亿元)	172.91
一年最低/最高(元)	16.44/30.28
近3月换手率	56.08%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.70	-23.45	-62.35
绝对	-3.77	-23.36	-36.31

资料来源：Wind

相关研报

Q3 收入重回增长，增投费用拖累利润——百润股份（002568.SZ）2025 年三季报点评（2025-10-28）

预调酒业务仍承压，关注预调酒新品及威士忌表现——百润股份（002568.SZ）2025 年中报点评（2025-08-28）

要点

事件：百润股份 25 年实现营业收入 29.4 亿元，同比-3.4%；归母净利润 6.4 亿元，同比-11.4%；扣非归母净利润 6 亿元，同比-10.2%。其中，25Q4 实现营业收入 6.7 亿元，同比+1.8%；归母净利润 0.9 亿元，同比-39.2%；扣非归母净利润 0.9 亿元，同比-21.4%。26Q1 实现营业收入 8.0 元，同比+8.5%；归母净利润 2.2 亿元，同比+19.3%；扣非归母净利润 2.1 亿元，同比+17.4%。

预调酒业务调整期平稳过渡，数字零售渠道表现亮眼。1) 分产品看：2025 年，公司酒类产品实现主营业务收入 25.73 亿元，同比-3.89%；实现销量 3125.28 万箱，同比-3.48%，销量小幅下滑主要系公司主动调整经营策略，终端动销表现优于报表数据。RIO 预调鸡尾酒稳居行业第一，崆州威士忌国内产能与桶陈规模领先。2025 年食用香精业务实现主营业务收入 3.23 亿元，同比-3.91%。26Q1 公司酒类产品业务及香精香料业务均恢复增长。2) 分渠道看：线下渠道仍是主要销售渠道，2025 年实现收入 25.96 亿元，同比-5.50%。数字零售渠道表现亮眼，2025 年实现收入 3.00 亿元，同比+12.68%。公司持续加强渠道渗透，经销商数量从 2024 年末的 2068 家增加至 2025 年末的 2391 家，净增加 323 家。

25Q4 增投费用致利润承压，26Q1 税收返还增加改善利润率。1) 25 年/25Q4 公司毛利率分别为 69.18%/65.45%，同比-0.49/-2.64pcts。2) 25 年/25Q4 公司销售费用率分别为 24.74%/32.49%，同比+0.12/+5.98pcts。3) 25 年/25Q4 管理费用率分别为 8.07%/10.46%，同比+1.39/+1.89pcts。4) 综合来看，25 年/25Q4 公司销售净利率达到 21.66%/13.07%，同比-1.84/-8.81pcts。

26Q1 来看，毛利率为 29.69%，同比-0.65pcts；销售费用率为 21.39%，同比+0.12pcts；管理费用率为 7.11%，同比-0.25pcts；其他收益收入占比为 1.34%，同比+0.99pcts，主要系公司收到政府补助；所得税率为 19.6%，同比-5.62pcts，主要系税收返还较多。综合来看 26Q1 销售净利率为 27.06%，同比+2.45pct。

预调酒产品矩阵持续丰富，威士忌业务奠定长远发展基础。预调酒业务方面，公司持续完善“358”产品矩阵。2025 年，微醺系列推出青梅龙井、果冻酒等新品，其中果冻酒市场反馈良好，线上首批迅速售罄；强爽系列 25 年推出茉莉青提新口味、0 糖柠檬口味全新升级上市，26 年推出冻顶乌龙梅酒风味，以稳固品类成长；清爽系列全新包装升级上线，主要口味完成 0 糖配方升级。传统“358”产品矩阵之外，公司亦积极布局高度预调酒，全新 12 度的轻享系列上市，瞄准中度数区间，具有层次的花果香风味口感得到了市场好评。随着渠道库存去化至健康水平，以及新品的逐步铺开，预调酒业务有望重回增长轨道。

烈酒业务方面，2025 年公司有序推进，产品矩阵初步成型。公司在威士忌领域布局具备先发优势，旗下崆州蒸馏厂在产能和桶陈规模上国内领先。截至 2025 年末，崆州蒸馏厂累计灌桶数量已近 60 万只，并具备 100 万只橡木桶的桶陈与管理能力。在品牌建设方面，公司通过开设“崆州吧”、举办城市巡礼品鉴会、开放崆州蒸馏厂体验中心等多种方式进行消费者培育。2025 年威士忌产品上市首年即成功覆盖全国 31 个省区、数万个终端网点，并成功进入全球市场的多个国家。随着威士忌产品矩阵的完善和渠道的逐步铺开，有望为公司收入提供新的增量。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司 2026-2027 年归母净利润预测分别为 7.68/8.73 亿元，引入 2028 年归母净利润预测为 9.78 亿元，折合 2026-2028 年 EPS 分别为 0.74/0.84/0.94 元，当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 23x/20x/18x。中长期看，预调鸡尾酒行业景气度仍在，随着消费力的逐步修复，行业有望恢复较快增长态势，公司作为龙头有望受益于行业景气度回升，我们维持“增持”评级。

风险提示：行业边际竞争激烈程度高于预期；原材料成本上涨高于预期；威士忌产品推广不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	3,048	2,944	3,350	3,709	4,054
营业收入增长率	-6.61%	-3.43%	13.81%	10.70%	9.31%
归母净利润 (百万元)	719	637	768	873	978
归母净利润增长率	-11.15%	-11.36%	20.43%	13.70%	12.11%
EPS (元)	0.69	0.61	0.74	0.84	0.94
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.34%	12.85%	14.20%	14.71%	15.01%
P/E	24	27	23	20	18
P/B	3.7	3.5	3.2	2.9	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-28（注：2024-2028 年总股本数分别为 10.49/10.49/10.42/10.42/10.42 亿股）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,048	2,944	3,350	3,709	4,054
营业成本	924	907	1,016	1,113	1,204
折旧和摊销	206	274	286	303	317
税金及附加	177	187	201	223	239
销售费用	750	728	826	906	983
管理费用	204	238	260	277	295
研发费用	100	98	112	122	134
财务费用	26	23	25	25	29
投资收益	2	1	0	0	0
营业利润	923	811	970	1,108	1,242
利润总额	923	811	977	1,111	1,245
所得税	207	174	209	238	267
净利润	716	637	768	873	978
少数股东损益	-3	0	0	0	0
归属母公司净利润	719	637	768	873	978
EPS(元)	0.69	0.61	0.74	0.84	0.94

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	673	880	1,061	1,077	1,294
净利润	719	637	768	873	978
折旧摊销	206	274	286	303	317
净营运资金增加	271	48	209	638	608
其他	-523	-79	-201	-736	-610
投资活动产生现金流	-883	-481	-371	-320	-320
净资本支出	-836	-434	-320	-320	-320
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-47	-47	-51	0	0
融资活动现金流	230	-308	-1,400	-243	-396
股本变化	0	-1	-7	0	0
债务净变化	377	100	-1,058	124	22
无息负债变化	-23	110	141	43	126
净现金流	19	91	-710	514	578

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	69.7%	69.2%	69.7%	70.0%	70.3%
EBITDA 率	38.0%	37.9%	38.2%	38.7%	39.2%
EBIT 率	31.1%	28.2%	29.7%	30.6%	31.4%
税前净利润率	30.3%	27.6%	29.2%	30.0%	30.7%
归母净利润率	23.6%	21.7%	22.9%	23.5%	24.1%
ROA	8.8%	7.4%	9.5%	9.9%	10.2%
ROE (摊薄)	15.3%	12.9%	14.2%	14.7%	15.0%
经营性 ROIC	11.9%	10.1%	11.6%	12.1%	12.5%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	42%	42%	33%	33%	32%
流动比率	1.51	1.53	2.12	1.39	1.58
速动比率	1.05	0.96	1.08	0.78	0.94
归母权益/有息债务	2.04	2.07	4.04	4.06	4.40
有形资产/有息债务	3.25	3.26	5.50	5.50	5.91

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	8,119	8,592	8,121	8,816	9,549
货币资金	1,931	2,050	1,340	1,854	2,432
交易性金融资产	50	30	0	0	0
应收账款	260	91	103	114	125
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	31	24	28	30	33
存货	1,043	1,376	1,541	1,688	1,826
其他流动资产	130	117	117	117	117
流动资产合计	3,463	3,703	3,146	3,823	4,554
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,925	3,805	3,887	3,876	3,833
在建工程	878	153	97	118	156
无形资产	480	561	570	578	586
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	147	78	160	160	160
非流动资产合计	4,656	4,889	4,975	4,993	4,996
总负债	3,422	3,632	2,715	2,882	3,030
短期借款	1,042	1,304	226	1,451	1,473
应付账款	546	565	633	694	750
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	136	176	216	252	287
流动负债合计	2,299	2,422	1,481	2,746	2,890
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	1,053	1,081	1,101	0	0
其他非流动负债	61	110	114	118	121
非流动负债合计	1,123	1,210	1,234	136	140
股东权益	4,697	4,960	5,406	5,934	6,519
股本	1,049	1,049	1,042	1,042	1,042
公积金	2,099	2,092	2,168	2,218	2,218
未分配利润	1,697	2,002	2,378	2,856	3,441
归属母公司权益	4,687	4,960	5,406	5,934	6,519
少数股东权益	10	0	0	0	0

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	24.62%	24.74%	24.64%	24.44%	24.24%
管理费用率	6.68%	8.07%	7.77%	7.47%	7.27%
财务费用率	0.86%	0.77%	0.73%	0.68%	0.72%
研发费用率	3.29%	3.34%	3.34%	3.30%	3.30%
所得税率	22%	21%	21%	21%	21%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.30	0.30	0.33	0.38	0.42
每股经营现金流	0.64	0.84	1.02	1.03	1.24
每股净资产	4.47	4.73	5.19	5.70	6.26
每股销售收入	2.90	2.81	3.22	3.56	3.89

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	24	27	23	20	18
PB	3.7	3.5	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	16.4	17.1	14.5	13.0	11.8
股息率	1.8%	1.8%	2.0%	2.3%	2.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼