

2026年05月06日

百润股份(002568.SZ)

投资评级：买入（维持）

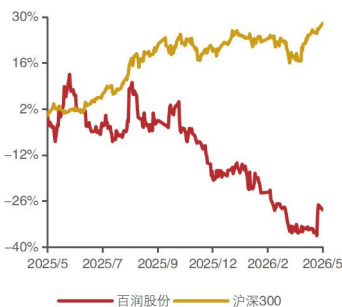
——重拾增长动能，低度酒与烈酒业务长期价值明确

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
林若尧
SAC: S1350525070002
linruoyao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年05月06日

收盘价(元)	18.65
一年内最高/最低(元)	30.28/16.44
总市值(百万元)	19,426.28
流通市值(百万元)	14,231.47
总股本(百万股)	1,041.62
资产负债率(%)	39.53
每股净资产(元/股)	4.84

资料来源：聚源数据

投资要点：

事件：公司 2025 年实现营收 29.44 亿元，同比下滑 3.43%，实现归母净利润 6.37 亿元，同比下滑 11.36%，实现扣非归母净利润 6.04 亿元，同比下滑 10.16%；根据公告，公司 25Q4/26Q1 分别实现营业收入 6.74/8 亿元，对应分别同比+1.85%/+8.54%，归母净利润 0.88/2.16 亿元，分别同比-39.16%/+19.34%。2026 年一季度收入利润重回增长轨道，一定程度上验证公司 2025 年调整成效。

- **香精香料业务保持稳健，预调酒业务经过 2025 年优化，当前已具备较强增长动能。**公司 2025 年酒类产品/香精香料业务分别实现营收 25.73/3.23 亿元，分别同比-3.89%/-3.91%，香精香料业务方面公司持续推进大客户战略，其中食品饮料香精香料业务稳定增长，预调酒业务则通过产品端完善产品矩阵，推出果冻酒、轻享等新品，渠道端推进提质增效工作，强化库存健康度管理和渠道动销，并且运营层面持续推进数字化转型，推动营销费用投入产出效率更高。我们认为，通过 2025 年的调整梳理，公司当前预调酒业务已重拾增长动能，2026 年第一季度收入高个位数增长，利润双位数增长一定程度上验证公司调整成效。
- **威士忌业务已布局双品牌多系列产品矩阵，产能壁垒深厚，期待稳步放量。**公司当前烈酒业务方面以重点发展威士忌作为战略指引，目前已构建“崆州”和“百利得”双品牌多系列多规格的产品矩阵，并组建了专业营销团队积极开拓合作伙伴搭建销售渠道。截至 25 年 6 月，公司崆州蒸馏厂累计灌桶数量达 50 万桶，崆州蒸馏厂年产能达 3.6 万吨，为国内规模最大的威士忌酒厂，产能壁垒深厚。我们认为由于威士忌产品本身需时间沉淀，当前对于崆州蒸馏厂而言更多为市场培育期，后续更需关注公司营销端市场培育进展和国际赛事获奖情况，产品知名度与认可度为产品旺销的有效前提。
- **费用投放节奏扰动盈利，预计威士忌业务逐步放量后，盈利能力将有效提升。**公司 2025 年毛利率对比 24 年同期下降 0.49pct 至 69.18%，而 26Q1 毛利率对比 25Q1 同期提升 0.65pct 至 70.31%；费用率方面，25 年销售/管理/研发/财务费用率分别对比 24 年同期+0.12/+1.39/+0.05/-0.09pct 至 24.74%/8.07%/3.34%/0.77%，净利率对比 24 年同期下降 1.84pct 至 21.66%，我们认为主要系威士忌业务前期组建团队及市场培育需要前置性费用投入，属于正常商业规律，预计后续待业务逐步起量后费用率水平将有所改善，推动盈利能力回升。26Q1 上述费用率分别对比 25Q1 同期+0.12/-0.26/-0.32/-0.12pct 至 21.39%/7.11%/2.74%/0.69%，对应净利率对比 25Q1 同期+2.45pct 至 27.06%。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 7.37/8.47/9.78 亿元，同比增速分别为+15.66%/+14.93%/+15.38%，当前股价对应的 PE 分别为 26/23/20 倍，考虑到公司预调鸡尾酒和威士忌业务当前均处于渗透率向上阶段，后续盈利增长空间较大，维持“买入”评级。

➤ 风险提示。行业竞争加剧、宏观经济波动、食品安全问题等

盈利预测与估值 (人民币)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	3,048	2,944	3,212	3,506	3,830
同比增长率 (%)	-6.61%	-3.43%	9.10%	9.17%	9.24%
归母净利润 (百万元)	719	637	737	847	978
同比增长率 (%)	-11.15%	-11.36%	15.66%	14.93%	15.38%
每股收益 (元/股)	0.69	0.61	0.71	0.81	0.94
ROE (%)	15.34%	12.85%	13.84%	14.84%	16.02%
市盈率 (P/E)	27.01	30.48	26.35	22.93	19.87

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,050	2,146	2,022	1,921
应收票据及账款	91	195	213	233
预付账款	15	24	27	29
其他应收款	24	30	33	36
存货	1,376	1,109	1,194	1,285
其他流动资产	147	152	163	176
流动资产总计	3,703	3,657	3,652	3,679
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,811	3,886	3,941	3,977
在建工程	182	121	61	0
无形资产	561	640	716	789
长期待摊费用	50	49	48	44
其他非流动资产	285	285	284	283
非流动资产合计	4,889	4,981	5,049	5,093
资产总计	8,592	8,638	8,701	8,773
短期借款	1,304	1,104	904	704
应付票据及账款	565	552	594	640
其他流动负债	553	646	696	748
流动负债合计	2,422	2,301	2,194	2,091
长期借款	1,086	885	676	460
其他非流动负债	124	124	124	124
非流动负债合计	1,210	1,009	800	584
负债合计	3,632	3,311	2,994	2,675
股本	1,049	1,042	1,042	1,042
资本公积	1,698	1,705	1,705	1,705
留存收益	2,214	2,583	2,964	3,355
归属母公司权益	4,960	5,329	5,710	6,101
少数股东权益	0	-1	-3	-4
股东权益合计	4,960	5,327	5,707	6,097
负债和股东权益合计	8,592	8,638	8,701	8,773

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	637	697	806	938
折旧与摊销	289	318	342	366
财务费用	23	31	13	-3
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-31	221	-26	-31
其他经营现金流	-38	50	50	49
经营性现金净流量	879	1,315	1,184	1,318
投资性现金净流量	-481	-419	-419	-419
筹资性现金净流量	-308	-800	-888	-1,000
现金流量净额	90	96	-123	-101

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,944	3,212	3,506	3,830
营业成本	907	990	1,065	1,147
税金及附加	187	188	205	224
销售费用	728	763	825	883
管理费用	238	250	265	278
研发费用	98	104	107	109
财务费用	23	31	13	-3
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	3	1	1	2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	45	47	48	47
营业利润	811	935	1,076	1,242
营业外收入	7	5	6	6
营业外支出	6	4	5	5
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	811	937	1,077	1,243
所得税	174	201	231	266
净利润	637	736	846	976
少数股东损益	0	-1	-1	-1
归属母公司股东净利润	637	737	847	978
EPS(元)	0.61	0.71	0.81	0.94

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-3.43%	9.10%	9.17%	9.24%
营业利润增长率	-12.16%	15.33%	14.98%	15.45%
归母净利润增长率	-11.36%	15.66%	14.93%	15.38%
经营现金流增长率	30.85%	49.55%	-9.98%	11.33%
盈利能力				
毛利率	69.18%	69.17%	69.61%	70.06%
净利率	21.66%	22.91%	24.13%	25.49%
ROE	12.85%	13.84%	14.84%	16.02%
ROA	7.42%	8.53%	9.74%	11.14%
估值倍数				
P/E	30.48	26.35	22.93	19.87
P/S	6.60	6.05	5.54	5.07
P/B	4.03	3.74	3.49	3.26
股息率	1.60%	1.90%	2.40%	3.02%
EV/EBITDA	21	15	13	12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。