

百润股份 (002568.SZ)

2025年下半年经营改善, 2026Q1 收入增长加速

优于大市

核心观点

百润股份公布 2025 年及 2026Q1 业绩: 2025 年营业总收入 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 6.0 亿元, 同比-10.2%。2026Q1 营业总收入 8.0 亿元, 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%。

2025 年下半年预调酒业务有所改善, 预调酒新品及威士忌业务贡献增量。 2025 年酒类产品收入 25.7 亿元, 同比-3.9%, 主要系预调酒业务受市场需求偏弱及公司主动强化渠道库存及应收账款管理的影响。威士忌业务稳步启航, 预计贡献亿元级别收入增量。纵向对比看, 公司自 2025Q3 单季度收入增速恢复正增长, 主因: 1) 渠道库存改善后, 部分产品线的增长动力恢复; 2) 2025Q2 未推出预调酒新品——微醺果冻酒及轻享系列, 贡献收入增量。

2025 年毛利率小幅下滑, 费用率有所提升。 2025 年毛利率 69.2%, 同比-0.5pp; 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.1/+1.4/+0.1/-0.1pp, 主要因威士忌业务发展初期, 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, 但全年广宣费用有较大幅度的缩减。归母净利率/扣非归母净利率 21.7%/20.5%, 同比-1.9/-1.5pp。

2026Q1 收入端增长提速, 盈利能力同比改善。 2026Q1 公司收入同比+8.5%, 预调酒、威士忌、香精香料业务均实现增长。2026Q1 毛利率 70.3%, 同比+0.7pp。费用率小幅下降, 销售/管理/研发/财务费用率分别同比

+0.1/-0.3/-0.3/-0.1pp。归母净利率/扣非归母净利率 27.1%/26.1%, 同比+2.4/+2.0pp。单季度所得税率同比-5.6pp, 也对盈利能力提升有正向贡献。

盈利预测与投资建议: 预调酒方面, 2025 年下半年开始预调酒业务质量已有提升, 目前渠道库存恢复至健康水平, 3-5-8 度产品矩阵的发展更为均衡, 新系列推出进一步完善产品矩阵。威士忌方面, 2025 年业务正式启航, 目前完成第一阶段铺市工作, 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。结合当前需求情况及公司品牌培育进程, 我们预计威士忌业务起量节奏将略慢于我们此前预期, 并考虑到威士忌业务发展初期费用投放力度相对较大, 故我们对 2026-2027 年收入稍作调整, 并小幅下调利润预测, 同时新增 2028 年盈利预测: 预计 2026-2028 年公司实现营业总收入

32.6/35.9/39.5 亿元 (2026-2027 年前预测值 33.0/35.6 亿元), 实现归母净利润 7.4/8.4/9.5 亿元 (2026-2027 年前预测值 8.2/9.1 亿元), EPS 分别为 0.70/0.80/0.91 元; 当前股价对应 PE 分别为 27/23/21 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“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; 食品安全风险等。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,048	2,944	3,257	3,591	3,949
(+/-%)	-6.6%	-3.4%	10.7%	10.2%	10.0%
归母净利润(百万元)	719	637	736	836	951
(+/-%)	-11.2%	-11.4%	15.4%	13.6%	13.8%
每股收益(元)	0.69	0.61	0.70	0.80	0.91
EBIT Margin	29.3%	26.7%	27.2%	27.9%	28.9%
净资产收益率 (ROE)	15.3%	12.9%	13.7%	14.4%	15.1%
市盈率 (PE)	27.2	30.7	26.6	23.4	20.6
EV/EBITDA	21.0	21.9	18.0	16.4	14.8
市净率 (PB)	4.18	3.94	3.65	3.37	3.10

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	18.65 元
总市值/流通市值	19426/14231 百万元
52 周最高价/最低价	30.28/16.44 元
近 3 个月日均成交额	133.34 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 年三季度预调酒业务有所改善, 费用投放阶段性增加》——2025-10-31
- 《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

百润股份公布 2025 年及 2026Q1 业绩：2025 年营业总收入 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 6.0 亿元，同比-10.2%。2026Q1 营业总收入 8.0 亿元，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%。

2025 年下半年预调酒业务有所改善，预调酒新品及威士忌业务贡献增量。2025 年酒类产品收入 25.7 亿元，同比-3.9%，主要系预调酒业务受市场需求偏弱及公司主动强化渠道库存及应收账款管理的影响，收入小幅下滑。威士忌业务稳步启航，预计贡献亿元级别收入增量。纵向对比看，公司自 2025Q3 单季度收入增速恢复正增长，主因：1) 渠道库存改善后，部分产品线的增长动力恢复；2) 2025Q2 末推出预调酒新品——微醺果冻酒及轻享系列，贡献收入增量。分区域看，华东、华南优势区域收入保持正增，华北、华西区域收入双位数下滑。

2025 年毛利率小幅下滑，费用率有所提升。2025 年毛利率 69.2%，同比-0.5pp，其中酒类产品毛利率同比-0.9pp，预计主要系威士忌业务发展初期产品毛利率水平稍低所致；销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.7%/8.1%/3.3%/0.8%，分别同比+0.1/+1.4/+0.1/-0.1pp，主要因威士忌业务发展初期，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，但全年广宣费用有较大幅度的缩减，帮助公司将销售费用率控制在同比相对平稳的水平；归母净利率/扣非归母净利率 21.7%/20.5%，同比-1.9/-1.5pp。

2025 年经营性现金流大幅优化。2025 年公司坚持高质量发展基调，以良性周转为导向，主动强化渠道库存及应收账款管理。2025 年公司经营性净现金流 8.8 亿元，同比+30.8%；销售收现 35.6 亿元，同比+7.2%；2025 年末应收账款 9073 万，较 2024 年末 2.6 亿大幅下降（同比-65.2%）。公司拟向全体股东每 10 股派 3.0 元现金，现金分红总额 3.1 亿元，分红比例 48.8%，较 2024 年度分红比例 43.4%略有提升。

2026Q1 收入端增长提速，盈利能力同比改善。2026Q1 公司收入同比+8.5%，预调酒、威士忌、香精香料业务均实现增长。若剔除春节错期因素，2025Q4 及 2026Q1 合并收入同比+5.4%，依然优于 2025 年各个季度的收入增速。2026Q1 毛利率 70.3%，同比+0.7pp。费用率小幅下降，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.1/-0.3/-0.3/-0.1pp。归母净利率/扣非归母净利率 27.1%/26.1%，同比+2.4/+2.0pp。单季度所得税率同比-5.6pp，也对盈利能力提升有正向贡献。

盈利预测与投资建议：预调酒方面，2025 年下半年开始预调酒业务质量已有提升，目前渠道库存恢复至健康水平，3-5-8 度产品矩阵的发展更为均衡，新系列推出进一步完善产品矩阵。威士忌方面，2025 年业务正式启航，目前完成第一阶段铺市工作，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。结合当前需求情况及公司品牌培育进程，我们预计威士忌业务起量节奏将略慢于我们此前预期，并考虑到威士忌业务发展初期费用投放力度相对较大，故我们对 2026-2027 年收入稍作调整，并小幅下调利润预测，同时新增 2028 年盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 32.6/35.9/39.5 亿元（2026-2027 年前预测值 33.0/35.6 亿元），同比+10.7%/+10.2%/+10.0%；实现归母净利润 7.4/8.4/9.5 亿元（2026-2027 年前预测值 8.2/9.1 亿元），同比+15.4%/+13.6%/+13.8%；EPS 分别为 0.70/0.80/0.91 元；当前股价对应 PE 分别为 27/23/21 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“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；食品安全风险等。

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		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3,297	3,556	-	3,257	3,591	3,949	-40	35	-
收入同比增速%	8.5%	7.8%	-	10.7%	10.2%	10.0%	2.1%	2.4%	-
毛利率%	70.4%	70.7%	-	69.0%	69.0%	69.3%	-1.4%	-1.7%	-
销售费用率%	22.4%	22.1%	-	24.6%	24.2%	23.8%	2.2%	2.1%	-
归母净利率%	24.9%	25.6%	-	22.6%	23.3%	24.1%	-2.3%	-2.3%	-
归母净利润（百万元）	820	911	-	736	836	951	-85	-75	-
归母净利润同比增速%	12.3%	11.1%	-	15.4%	13.6%	13.8%	3.1%	2.6%	-
EPS（元）	0.78	0.87	-	0.70	0.80	0.91	-0.08	-0.07	-

资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2026年5月6日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价（元）	EPS		PE		总市值（亿元）	投资评级
				2026E	2027E	2026E	2027E		
002568.SZ	百润股份	28.9	18.65	0.70	0.80	26.6	23.4	194	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	21.8	53.97	2.63	2.74	20.5	19.7	261	优于大市
0291.HK	华润啤酒	22.5	22.80	1.79	1.90	12.7	12.0	740	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	18.3	62.89	3.51	3.65	17.9	17.2	858	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	21.2	13.40	0.72	0.82	18.6	16.3	378	优于大市

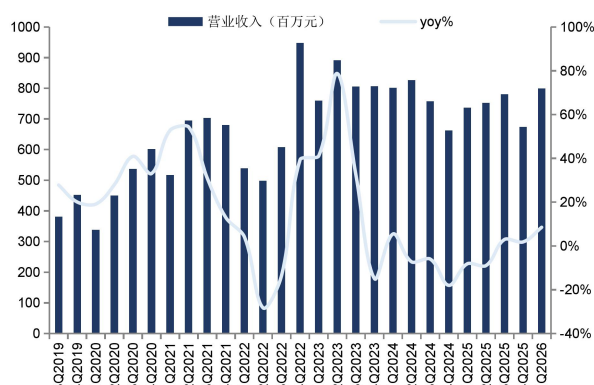
资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

图1: 单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

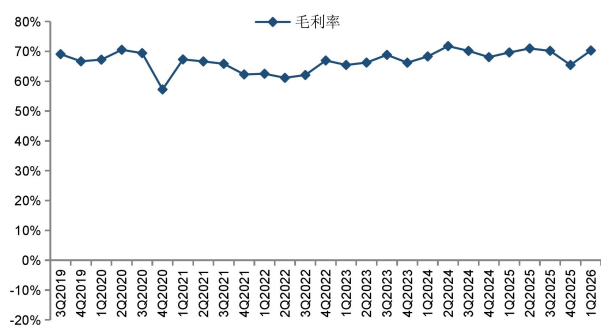
图2: 单季度归母净利润及增速



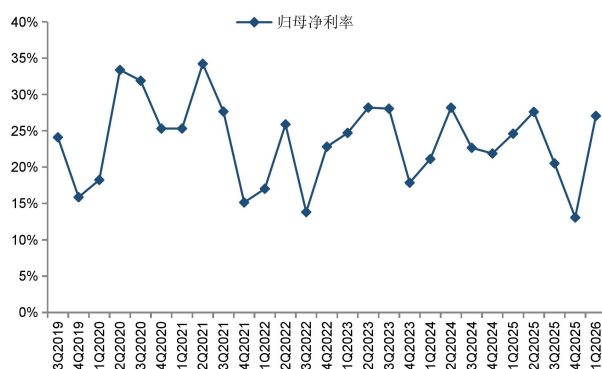
资料来源：公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化

图4: 单季度归母净利率变化



资料来源：公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、iFind、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)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1931	2050	2352	2718	3155	营业收入	3048	2944	3257	3591	3949
应收款项	291	115	126	138	151	营业成本	924	907	1011	1114	1212
存货净额	1043	1376	1545	1714	1878	营业税金及附加	177	187	205	226	249
其他流动资产	148	132	146	160	174	销售费用	750	728	801	869	940
流动资产合计	3463	3703	4219	4780	5409	管理费用	204	238	273	288	303
固定资产	3803	4016	4016	4004	3967	研发费用	100	98	101	111	122
无形资产及其他	480	561	563	564	565	财务费用	26	23	22	16	8
投资性房地产	373	312	345	373	402	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	8119	8592	9143	9721	10343	其他收入	(43)	(50)	(1)	(6)	(17)
短期借款及交易性金融负债	1042	1304	1304	1304	1304	营业利润	923	811	943	1072	1220
应付款项	619	633	706	778	846	营业外净收支	0	0	0	0	0
其他流动负债	638	485	531	575	617	利润总额	923	811	943	1072	1220
流动负债合计	2299	2422	2541	2656	2766	所得税费用	207	174	208	236	268
长期借款及应付债券	1053	1081	1101	1111	1111	少数股东损益	(3)	0	0	0	0
其他长期负债	70	129	138	146	153	归属于母公司净利润	719	637	736	836	951
非流动负债合计	1123	1210	1239	1257	1264	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	3422	3632	3780	3913	4030	净利润	719	637	736	836	951
少数股东权益	10	0	0	0	0	资产减值准备	(1)	(5)	14	(0)	0
股东权益	4687	4960	5363	5809	6313	折旧摊销	205	274	409	430	457
负债和股东权益总计	8119	8592	9143	9721	10343	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	26	23	22	16	8
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(88)	(164)	(66)	(72)	(74)
每股收益	0.69	0.61	0.70	0.80	0.91	其它	(162)	138	8	16	8
每股红利	0.30	0.30	0.35	0.40	0.50	经营活动现金流	673	880	1100	1210	1342
每股净资产	4.47	4.73	5.11	5.54	6.02	资本开支	(836)	(434)	(420)	(420)	(420)
ROIC	10.68%	8.69%	10%	13%	15%	其它投资现金流	(47)	(47)	(20)	0	0
ROE	15.34%	12.85%	14%	14%	15%	投资活动现金流	(883)	(481)	(440)	(420)	(420)
毛利率	70%	69%	69%	69%	69%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBIT Margin	29%	27%	27%	28%	29%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	36%	36%	40%	40%	40%	支付股利、利息	(31)	(347)	(311)	(368)	(418)
收入增长	-7%	-3%	11%	10%	10%	其它融资现金流	261	39	(76)	(87)	(97)
净利润增长率	-11%	-11%	15%	14%	14%	融资活动现金流	230	(308)	(388)	(455)	(515)
资产负债率	42%	42%	41%	40%	39%	现金净变动	19	91	273	336	407
股息率	1.6%	1.6%	1.9%	2.1%	2.7%	货币资金的期初余额	1855	1874	1965	2237	2573
P/E	27.2	30.7	26.6	23.4	20.6	货币资金的期末余额	1874	1965	2237	2573	2980
P/B	4.2	3.9	3.6	3.4	3.1	企业自由现金流	(27)	293	612	719	853
EV/EBITDA	21.0	21.9	18.0	16.4	14.8	权益自由现金流	(27)	293	595	706	846

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