

百润股份（002568）

2025 年三季报点评：25Q3 实现恢复性增长，持续关注动销反馈

买入（维持）

2025 年 10 月 28 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书：S0600525040001

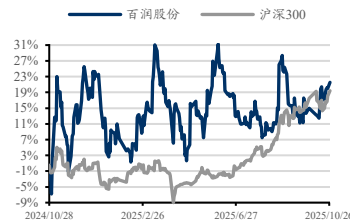
guoxd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3,264	3,048	3,100	3,612	4,111
同比（%）	25.85	(6.61)	1.72	16.49	13.81
归母净利润（百万元）	809.42	719.14	727.60	877.63	1,023.02
同比（%）	55.28	(11.15)	1.18	20.62	16.57
EPS-最新摊薄（元/股）	0.77	0.69	0.69	0.84	0.98
P/E（现价&最新摊薄）	35.34	39.78	39.31	32.59	27.96

投资要点

- **事件：**百润股份 25Q1-Q3 营收 22.70 亿元，同比-4.89%，归母净利润 5.49 亿元，同比-4.35%，扣非后归母净利润 5.17 亿元，同比-7.93%。其中 25Q3 营收 7.81 亿元，同比+2.99%，归母净利润 1.60 亿元，同比-6.76%，扣非后归母净利润 1.61 亿元，同比-5.37%。
- **预调酒边际企稳，威士忌贡献增量。**25Q1-Q3 酒类业务收入 19.78 亿元，同比-5.89%，我们预计年初以来微醺维持双位数增长、强爽上半年双位数下滑/三季度以来收窄至个位数下滑。其中 25H1 酒类业务收入 12.97 亿元，同比-9.35%，25Q3 酒类业务收入 6.81 亿元，同比+1.49%，酒类业务经历上半年的调整之后，三季度呈现恢复性增长节奏，主要系强爽下滑收窄、果冻酒/轻享新品/威士忌贡献增量等。
- **新品推广期费用投放加大，盈利有所承压。**25Q3 销售净利率同比-2.15pct 至 20.52%，主要系税金及附加率抬升、新品推广期费用投放加大所致。其中 25Q3 销售毛利率为 70.19%、同比基本持平；25Q3 税金及附加率同比+1.50pct 至 6.81%，二季度以来延续提升节奏，我们推测与威士忌品类生产节奏相关；销售费用率同比+3.24pct 至 26.70%，管理费用率同比+0.53pct 至 6.69%，果冻酒 6 月上市后逐步在盒马/便利店铺货，轻享 7 月上市，同时崂州单一麦芽威士忌亦处于招商铺货阶段，新品集中推广致费用明显加大。此外，其他非经科目相对平稳。
- **短期实现恢复性增长，持续关注动销反馈。**短期来看，三季度在预调酒新品、威士忌增量带动下恢复增长节奏，预计四季度增势延续，后续关注威士忌及预调酒新品动销节奏。中期来看，预调酒业务品类创新能力强、产品营销经验足、全国化产能加持，随着 358 产品矩阵持续完善，未来有望持续受益于渗透率提升。此外威士忌业务先发优势明显，需持续营销投入等待动销拐点，未来威士忌第二曲线有望打开成长空间。
- **盈利预测与投资评级：**短期预调酒低位企稳、威士忌新品逐步贡献增量，中期关注威士忌第二曲线营销节奏及动销拐点。参考 25Q3 报表节奏，我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 7.28、8.78、10.23 亿元（前值为 7.86、9.02、10.48 亿元），对应当前 PE 分别为 39、33、28X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期；食品安全问题；预调酒销售不及预期、新品威士忌铺货不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.28
一年最低/最高价	20.93/31.70
市净率(倍)	6.02
流通 A 股市值(百万元)	19,716.85
总市值(百万元)	28,604.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.53
资产负债率(%,LF)	41.65
总股本(百万股)	1,048.55
流通 A 股(百万股)	722.76

相关研究

《百润股份(002568)：2025 年中报点评：预调酒主业延续调整，期待威士忌打开成长空间》

2025-08-28

《百润股份(002568)：崂州新品正式上市，第二曲线渐入佳境》

2025-06-20

百润股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,463	4,114	5,054	6,218	营业总收入	3,048	3,100	3,612	4,111
货币资金及交易性金融资产	1,981	3,085	3,911	4,970	营业成本(含金融类)	924	938	1,067	1,187
经营性应收款项	279	196	229	260	税金及附加	177	202	235	267
存货	1,043	668	746	813	销售费用	750	738	874	987
合同资产	0	0	0	0	管理费用	204	217	249	280
其他流动资产	160	164	169	175	研发费用	100	102	116	132
非流动资产	4,656	4,626	4,634	4,593	财务费用	26	24	7	14
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	57	62	72	82
固定资产及使用权资产	2,935	2,716	2,534	2,302	投资净收益	2	2	0	0
在建工程	878	1,078	1,278	1,478	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	480	473	466	459	减值损失	(2)	(2)	(1)	(1)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	16	16	16	16	营业利润	923	941	1,135	1,326
其他非流动资产	346	343	340	337	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	8,119	8,740	9,688	10,810	利润总额	923	941	1,135	1,326
流动负债	2,299	2,195	2,270	2,371	减:所得税	207	216	261	305
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,241	1,241	1,241	1,241	净利润	716	725	874	1,021
经营性应付款项	546	437	468	520	减:少数股东损益	(3)	(3)	(3)	(2)
合同负债	87	84	85	83	归属母公司净利润	719	728	878	1,023
其他流动负债	424	432	475	526	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.69	0.69	0.84	0.98
非流动负债	1,123	1,123	1,123	1,123	EBIT	947	903	1,071	1,259
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,163	1,237	1,417	1,704
应付债券	1,053	1,053	1,053	1,053	毛利率(%)	69.67	69.73	70.45	71.12
租赁负债	9	9	9	9	归母净利率(%)	23.59	23.47	24.30	24.89
其他非流动负债	61	61	61	61	收入增长率(%)	(6.61)	1.72	16.49	13.81
负债合计	3,422	3,318	3,393	3,494	归母净利润增长率(%)	(11.15)	1.18	20.62	16.57
归属母公司股东权益	4,687	5,414	6,292	7,315					
少数股东权益	10	7	4	2					
所有者权益合计	4,697	5,422	6,296	7,317					
负债和股东权益	8,119	8,740	9,688	10,810					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	673	1,459	1,232	1,516	每股净资产(元)	4.30	4.99	5.83	6.80
投资活动现金流	(883)	(302)	(354)	(404)	最新发行在外股份(百万股)	1,049	1,049	1,049	1,049
筹资活动现金流	230	(53)	(53)	(53)	ROIC(%)	11.32	9.45	10.10	10.64
现金净增加额	19	1,104	825	1,059	ROE-摊薄(%)	15.34	13.44	13.95	13.99
折旧和摊销	216	333	346	445	资产负债率(%)	42.15	37.97	35.02	32.32
资本开支	(836)	(303)	(353)	(403)	P/E (现价&最新股本摊薄)	39.78	39.31	32.59	27.96
营运资本变动	(259)	348	(42)	(4)	P/B (现价)	6.35	5.46	4.68	4.01

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>