

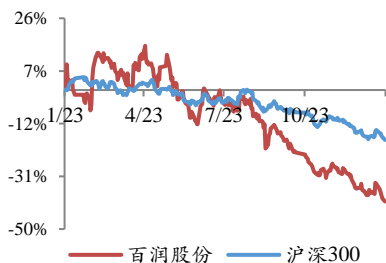
预调酒称王，再战威士忌

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-01-08

收盘价(元)	22.20
近12个月最高/最低(元)	43.28/22.20
总股本(百万股)	1,050
流通股本(百万股)	717
流通股比例(%)	68.33
总市值(亿元)	233
流通市值(亿元)	159

公司价格与沪深300走势比较



分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

邮箱：wanpengcheng@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 香精香料领先者积极转型预调酒

百润股份早期通过香精香料业务起家，后期收购巴克斯酒业，依靠后者RIO系列在中国的成功推出，公司逐步成为国内领先的预调酒龙头企业，并推出了强爽等多个火爆级单品。当前公司在立足传统预调酒的基础上，积极推进威士忌业务的开拓与发展，立志成为国内领先的威士忌烈酒公司。业绩层面，公司2023年前三季度实现营业收入24.57亿元，同比增长49.35%，归母净利润6.65亿元，同比增长118.19%。

● 预调酒基本盘稳固，威士忌蓄力长线发展

攻守兼备，RIO稳固预调酒基本盘。公司在RIO的产品及渠道建设已经非常成熟，产品方面，公司推出了微醺/经典/清爽/强爽等多个品类，酒精度数覆盖3~8度各个区间，产品容量包括275ml/330ml/500ml等多个选择，口味上更是极大丰富，最大程度上满足了年轻客群的多样化选择。渠道方面，公司根据线下为主线线上为辅的销售占比，实行差异化的资源分配和渠道打法，线上注重多重平台和快速反应，主要满足年轻人多元化需求；线下深耕传统商超KA渠道，选用扁平化模式尽量加强对终端的控制能力。区域上立足华东与华南地区，逐步向西部及北部地区辐射。我们认为，公司多年稳坐预调酒赛道top1，已经具备十分科学成熟的生产、管理、销售体系，基本盘业务确定性较强。

重点打造威士忌业务，志在本土威士忌龙头。公司以“重点发展威士忌，占位高品质烈酒，成为中国本土威士忌行业龙头”为战略指引，扎实推进以威士忌为主的烈酒业务。一方面有助于加强对预调酒产业链上游基酒源头的把控，另一方面烈酒业务有望成为公司第二增长曲线。2021年以来，岷州蒸馏厂经过层层严格工艺测试及质量检验，已顺利灌桶包括黄酒桶、雪莉桶、葡萄酒桶、波本桶、朗姆桶等各种风味的麦芽威士忌及谷物威士忌；2023年7月，作为体现岷州蒸馏厂形象和占位高品质白色烈酒的新产品——“椒语”金酒以及“岭冽”伏特加亮相。短期内该部分业务难以创造直接增量，但作为国内非成熟品类的早期培育，具备十分重要的战略意义。

● 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

预计2023-2025年收入分别为35.09、42.86、52.03亿元，对应增速分别为35.3%、22.1%、21.4%，归母净利润分别为9.35、11.79、14.89亿元，对应增速分别为79.3%、26.1%、26.3%。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

预调酒大单品销售不及预期，威士忌业务开展过慢。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2593	3509	4286	5203
收入同比 (%)	0.0%	35.3%	22.1%	21.4%
归属母公司净利润	521	935	1179	1489
净利润同比 (%)	-21.7%	79.3%	26.1%	26.3%
毛利率 (%)	63.8%	65.3%	65.8%	66.1%
ROE (%)	13.8%	21.4%	23.0%	24.8%
每股收益 (元)	0.50	0.89	1.12	1.42
P/E	74.72	24.93	19.77	15.65
P/B	10.42	5.34	4.56	3.88
EV/EBITDA	46.94	16.75	13.07	10.04

资料来源: wind, 华安证券研究所, 截至 1 月 8 日

正文目录

1 香精香料领先者积极转型预调酒	5
2 预调酒基本盘稳固，威士忌蓄力长线发展	5
3 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	6
风险提示:	6
财务报表与盈利预测	7

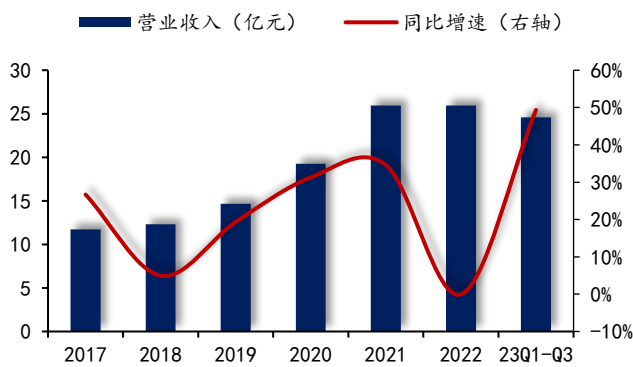
图表目录

图表 1 公司营收及增速.....	5
图表 2 公司归母净利润及增速.....	5

1 香精香料领先者积极转型预调酒

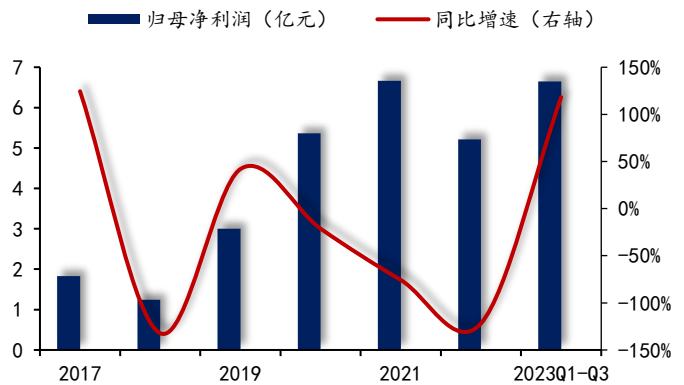
百润股份早期通过香精香料业务起家，后期收购巴克斯酒业，依靠后者 RIO 系列在中国的成功推出，公司逐步成为国内领先的预调酒龙头酒企，并推出了强爽等多个火爆级单品。当前公司在立足传统预调酒的基础上，积极推进威士忌业务的开拓与发展，立志成为国内领先的威士忌烈酒公司。业绩层面，公司 2023 年前三季度实现营业收入 24.57 亿元，同比增长 49.35%，归母净利润 6.65 亿元，同比增长 118.19%。

图表 1 公司营收及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 预调酒基本盘稳固，威士忌蓄力长线发展

攻守兼备，RIO 稳固预调酒基本盘。公司在 RIO 的产品及渠道建设已经非常成熟，产品方面，公司推出了微醺/经典/清爽/强爽等多个品类，酒精度数覆盖 3~8 度各个区间，产品容量包括 275ml/330ml/500ml 等多个选择，口味上更是极大丰富，最大程度上满足了年轻客群的多样化选择。渠道方面，公司根据线下为主线线上为辅的销售占比，实行差异化的资源分配和渠道打法，线上注重多重平台和快速反应，主要满足年轻人多元化需求；线下深耕传统商超 KA 渠道，选用扁平化模式尽量加强对终端的控制能力。区域上立足华东与华南地区，逐步向西部及北部地区辐射。我们认为，公司多年稳坐预调酒赛道 top1，已经具备十分科学成熟的生产、管理、销售体系，基本盘业务确定性较强。

重点打造威士忌业务，志在本土威士忌龙头。公司以“重点发展威士忌，占位高品质烈酒，成为中国本土威士忌行业龙头”为战略指引，扎实推进以威士忌为主的烈酒业务。一方面有助于加强对预调酒产业链上游基酒源头的把控，另一方面烈酒业务有望成为公司第二增长曲线。2021 年以来，嵊州蒸馏厂经过层层严格工艺测试及质量检验，已顺利灌桶包括黄酒桶、雪莉桶、葡萄酒桶、波本桶、朗姆桶等各种风味的麦芽威士忌及谷物威士忌；2023 年 7 月，作为体现嵊州蒸馏厂形象和占位高品质白色烈酒的新产品——“椒语”金酒以及“岭冽”伏特加亮相。短期内该部分业务难以创造直接增量，但作为国内非成熟品类的早期培育，具备十分重要的战

略意义。

3 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

预计 2023-2025 年收入分别为 35.09、42.86、52.03 亿元，对应增速分别为 35.3%、22.1%、21.4%，归母净利润分别为 9.35、11.79、14.89 亿元，对应增速分别为 79.3%、26.1%、26.3%。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

预调酒大单品销售不及预期，威士忌业务开展过慢。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	3282	3956	5074	6386	
现金	2532	3299	4199	5244	
应收账款	127	172	210	255	
其他应收款	34	46	57	69	
预付账款	43	49	68	78	
存货	535	379	531	730	
其他流动资产	10	10	10	10	
非流动资产	3177	3222	3148	3097	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	2172	2080	1972	1851	
无形资产	404	475	556	664	
其他非流动资产	600	667	620	582	
资产总计	6458	7178	8222	9483	
流动负债	1685	1787	2083	2454	
短期借款	444	444	444	444	
应付账款	487	681	821	963	
其他流动负债	754	662	817	1047	
非流动负债	1007	1026	1026	1026	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	1007	1026	1026	1026	
负债合计	2692	2813	3109	3480	
少数股东权益	2	0	-3	-6	
股本	1050	1050	1050	1050	
资本公积	1745	1742	1742	1742	
留存收益	969	1573	2324	3218	
归属母公司股东权益	3764	4365	5116	6009	
负债和股东权益	6458	7178	8222	9483	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	903	1312	1420	1708	
净利润	521	932	1176	1485	
折旧摊销	160	167	170	172	
财务费用	42	0	0	0	
投资损失	0	0	0	-52	
营运资金变动	198	200	77	105	
其他经营现金流	305	745	1096	1378	
投资活动现金流	-635	-225	-93	-67	
资本支出	-624	-80	-92	-118	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	-11	-146	-1	51	
筹资活动现金流	-75	-319	-428	-596	
短期借款	444	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	300	0	0	0	
资本公积增加	-220	-3	0	0	
其他筹资现金流	-599	-316	-428	-596	
现金净增加额	196	767	900	1045	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	2593	3509	4286	5203	
营业成本	939	1217	1466	1762	
营业税金及附加	162	187	228	277	
销售费用	626	737	879	1067	
管理费用	173	180	219	266	
财务费用	1	-67	-87	-111	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	52	
营业利润	651	1178	1486	1878	
营业外收入	1	3	3	2	
营业外支出	1	1	1	1	
利润总额	651	1180	1488	1880	
所得税	130	248	313	395	
净利润	521	932	1176	1485	
少数股东损益	0	-2	-3	-4	
归属母公司净利润	521	935	1179	1489	
EBITDA	813	1280	1571	1941	
EPS (元)	0.50	0.89	1.12	1.42	

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	0.0%	35.3%	22.1%	21.4%
营业利润	-22.3%	80.9%	26.2%	26.4%
归属于母公司净利	-21.7%	79.3%	26.1%	26.3%
获利能力				
毛利率 (%)	63.8%	65.3%	65.8%	66.1%
净利率 (%)	20.1%	26.6%	27.5%	28.6%
ROE (%)	13.8%	21.4%	23.0%	24.8%
ROIC (%)	10.0%	15.2%	16.9%	18.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	41.7%	39.2%	37.8%	36.7%
净负债比率 (%)	71.5%	64.5%	60.8%	58.0%
流动比率	1.95	2.21	2.44	2.60
速动比率	1.60	1.97	2.14	2.27
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.51	0.56	0.59
应收账款周转率	17.78	23.49	22.45	22.39
应付账款周转率	1.83	2.08	1.95	1.98
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.89	1.12	1.42
每股经营现金流 (摊)	0.86	1.25	1.35	1.63
每股净资产	3.58	4.16	4.87	5.72
估值比率				
P/E	74.72	24.93	19.77	15.65
P/B	10.42	5.34	4.56	3.88
EV/EBITDA	46.94	16.75	13.07	10.04

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：万鹏程，中央财经大学本科，乌尔姆大学硕士。曾就职于公募基金、券商资管、境外券商研究所等机构。主要覆盖白酒。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。