

百润股份 (002568)

威士忌战略新品发布, 新曲线渐入正轨

买入 (维持)

2024年11月21日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2593	3264	3240	3706	4183
同比 (%)	(0.04)	25.85	(0.74)	14.39	12.88
归母净利润 (百万元)	521.28	809.42	779.96	895.91	1,022.37
同比 (%)	(21.74)	55.28	(3.64)	14.87	14.12
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.50	0.77	0.74	0.85	0.97
P/E (现价&最新摊薄)	48.19	31.04	32.21	28.04	24.57

股价走势



投资要点

- **事件:** 2024年11月19日, “与世共创 感受新生” 峽州之夜暨发布会在四川峽州蒸馏厂隆重举行, 品牌“峽州”与峽州单一麦芽威士忌创世版、品牌“百利得”和百利得单一调和威士忌创世版正式宣告上市。
- **威士忌双品牌相得益彰, 创新上市先声夺人。** 本次发布亮相的 2 款新品, 峽州单一麦芽威士忌创世版 (700ml、46 度)、百利得单一调和威士忌创世版 (700ml、43 度), 官方售价均为 399 元, 作为公司沉淀 3 年的开山之作, 限量发售 10000 瓶, 每人每款限购 2 瓶, 销售渠道以上海峽州吧、广州峽州吧、成都峽州烈酒文化体验中心线下渠道为主。公司秉持“做中国自己的威士忌”初心, 致力于探索中国特色风味与本土文化的融合: 1) 首发产品先声夺人, 1 是在陈酒桶型及外观设计方面均具有独特的中国风韵, 定价对标国际品牌的中高档价位, 体现出较好的品牌调性; 2 是峽州吧限量发售的形式, 即凸显出产品的稀缺质感, 也生动借由威士忌的传统酒吧消费文化, 更好推进公司威士忌产品的 C 端宣传互动。2) 本次新品为非常规售卖版, 两大品牌旗下的流通产品系列, 将自 25Q1 起陆续发布, 以覆盖更多元化的消费场景及大众人群消费需求, 预计后续主要选择 RTD 经销商及烈酒/白酒经销商进行运作, 优先布局餐饮、零售、团购渠道, 夜店渠道以自然渗透为主, 并重点聚焦广东、福建等洋酒饮用习惯较好的区域。伴随产品矩阵完善、线上线下多渠道拓展、品牌力提升, 公司对于威士忌业务的 3 年目标兑现成效值得期待。
- **威士忌产能占据先发优势, 本土化运作持续深化。** 公司 2016 年起规划入局威士忌产业, 以“创造威士忌的更多可能”为愿景, 追求“多元风味的可能性”, 立足邛崃这一世界美酒特色产区, 开启迈向国际烈酒赛道的征程。公司旗下的峽州蒸馏厂作为目前国内威士忌产能最大、产品线最全的现代化蒸馏厂, 桶陈产能达 40 万桶, 为公司威士忌业务发展奠定了良好基础。此外, 公司重视本土化运作, 1 是聘请专业团队加大研发, 除传统威士忌桶型外, 公司已创新推出黄酒桶、蒙古栎桶等中国特色风味桶型; 2 是营销方式兼顾消费者需求与传播渠道特点, 除通过影视营销植入加大曝光度外, 公司亦将积极策划体验式营销加强消费者互动、提升品牌认同感。我们认为, 公司过往在预调酒业务所展现的强营销实力和成绩有目共睹, 其成功经验有望于威士忌业务持续复制。
- **盈利预测与投资评级:** 展望全年, 预调酒业务: 公司围绕 358 度产品矩阵持续深耕, 强爽蓄势整固, 微醺/清爽通过口味推新、包装升级、加强铺货推动放量, 预计预调酒收入在高基数下保持相对稳定。烈酒业务: 目前新品已亮相发售, 预计今年工作主要集中于销售渠道与团队人员搭建和完善, 25 年威士忌流通产品将正式投放市场, 销售反馈值得期待。结合公司规划和前三季度业绩表现, 我们略调整 2024-2026 年营收为 32.4/37.1/41.8 亿元 (前值 32.7、37.4、41.6 亿元), 同比-1%、+14%、+13%; 归母净利润 7.8、9.0、10.2 亿元 (前值 7.9、9.1、10.5 亿元), 同比-4%、+15%、14%, 对应 PE 为 32、28、25 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 预调酒销售不及预期、威士忌释放不及预期、食安问题

市场数据

收盘价(元)	23.94
一年最低/最高价	15.00/28.98
市净率(倍)	5.74
流通 A 股市值(百万元)	17,150.43
总市值(百万元)	25,121.89

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.17
资产负债率(% ,LF)	42.54
总股本(百万股)	1,049.37
流通 A 股(百万股)	716.39

相关研究

- 《百润股份(002568): 2024 前三季度业绩点评: 主业阶段性承压, 威士忌蓄势待发》  
2024-10-31
- 《百润股份(002568): 2024H1 业绩点评: 收入蓄势整备, 营销稳步发力》  
2024-07-31

图1: 崧州单一麦芽威士忌创世版



数据来源: 崧州蒸馏厂、东吴证券研究所

图2: 百利得单一调和威士忌创世版



数据来源: 崧州蒸馏厂、东吴证券研究所

## 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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>3,048</b>	<b>3,541</b>	<b>4,255</b>	<b>5,092</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,264</b>	<b>3,240</b>	<b>3,706</b>	<b>4,183</b>
货币资金及交易性金融资产	1,879	2,507	3,107	3,831	营业成本(含金融类)	1,087	966	1,099	1,233
经营性应收款项	253	206	236	266	税金及附加	177	178	204	243
存货	780	688	767	845	销售费用	708	800	908	1,012
合同资产	0	0	0	0	管理费用	193	201	230	259
其他流动资产	136	139	144	150	研发费用	106	104	119	134
<b>非流动资产</b>	<b>4,063</b>	<b>4,276</b>	<b>4,529</b>	<b>4,820</b>	财务费用	2	10	13	7
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	36	26	26	29
固定资产及使用权资产	2,578	2,503	2,468	2,470	投资净收益	0	3	0	0
在建工程	579	779	979	1,179	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	493	584	675	767	减值损失	(3)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	18	18	18	18	<b>营业利润</b>	<b>1,025</b>	<b>1,010</b>	<b>1,160</b>	<b>1,324</b>
其他非流动资产	395	392	389	386	营业外净收支	3	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7,111</b>	<b>7,817</b>	<b>8,784</b>	<b>9,912</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,028</b>	<b>1,010</b>	<b>1,160</b>	<b>1,324</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,999</b>	<b>1,927</b>	<b>2,000</b>	<b>2,109</b>	减:所得税	221	232	267	304
短期借款及一年内到期的非流动负债	897	897	897	897	<b>净利润</b>	<b>807</b>	<b>778</b>	<b>893</b>	<b>1,019</b>
经营性应付款项	499	450	482	541	减:少数股东损益	(3)	(2)	(3)	(3)
合同负债	110	87	88	86	<b>归属母公司净利润</b>	<b>809</b>	<b>780</b>	<b>896</b>	<b>1,022</b>
其他流动负债	492	493	534	585	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.77	0.74	0.85	0.97
非流动负债	1,069	1,069	1,069	1,069	EBIT	1,027	991	1,148	1,302
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,215	1,181	1,347	1,513
应付债券	1,020	1,020	1,020	1,020	毛利率(%)	66.70	70.19	70.36	70.52
租赁负债	13	13	13	13	归母净利率(%)	24.80	24.07	24.17	24.44
其他非流动负债	35	35	35	35	收入增长率(%)	25.85	(0.74)	14.39	12.88
<b>负债合计</b>	<b>3,068</b>	<b>2,996</b>	<b>3,069</b>	<b>3,178</b>	归母净利润增长率(%)	55.28	(3.64)	14.87	14.12
归属母公司股东权益	4,044	4,824	5,720	6,742					
少数股东权益	0	(3)	(5)	(9)					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,044</b>	<b>4,821</b>	<b>5,714</b>	<b>6,734</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,111</b>	<b>7,817</b>	<b>8,784</b>	<b>9,912</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	562	1,066	1,090	1,265	每股净资产(元)	3.69	4.43	5.28	6.26
投资活动现金流	(1,104)	(399)	(452)	(502)	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	(128)	(38)	(38)	(38)	ROIC(%)	14.41	12.00	12.28	12.29
现金净增加额	(669)	628	599	724	ROE-摊薄(%)	20.02	16.17	15.66	15.16
折旧和摊销	188	189	199	211	资产负债率(%)	43.14	38.32	34.94	32.06
资本开支	(1,104)	(401)	(451)	(501)	P/E(现价&最新股本摊薄)	31.04	32.21	28.04	24.57
营运资本变动	(515)	64	(41)	(4)	P/B(现价)	6.50	5.41	4.53	3.83

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>