



威士忌创世之作，新意十足

2024年11月21日

核心观点

- 事件：**根据嵊州蒸馏厂官方公众号发布，1) 嵊州首次上市发布了其威士忌品牌和产品，包括“嵊州”品牌的一款单一麦芽威士忌（ABV 46%，700ml/瓶），和“百利得”品牌的一款调和威士忌（ABV 46%，700ml/瓶），两款产品官方售价均为人民币 399 元。两款产品共限量发售 2 万瓶，在线下限定渠道发售。2) 未来两个品牌旗下的流通产品系列将从 2025Q1 起陆续发布，并以多样化的组合形式呈现。
- 创新点一：双品牌发布，搭建清晰业务框架。**我们此前预期的是公司以“嵊州”品牌推出几款以特色桶型风味（例如黄酒桶、蒙古栎桶）为代表的单桶威士忌产品。实际上，公司上市发布了两个品牌，这一点颇具新意。“嵊州”和“百利得”两个品牌分别做单一麦芽威士忌和调和威士忌，我们理解下来，其意义在于：1) 从一开始就把单一麦芽威士忌和调和威士忌这两种有所差异的业务条线框架搭建起来。我们预计单一麦芽威士忌未来会持续向品质方向纵深推进，未来可以年份等元素作升级，同时以特色桶型风味赋予其差异化；调和威士忌未来会向产品风味多样化方面充分延展、组合，产品矩阵构建、产品迭代速度以及品牌定位等与单一麦芽或有差异。2) 两个品牌可以降低分散风险，降低试错成本。
- 创新点二：产品创新性强，构筑国产特色和竞争壁垒。**本次发布的“嵊州”单一麦芽威士忌融合了 8 种桶型的原酒，组合了中国黄酒桶、中国蒙古栎桶、中国祁连加烈葡萄酒桶等颇具国产威士忌特色的重要元素。而非我们此前预期的单一桶型产品，产品创新性较强。本次发布的“百利得”调和威士忌由新一代调酒师团队，从 52 种桶型、245 种风味种，寻找并调和出具有本土特色的中国威士忌。我们认为这款调和威士忌显示了嵊州蒸馏厂丰富的桶型储备和较大的产能规模优势。我们认为产品创新是嵊州蒸馏厂的核心竞争力，产品多元化创新将提高其生意上成功的可能性，提高做大国产威士忌市场规模的可能性。此外，嵊州威士忌产品相较于进口产品具备明显的中国风味元素特色，同时后继国产威士忌小厂其实也难以模仿嵊州的产品，这构筑了较高的竞争壁垒。
- 产品定价适中，剑指大众市场。**两款产品均是 399 元的官方售价，对比保乐力加旗下中国威士忌品牌叠川首发上市的一款单一麦芽威士忌定价 888 元，我们认为定价适中。公司的威士忌目标定位大众市场、性价比、年轻消费群体。接下来将在 2025 年一季度上市更多的流通渠道产品，我们认为将围绕大众消费价格带。
- 投资建议：**我们认为本次威士忌品牌和产品首发上市颇具新意，也彰显了驱动公司威士忌业务发展的核心竞争力。公司国产威士忌业务开始起步，我们认为未来发展空间广阔。预计今年内销量贡献较为有限，明年流通渠道产品上市有望贡献明显增量。在获得更多新品上市销售反馈前，我们暂不调整公司的盈利预测，维持此前 2024-2026 年 EPS 0.71/0.86/1.00 预期。2024/11/20 收盘价 23.94 元对应 P/E 分别为 34/28/24 倍。新业务开展将提升估值，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**消费需求持续低迷的风险，威士忌业务招商不及预期的风险。

百润股份 (002568.SZ)

推荐 维持

分析师

刘来珍

☎: 021-20252647

✉: liulaizhen_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523040001

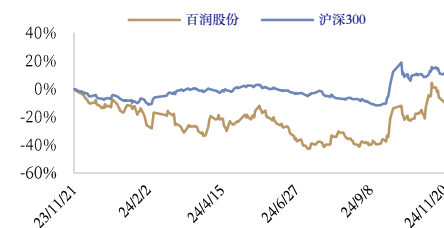
市场数据

2024-11-20

股票代码	002568
A 股收盘价(元)	23.94
上证指数	3,367.99
总股本(万股)	104,937
实际流通 A 股(万股)	71,639
流通 A 股市值(亿元)	172

相对沪深 300 表现图

2024-11-20



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河食饮】公司深度_百润股份_威士忌业务蓄势待发 2024-07-24
- 【银河食饮】公司深度_百润股份_在世界地图上点亮中国威士忌产区 2023-07-10

表 1: 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3263.89	3218.40	3621.81	4176.00
收入增长率%	25.85	-1.39	12.53	15.30
归母净利润(百万元)	809.42	742.02	900.03	1050.44
利润增速%	55.28	-8.33	21.29	16.71
摊薄EPS(元)	0.77	0.71	0.86	1.00
PE	31.09	33.72	27.84	23.94

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图1: “崂州”品牌单一麦芽威士忌



资料来源: 崂州蒸馏厂微信公众号, 中国银河证券研究院

图2: 崂州品鉴风味卡



资料来源: 崂州蒸馏厂微信公众号, 中国银河证券研究院

图3: “百利得”品牌调和威士忌



资料来源: 崂州蒸馏厂微信公众号, 中国银河证券研究院

图4: 百利得品鉴风味卡



资料来源: 崂州蒸馏厂微信公众号, 中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3048.47	2337.96	2198.73	2148.71
现金	1878.97	1247.38	989.44	752.13
应收账款	215.54	176.35	198.46	228.82
其它应收款	32.61	26.45	29.77	34.32
预付账款	37.78	49.36	32.83	37.25
存货	779.78	730.21	839.48	986.66
其他	103.80	108.21	108.76	109.52
非流动资产	4062.74	4964.74	5966.74	6968.74
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2563.58	3273.58	4083.58	4893.58
无形资产	492.64	584.64	676.64	768.64
其他	1006.52	1106.52	1206.52	1306.52
资产总计	7111.22	7302.70	8165.47	9117.46
流动负债	1998.89	2042.74	2568.19	2998.66
短期借款	891.05	785.55	1173.72	1422.85
应付账款	498.95	459.76	509.68	578.39
其他	608.89	797.42	884.78	997.42
非流动负债	1068.81	910.81	752.81	594.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1068.81	910.81	752.81	594.81
负债合计	3067.70	2953.55	3321.00	3593.47
少数股东权益	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44
归属母公司股东权益	4043.96	4349.59	4844.91	5524.43
负债和股东权益	7111.22	7302.70	8165.47	9117.46

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	562.18	1122.91	1067.03	1192.97
净利润	806.70	742.02	900.03	1050.44
折旧摊销	188.39	98.00	98.00	98.00
财务费用	48.81	58.62	55.83	57.48
投资损失	-0.03	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-514.96	228.27	18.57	-5.95
其它	33.26	-4.00	-5.40	-7.00
投资活动现金流	-1103.84	-996.00	-1094.60	-1093.00
资本支出	-1104.39	-996.00	-1094.60	-1093.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.55	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-127.63	-758.50	-230.36	-337.27
短期借款	446.81	-105.50	388.18	249.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-574.44	-653.00	-618.54	-586.40
现金净增加额	-669.27	-631.60	-257.94	-237.31

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3263.89	3218.40	3621.81	4176.00
营业成本	1086.80	987.14	1094.32	1241.83
营业税金及附加	176.68	193.10	217.31	250.56
营业费用	708.07	785.29	833.02	960.48
管理费用	193.13	225.29	253.53	292.32
财务费用	2.49	29.83	35.36	39.58
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.03	0.00	0.00	0.00
营业利润	1024.53	941.20	1119.63	1305.94
营业外收入	3.82	4.00	6.40	8.00
营业外支出	0.70	0.00	1.00	1.00
利润总额	1027.65	945.20	1125.03	1312.94
所得税	220.95	203.18	225.00	262.51
净利润	806.70	742.02	900.03	1050.44
少数股东损益	-2.72	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	809.42	742.02	900.03	1050.44
EBITDA	1181.46	1029.03	1212.98	1403.53
EPS (元)	0.77	0.71	0.86	1.00

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25.85%	-1.39%	12.53%	15.30%
营业利润	57.38%	-8.13%	18.96%	16.64%
归属母公司净利润	55.28%	-8.33%	21.29%	16.71%
毛利率	66.70%	69.33%	69.79%	70.26%
净利率	24.80%	23.06%	24.85%	25.15%
ROE	20.02%	17.06%	18.58%	19.01%
ROIC	13.05%	12.15%	13.23%	13.90%
资产负债率	43.14%	40.44%	40.67%	39.41%
净负债比率	75.87%	67.91%	68.55%	65.05%
流动比率	1.53	1.14	0.86	0.72
速动比率	1.12	0.76	0.52	0.38
总资产周转率	0.46	0.44	0.44	0.46
应收账款周转率	15.14	18.25	18.25	18.25
应付账款周转率	6.54	7.00	7.11	7.22
每股收益	0.77	0.71	0.86	1.00
每股经营现金	0.54	1.07	1.02	1.14
每股净资产	3.85	4.14	4.62	5.26
P/E	31.09	33.72	27.84	23.94
P/B	6.39	5.60	5.03	4.41
EV/EBITDA	21.91	24.08	20.83	18.24
P/S	7.46	7.57	6.72	5.83

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘来珍，上海交通大学金融学硕士，7年以上食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn