

百润股份 (002568.SZ)

威士忌新品推出，有望拓展增长曲线

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,593	3,264	3,742	4,391	5,190
增长率 yoy (%)	0.0	25.9	14.7	17.3	18.2
归母净利润(百万元)	521	809	914	1,077	1,272
增长率 yoy (%)	-21.7	55.3	12.9	17.8	18.1
ROE (%)	13.8	20.0	18.4	18.6	18.6
EPS 最新摊薄(元)	0.50	0.77	0.87	1.03	1.21
P/E(倍)	46.8	30.2	26.7	22.7	19.2
P/B(倍)	6.8	6.3	5.1	4.4	3.7

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：1、10月31日，百润股份发布《2024年三季度报告》，2024前三季度公司实现营业收入23.86亿元，同比减少2.9%；实现归母净利润5.74亿元，同比减少13.7%；基本EPS 0.55元/股，同比减少14.1%。

2、11月19日，“与世共创 感受新生” 岷州之夜暨发布会在四川岷州蒸馏厂隆重举行，品牌“岷州”与岷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。

预调酒业务承压，费用投放增加。24Q3，公司实现营业收入7.58亿元，同比减少6.0%；实现归母净利润1.72亿元，同比减少24.0%。24Q3，公司销售毛利率/销售净利率分别为70.18%/22.67%，同比+1.34/-5.30 pct；销售/管理/财务费用率分别同比上升3.14/0.29/0.95 pct，研发费用率同比下降0.19 pct。前三季度，预调鸡尾酒业务实现主营业务收入21.02亿元，同比减少3.1%；实现净利润4.09亿元，同比减少14.4%。

烈酒布局产品落地，增长曲线有望拓展。百润股份自2017年宣布布局烈酒市场，并在四川邛崃兴建岷州蒸馏厂作为威士忌生产基地，至今年6月份公司表示烈酒（威士忌）陈酿熟成项目已基本完成，布局已有7年之久。本次发布的岷州单一麦芽威士忌创世版及百利得单一调和威士忌创世版定价均为399元/瓶，将采用限量销售的方式，各10,000瓶，在上海岷州吧、广州岷州吧、岷州烈酒文化体验中心线下销售，每人限购2瓶。“岷州”品牌及“百利得”品牌对应的流通产品系列将从2025年一季度起陆续发布，并以多样化组合形式呈现。

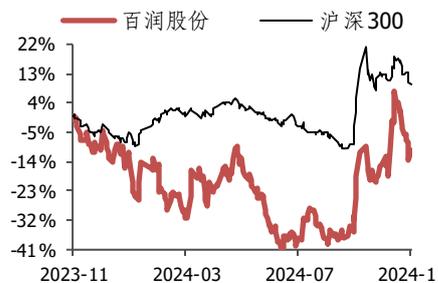
烈酒新赛道，百润有望持续引领。威士忌近年来在我国发展形势较好，已成为我国第二大西式烈酒类别。中国酒业协会威士忌专业委员会发布的《2023中国威士忌行业发展调研报告》显示，2023年，我国威士忌酒的市场规模约55亿元，同比增长10%。在过去10年间，我国威士忌市场规模增长4.2倍。在以白酒为主的我国烈酒市场，威士忌规模不足白酒的1%，仍然处于增速较快的蓝海市场。据《2023百瓶威士忌年度前瞻报告》，占比最高的消费群体为18-29岁，其次是30-39岁以及40-49岁，受众群体较年轻。百润股份旗下的岷州蒸馏厂目前为国内威士忌产能最大、产品线最全的现代化蒸馏厂，作为有着深厚风味积累及成功营销案例的年轻化品牌，在先发优势的支持下，

买入（上调评级）

股票信息

行业	食品饮料
2024年11月25日收盘价(元)	23.26
总市值(百万元)	24,408.32
流通市值(百万元)	16,663.28
总股本(百万股)	1,049.37
流通股本(百万股)	716.39
近3月日均成交额(百万元)	379.18

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgws.com

分析师 卢潇航

执业证书编号：S1070523110001

邮箱：luxiaohang@cgws.com

相关研究

- 《清爽蓄势待发，威士忌成品酒预计Q4上市，持续打造增长新动能》2024-06-11
- 《“358”矩阵渐成型，威士忌前瞻布局，打开成长空间》2024-01-10

有望突破传统的白酒叙事，在烈酒新赛道上持续引领。

投资建议：预调酒赛道仍处于成长期，凭借强研发和对消费者需求的精准把握，公司不断推出新品拓宽消费人群，358产品矩阵渐成型。经历上一轮预调酒泡沫后，公司积极调整，开启新一轮渠道下沉。同时烈酒业务逐渐步入收获期，品类拓展及渠道开发将进一步打开长期成长空间。预计公司2024-2026年EPS为0.87、1.03、1.21元，对应PE分别为26.7x、22.7x、19.2x，上调“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、产品动销不及预期、餐饮渠道开发不及预期、原辅材料价格波动风险、食品安全风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3282	3048	4264	4680	5412
现金	2532	1879	2900	3127	3586
应收票据及应收账款	127	216	159	269	221
其他应收款	34	33	44	45	59
预付账款	43	38	62	51	79
存货	535	780	995	1084	1362
其他流动资产	10	104	104	104	104
非流动资产	3177	4063	4333	4837	5399
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2172	2564	2896	3319	3841
无形资产	404	493	537	592	651
其他非流动资产	600	1007	900	927	907
资产总计	6458	7111	8596	9517	10810
流动负债	1685	1999	2750	2973	3312
短期借款	444	891	1200	1300	1400
应付票据及应付账款	487	499	684	736	977
其他流动负债	754	609	866	937	935
非流动负债	1007	1069	890	777	659
长期借款	984	1020	855	735	620
其他非流动负债	22	48	35	42	39
负债合计	2692	3068	3641	3750	3970
少数股东权益	2	-0.4	-2	-4	-7
股本	1050	1050	1050	1050	1050
资本公积	1745	1744	1744	1744	1744
留存收益	1060	1349	2018	2870	3989
归属母公司股东权益	3764	4044	4958	5772	6847
负债和股东权益	6458	7111	8596	9517	10810

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	903	562	1161	1241	1486
净利润	521	807	912	1074	1269
折旧摊销	155	182	188	225	270
财务费用	1	2	35	24	16
投资损失	0	-0.03	-0.01	-0.01	-0.01
营运资金变动	173	-521	39	-92	-67
其他经营现金流	53	92	-14	10	-1
投资活动现金流	-635	-1104	-443	-737	-827
资本支出	624	1111	530	693	849
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-11	7	88	-44	22
筹资活动现金流	-75	-128	303	-277	-200
短期借款	444	447	309	100	100
长期借款	37	36	-165	-120	-115
普通股增加	300.4	-0.5	0	0	0
资本公积增加	-220	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-636	-609	160	-257	-185.3
现金净增加额	196	-669	1021	227	459

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2593	3264	3742	4391	5190
营业成本	939	1087	1242	1455	1713
营业税金及附加	162	177	210	251	299
销售费用	626	708	813	951	1121
管理费用	173	193	216	259	315
研发费用	86	106	119	138	167
财务费用	1	2	35	24	16
资产和信用减值损失	-0.3	-3	-2	-2	-3
其他收益	45	36	45	45	43
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-0.159	0.403	0	0	0
营业利润	651	1025	1150	1355	1600
营业外收入	1	4	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	651	1028	1152	1358	1602
所得税	130	221	240	283	333
净利润	521	807	912	1074	1269
少数股东损益	-0.4	-3	-2	-2	-3
归属母公司净利润	521	809	914	1077	1272
EBITDA	808	1211	1375	1606	1887
EPS (元/股)	0.50	0.77	0.87	1.03	1.21

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	0.0	25.9	14.7	17.3	18.2
营业利润 (%)	-22.3	57.4	12.2	17.9	18.1
归属母公司净利润 (%)	-21.7	55.3	12.9	17.8	18.1
获利能力					
毛利率 (%)	63.8	66.7	66.8	66.9	67.0
净利率 (%)	20.1	24.7	24.4	24.5	24.5
ROE (%)	13.8	20.0	18.4	18.6	18.6
ROIC (%)	10.0	13.5	13.0	13.5	14.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.7	43.1	42.4	39.4	36.7
净负债比率 (%)	-28.7	1.8	-12.2	-14.3	-18.6
流动比率	1.9	1.5	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.6	1.1	1.1	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	17.8	19.1	20.0	20.6	21.2
应付账款周转率	1.8	2.2	2.1	2.1	2.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.77	0.87	1.03	1.21
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.86	0.54	1.11	1.18	1.42
每股净资产 (最新摊薄)	3.42	3.69	4.56	5.33	6.36
估值比率					
P/E	46.8	30.2	26.7	22.7	19.2
P/B	6.8	6.3	5.1	4.4	3.7
EV/EBITDA	28.9	20.2	17.3	14.7	12.3

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686