

2025年03月05日

## 百润股份(002568.SZ)

投资评级：买入（首次）

——预调龙头、行稳致远

## 证券分析师

丁一  
SAC: S1350524040003  
dingyi@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2025年03月02日

收盘价(元)	25.06
一年内最高/最低(元)	28.98/15.00
总市值(百万元)	27,524.95
流通市值(百万元)	18,790.97
总股本(百万股)	1,049.37
资产负债率(%)	42.54
每股净资产(元/股)	4.17

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- **预调酒行业空间广阔，龙头地位明显。**根据欧睿国际数据，2023年我国RTD销量为362.74百万升，销售额为127.27亿元，2018–2023年销售量/销售额CAGR为19%/18%，行业保持较高增速，目前市场处在快速扩容期，但对比日本RTD整体销量，考虑到国内人口数倍于日本，国内RTD市场提升空间仍足。从竞争格局看，百润股份一家独大，2019–2023年期间市占率均超50%，2023年达73%，龙头地位明显。
- **行业受人群、场景延伸与产品创新驱动扩容。**预调酒行业在消费人群拓展、场景延伸和产品创新的推动下实现快速扩张，其中低酒精度和多样化口味降低了饮用门槛，吸引了18–34岁年轻人和女性等核心消费群体，未来随着市场教育深入，渗透率有望进一步提升；同时，居家自饮和餐配等非现饮场景的兴起，满足了消费者对个性化、易入口、高性价比酒饮的需求，进一步推动销量增长；此外，产品创新作为行业发展的关键，通过优化口感、升级品质和拓展口味等方式，不断吸引更多潜在消费人群，为行业持续扩容提供重要动力。
- **产品营销齐发力，渠道稳步扩张。**公司作为预调酒行业龙头，在引领行业扩张过程中建立强大的品牌护城河，品牌高度绑定品类，牢牢占领消费者心智，通过多年发展现已构成以微醺、清爽、强爽为核心的“358”产品矩阵，产品细分不同消费群体与消费场景的同时，匹配相应营销为其提供品牌拉力，叠加此轮公司渠道拓张理性有度且稳健，我们看好未来公司产品与渠道竞争优势逐步显现下实现市场份额的持续提升。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2024–2026年归母净利润分别为7.7/8.9/10.3亿元，同比-4.3%/+14.9%/+16.3%。当前股价对应PE分别为34/30/25倍。我们选取燕京啤酒与东鹏饮料为可比公司，公司作为预调酒行业龙头，在引领行业扩张过程中建立强大的品牌护城河，品牌高度绑定品类，牢牢占领消费者心智，通过多年发展现已构成以微醺、清爽、强爽为核心“358”产品矩阵，产品细分不同消费群体与消费场景的同时匹配相应营销为其提供品牌拉力，叠加公司渠道稳步扩张下，我们看好未来公司市场份额持续提升，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**行业竞争加剧风险；宏观经济风险；食品安全风险。

## 盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,593	3,264	3,292	3,649	4,111
同比增长率(%)	-0.04%	25.85%	0.85%	10.87%	12.64%
归母净利润(百万元)	521	809	775	890	1,035
同比增长率(%)	-21.74%	55.28%	-4.27%	14.86%	16.28%
每股收益(元/股)	0.50	0.77	0.74	0.85	0.99
ROE(%)	13.85%	20.02%	16.98%	16.87%	16.95%
市盈率(P/E)	50.45	32.49	33.94	29.55	25.41

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 32.9/36.5/41.1 亿元，同比 +0.8%/+10.9%/+12.6%，归母净利润 7.7/8.9/10.3 亿元，同比 -4.3%/+14.9%/+16.3%。当前股价对应 PE 分别为 34/30/25 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设

**预调酒业务：**预调酒业务为公司核心业务，通过多年发展现已构成以微醺、清爽、强爽为核心“358”产品矩阵，产品细分不同消费群体与消费场景的同时匹配相应营销为其提供品牌拉力，叠加公司渠道稳步扩张下，我们看好未来公司产品与渠道竞争优势逐步显现下实现市场份额的持续提升。同时我们也看到 2023 年公司“强爽”系列产品放量下致基数较高，预计 2024 年其增长有所放缓，但其核心消费人群持续增长，并且复购率高，看好未来强爽仍有提升空间；“清爽”系列以高性价比优势自上市以来迅速增长，后续在公司加大该系列宣传营销与下沉市场的不断开拓下将持续放量；“微醺”系列主要定位于女性群体的独饮场景，通过精准营销现不断提升品牌认知与复购率，未来有望通过口味创新与产品迭代保持稳步增长，综上，我们预计 2024-2026 年预调酒业务收入同比+0.0%/+11.1%/+13.1%。

**食用香精业务：**公司香精业务发展多年，业绩表现较为稳定，我们预计香精业务 2024-2026 年收入同比+8.1%/+9.1%/+9.1%。

**毛利率：**公司预调酒产品保持较快增长，随着未来销量提升叠加产品结构不断优化，毛利率仍有持续提升空间，我们预计 2024-2026 年公司整体毛利率为 67.3%/67.7%/68.2%，同比+0.6 pct/+0.4 pct/+0.5 pct。

**期间费用率：**公司费用主要投向预调酒业务，其销售费用投放精准有度，注重费效比，2024 年因收入增速放缓有所提升，未来随着收入稳步提升下规模效应显现，费用率有望得以摊薄，预计 2024-2026 年销售费用率为 22.5%/22.2%/22.0%，同比+0.8pct/-0.3pct/-0.2pct，管理费用率 6.0%/5.8%/5.6%，同比+0.1pct/-0.2 pct/-0.2pct。

### 投资逻辑要点

公司作为预调酒行业龙头，在引领行业扩张过程中建立强大的品牌护城河，品牌高度绑定品类，牢牢占领消费者心智，通过多年发展现已构成以微醺、清爽、强爽为核心“358”产品矩阵，产品细分不同消费群体与消费场景的同时匹配相应营销为其提供品牌拉力，叠加公司渠道稳步扩张下，我们看好未来公司产品与渠道竞争优势逐步显现下实现市场份额的持续提升。

### 核心风险提示

行业竞争加剧风险；宏观经济风险；食品安全风险

## 内容目录

1. 香料业务起家、渐成预调酒龙头 .....	6
2. 预调酒行业空间广阔，市场持续扩容 .....	8
2.1. 预调酒市场空间广阔，龙头地位稳健 .....	8
2.2. 人群、场景延伸与产品创新驱动行业持续扩容 .....	9
3. 产品营销齐发力，渠道稳步扩张 .....	11
3.1. 产品矩阵完善，营销精准触达目标人群 .....	11
3.2. 渠道精耕，稳步扩张 .....	14
4. 威士忌新品，蓄势待发 .....	15
4.1. 行业快速发展，消费年轻化 .....	15
4.2. 前瞻布局威士忌业务、国威蓄势待发 .....	17
5. 盈利预测与评级 .....	18
5.1. 收入拆分与盈利预测 .....	18
5.2. 估值与投资评级 .....	19
6. 风险提示 .....	20

## 图表目录

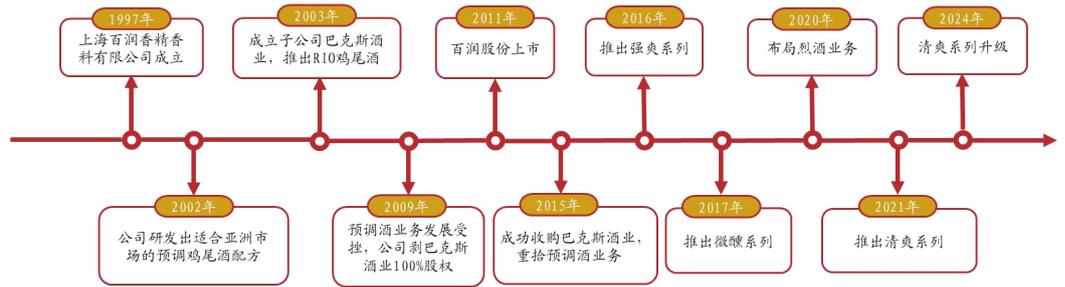
图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 2019 年至今公司业绩稳步增长.....	6
图表 3: 公司毛利率稳定, 归母净利率企稳回升.....	6
图表 4: 预调酒与香精业务增速.....	7
图表 5: 2015 年以来预调酒业务收入占比超 85%.....	7
图表 6: 公司实控人刘晓东持股 40.56%.....	7
图表 7: 董事长兼总经理于公司任职超 25 年.....	8
图表 8: 此次出台的股权激励计划仅针对营业收入做考核.....	8
图表 9: 2018-2023 年中国 RTD 销量 CAGR 为 19%.....	9
图表 10: 预计 2026 年中国 RTD 市场超 170 亿元.....	9
图表 11: 中日 RTD 消费量对比 (百万升).....	9
图表 12: 国内 RTD 市场百润股份一家独大 (销量口径).....	9
图表 13: 消费者选择预调酒时看中口味、酒精度与口感.....	10
图表 14: 预调酒消费人群集中在 18-34 岁之间.....	10
图表 15: 预调酒消费场景为朋友、家庭聚餐与居家消费.....	10
图表 16: 独酌成消费者购买预调酒第二大目的.....	10
图表 17: 低度潮饮酒中水果、饮料口味需求大增.....	11
图表 18: 公司产品矩阵完善, 精准覆盖不同人群与消费场景.....	12
图表 19: 通过代言人将微醺与独饮场景做关联.....	13
图表 20: 通过影视剧植入将微醺与独饮场景做关联.....	13
图表 21: 2022 年肖战成为公司全球品牌代言人.....	13
图表 22: 清爽系列“20 城 40 屏”大规模宣传活动.....	13
图表 23: “RIO 强爽 8 度不信邪”话题引发热度.....	14
图表 24: RIO 强爽与《永劫无间》联名.....	14
图表 25: 2023 年公司线下渠道收入占比达 86%.....	14
图表 26: 2023 年公司线下渠道保持高增速 (亿元, %).....	14
图表 27: 华东/华南 16-23 年收入 CAGR 为 19.8%/20.9% (亿元).....	15
图表 28: 华东、华南 2017-2023 年合计收入占比均超 60%.....	15
图表 29: 2023 年公司经销商共计 2164 家.....	15

图表 30: 公司销售人员人均创收逐年提升 .....	15
图表 31: 2016-2023 年威士忌进口量 CAGR 为 12% .....	16
图表 32: 威士忌市场规模十年超 4 倍增长 (亿元) .....	16
图表 33: 18-29 岁人群威士忌消费占比高达 39% .....	16
图表 34: 威士忌消费人群月收入集中在 3000-18000 元 .....	16
图表 35: 我国威士忌消费者偏好自饮场景为主 .....	17
图表 36: 威士忌消费以悦己、放松压力为主要目的 .....	17
图表 37: 百润股份布局威士忌业务进程 .....	17
图表 38: 百润威士忌双品牌布局 .....	18
图表 39: 直营门店广州峽州吧 .....	18
图表 40: 百润股份收入拆分及预测 (百万元) .....	19
图表 41: 百润股份毛利率、费用率预测 .....	19
图表 42: 可比公司估值表 .....	20

## 1. 香料业务起家、渐成预调酒龙头

公司创立于1997年，成立之初主营香精香料的研发、生产、销售等业务，2003年成立子公司巴克斯酒业初次布局预调酒业务，但因经营不善公司于2009年将其剥离，后因预调酒业务起势，公司于2015年将巴克斯酒业并购，形成“香精香料+预调酒”双主业格局，而后不断发力预调酒业务、调整经营战略、完善产品矩阵，逐渐成长为预调酒行业龙头。

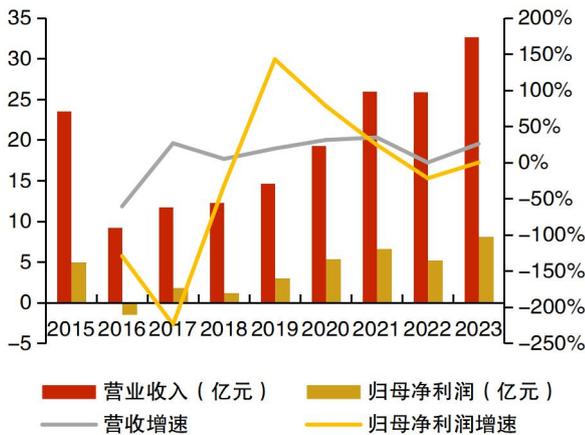
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告、经济参考、网易（云酒头条）、什么值得买网站、RIO 锐澳鸡尾酒公众号、华源证券研究所

**业绩稳步增长，盈利能力保持稳定。**2015年并购巴克斯酒业后，公司营收高增至23.5亿元，而后因预调酒行业遇冷，业绩有所下滑，公司在2016–2018年的行业调整期中根据终端销售与库存变化，主动调整生产与销售计划，且持续增加市场投入，随着公司调整完成与预调酒行业回暖，公司业绩稳步增长，盈利能力企稳回升，2023年公司营收/归母净利润达32.64/8.09亿元，2019–2023年CAGR分别为22%/28%，毛利率稳定在60%以上，归母净利率自2016年后稳步提升，2023年达24.8%。

图表 2：2019 年至今公司业绩稳步增长



资料来源：公司公告、华源证券研究所

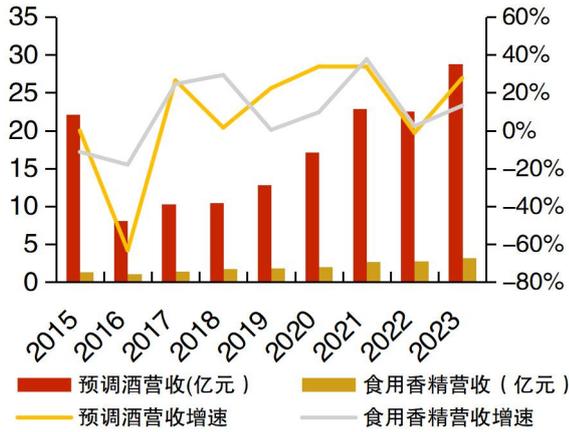
图表 3：公司毛利率稳定，归母净利率企稳回升



资料来源：公司公告、华源证券研究所

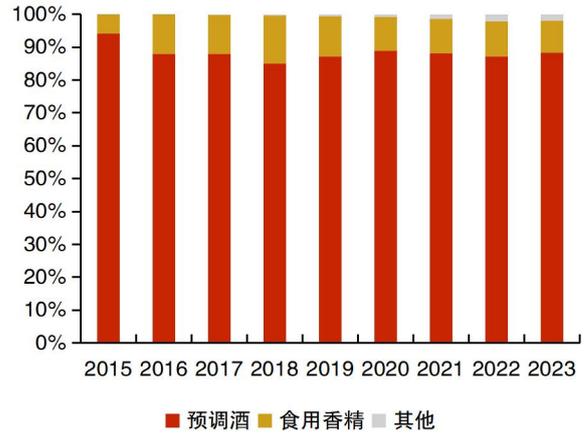
**香料香精业务发展稳定，预调酒业务驱动增长。**公司以香料业务起家，经过多年发展已是中国香料香精行业十强企业，业务发展稳定，2016-2023 年食用香精收入 CAGR 为 16%，收入占比保持 10%左右，且公司凭借香料香精业务多年发展积累的工艺与经验，为预调酒业务提供研发上的支持。公司预调酒板块自 2015 年并购重组后，为公司贡献超 85%营收，期间经历行业遇冷，公司战略坚定，持续调整与推新，推动业绩稳步增长，2016-2023 年预调酒收入 CAGR 为 20%。

图表 4：预调酒与香精业务增速



资料来源：公司公告、华源证券研究所

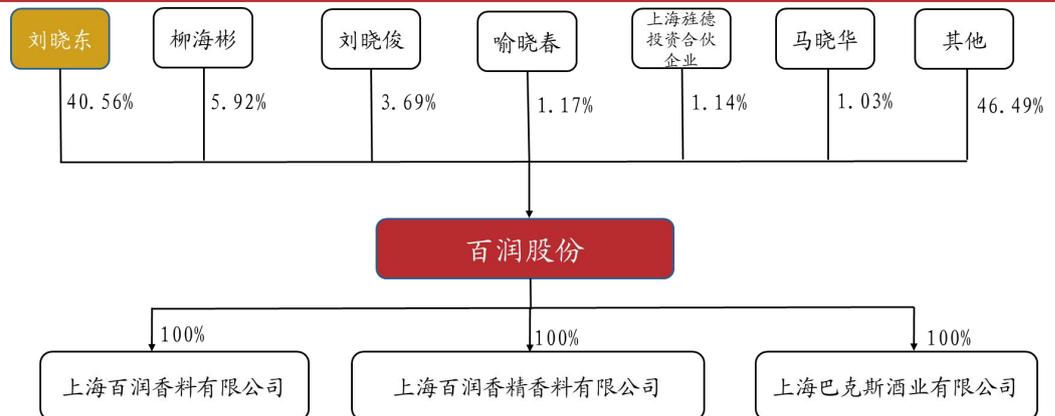
图表 5：2015 年以来预调酒业务收入占比超 85%



资料来源：公司公告、华源证券研究所

**公司股权集中稳定，实控人战略定力足。**公司为民营企业，根据公司披露，公司董事长兼总经理刘晓东为第一大股东以及实控人，持有股份 40.56%，其次柳海彬与刘晓俊，分别直接持有 5.92%、3.96%股份，股权集中稳定。董事长兼总经理刘晓东在公司任职超 25 年，管理经验丰富，并且在预调酒业务发展过程中，保持战略定力，在其管理下持续调整走出困境，由此凸显管理层对预调酒业务的坚定信心。

图表 6：公司实控人刘晓东持股 40.56%



资料来源：Wind、华源证券研究所（截止至 2024 年 Q3）

**图表 7：董事长兼总经理于公司任职超 25 年**

姓名	职务	主要从业经历
刘晓东	董事长 总经理	1997 年至今，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，任董事长兼总经理。
林丽莺	副总经理	1999 年至 2013 年 7 月，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，历任行政助理、工厂经理；2013 年 8 月至今，在上海巴克斯酒业有限公司工作，任总经理；2015 年 6 月至 2024 年 9 月，任公司董事、副总经理。
马良	董事 副总经理 财务负责人	2014 年至 2015 年 6 月，在上海巴克斯酒业有限公司工作，任董事长助理；2015 年 6 月至 2021 年 11 月，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，历任公司副总经理、董事会秘书；2021 年 11 月至今，任公司董事、副总经理、财务负责人。
李永峰	董事 副总经理	2016 年至 2021 年 9 月，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，任香精事业部总经理；2021 年 9 月至今，在上海巴克斯酒业有限公司工作，任销售中心总经理。
王晨	董事会秘书	2008 年 10 月至 2024 年 8 月，在中天国富证券有限公司工作，历任投资银行部业务经理、高级经理、业务董事等职；2024 年 8 月至今，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，任公司证券部资本运营总监。

资料来源：Wind、华源证券研究所

**推行股权激励，激发团队积极性。**公司于 2021 年底出台限制性股票激励计划，授予对象共计 227 名，涉及核心管理人员、核心技术人员与业务骨干，体现公司对中层干部与一线人员的重视程度，并且激励计划中仅针对营业收入做考核，充分调动团队积极性，为业绩保驾护航。

**图表 8：此次出台的股权激励计划仅针对营业收入做考核**

考核年度	2022 年 (基准年)	2023 年	2024 年	2025 年
较基准年营收增速目标		25%	53.75%	84.50%
对应营收目标 (亿元)	25.93	32.41 (实际 32.64 亿元, 已达成)	39.87	47.84
YOY		25%	23%	20%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

## 2. 预调酒行业空间广阔，市场持续扩容

### 2.1. 预调酒市场空间广阔，龙头地位稳健

**预调酒行业提升空间大，当前百润股份一家独大。**根据欧睿国际数据，2023 年我国 RTD (Ready to drink) 销量为 362.74 百万升，销售额为 127.27 亿元，2018–2023 年销售量/销售额 CAGR 为 19%/18%，行业保持较高增速，目前市场处在快速扩容期，但对比日本 RTD 整体销量，考虑到国内人口数倍于日本，国内 RTD 市场提升空间仍足。从竞争格局看，行业呈现百润股份一家独大，2019–2023 年期间市占率均超 50%，2023 年达 73%，其次为动力

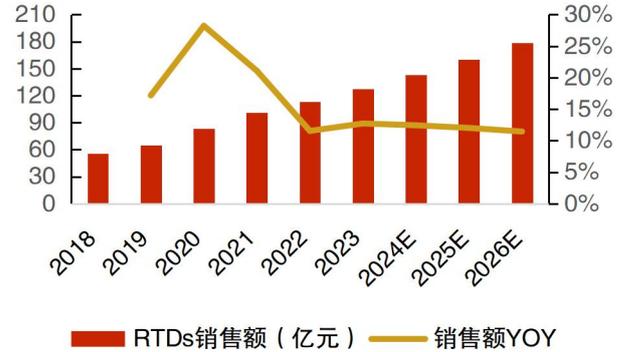
火车，但其近年来市场份额受挤压，由2018年的30.2%下滑至2023年18.4%，三得利和乐怡位居行业第三，2019–2023年市场份额保持在1.6%–1.9%，但距百润差距甚远。

图表9：2018–2023年中国RTD销量CAGR为19%



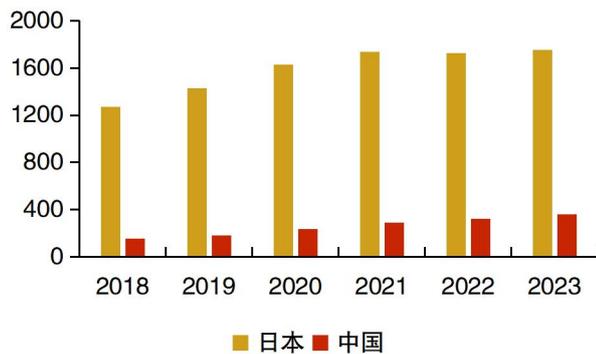
资料来源：欧睿国际、华源证券研究所

图表10：预计2026年中国RTD市场超170亿元



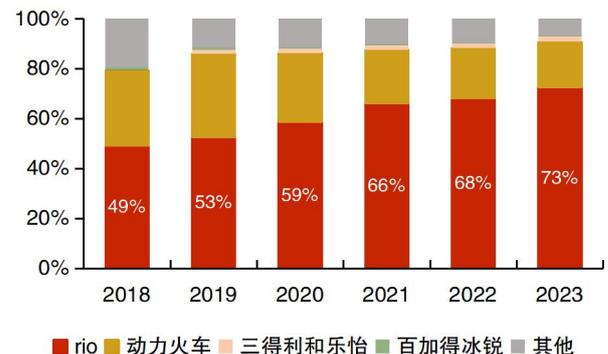
资料来源：欧睿国际、华源证券研究所

图表11：中日RTD消费量对比 (百万升)



资料来源：欧睿国际、华源证券研究所

图表12：国内RTD市场百润股份一家独大 (销量口径)

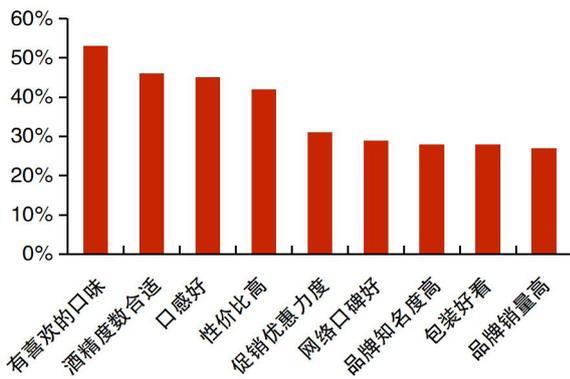


资料来源：欧睿国际、华源证券研究所

## 2.2. 人群、场景延伸与产品创新驱动行业持续扩容

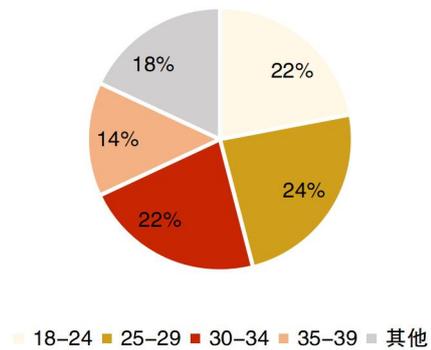
**预调酒度数低，降低饮用门槛并触及更多群体。**对比我国传统白酒，预调酒具有低酒精度、口味丰富、易入口等特点，从而降低了年轻人与女性群体的消费门槛，根据《2022年低度潮饮趋势报告》显示，我国预调酒消费主力为18–34岁之间的年轻人为主，占比达68%，并且女性群体是预调酒消费的重要人群，在“她经济”下，品牌商把女性市场作为低度潮饮的主战场。随着预调酒消费培育与认知度的提升，未来有望触达更多年轻消费者，并提升在饮酒人群中的渗透率，从而驱动行业快速扩张。

图表 13: 消费者选择预调酒时看中口味、酒精度与口感



资料来源: TMIC、华源证券研究所

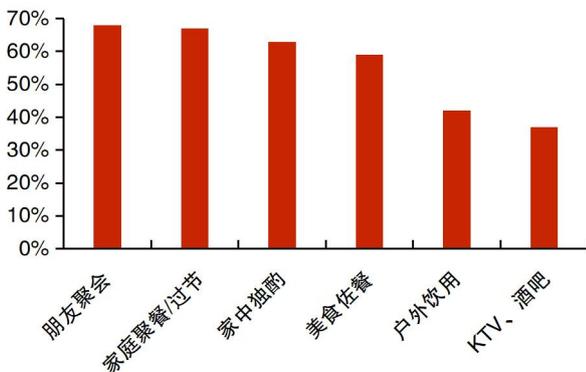
图表 14: 预调酒消费人群集中在 18-34 岁之间



资料来源: TMIC、华源证券研究所

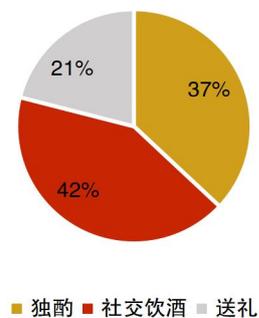
**非现饮场景的扩展是驱动行业的重要因素。**在特有的饮酒文化下,我国饮酒场景多为聚餐与社交,且饮用多为白酒与啤酒,由此导致早期缺乏预调酒的自饮消费场景,而当下随着互联网与 O2O 业态的发展,年轻消费群体可以足不出户达到娱乐、购物、享受美食与社交的目的,宅家时间明显延长,由此带动居家自饮与餐配饮酒需求提升,而这些场景下消费者对酒饮的需求更倾向于个性化、易入口、低酒精度、高性价比产品,而预调酒能够更好地满足这些需求,成为年轻消费者的理想选择,未来有望通过持续拓展消费场景,从而实现预调酒销量持续增长。

图表 15: 预调酒消费场景为朋友、家庭聚餐与居家消费



资料来源: TMIC、华源证券研究所

图表 16: 独酌成消费者购买预调酒第二大目的



资料来源: TMIC、华源证券研究所

**产品创新为最重要的驱动力。**预调酒为现制鸡尾酒在工业化与标准化下的产物,其品质与口感较为重要,重点在于产品创新,即如何通过软饮料与烈酒的排列组合调制受消费者青睐的产品,而随着行业内产品不断丰富与分化,近期消费者对水果、饮料类的口味需求大增,并且出现酒精与饮料的分界模糊的趋势,未来随着行业标准的改进、预调酒品质、口感与口味的持续升级,从而扩展更多潜在消费人群,引领行业持续扩容。

**图表 17：低度潮饮酒中水果、饮料口味需求大增**

	桃子	葡萄	梅子	柠檬	草莓	苹果	菠萝	乳酸菌	其他
市场占比	20%	14%	11%	10%	8%	7%	7%	5%	12%
同比增长	42%	46%	3%	19%	85%	51%	112%	82%	

资料来源：TMIC、华源证券研究所

### 3. 产品营销齐发力，渠道稳步扩张

公司作为预调酒行业龙头，在引领行业扩张过程中建立强大的品牌护城河，品牌高度绑定品类，牢牢占领消费者心智，产品建设趋于完善并持续创新，微醺、清爽、强爽构成公司“358”产品矩阵，细分不同消费群体与消费场景的同时匹配相应营销为其提供品牌拉力，渠道覆盖广并稳步扩张，我们看好未来公司产品与渠道竞争优势逐步显现下实现市场份额的持续提升。

#### 3.1. 产品矩阵完善，营销精准触达目标人群

**产品矩阵完善，持续创新升级。**公司品类多方向布局，现已构建 3 度微醺、5 度清爽、8 度强爽的“358”产品矩阵，精准覆盖不同人群和消费场景，其中：1) 3 度微醺偏甜易入口，面向年轻女性和初次饮酒者，主打独酌与家庭消费；2) 5 度清爽气泡感强，适合聚餐和零食搭配；3) 8 度强爽“酒劲足”，聚焦男性消费者，适用于烧烤、火锅、电竞等场景。结合多系列、多容量产品布局，丰富的品类矩阵进一步满足了多元化需求。

**图表 18: 公司产品矩阵完善, 精准覆盖不同人群与消费场景**

产品系列	上市时间	酒精度	人群定位	饮用场景	产品展示
微醺系列	2017 年	3%vol	女性与年轻群体	独酌	
清爽系列	2021 年	5%vol	18-35 岁中低频饮酒人群	休闲娱乐全场景	
强爽系列	2018 年	8-9%vol	18-25 岁年轻饮酒男生	多人聚餐与休闲时刻	
经典系列	2003 年	4.2-4.5%vol	年轻群体	聚会	
轻享系列	2022 年	4.2-4.5%vol	都市轻熟女	休闲时光	
本榨系列	2017 年	4-4.4%vol	25-35 岁品质饮酒女性	餐配与休闲独饮	
夜狮系列	-	3.6%vol	年轻群体	夜场	

资料来源: RIO 官网、每日食品网、华夏酒报公众号、食品板公众号、华源证券研究所

**3 度微醺系列:** 主要面向年轻女性消费者, 主打居家独饮场景, 通过低酒精度数与丰富果味打造“一个人的小酒”消费氛围, 围绕这一定位, 通过柔美时尚的包装设计 with 不断升级的零糖、低糖健康新品吸引女性青睐, 同时结合代言人策略 (如周冬雨、张子枫)、综艺植入 (如《我要这样生活》) 和影视剧赞助 (如《欢乐颂》系列) 等精准营销手段, 将“独饮时光”与品牌深度绑定, 成功占领女性心智, 提升品牌认知与复购率。

图表 19：通过代言人将微醺与独饮场景做关联



资料来源：RIO 官网、华源证券研究所

图表 20：通过影视剧植入将微醺与独饮场景做关联



资料来源：RIO 官网、华源证券研究所

**5 度清爽系列：**清爽系列产品为清爽气泡感和微甜果味，主打高性价比，其售价为 6-7 元（330ml）与 9 元（500ml），且覆盖更广泛的年轻消费群体与居家、聚会、佐餐等多元消费场景，上市以来快速发展，抢占三四线下沉市场，并通过大规模宣传活动与肖战代言提升品牌认知，随着未来加大该系列宣传营销与下沉市场的不断开拓，其有望成为公司新增长点。

图表 21：2022 年肖战成为公司全球品牌代言人



资料来源：RIO 官网、华源证券研究所

图表 22：清爽系列“20 城 40 屏”大规模宣传活动



资料来源：rio 官方微博、华源证券研究所

**8 度强爽系列：**强爽系列主要面向追求高度数刺激和买醉需求的男性消费者，产品以“解腻、解辣、无嘌呤、陪餐”为卖点，结合碳酸果味设计，实现入口柔和但酒劲十足的体验，同时推出苹果西打、零糖柠檬伏特加等多样化口味，兼顾口感与健康趋势。在营销上，强爽从餐饮渠道拓展至零售和电商平台，通过明确的品牌定位，拓展休闲放松、电竞、观赛等消费场景。2022 年，强爽利用“RIO 强爽 8 度不信邪”话题在抖音、小红书等平台引爆热度，并与《永劫无间》《王者荣耀》等电竞项目联动，推出联名产品，成功吸引年轻男性关注，提升品牌曝光度和销量，巩固了强爽在目标群体中的地位，推动公司营收高速增长。

图表 23: “RIO 强爽 8 度不信邪” 话题引发热度



资料来源: RIO 强爽微信公众号、华源证券研究所

图表 24: RIO 强爽与《永劫无间》联名

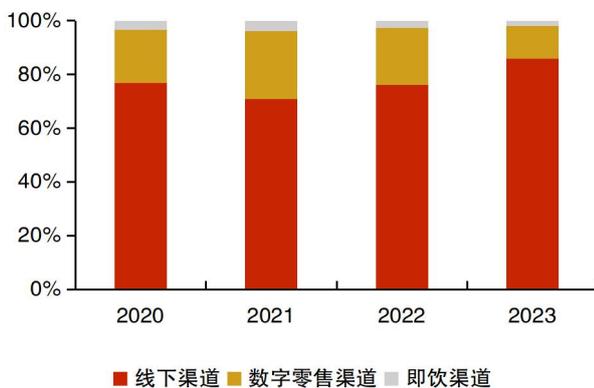


资料来源: RIO 强爽微信公众号、华源证券研究所

### 3.2. 渠道精耕, 稳步扩张

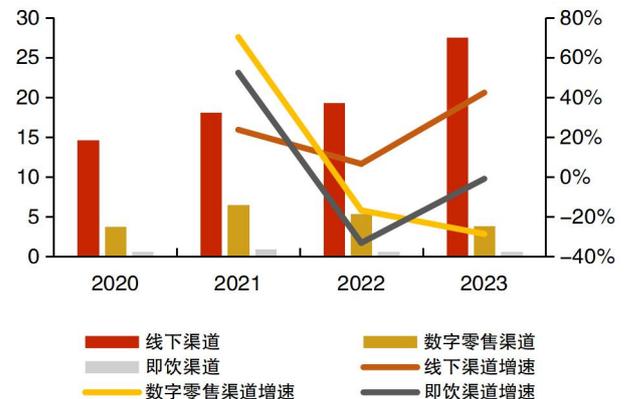
以线下渠道为主, 渠道精耕提效。从渠道结构上看, 公司主要以线下渠道为主, 其收入占比自 2021 年以来稳步提升, 公司 2023 年线下/数字零售/即饮渠道占比 86%/12%/2%, 线下渠道贡献主要营收并保持高增速。2021 年公司对营销组织实施重组, 其中: 1) 线下渠道: 扁平化改革, 取消大区层级, 本部直接对接省区管理提效, 省区组织更专注于一线业务发展, 因地制宜制定销售策略和操作方案; 2) 线上部门: 合并为品销一体面向消费者的数字化组织, 针对不同“场”的特点, 赋予其恰当的营销定位, 形成从消费者洞察到体验的闭环; 3) 即饮渠道: 设立专业的大客户部门, 针对系统大客户推出定制化服务, 虽受到疫情影响, 部分即饮终端无法正常经营, 但大客户定制服务依然为该渠道带来较好增量。

图表 25: 2023 年公司线下渠道收入占比达 86%



资料来源: 公司公告、华源证券研究所

图表 26: 2023 年公司线下渠道保持高增速 (亿元, %)

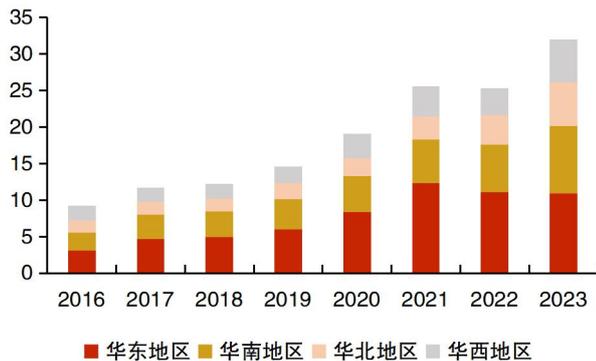


资料来源: 公司公告、华源证券研究所

华东、华南地区为优势区域, 渠道稳步扩张。华东、华南市场消费力较强, 且有一定品牌基础, 相较于早期盲目扩张, 公司在此轮扩张中优先发展这两个市场, 近年来保持较高增

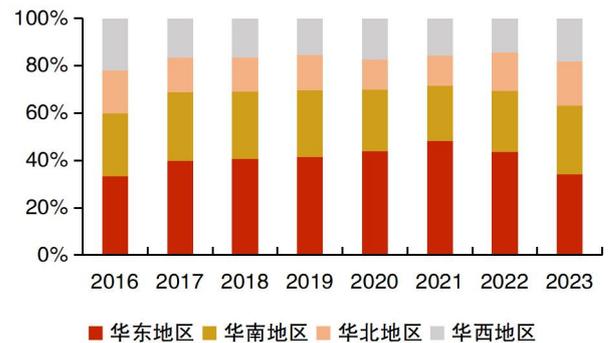
速，其中华东、华南地区 2016–2023 年收入 CAGR 分别为 19.8%、20.9%，2017 年至今合计收入占比均超 60%。公司上一轮渠道扩张中大力招商与拓张销售团队，2015 年销售人员占比高达 85%，最终因库存积压、价盘紊乱，导致渠道受损较为严重，而后公司经过积极调整，在本轮渠道扩张中公司更为稳健，不同地区经销商占比均衡，经销商数量稳步扩张至 2023 年的 2164 家，销售人员占比逐年下降，销售人员人均创收逐年提升。

图表 27：华东/华南 16–23 年收入 CAGR 为 19.8%/20.9% (亿元)



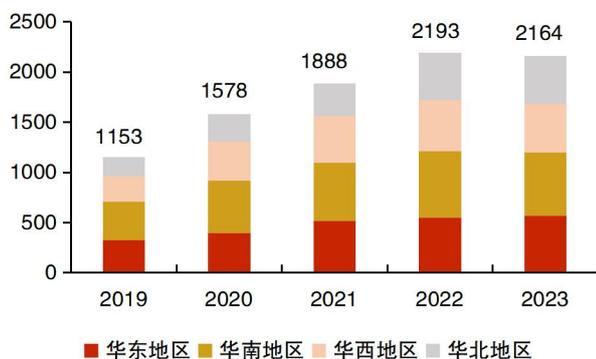
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 28：华东、华南 2017–2023 年合计收入占比均超 60%



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 29：2023 年公司经销商共计 2164 家



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 30：公司销售人员人均创收逐年提升



资料来源：公司公告、华源证券研究所

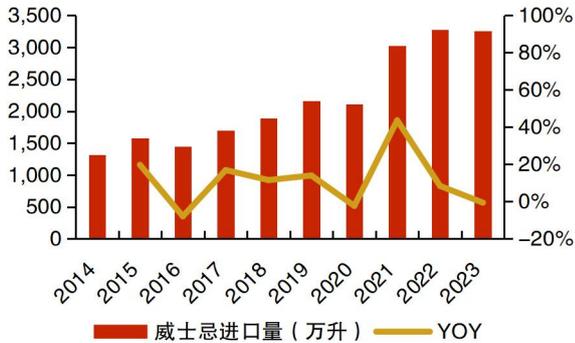
## 4. 威士忌新品，蓄势待发

### 4.1. 行业快速发展，消费年轻化

中国威士忌行业增速快，但仍处于成长期。威士忌是一种由大麦等谷物酿制，经过蒸馏，后在橡木桶中陈酿多年，最后调配而成的 40 度左右的烈性蒸馏酒。威士忌作为舶来品，自

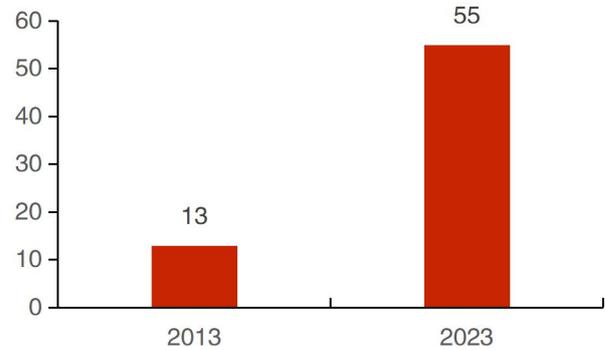
19 世纪进入中国至今已逾百年历史,根据海关数据,2023 年我国威士忌进口量为 3262 万升,进口额 5.8 亿美元,2016-2023 年进口量复合增速为 12%,市场规模由 2013 年的 13 亿元增长至 2023 年 55 亿元,复合增速高达 16%,行业呈现快速增长趋势,但对比其他进口与国产酒,威士忌目前仍属于成长型品类。

图表 31: 2016-2023 年威士忌进口量 CAGR 为 12%



资料来源: wind, 华源证券研究所

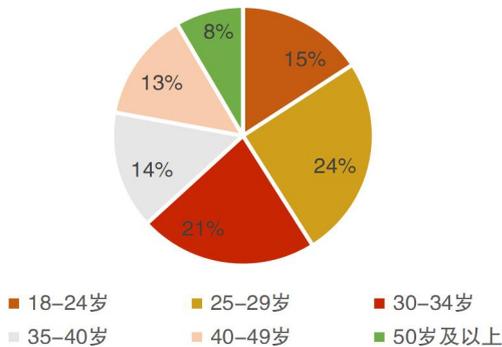
图表 32: 威士忌市场规模十年超 4 倍增长 (亿元)



资料来源: 《2023 中国威士忌行业发展调研报告》, 华源证券研究所

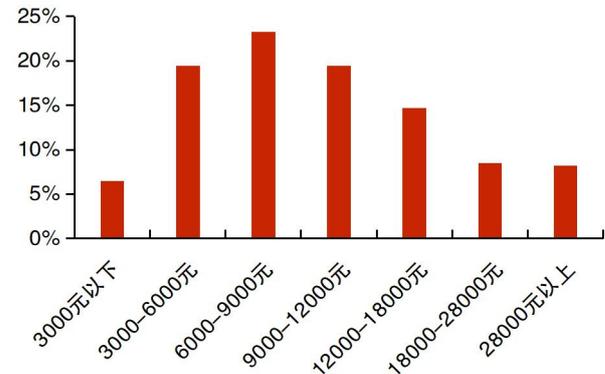
**年轻消费群体为主, 偏好自饮场景。**我国威士忌消费群体以年轻消费者为主, 根据 WHISKY L 发布的《2023 威士忌年度报告》, 18-29 岁人群威士忌消费占比高达 39%, 消费人群月收入集中在 3000-18000 元, 其中 6000-9000 元占比最高。消费场景看, 相较白酒的商政消费, 威士忌消费场景主要集中在自饮场景与会客招待上, 以悦己、放松压力为主要目的。

图表 33: 18-29 岁人群威士忌消费占比高达 39%



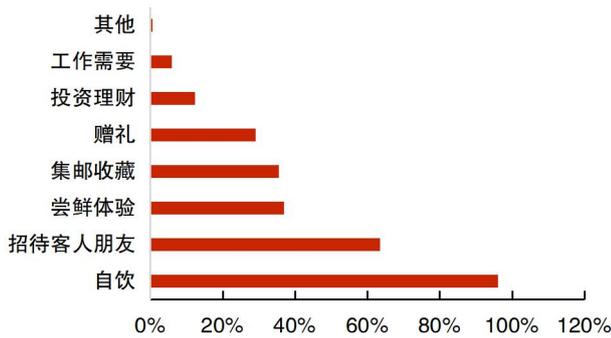
资料来源: WHISKY L, 华源证券研究所

图表 34: 威士忌消费人群月收入集中在 3000-18000 元



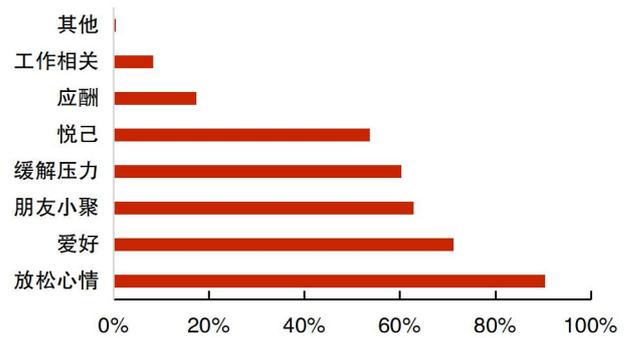
资料来源: 百瓶 APP 公众号, 华源证券研究所

图表 35：我国威士忌消费者偏好自饮场景为主



资料来源：百瓶 APP 公众号，华源证券研究所

图表 36：威士忌消费以悦己、放松压力为主要目的



资料来源：百瓶 APP 公众号，华源证券研究所

## 4.2. 前瞻布局威士忌业务、国威蓄势待发

**公司前瞻布局威士忌产能，占据先发优势。**公司于 2017 年开始着手建设威士忌生产线项目，投资约 5 亿元在四川邛崃建设威士忌生产基地，共规划 3.1 万吨伏特加和 0.5 万吨威士忌产能；2020 年公司非公开募集不超过 10.06 亿元用于投资烈酒（威士忌）陈酿熟成项目，项目总投资达 11.74 亿元，规划形成 3.4 万吨威士忌原酒出厂能力。2021 年公司发行可转债募资不超过 11.28 亿元用于投资麦芽威士忌陈酿熟成项目，项目总投资 15.6 亿元。目前公司投产的岷州蒸馏厂已成为国内威士忌产能最大、产品线最全的现代化蒸馏厂，为公司威士忌业务发展奠定良好基础。

图表 37：百润股份布局威士忌业务进程

时间	项目
2017 年	上海巴克斯酒业有限公司与四川邛崃市人民政府签署《伏特加及威士忌生产建设项目投资协议书》，投资约 5 亿建设伏特加及威士忌生产项目
2020 年	投资约 12 亿建设烈酒（威士忌）陈酿熟成项目
2021 年	投资约 16 亿建设麦芽威士忌陈酿熟成项目
2024 年	2024 年 11 月召开威士忌新品发布会

资料来源：公司公告、酒展网、华源证券研究所

**威士忌新品首发，双品牌布局。**公司于 2024 年 11 月 19 日召开威士忌新品发布会，推出双品牌“岷州”与“百利得”以及岷州单一麦芽威士忌创世版与百利得单一调和威士忌创世版两款产品，官方售价均为 399 元，并通过上海岷州吧、广州岷州吧、岷州列酒文化体验中心线下渠道限量销售，此举既凸显产品稀缺质感，也借由线下传统威士忌消费场景的消费文化，更好推进公司威士忌产品的 C 端互动。预计公司自 2025 年起将陆续发布双品牌旗下

流通产品，针对大众市场打造性价比优势与覆盖多元消费场景，并借由公司原有预调酒经销商渠道运作，叠加公司在预调酒业务上的强营销能力的嫁接，我们预计未来威士忌业务有望成为公司新的收入增长极。

图表 38：百润威士忌双品牌布局



资料来源：微酒公众号，华源证券研究所

图表 39：直营门店广州峽州吧



资料来源：峽州蒸馏厂公众号，华源证券研究所

## 5. 盈利预测与评级

### 5.1. 收入拆分与盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 32.9/36.5/41.1 亿元，同比 +0.8%/+10.9%/+12.6%。其中：

**预调酒业务：**预调酒业务为公司核心业务，通过多年发展现已构成以微醺、清爽、强爽为核心“358”产品矩阵，产品细分不同消费群体与消费场景的同时匹配相应营销为其提供品牌拉力，叠加公司渠道稳步扩张下，我们看好未来公司产品与渠道竞争优势逐步显现下实现市场份额的持续提升。同时我们也看到 2023 年公司“强爽”系列产品放量下致基数较高，预计 2024 年其增长有所放缓，但其核心消费人群持续增长，并且复购率高，看好未来强爽仍有提升空间；“清爽”系列以高性价比优势自上市以来迅速增长，后续在公司加大该系列宣传营销与下沉市场的不断开拓下将持续放量；“微醺”系列主要定位于女性群体的独饮场景，通过精准营销现不断提升品牌认知与复购率，未来有望通过口味创新与产品迭代保持稳步增长，综上，我们预计 2024-2026 年预调酒业务收入同比+0.0%/+11.1%/+13.1%。

**食用香精业务：**公司香精业务发展多年，业绩表现较为稳定，我们预计香精业务 2024-2026 年收入同比+8.1%/+9.1%/+9.1%。

**图表 40：百润股份收入拆分及预测（百万元）**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,594.4	2,593.4	3,263.9	3,291.6	3,649.3	4,110.8
YOY	34.7%	0.0%	25.9%	0.8%	10.9%	12.6%
食用香精	273.4	279.8	316.7	342.4	373.5	407.4
YOY	37.7%	2.3%	13.2%	8.1%	9.1%	9.1%
预调酒	2,285.4	2,257.2	2,883.8	2,882.6	3,202.6	3,622.8
YOY	33.5%	-1.2%	27.8%	0.0%	11.1%	13.1%
其他业务	35.5	56.4	63.4	66.6	73.2	80.6
YOY	120.4%	58.8%	12.3%	5.0%	10.0%	10.0%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

**毛利率：**公司预调酒产品保持较快增长，随着未来销量提升叠加产品结构不断优化，毛利率仍有持续提升空间，我们预计 2024–2026 年公司整体毛利率为 67.3%/67.7%/68.2%，同比+0.6 pct/+0.4 pct/+0.5 pct。

**期间费用率：**公司费用主要投向预调酒业务，其销售费用投放精准有度，注重费效比，2024 年因收入增速放缓有所提升，未来随着收入稳步提升下规模效应显现，费用率有望得以摊薄，预计 2024–2026 年销售费用率为 22.5%/22.2%/22.0%，同比+0.8pct/-0.3pct/-0.2pct，管理费用率 6.0%/5.8%/5.6%，同比+0.1pct/-0.2 pct/-0.2pct。

综上所述，我们预计公司 2024–2026 年实现归母净利润 7.7/8.9/10.3 亿元，同比-4.3%/+14.9%/+16.3%。

**图表 41：百润股份毛利率、费用率预测**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
整体毛利率	65.4%	63.8%	66.7%	67.3%	67.7%	68.2%
同比变动	-0.1 pct	-1.6 pct	2.9 pct	0.6 pct	0.4 pct	0.5 pct
食用香精毛利率	65.2%	63.2%	67.6%	67.6%	67.6%	67.6%
预调酒毛利率	65.9%	64.4%	67.6%	68.4%	68.9%	69.4%
其他业务毛利率	39.7%	41.7%	20.8%	20.0%	20.0%	20.0%
销售费用率	21.9%	24.1%	21.7%	22.5%	22.2%	22.0%
同比变动	-	2.3 pct	-2.4 pct	0.8 pct	-0.3 pct	-0.2 pct
管理费用率	5.3%	6.7%	5.9%	6.0%	5.8%	5.6%
同比变动	-	1.4 pct	-0.7 pct	0.1 pct	-0.2 pct	-0.2 pct

资料来源：公司公告、华源证券研究所

## 5.2. 估值与投资评级

公司作为预调酒行业龙头，目前暂无同类上市公司供参考，而预调酒兼具低度酒与饮料属性，故我们选取涵盖啤酒与饮料在内共计 2 家上市公司做参考，预计公司 2024–2026 年

EPS 为 0.74/0.85/0.99 元，当前股价对应 PE 为 34/30/25 倍，对比相关公司可比估值水平，2025 年行业可比公司平均 PE 为 24 倍，公司当前估值略高于行业平均水平，考虑到公司目前威士忌产品上新，未来成长空间大，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 42：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）			EPS（元）			PE		
		2025-03-02	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
000729.SZ	燕京啤酒	10.97	0.36	0.46	0.56	30.8	23.7	19.7		
605499.SH	东鹏饮料	210.98	6.33	8.41	10.63	33.3	25.1	19.9		
	平均					32.0	24.4	19.8		
002568.SZ	百润股份	25.09	0.74	0.85	0.99	34.0	29.6	25.4		

资料来源：ifind、华源证券研究所（可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，百润股份盈利预测来自华源证券研究所）

## 6. 风险提示

**（1）行业竞争加剧风险：**预调酒行业发展迅猛，市场规模日益扩大，随着现有企业持续提升经营能力和新企业陆续进入，行业竞争逐步加剧。未来，若市场竞争进一步升级，公司可能面临市场份额受到影响的风险。

**（2）宏观经济风险：**若未来经济增长不及市场预期，则会影响大众消费意愿与能力。

**（3）食品安全风险：**由于公司门店主要销售预调酒品类，食品卫生安全要求是终端消费者及监管部门关心的重点，若出现食品卫生安全问题，对公司销售可能产生较大负面影响。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,879	2,263	2,588	3,049
应收票据及账款	216	196	212	252
预付账款	38	51	56	63
其他应收款	33	35	41	44
存货	780	627	736	819
其他流动资产	104	99	109	123
<b>流动资产总计</b>	<b>3,048</b>	<b>3,271</b>	<b>3,744</b>	<b>4,350</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,578	2,805	3,179	3,696
在建工程	579	720	693	500
无形资产	493	528	610	690
长期待摊费用	18	22	25	25
其他非流动资产	395	425	420	416
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,063</b>	<b>4,499</b>	<b>4,928</b>	<b>5,327</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,111</b>	<b>7,770</b>	<b>8,671</b>	<b>9,677</b>
短期借款	891	941	991	1,041
应付票据及账款	499	541	578	640
其他流动负债	609	555	594	645
<b>流动负债合计</b>	<b>1,999</b>	<b>2,038</b>	<b>2,163</b>	<b>2,326</b>
长期借款	1,033	1,136	1,201	1,218
其他非流动负债	35	35	35	35
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,069</b>	<b>1,171</b>	<b>1,236</b>	<b>1,254</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,068</b>	<b>3,209</b>	<b>3,400</b>	<b>3,579</b>
股本	1,050	1,049	1,049	1,049
资本公积	1,744	1,644	1,644	1,644
留存收益	1,250	1,870	2,582	3,410
归属母公司权益	4,044	4,564	5,276	6,104
少数股东权益	0	-2	-4	-6
<b>股东权益合计</b>	<b>4,044</b>	<b>4,562</b>	<b>5,272</b>	<b>6,097</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>7,111</b>	<b>7,770</b>	<b>8,671</b>	<b>9,677</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	807	756	870	1,015
折旧与摊销	188	158	181	211
财务费用	2	23	19	11
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-521	150	-72	-33
其他经营现金流	86	22	23	22
<b>经营性现金净流量</b>	<b>561</b>	<b>1,109</b>	<b>1,021</b>	<b>1,227</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-1,104</b>	<b>-599</b>	<b>-615</b>	<b>-615</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-128</b>	<b>-126</b>	<b>-81</b>	<b>-151</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-670</b>	<b>385</b>	<b>325</b>	<b>461</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>3,264</b>	<b>3,292</b>	<b>3,649</b>	<b>4,111</b>
<b>营业成本</b>	<b>1,087</b>	<b>1,076</b>	<b>1,177</b>	<b>1,307</b>
税金及附加	177	190	210	237
销售费用	708	741	810	904
管理费用	193	197	212	230
研发费用	106	107	119	134
财务费用	2	23	19	11
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-3	-2	-2	-2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	36	20	20	20
<b>营业利润</b>	<b>1,025</b>	<b>976</b>	<b>1,121</b>	<b>1,305</b>
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,028</b>	<b>978</b>	<b>1,124</b>	<b>1,308</b>
所得税	221	205	236	275
<b>净利润</b>	<b>807</b>	<b>773</b>	<b>888</b>	<b>1,033</b>
少数股东损益	-3	-2	-2	-2
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>809</b>	<b>775</b>	<b>890</b>	<b>1,035</b>
EPS(元)	0.77	0.74	0.85	0.99

**主要财务比率**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	25.85%	0.85%	10.87%	12.64%
营业利润增长率	57.38%	-4.77%	14.90%	16.44%
归母净利润增长率	55.28%	-4.27%	14.86%	16.28%
经营现金流增长率	-37.81%	97.58%	-7.98%	20.17%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	66.70%	67.30%	67.75%	68.21%
净利率	24.72%	23.49%	24.33%	25.12%
ROE	20.02%	16.98%	16.87%	16.95%
ROA	11.38%	9.97%	10.26%	10.69%
<b>估值倍数</b>				
P/E	32.49	33.94	29.55	25.41
P/S	8.06	7.99	7.21	6.40
P/B	6.80	5.99	5.16	4.44
股息率	1.98%	0.59%	0.68%	0.79%
EV/EBITDA	21	23	20	17

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

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并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。