

二次增长曲线已至，如何看待百润空间

核心观点

- 国产威士忌市场空间几何？**从产品来看，威士忌量级为六大洋酒之首，综合品质评价高，有桶陈逻辑，兼具饮用和收藏价值。从空间来看，威士忌在全球烈酒中占比17%，而2023年中国威士忌出厂统计口径为55亿，在中国烈酒中收入占比低至0.8%。且如此小的细分市场国产威士忌又仅占比25%，对比海外经验本土产酒占比应能达到50%以上，发展空间大，竞争格局温和，中国威士忌尚处行业起步阶段。
- 百润威士忌是否能复制预调酒的成功？**公司具备舶来品本土化实力，预调酒从0到1成为行业龙头，具备爆款营销能力，早期热剧植入，近年与永劫无间联名，策划抖音活动达十亿级浏览，契合年轻化+她经济。百润在初期预调酒亏损时保持了战略定力，截止24年底威士忌注酒桶陈达40万桶以上，目前存有威士忌桶在全国保有量中份额领先。且大企业竞品对于小赛道的酒种更看投入产出比，多为战术性产品，百润则为战略性高投入，规模、渠道利润和落地能力均较领先。
- 百润威士忌运作的方法要点如何？**①应用细分赛道龙头打法以及舶来品本土化优势，对国产威士忌桶陈构成轻垄断，②消费者教育优先从洋酒高势能的华南市场切入，产品数字标签快速迭代③快消品推广小规格酒进流通渠道 KA、CVS，有别于传统渠道已获得较好效果，定价侧重大众化人群，而高端品类峡州将由经销商进入烟酒店、团购市场已在铺市阶段。
- 预调酒主业增长是否仍能延续？**①3、5、8度组合产品微醺、清爽、强爽在酒精度数上迭代成功，未来功能性、分地域季节、瓶型和度数提升至8-20度产品是有望作为继强爽之后的新增长曲线。②空间离瓶颈尚远，渗透率低于白酒啤酒，年复合增速高在历史新品推介的年份中收入弹性大。③预调酒非线性增长，有很强的产品迭代及营销爆款逻辑，几次高增点分别是14年经典瓶、19年微醺、22年强爽实现，每轮快速增长的背后均存在阶段平台期，产品的提前布局和营销针对性验证有效。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司2025-2027年每股收益分别为0.81、1.00、1.34元（原预测25-26年为1.02、1.19元）。考虑到公司具备饮料与小品类酒双重属性，结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为27年的27倍市盈率，对应目标价为36.18元，上调为买入评级。

风险提示：威士忌新品推广不及预期、预调酒动销失速、假设条件变化影响测算结果

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,264	3,048	3,634	4,288	5,410
同比增长(%)	25.9%	-6.6%	19.2%	18.0%	26.2%
营业利润(百万元)	1,025	923	1,091	1,353	1,774
同比增长(%)	57.4%	-9.9%	18.1%	24.1%	31.1%
归属母公司净利润(百万元)	809	719	847	1,051	1,402
同比增长(%)	55.3%	-11.2%	17.8%	24.0%	33.5%
每股收益(元)	0.77	0.69	0.81	1.00	1.34
毛利率(%)	66.7%	69.7%	71.0%	71.7%	72.9%
净利率(%)	24.8%	23.6%	23.3%	24.5%	25.9%
净资产收益率(%)	20.7%	16.5%	16.3%	17.4%	20.5%
市盈率	34.1	38.4	32.6	26.3	19.7
市净率	6.8	5.9	4.9	4.3	3.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（上调）

股价（2025年05月30日）	27.96元
目标价格	36.18元
52周最高价/最低价	31.7/15元
总股本/流通A股（万股）	104,937/71,798
A股市值（百万元）	29,340
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025年06月01日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	6.23	7.13	11.57	31.95
相对表现%	7.31	5.28	12.85	25.11
沪深300%	-1.08	1.85	-1.28	6.84



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080004
姚晔	yaoye@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090006

相关报告

清爽重点发力突破，威士忌将于Q4上新	2024-07-25
盈利水平明显提升，强爽切入餐饮渠道进一步释放潜力	2023-08-10

目录

威士忌前景广阔，百润有望启动国威潮流.....	5
威士忌国内处于起步阶段，烈酒中占比低且国产化率偏低	5
百润构建烈酒矩阵，做国产威士忌领先者	7
国威规模测算，国产替代势在必行	8
从海外威士忌市场推演国威发展路径.....	9
海外市场威士忌本土化的实现路径如何？	9
日本：本土化改造、HIGHBALL 创造社交、佐餐、居家自制等多元场景	9
印度：本土化甜味改造，先以低价打开市场空间，再通过国际评奖开拓高端市场	10
百润股份的国威是否符合本土化发展趋势，竞争优势有哪些？	11
预调酒度数品相迭代，平台期后焕发新生.....	18
盈利预测与投资建议	21
盈利预测	21
投资建议	22
风险提示	22

图表目录

图 1：23 年全球烈酒细分品类市场规模及占比	5
图 2：23 年全球主要品种烈酒收入占比	5
图 3：各国威士忌市场规模以及威士忌占烈酒市场规模的比例	5
图 4：威士忌消费更多倾向于独饮	6
图 5：威士忌饮用年龄分布	6
图 6：威士忌消费场景	6
图 7：威士忌以外的产品偏好	6
图 8：预调酒与威士忌消费场景有所重叠	7
图 9：传统威士忌产区所在国及新兴威士忌产区所在国的本土威士忌份额占比	8
图 10：2013-2023 年日本威士忌在酒类销量的占比回升	10
图 11：2023 年日本威士忌市场份额领先的品牌份额情况	10
图 12：2023 年印度市场威士忌占总体酒类市场规模比例	11
图 13：2023 年印度销量前四大威士忌产品销量	11
图 14：百利得 22 和 66 系列产品	12
图 15：崂州系列产品	12
图 16：中国热门头部威士忌产品对比	13
图 17：2023 年华南威士忌消费渠道结构	15
图 18：2023 年华东威士忌消费渠道结构	15
图 19：国内威士忌消费者数量以及进口金额占比头部区域	16
图 20：百润股份原有经销商数量区域分部占比	16
图 21：中国威士忌各产区威士忌终端成交均价（美元/升）	18
图 22：中国各产区威士忌产品零售额占比	18
图 23：预调酒业务近年增速	19
图 24：公司整体近年增速	19
图 25：预调酒库存已较高点大幅降低（箱）	20
图 26：经销商数量稳定（个）	20
图 27：强爽高基数已过，预计不会成为增速拖累项（百万）	20
图 28：24 年公司产品结构占比	20
图 29：香精业务已稳定，与巴克斯酒业构成业务协同	21

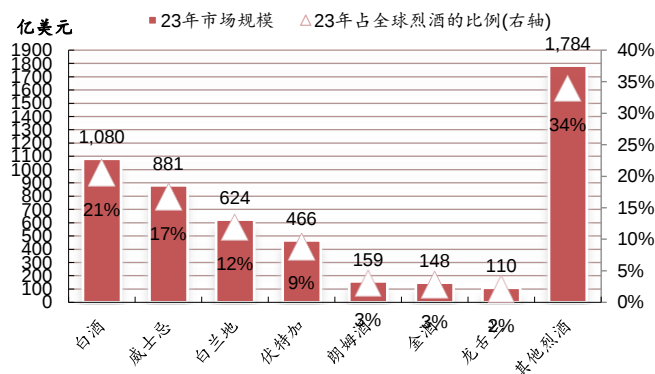
表 1：中国大陆威士忌在烈酒规模中占比低.....	5
表 2：参考海外本土威士忌份额占比测算国产威士忌市场空间	9
表 3：三得利旗下产品近 5 年在日本本土及中国市场的提价情况.....	14
表 4：威士忌代表品牌基础款流通产品单次提价幅度.....	14
表 5：24 年中国威士忌项目投产状况及产能吨数	16
表 6：百润股份威士忌产能能够支撑的零售额测算——保守口径.....	17

威士忌前景广阔，百润有望启动国威潮流

威士忌国内处于起步阶段，烈酒中占比低且国产化率偏低

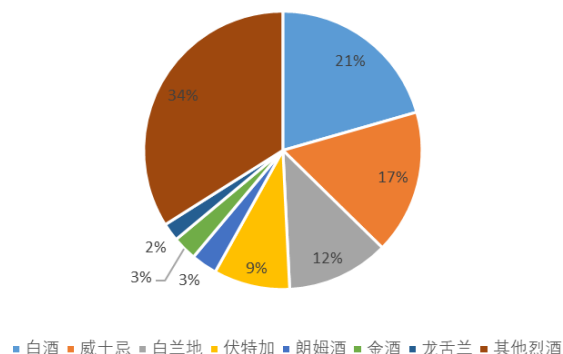
全球烈酒主要品类中威士忌是除白酒外的第一大烈酒，占全球烈酒市场的 17%。而 2023 年中国威士忌出厂统计口径为 55 亿，在中国烈酒中收入占比低至 0.8%。而从产品来看，威士忌综合品质评价高，有桶陈逻辑，随年份价格走高，同时具备饮用和收藏价值。

图 1：23 年全球烈酒细分品类市场规模及占比



数据来源：statista、财富商业洞察、东方证券研究所

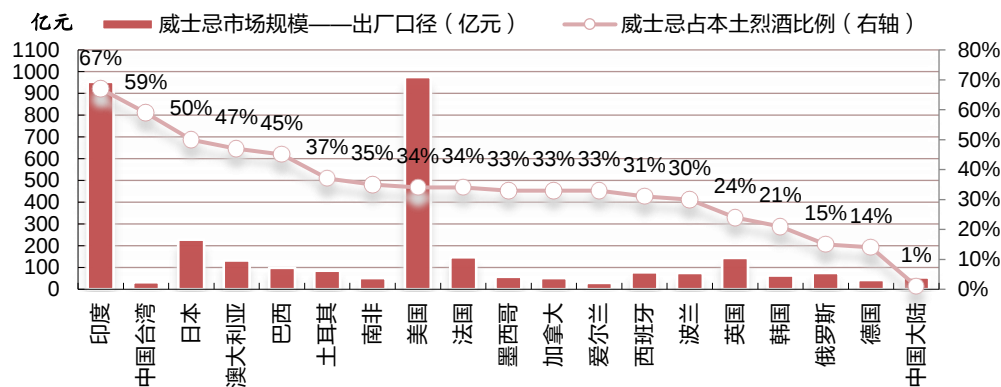
图 2：23 年全球主要品种烈酒收入占比



数据来源：statista、东方证券研究所

并且参照全球主要 20 个地区威士忌市场规模占烈酒均值为 34%。其中日本、中国台湾、印度、韩国威士忌流行度均超出国内水准。且在目前如此小的细分市场国产威士忌又仅占中国威士忌收入比重的 25%，对比海外经验本土产酒占比能达到四成以上，且竞争格局温和，中国威士忌尚处于行业初期的起步阶段。

图 3：各国威士忌市场规模以及威士忌占烈酒市场规模的比例



数据来源：百瓶、东方证券研究所

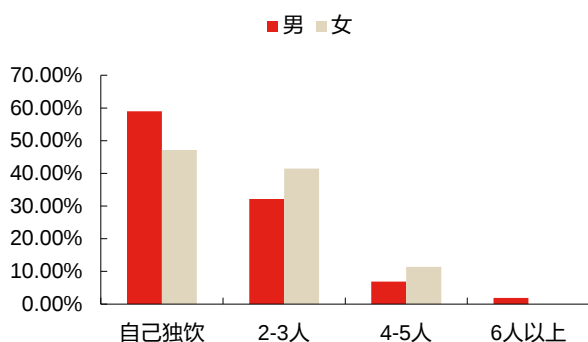
表 1：中国大陆威士忌在烈酒规模中占比低

2023 年中国大陆威士忌市场规模——出厂口径(亿元)	55
2023 年中国大陆烈酒市场规模——出厂口径 (亿元)	6675
2023 年中国大陆威士忌/烈酒	0.8%

数据来源：凤凰网酒业、CWS、东方证券研究所

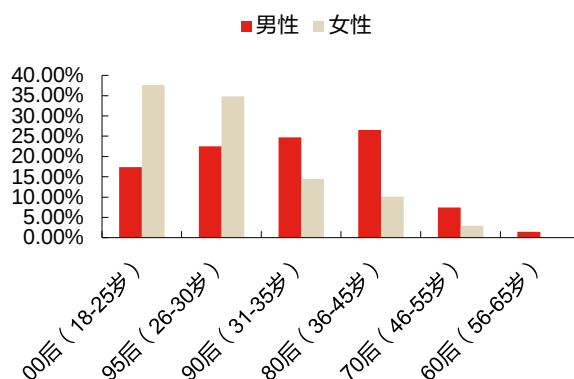
威士忌消费者画像偏向于悦己独饮，与预调酒具备类似属性。威士忌主要消费人群集中在一二线城市，区域上以华南广东和华东江浙沪为主。威士忌相对独饮比例高，饮用年龄更年轻化集中在18-35岁，时尚女性和中青年男性居多，这部分人群具备较高学历，受海外文化影响，对精酿啤酒、洋酒、预调酒的接受度高。场景有别于聚会宴请的传统桌席，更侧重于一个人的小酒，与百润预调酒广宣定位不谋而合。从产业趋势来看，用酒需求里悦己型消费更加优于社会型聚饮，这对威士忌的场景将会起到正面推动作用。

图 4：威士忌消费更多倾向于独饮



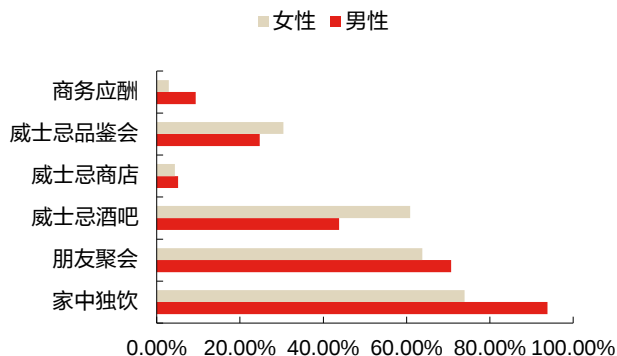
数据来源：百瓶、东方证券研究所

图 5：威士忌饮用年龄分布



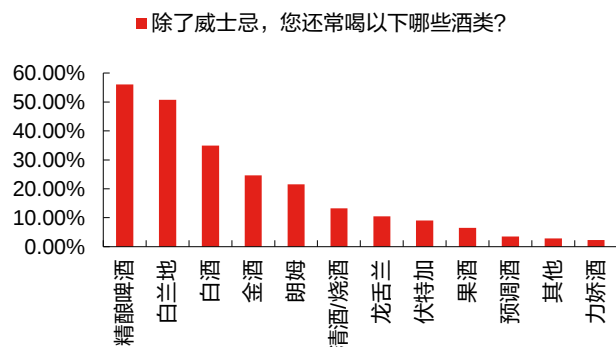
数据来源：百瓶、东方证券研究所

图 6：威士忌消费场景



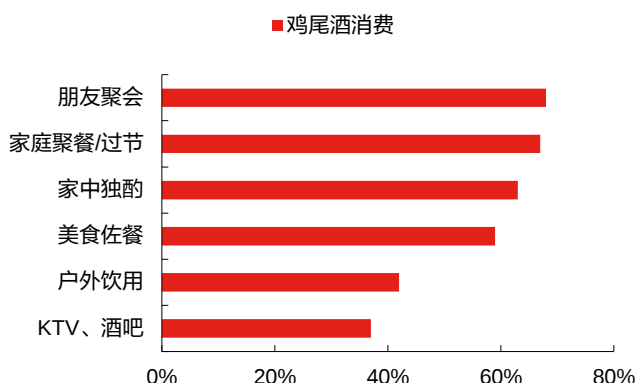
数据来源：百瓶、东方证券研究所

图 7：威士忌以外的产品偏好



数据来源：百瓶、东方证券研究所

图 8：预调酒与威士忌消费场景有所重叠



数据来源：百瓶、东方证券研究所

百润构建烈酒矩阵，做国产威士忌领先者

百润以威士忌为重点，通过这一世界范围内经历过检验的、具备良好流行度和消费者认可度的品类切入烈酒市场，将提高其新品胜率。公司构筑了以百利得+崂州威士忌为主，椒语金酒、岭冽伏特加为补充的三大烈酒矩阵，百润所布局的这些烈酒品类已在全球市场验证被消费者较为广泛的接受。

百润运作威士忌品类有协同效应，团队、区域、渠道端具备天然优势：

擅于做舶来品本土化：团队年轻，香精香料起家，通过预调酒壮大，在精准捕捉消费者偏好方面有独到的见解，口感方面如甜感、顺口度有快速的迭代升级，灵活调整产品。

擅于做体验营销和爆款植入：比如文化体验区、经销商返厂游、品鉴活动、餐饮场景五星大厨演示等等，提升认知度的同时展示企业文化。

具备渠道协同，可做威士忌差异化打法：公司 50ml、125ml 威士忌产品百利得已进入美宜佳等商超便利渠道，价格亲民，与预调酒渠道有协同。在区域上主攻华南、华东市场，其中广东市场属于传统威士忌消费氛围强的省份，江浙沪又与公司传统渠道的区域发展类似，预计将协同部分白酒、预调酒经销商进行分销，公司在先期招商中，华南考核占比高，投入较大资源优先在广东、福建布局。

百润运作预调酒的经验与威士忌的相似性

和当前威士忌酒面临的情况类似，彼时国内预调预调酒市场主要销售的产品也以欧美、日本等外国品牌为主，且销售渠道同样主要为沿海发达城市的 KTV、酒吧和休闲会所。同样作为一种首先在国外生产和销售的酒类，预调预调酒产品在 1995 年左右才开始在中国出现。2000 年前后中国预调酒市场主要由百加得公司的爵士、冰锐，英国亨利伍德公司的红广场，日本宝酒造株式会社生产的“宝酒造”和麒麟的“冰结”占据，以 RIO 为代表的国产预调预调酒品牌仍处探索阶段，消费场所为发达城市的 KTV、酒吧和会所，价格较高。2005 年以后，预调预调酒产品国内生产趋势增强，其中包括 RIO、冰锐、红广场在内的主要预调预调酒产品均实现了本土生产，本土生产的预调预调酒产品市场规模逐步超过了全进口的预调预调酒品牌。

预调酒快速国产化以及国内市场爆发增长始于龙头加大广告投入并拓展进流通渠道。2011 年，彼时行业主要两大品牌 RIO 和冰锐开始加大广告与推广力度，尤其是锐澳将渠道向终端商超渠道拓

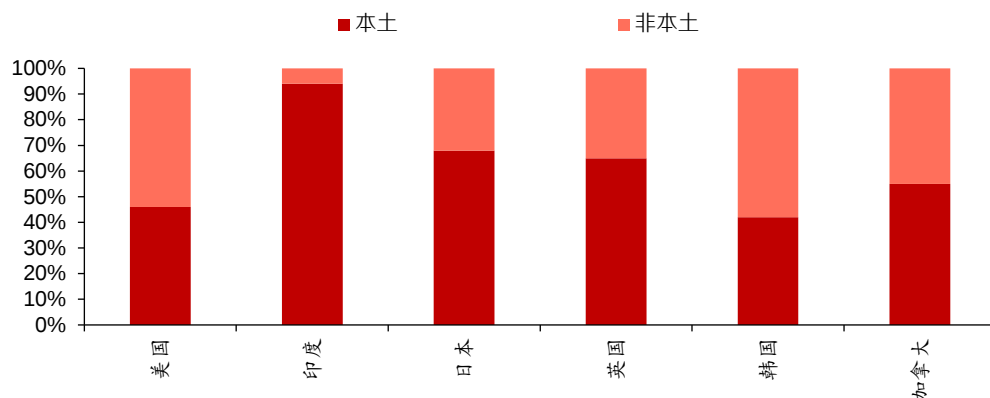
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

展，产品渠道层级也往 2、3 线城市延伸，行业消费者教育加速。2013 年，由于事先已进行渠道和产能布局，锐澳引入周迅代言，并在各卫视频道投放广告，尤其是在流行青春电视剧和人气娱乐节目的植入，扩大了品牌的影响，受到年轻消费者的青睐，迅速引爆行业增长。我们认为公司威士忌发展路径也将借鉴此前预调酒成功经验。

国威规模测算，国产替代势在必行

国产替代的占比有望达到 50%以上。从已成功打造出自身产区差异化特色的各国最终威士忌份额格局来看，2023 年在美国、日本、英国三个传统产区所在国，以及以印度、韩国为代表的新兴产区所在国，当地本土化的威士忌在本国的份额通常能达到 40%以上（不考虑收购），部分国家高达 90%。而我国具备深厚悠久的历史文化底蕴、地大物博拥有各类特色桶型资源，国威有望背靠日益强盛的中国国力在世界威士忌市场上打造中国特色产区。若以百润股份为代表的国威能够通过黄酒桶、蒙古栎桶等中国特色桶型，以及相应的产区营销和国际评奖成功打造特色化国威，则长期来看，有望引领国威在中国份额达到 50%以上。

图 9：传统威士忌产区所在国及新兴威士忌产区所在国的本土威士忌份额占比



数据来源：百瓶 APP、Statista、萝卜投资、WIND、威士忌中国、东方证券研究所

通过海外各国威士忌渗透率测算中国威士忌市场规模。2023 年中国威士忌市场规模（出厂口径）55 亿元，终端零售销售额 154 亿，具有高加价率和高渠道利润的特征，2020-2023 年中国威士忌出厂端收入复合增速 12%。并在近年来有向上加速的趋势。

在中国威士忌市场中，进口威士忌 41 亿，占比达到 75%，国产威士忌仅占比 25%。从海外经验而言国产本土化占比提升是大势所趋，比如从英国发源的麦芽威士忌，到美国演变为波本威士忌偏重玉米酿造，到日本本土化演变为 Highball 加苏打水降度提高适口感，到印度则以糖蜜加入原料酿造威士忌口感更接近于朗姆酒。中国国内也已经在尝试类似的桶型、原料、工艺的本土化。另外从国内能量饮料、预调酒等品类发展过程中也能看出，国产化占比逐步拉升会创造增量市场，因此我们认为在未来威士忌增长的主要动力由国产品牌实现。

测算路径：考虑到国产替代以及中国威士忌品牌产能达到年份投产，市场铺货推广周期已到，假设进口威士忌销售体量保持不变，国威打开内陆市场，则预计中国威士忌市场规模（出厂口径）到 2027 年约 83 亿元，零售口径约 216 亿元，对应出厂口径 2023-2027 年复合增速为 11%，与近年来行业增速也可吻合。

表 2：参考海外本土威士忌份额占比测算国产威士忌市场空间

项目	
2023 年中国大陆威士忌市场规模——出厂口径(亿元)	55
2023 年中国威士忌进口额（亿元）	41
2023 年中国本土威士忌占比——出厂口径	25%
参考成功的特色化产区本土威士忌占比	50%
假设其他因素不变，2027 年中国威士忌市场规模——出厂口径（亿元）	83
全渠道加价率：(零售价-出厂价)/出厂价	162%
假设其他因素不变，2027 年中国威士忌市场规模——零售口径（亿元）	216

数据来源：萝卜投资、酒业家、东方证券研究所

同时，交叉验证威士忌在烈酒中占比：2023 年海外主要国家的威士忌占烈酒的比例在 10%以上，并且参照全球主要 20 个地区威士忌市场规模占烈酒均值为 34%。中国由于以白酒消费为主，威士忌仅占烈酒的 0.8%，若 2027 年威士忌出厂口径达到 83 亿元，则对应占比提升至 1.25%，仍有巨大空间，既符合国内酒类消费多元化的趋势又仍然吻合以白酒为主的酒类消费结构。

从海外威士忌市场推演国威发展路径

海外市场威士忌本土化的实现路径如何？

以海外日本传统产区，以及印度新兴产区的本土威士忌发展为例，判断百润股份的国威布局是否符合海外本土威士忌品牌的成功发展路径？

我们复盘得出，促进日本、印度的本土威士忌品牌在该国成功发展的关键点：①第一步：低价降低尝鲜门槛+本土化口味改良，打开中低端大众市场；②广告、电影等文化营销+创新喝法打造聚饮、自制 highball、社交、佐餐等场景，增强大众市场渗透；③海外斩获国际大奖增强全球知名度与流行度，进军海外市场并反哺国内，完善本土高端市场渗透。

日本：本土化改造、HIGHBALL 创造社交、佐餐、居家自制等多元场景

口味和酿造方法的本土化改造，以及提高性价比降低饮用门槛：威士忌 1853 年进入日本市场。1911 年随着日本恢复自主关税，其上调了对海外进口酒精产品征收的关税，导致外资威士忌产品价格上涨，高昂的价格使大众市场难以消费，为更具性价比的本土威士忌带来发展契机。1923 年三得利的创始人鸟井信治郎创建了日本第一家威士忌酿造厂（山崎蒸馏厂），雇佣合作了曾赴苏格兰学习威士忌酿造技术的竹鹤政孝，奠定了日威以苏威为基础的酿造风格，日本的威士忌市场也自此开始本土化。但 1929 年山崎蒸馏厂推出的首款日本本土威士忌“白札”却因其延续了传统苏格兰威士忌酿造法下的浓重烟熏味在日本消费者中反馈不佳。直到 1937 年日本禁止进口威士忌，三得利抓住本土品牌发展机遇，推出首款更符合日本消费者口味的、口感更加温润顺口、泥煤烟熏味大大降低、价格更低的调和威士忌“角瓶”，才点燃日本本土威士忌的消费热情。

受益饮食西化，日威创新营销“Highball”喝法，打造社交、佐餐、居家自制等多元场景，激发产品年轻化：1920 年代 Highball 随西方文化传入日本。1937 年三得利推出“角瓶”后，除了口味的本土化，还通过大量广告强调其百搭苏打水的特性，首次将 Highball 与日威绑定。1950 年代，日本经济复苏、饮食习惯西化，三得利在全国开设 1000 余家“托里斯酒吧”，推广 Highball

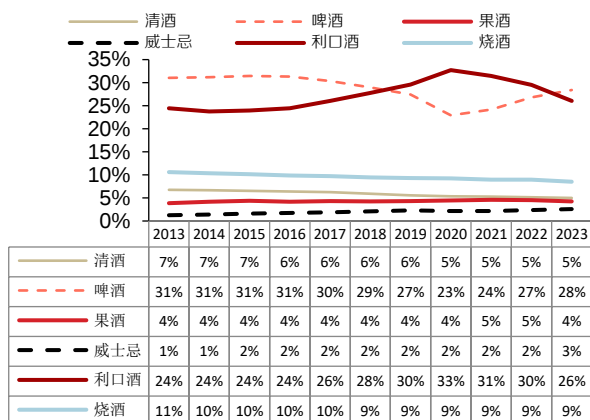
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

饮用方法，将其塑造成工薪阶层以及学生群体的社交符号。1970 年代，日本经济高速增长，三得利以“筷子大作战计划”通过广告将日威渗透到佐餐场景，Highball 凭借清爽口感和低酒精浓度（约 10%）成为居酒屋标配。2008 年全球金融危机后，日本威士忌市场因 Highball 的平价化需求触底反弹，三得利重启角瓶广告，邀请明星佐藤健示范在家调制 Highball，强化居家自制 DIY 场景，扭转当时年轻人认为威士忌是老一辈喝的酒的想法。

特色桶打造本土差异化特色，国际评奖打开全球流行度和知名度，刺激出口并反哺国内。水榭木是日本特有橡木品种，因二战后进口橡木桶短缺，三得利彼时被迫使用本土水榭木替代欧洲橡木。1984 年，三得利推出首款单一麦芽威士忌山崎 12 年，首次明确标注使用水榭木桶陈酿，其独特的伽罗香成为日威区别于苏威的标志性风味。2000 年后，水榭桶逐渐成为三得利旗下山崎、白州、响等高端系列的核心配置。2003 年，山崎 12 年首次在国际烈酒挑战赛（ISC）获得金奖，评委评价其“水榭桶赋予的东方禅意香气令人惊艳”，标志着水榭木从替代品升华为日威灵魂密码。2007-2014 年日威在国际大赛不断斩获顶级大奖，水榭木成为关键卖点。国际顶尖大奖提升了日威在全球的知名度和流行度，出口需求增加，同时也反哺提振了其国内的威士忌消费需求。

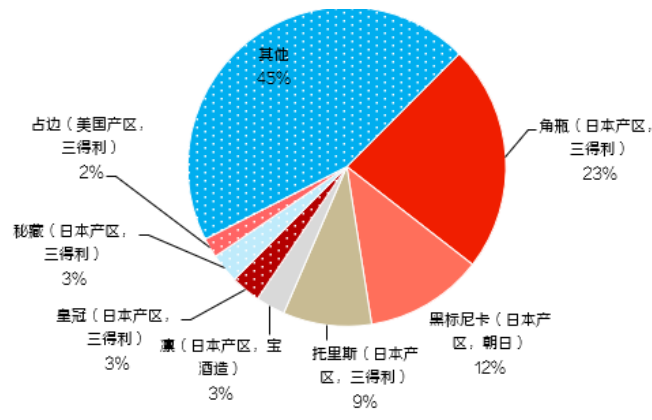
到 2023 年，日本本土公司三得利、朝日占据日本威士忌市场份额前二，分别掌握日本威士忌市场 51%、13% 的份额，日本本土品牌在日本威士忌市场牢固占据领导者地位。

图 10：2013-2023 年日本威士忌在酒类销量的占比回升



数据来源：WIND、日本国税厅、东方证券研究所（注：包含低度酒的销量比）

图 11：2023 年日本威士忌市场份额领先的 5 个品牌份额情况



数据来源：日本国税厅、日本洋酒造酒公社、萝卜投资、东方证券研究所

印度：本土化甜味改造，先以低价打开市场空间，再通过国际评奖开拓高端市场

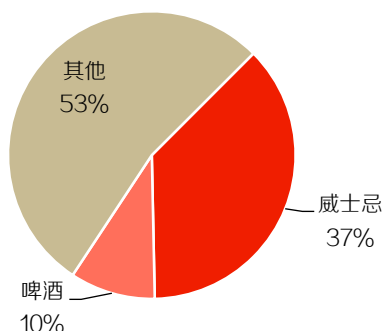
受益威士忌高关税保护、禁大麻以及电影文化宣传，本土印威凭借本土化甜味改造+价格低廉抢占市场。威士忌最早在 19 世纪英国殖民统治时期为了满足士兵需求进入印度。最初印度的威士忌市场由英国商人开设的威士忌酒厂以及进口的苏格兰威士忌占据，且当时印度人对威士忌毫无了解甚至抱有敌意，认为威士忌只为精英和富人提供，相反白兰地则因为被视为可治疗流行性霍乱、蛇咬伤等的灵丹妙药而在当地很受欢迎。1943 年印度本土兰普尔（Rampur）、1948 年雅沐特（Amrut）酒厂成立，成为印威本土化发展的起点。最初苏格兰风格的单一麦芽威士忌在印度并不受消费者欢迎，为了适应印度当地喜甜的口味，本土印威以糖蜜蒸馏酒作为主要成分，加入少量麦芽威士忌，并加入其他香料和调味料制成，同时价格低廉，成为工薪阶层首选。1985 年，印度禁大麻后，印度人开始寻找替代品，印度本土威士忌酒厂推出了诸多甜味明显的威士忌产品，而彼时高达 150% 的关税使低廉的本土印威得以占领大部分威士忌市场，本土印威的饮用人群显

著增加。同时 1960-2010 年宝莱坞电影中拍摄了许多明星在俱乐部和酒吧享受威士忌的镜头，营造了威士忌在印度消费者心中的娱乐放松和时尚尊贵的氛围感，进一步从文化层面渗透印度市场。

印威海外斩获国际大奖，全价格带本土品牌布局，牢固占据本土市场并进击海外。随着兰普尔、Paul John、雅沐特酿造技艺的高质量发展，印威在世界大赛屡屡斩获大奖。其中，以雅沐特为例，Amrut Fusion 单一麦芽威士忌在 2004 年首次出口到英国，收获一众好评，随后开始广泛出口到世界各地。雅沐特的威士忌在 IWSC 和 WWA 等烈酒竞赛屡获大奖，已成为享誉世界的印度威士忌代表，其每年产能的 95% 都会出口销往全球各地。印度本土威士忌市场发展为高端由雅沐特、Paul John 等品牌主导，大众市场被 Officer's Choice 等低价产品占据的格局，全价格带的本土化促进印威深度本土渗透。

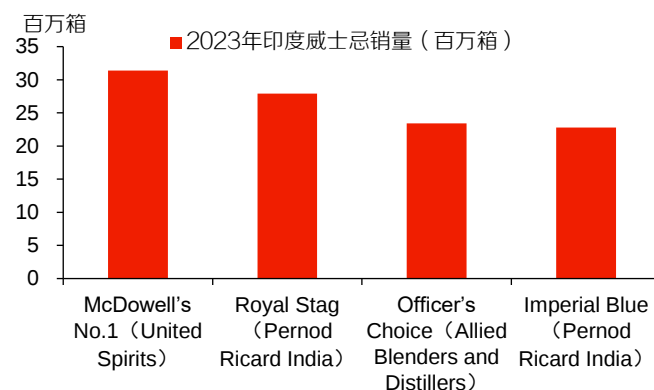
到 2023 年，McDowell's No.1（麦克道尔一号）是印度威士忌市场的绝对领导者，其本质为印度本土品牌，但在 2012-2015 年被帝亚吉欧收购，现隶属于帝亚吉欧旗下的联合酒业，但仍保持独立品牌运作。麦克道尔一号主打 43-130 元的大众威士忌市场，凭借高性价比定位、本土化营销策略和本地渠道优势，长期占据印威市场头部地位，2023 年以 3140 万箱的销量稳居印度威士忌市场第一。

图 12：2023 年印度市场威士忌占总体酒类市场规模比例



数据来源：弘章消费研习社、东方证券研究所

图 13：2023 年印度销量前四大威士忌产品销量



数据来源：FORBES INDIA、东方证券研究所

百润股份的国威是否符合本土化发展趋势，竞争优势有哪些？

我们认为百润股份的威士忌产品的定位、布局和推广方式符合海外成功案例的发展路径：低价尝鲜、本土化口感、营销引爆、创新喝法、升级扩张。

百润正以大众价格带切入，公司通过线下小规格流通款降低单瓶单价，有利于降低尝鲜门槛并刺激即兴消费，打开大众威士忌市场，且长期大规格仍可站稳中档大众价格带，不会拉低品牌定位，保留长期提价能力。百润股份现已推出百利得单一调和威士忌和峡州单一麦芽威士忌两大品牌，百利得面向大众市场，峡州面向更加专业的威士忌受众市场。其中，百利得已发布 22 和 66 系列并进行铺货，其中百利得 22 主打两次蒸馏两次发酵，66 系列采用全球六个区域桶形进行发酵，产品口感复合具有差异化特色。峡州已于近期上市，为单一麦芽高端系列产品，以大瓶型和烈酒商合作的方式切入烟酒店等传统渠道。

大众价格带在国内威士忌市场占比最高且呈扩容趋势，根据 2022-2024 年天猫平台威士忌分价格带销售额数据，2024 年 0-500 元的威士忌消费占比最高，达到 45%，且较 2022 年提升 9pct。参考海外日本、印度等本土威士忌品牌成功发展的路径，以大众价格带切入的本土品牌更易成功实现本土化且占据较高份额。

对于百润股份，其主要威士忌产品均在大众价格带内。其中，百利得品牌下的 22 系列推出的 50ml、125ml 规格款仅卖 22、27 元/瓶，主要面向连锁便利店、夫妻老婆店等流通渠道铺货。低单价+线下即时可得更易在国威推广初期激发尝鲜消费。

图 14：百利得 22 和 66 系列产品



数据来源：天猫、东方证券研究所

图 15：崆州系列产品



数据来源：天猫、东方证券研究所

对比 500ml、700ml 的传统大规格产品价格，虽然 22 和 66 系列价格低于国内热门高端威士忌产品的无折扣官网定价，如麦卡伦 12 年（600 元/700ml）、皇家礼炮 21 年陈酿（1000 元/700ml），公司的 22 和 66 系列威士忌目前桶陈年限在 4 年以内，且两款定价略高于目前国内热门外资威士忌产品官网定价如金宾白占边（82 元/750ml）、尊尼获加红牌（86 元/700ml），与杰克丹尼的黑标（139 元/700ml）、角瓶经典（138 元/700ml）、尊尼获加黑牌（160 元/700ml）接近。因此公司的传统大规格产品定位不是低价品，对新品牌的初始定位有高度，有望以国威特色占领中档大众价格带，打开最具潜力的大众价格带国威市场。

图 16：中国热门头部威士忌产品对比

公司	品牌	产品	规格	定价（元）	原产国
百润股份	崂州蒸馏厂	“崂州”单一麦芽威士忌创世版	700ml	399	中国
		“百利得”单一调和威士忌创世版	700ml	399	
		百利得22	50ml	21.9	
			125ml	27	
			500ml	89	
		百利得66	700ml	109	
			500ml	219	
帝亚吉欧	尊尼获加	尊尼获加红牌	700ml	86	英国
		尊尼获加黑牌	500ml	133	
		尊尼获加黑牌	700ml	160	
		尊尼获加绿牌	750ml	279	
	苏格登	苏格登12年	200ml	96	英国
			500ml	205	
	泰斯卡	泰斯卡10年	700ml	379	英国
			200ml	76	
	慕赫	慕赫12年	700ml	265	英国
		慕赫16年	750ml	479	
保乐力加	百龄坛	百龄坛特醇	750ml	851	英国
		百龄坛20年	750ml	3100	
	芝华士	芝华士12年	500ml	59	英国
		芝华士12年	1000ml	109	
		芝华士12年	500ml	124	
		芝华士12年	500ml	108	
	格兰威特	格兰威特创始人甄选	700ml	235	英国
		格兰威特12年	700ml	489	
	皇家礼炮	皇家礼炮 21 年陈酿	700ml	199	英国
		皇家礼炮 25 年陈酿	700ml	239	
三得利	金宾	金宾波本威士忌白占边	700ml	1000	美国
		金宾黑麦波本威士忌	700ml	2000	
	角瓶	角瓶经典调和威士忌	375ml	68	日本
		角瓶经典调和威士忌	750ml	82	
	山崎	山崎12年	700ml	88	日本
		山崎18年	700ml	138	
		山崎梅酒	700ml	1799	
		山崎梅酒	750ml	7999	
	响	响17年	700ml	188	日本
		响21年	700ml	5680	
格兰父子	白州	白州1973	700ml	6980	日本
		白州18年	700ml	42000	
	白州	白州12年	700ml	888	日本
		白州12年	700ml	6280	
	格兰菲迪	格兰菲迪12年	700ml	1580	英国
		格兰菲迪15年	700ml	252	
	百富	格兰菲迪18年	700ml	390	英国
		百富12年	700ml	620	
爱丁顿集团	麦卡伦	麦卡伦12年	700ml	560	英国
		麦卡伦18年	700ml	600	
		麦卡伦12年双雪莉桶	700ml	3225	
		麦卡伦15年双雪莉桶	700ml	610	
		麦卡伦18年双雪莉桶	700ml	1400	

数据来源：京东、淘宝、崂州蒸馏厂、东方证券研究所，此为无折扣官方定价版

同时，长期来看，参考海外威士忌品牌热门产品的价格演绎路径，我们认为百润威士忌在长期还享有价格稳健增长的潜力：

➤ 海外威士忌品牌提价频率：年度常规提价+不定期提价

部分品牌每年提价：一些知名品牌如三得利，其旗下部分威士忌产品有每年提价的情况，以促进经销商的渠道库存持续升值。例如，2024 年 3 月和 2025 年 1 月，三得利洋酒贸易（上海）均进行了提价，对旗下响、山崎、白州以及金宾等品牌的部分产品提价 3%-7%。帝亚吉欧、保乐力加旗下威士忌品牌等，也一般会采取每年提价的策略。

根据市场情况不定期提价：部分威士忌公司会根据成本上涨、市场需求、竞争态势等因素不定期提价。如保乐力加旗下的叠川威士忌，在 2024 年 4 月和 12 月由于原材料、人工、运输等成本上涨以及竞争对手涨价等因素进行了两次提价。

➤ **提价幅度：**常规流通版威士忌一般单次提价幅度在 1%-10%之间，高年份及稀缺性的高端威士忌单次提价涨幅则更大及差异化。

表 3：三得利旗下产品近 5 年在日本本土及中国市场的提价情况

时间	地区	涉及产品	提价幅度	原因
2021 年 12 月宣布，2022 年 4 月实施	日本本土	山崎 25 年（700ml）、响 30 年（700ml）、白州 12 年（700ml）等 31 款高端产品	18%-28%	原材料成本上涨及产能扩张需求
2023 年 3 月宣布，2023 年 7 月实施	日本本土	角瓶（700ml）、老牌威士忌（700ml）等基础款	20%	物流及生产成本上升
2023 年 11 月宣布，2024 年 4 月实施	日本本土	山崎 25 年（700ml）、响 30 年（700ml）、白州 12 年（700ml）等 19 款高端产品	50%-125%	全球市场供不应求
2024 年 3 月宣布，2024 年 3 月实施	中国市场	山崎 1923、响和风醇韵等	3%-7%	进口关税调整及市场策略
2024 年 11 月宣布，2025 年 4 月实施	日本本土	山崎、白州、响部分年份款（具体型号未公开）	5%-15%	日元贬值及原料成本上升
2024 年 12 月宣布，2025 年 1 月实施	中国市场	响、山崎、白州及金宾系列（如金宾原味、苹果味、蜜蜂系列）	3%	供应链成本增加

数据来源：日本经济新闻、三得利官网、烈酒商业观察、东方证券研究所

表 4：威士忌代表品牌基础款流通产品单次提价幅度

品牌	基础款产品	提价时间	提价幅度
三得利	山崎 1923（无年份）、白州 1973（无年份）、金宾原味 / 苹果味 / 蜜蜂系列	2025 年 1 月	3%
爱丁顿	经典雪莉桶 12 年（700ml）、双雪莉桶 12 年（700ml）	2025 年 4 月	1.5%-2.5%
保乐力加	叠川纯麦芽威士忌（700ml）	2024 年 12 月	8.41%
格兰父子	百富 12 年双桶、格兰菲迪 12 年单一麦芽	2024 年 6 月	3%
大摩	大摩 12 年 / 15 年（700ml）	2024 年 4 月	4%

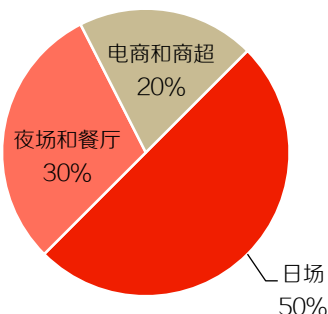
数据来源：烈酒商业、酒业家、北京商报、东方证券研究所

因此价格方面，世界范围内各国的经典威士忌产品和品牌普遍具备定期+不定期的提价能力。常规流通产品单次提价幅度通常在 1%-10%之间，能够从价格维度支撑威士忌产品的长期增长。百润股份作为国威的头部品牌，预计成熟后同样有望具备长期价格稳步提升的能力，从而支撑其产品维持较高利润率。

2）渠道精细化管理+经销商资源+销售人员优势，多元渠道针对性铺货

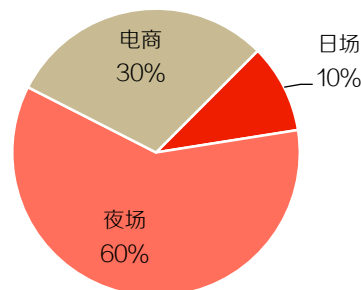
目前我国整体威士忌渠道以线下渠道为主，根据《2023 年中国威士忌行业发展调研报告》，2023 年线下渠道占国内威士忌消费的 78%，线上占 21%，私域占 1%。不同消费区域的渠道结构存在差异，比如华南、华东作为我国威士忌消费的高地市场，华南日场占比能够达到大约 50%，夜场和餐厅占比约 30%，电商及商超占比约 20%；而在华东日场仅占比约 10%，夜场占据绝对的主要地位达到约 60%，电商占据约 30%。

图 17：2023 年华南威士忌消费渠道结构



数据来源：凤凰网酒业、东方证券研究所

图 18：2023 年华东威士忌消费渠道结构



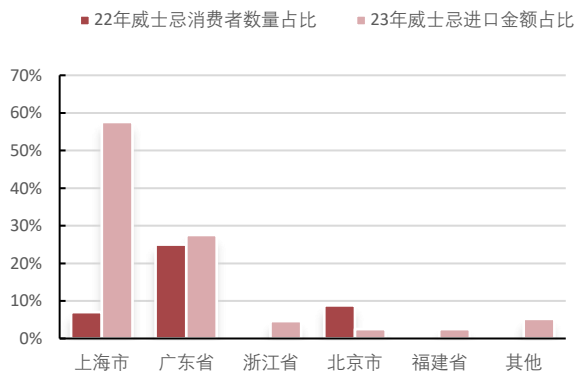
数据来源：凤凰网酒业、东方证券研究所

在以线下消费为主的国内威士忌市场中，百润股份的线下经销商以及网点将与预调酒形成协同、复用。公司还为威士忌业务配置了专有的销售团队，在销售团队人员及触达流通网点方面较外资品牌更具优势。同时，针对不同渠道，公司布局了适应性规格的产品以及相应的营销活动和销售政策，相较其他威士忌品牌在国内渠道管理方面更加精细和有针对性。

分渠道针对性铺货：公司在便利店、夫妻老婆店进行小规格威士忌铺货，目前百加得 22 系列已可在便利店渠道形成可见度，并抢占五一端午等重要的节庆档期。同时，由于威士忌华东市场偏重夜场渠道，公司亦进行了量贩式 KTV 的下沉。并以白酒经销商的烟酒店渠道和电商渠道进行有效补充，多元化运营渠道终端。

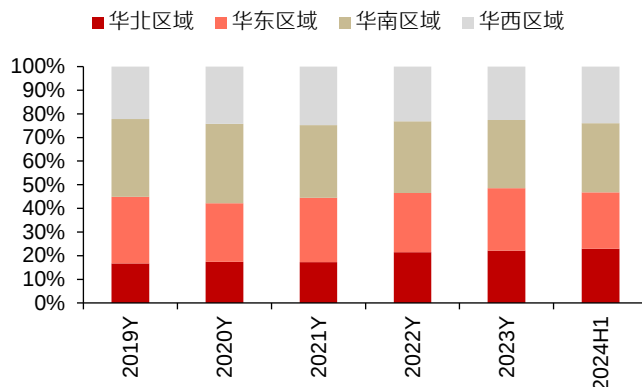
我们认为公司在渠道、经销商、销售人员方面的优势主要在于：①**预调酒经销商的资本和销售实力与威士忌业务要求吻合：**截止 2024 年底百润股份共有预调酒业务的经销商 2068 个，其经销商单个年收入规模达到约 129 万元，此次威士忌业务单个经销商的签约规模要求在 100 万元以上，较好地吻合其现有经销商团队的资本和销售实力。②**原有经销商擅长的渠道协同：**同时，2023 年其分渠道销售收入中，线下零售渠道占比 86%，公司原有的经销商以线下零售渠道见长，而此次 22 系列的规格在 50ml 以及 125ml、价格在 20-30 元的威士忌产品主要铺货在连锁便利店、夫妻老婆店以及 KA 商超，能较好的复用公司经销商线下零售渠道的资源。③**原有经销商的区域协同：**华南、华东是公司内部经销商资源最多的两个区域，2024 年公司传统经销商中有 30%位于华南（623 个）、23%位于华东（477 个），而华南的广东、福建，华东的上海是我国目前威士忌消费的高地。公司的威士忌业务针对广东也有相对其他区域更加精细化的分渠道招商。我们认为公司在威士忌主要的消费市场华南和华东的经销商资源积累同样将为其威士忌业务的发展提供充裕的经销商资源。

图 19：国内威士忌消费者数量以及进口金额占比头部区域



数据来源：华经产业研究院、烈酒商业、WIND、东方证券研究所

图 20：百润股份原有经销商数量区域分部占比



数据来源：公司公告、WIND、东方证券研究所

传统经销商尚有进一步转换为威士忌经销商的空间：我们预计公司威士忌业务中新增招商有约 40% 左右的经销商为原有预调酒经销商，同时由于公司威士忌业务尚在招商和第一轮铺货早期，未展开大规模营销，许多经销商仍处观望过程中，若后续威士忌业务市场反馈良好，预计更多传统经销商将同时签约销售威士忌产品，当前公司预调酒经销商同时经销威士忌产品的比例估测仅 4.5%，后续仍有较大转换空间。

公司产能优势明显，原酒桶陈带来底线思维价值。陈酿熟成是威士忌酿造工艺中的重要环节，在酿造原料相同情况下对提升威士忌品质和风味起着关键作用，通过在橡木桶中进行陈酿熟成，可增加酒液口感的复杂度、层次感，去除威士忌新酒辛辣味，使酒液变得更加柔和醇厚，以更好地满足国内消费者的需求。同时，根据 2025 年 1 月 24 日我国发布的威士忌新国标（GB/T11856.1-2025），2025 版新国标规定威士忌原酒的陈酿时间不应少于 2 年，沿用了 2008 版国标的要求；但进一步明确单一麦芽威士忌在橡木桶中陈酿时间不少于 3 年，与国际主要威士忌生产和流通市场区域的相关法规接轨，适用于解决进出口贸易的国际对标等问题。

当前百润股份的威士忌产能完全达产后能实现约 33,750kL 麦芽威士忌原酒（酒精度约 70 度）的储藏能力，是目前国内威士忌原酒产能最大的酒厂。2021-2024 年公司年均新增灌注威士忌 10 万桶，截至到 2024 年底，公司已灌注威士忌原酒 40 万桶，在中国威士忌橡木桶保有量中显著领先，并计划未来 5 年滚动增加灌注橡木桶至 100 万桶。此外，公司大量威士忌产能投产时间普遍早于国内其他威酒厂，意味着公司之后将具备更多陈酿年份更长的威士忌原酒储备，在产量、时间和酒质上形成壁垒。

表 5：24 年中国威士忌项目投产状况及产能吨数

产地	项目名称	隶属集团	项目现状	产能（吨）
福建漳州	福建柏寰威士忌有限公司	英国奥歌诗丹迪集团	投产	6000
	淳岸蒸馏厂		项目待建	6000
四川峨眉山	峨眉山高桥威士忌酒业有限公司	四川郎酒集团	在建	10000
	叠川(峨眉山)麦芽威士忌有限公司	保乐力加	投产	2800
	岷州蒸馏厂	上海百润集团	投产	30000
浙江千岛湖	诚承麦芽威士忌庄园	汤臣倍健	项目待建	3200
	花瑞股份千岛湖威士忌酒业	花瑞股份	项目待建	3000

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

	杭州千岛湖威谷酒庄有限公司		投产	900
	杭州千岛湖威士忌酒业有限公司		试运营	
安徽亳州	安徽古奇酒业	安徽古井集团	在建	
北京顺义	燕京啤酒股份有限公司	燕京集团	在建	
福建平和大芹山	福建大芹陆宜酒业有限公司		投产	24300
福建云顶	福建大芹云顶酒业有限公司		投产	
贵州安顺	熊猫精酿威士忌项目	熊猫精酿	投产	1000
湖南浏阳	浏阳高朗烈酒酿造有限公司		投产	4000
湖南韶山	世界烧威士忌蒸馏厂		投产	1500
山东蓬莱	钰之锦蒸馏酒(山东)有限公司	烟台海市葡萄酒	投产	150-200
山东青岛	青岛啤酒股份有限公司	青岛啤酒集团	投产	2500
山东烟台	烟台吉斯波尔酿酒有限公司	吉斯集团	投产	2000
四川邛崃	回澜威士忌蒸馏厂	新加坡先锋物流集团	在建	
云南大理	胭脂马(大理)酒业有限公司		在建	
云南迪庆	香格里拉青稞威士忌	香格里拉酒业	投产	300
云南洱源	帝亚吉欧酒业(大理)有限公司	帝亚吉欧	在建	2300
云南昆明	云南长于河酒业有限公司		投产	
云南镇雄	威士忌云南超级工厂项目	中国贵州集团	项目待建	
浙江龙游	浙江龙威酒业有限公司		在建	1200

数据来源：各地政府官网、嘉世资讯、糖酒快讯、东方证券研究所

进一步从产能角度测算公司当前威士忌产能能够支撑的威士忌零售额：公司每年灌注 10 万桶原酒，桶均 200 升容量，那么灌注率为 59%，我们预计若公司维持当前灌注率，且不考虑陈酿损耗以及原酒留存，当年产能能够支撑的零售额谨慎预计为 62 亿元（以定价较低的百利得 22-500ml 价格折算）；若考虑每年留存 25%作为后续陈年原酒储备且桶陈 3 年、每年 5%的损耗，则当年产能能够支撑的零售额谨慎预计为 40 亿元。结合敏感性分析测算，实际灌注率、单瓶价格可达更高，原酒留存率可以更低，因此前述金额仅为谨慎测算的下限，若乐观估计则当年产能能够支持的可供零售额达百亿以上，因此无需担心产能瓶颈。

表 6：百润股份威士忌产能能够支撑的零售额测算——保守口径

项目	金额	单位
年原酒产能（酒精度约 70 度）	3375	万升
实际灌注率	59%	
年原酒新增灌注量（酒精度约 70 度）	2000	万升
平均每个桶的容积	200	L
平均每年新增灌注桶数	10	万桶
假设每瓶威士忌产品规格	500	ML
每瓶威士忌产品度数（以 22 系列为例）	40	度
威士忌瓶数（若不考虑损耗仅按酒精度数折算）	7000	万瓶
单瓶假设以 22 系列 500ml 为例	89	元/瓶
当前产能对应年理论可供零售额（不考虑损耗以及后续基酒储藏）	62	亿元
假设公司每桶留存作为陈年原酒储备的百分比为	25%	
当前产能对应年理论可供零售额（不考虑损耗）	47	亿元
当前产能对应年理论可供零售额（仅考虑基础款桶陈 3 年每年 5%损耗）	40	亿元

数据来源：淘宝、公司公告、微酒、峡州蒸馏厂官网、东方证券研究所

从底线思维探讨桶陈原酒的市场变现价值：同时，我们认为虽然公司威士忌业务仍处于发展早期，铺货及动销仍待后续跟踪观察，但公司的原酒价值将为其投资构筑一层价值安全垫。至 24 年公司

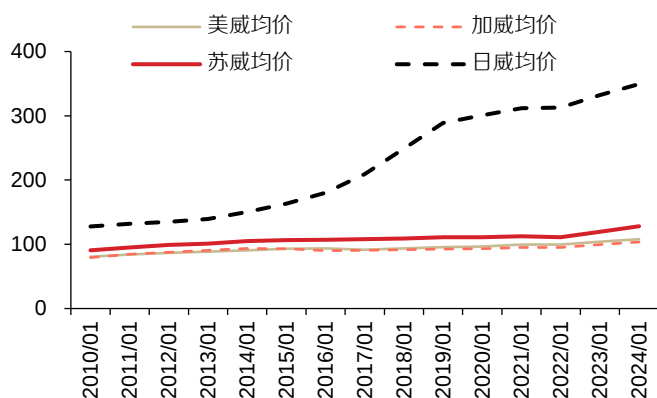
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

已形成 40 万桶威士忌原酒，以市场上入门级包桶新原酒的价格每桶 2000 英镑作为参考，则公司已拥有市场售卖价值或已超过 70 亿元的威士忌原酒，随着桶陈年限增长，价值仍将进一步提升。

关税的变局或为国威发展提供有利竞争环境。2025 年 4 月 2 日美国政府宣布对中国输美商品加征关税。作为回应，2025 年 4 月 4 日中国国务院关税税则委员会公告自 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分起，对原产于美国的所有进口商品在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税，现行保税、减免税政策不变，此次加征的关税不予减免。后续美国又多次提高加征的关税税率，到 2025 年 4 月 10 日美国政府宣布的对中国输美商品征收“对等关税”的税率已经进一步提高至 125%。作为回击，中国自 2025 年 4 月 12 日起，对原产于美国的进口商品加征的关税税率也同步提高至 125%。同时，我国政府表示鉴于在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。此前，2025 年 1 月 1 日中国已经对所有产区的进口威士忌都取消了原有的 5% 临时关税，转而实施更高的 10% 最惠国关税。**对美加征关税使得美国产区威士忌的进口成本有所提升，侵蚀其国内代理商及终端的渠道利润。**后在 5 月 14 日中美对等调整关税税率，但关税的担忧仍未消失。国威的发展中或将叠加关税制约美威进口可能性的有利竞争环境。

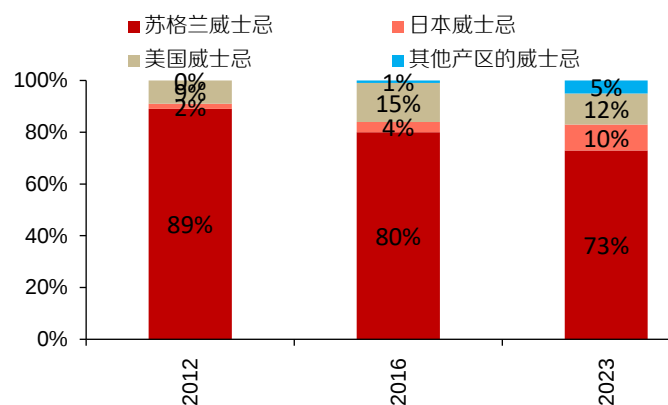
而从我国 2023 年威士忌消费的产区结构来看，波本及其他美国产区威士忌占中国威士忌消费零售额的 10%。且美威已经属于中国威士忌市场上均价较低的种类，海外低价威士忌成本上涨，将进一步凸显定位在大众价格带的国威品牌的质价比。**参考此前印威、日威本土化发展路径，外资威士忌品牌的高关税政策也有望为国产威士忌的发展进一步助力。**

图 21：中国威士忌各产区威士忌终端成交均价（美元/升）



数据来源：萝卜投资、东方证券研究所

图 22：中国各产区威士忌产品零售额占比



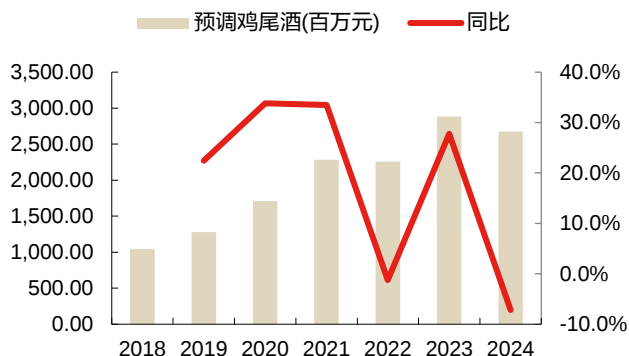
数据来源：OCC 咨询、东方证券研究所

预调酒度数品相迭代，平台期后焕发新生

预调酒的探讨在过往研究中已较充分，市场的担忧点在于 24 年预调酒有所降速，并在 25 年一季度存在收入负增长，担心未来持续性问题。我们认为主要有几方面机会点可观察：一是库存去化，由于线上价格较低，主动控制线上占比下行。二是重视盈利，更多资源针对性投入高毛利产品，且对费用率进行精细化控制，在毛利率的提升中可见一斑。三是预调酒本身非线性增长，有很强的产品迭代及营销爆款逻辑，8-20 度产品的推出或将推动预调酒再一次品相升级和 sku 多元化，此前 358 度组合产品微醺、清爽、强爽在酒精度数上迭代成功，未来功能性、分地域季节、瓶型和度数提升至 8-20 度产品是有望作为继强爽之后的新增长曲线。

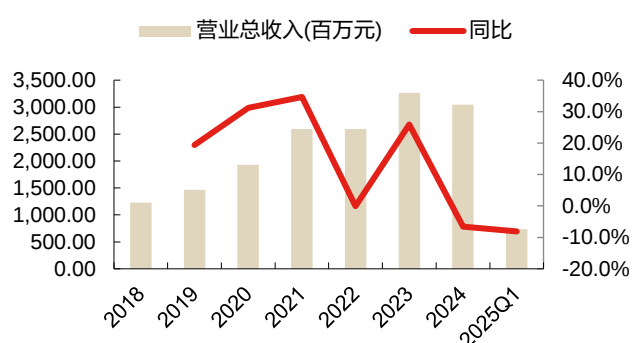
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 23：预调酒业务近年增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 24：公司整体近年增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

预调酒非线性增长，有很强的产品迭代及营销爆款逻辑，预调酒空间未达瓶颈，渗透率低于白酒啤酒，年复合增速高在历史新品推介的年份中收入弹性大。几次高增点分别是14年RIO经典瓶、19年微醺、22年强爽实现，每轮快速增长的背后均存在阶段平台期，产品的提前布局和营销针对性验证有效。

2014年RIO经典瓶通过奔跑吧兄弟、何以笙箫默、爱情公寓4中的广告植入，定位18-25岁年轻女性，精准踩中“她经济”浪潮，从夜场渠道走向商超KA，打造了现象级爆款产品。力压Breezer等一众竞品取得成功。随后由于各地出现RIO山寨仿品对公司造成形象破坏，库存去化调整，进入平台期。

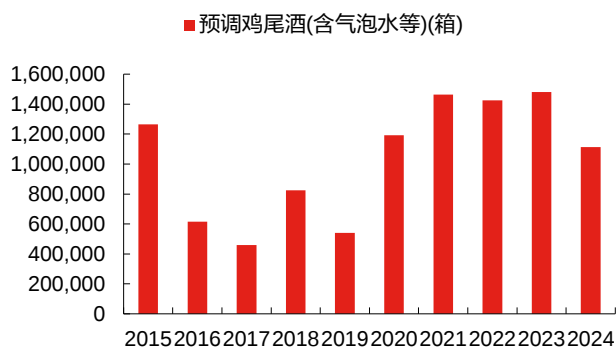
2017年公司重点推广微醺，从3.8度酒精下移至3度，强调果味降低气泡度，由原磨砂玻璃瓶替换为易拉罐装，降至5元价格带，宣传由派对场景切换成居家自饮。切中单身经济浪潮，是线下购买带回家独酌的便利。

2022年推广强爽，回归男性消费，罐型设计类似啤酒，切入啤酒份额。以价格/度数的醉价比逻辑推广宣传，再次启动高增。

从此我们可从公司发展历史中看出新品驱动和度数品相迭代的重要性，未来功能性、分地域季节、瓶型和度数提升至8-20度产品是有望作为继强爽之后的新增长曲线。

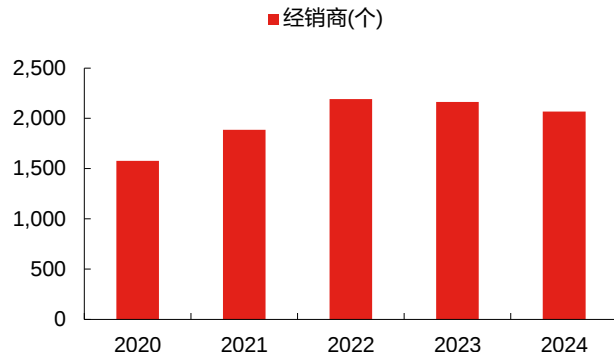
预调酒维护价格，通过降低线上占比，清理低价库存，重视线下分销渠道。公司拥有2068个经销商，比较稳定，其中华东华南作为重心，预调酒与威士忌渠道有重叠，可实现部分协同，对于新品推广铺货能起到带动作用。在24年底预调酒公司库存111万箱，同比下降24.84%。且可关注到2022-2023H1库存均为400万箱量级，目前已大幅收窄，公司库存压力减轻。**通过渠道清理，目前库存降至两月内水平，预计年内预调酒收入恢复正个位数增长。**

图 25：预调酒库存已较高点大幅降低（箱）



数据来源：WIND、东方证券研究所

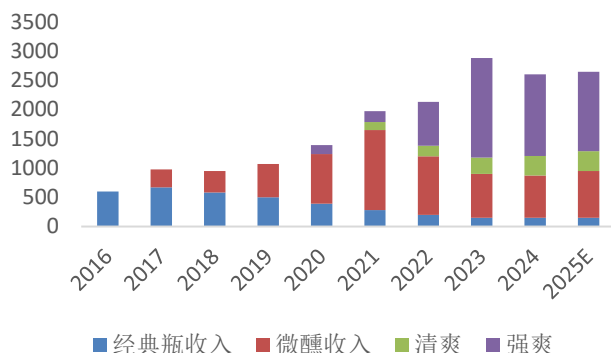
图 26：经销商数量稳定（个）



数据来源：WIND、东方证券研究所

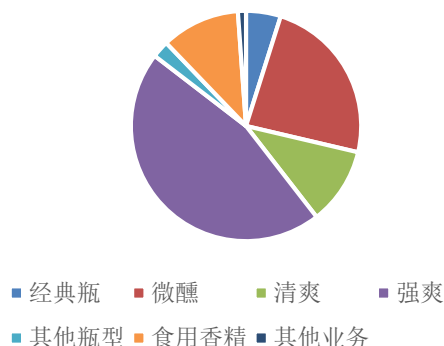
预调酒中强爽比例接近 50%，由于 23 年渠道铺货形成高基数，24 年消化库存使得强爽收入下滑，目前高基数效应已过，库存安全，预计未来不对公司营收增速造成重要拖累。清爽及微醺基础客群已稳定，从覆盖面及市占率可判断来自于竞争对手压力小，预计今年渠道补库将带来增量，可实现个位数正增长。

图 27：强爽高基数已过，预计不会成为增速拖累项（百万）



数据来源：WIND、东方证券研究所

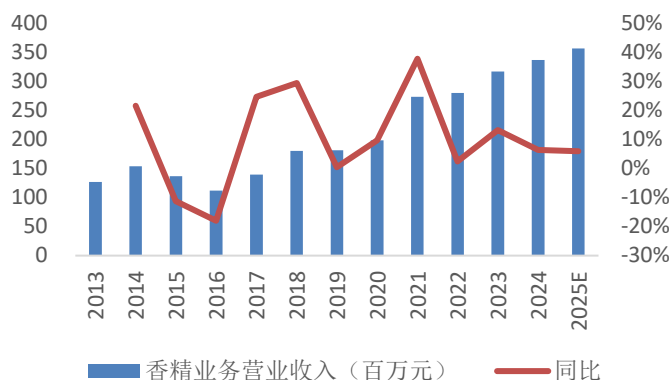
图 28：24 年公司产品结构占比



数据来源：WIND、东方证券研究所

香精业务稳定小幅增长，24 年下半年香精业务进行下沉，因此在上市公司主体利润体现偏高一点。今年进入稳态，年报中主要体现对外销售部分，预计未来业务量稳定，同时供应巴克斯酒业的香精香料量级随预调酒业务稳定小幅增长。

图 29：香精业务已稳定，与巴克斯酒业构成业务协同



数据来源：WIND、东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

- 1) 预计公司威士忌 25-27 年收入分别为 5、10、20 亿，产品导入期招商进度快，全年 5 亿完成概率高。渠道商认可度高，渗透率低，目前为供给铺货带来需求的起步阶段。我们预测中国威士忌市场规模 2023-2027 年 CAGR 在 11% 附近。根据前文测算，预计中国威士忌市场规模（出厂口径）到 2027 年约 83 亿元。其中国产威士忌 41 亿收入，对应百润 2027 年做到 20 亿市场。
- 2) 公司预调酒业务库存已显著减少，同时预计 8-20 度新产品序列持续迭代将带来量的小幅增长。25-27 年收入分别为 27、29、30 亿。
- 3) 公司食用香精业务稳定，预计 25-27 年收入分别为 3.6、3.8、3.9 亿。
- 4) 公司 25-27 年毛利率分别为 71.0%、71.7% 和 72.9%。预调酒业务在收缩线上费用控价，同时高毛利产品放量有望带来毛利率增长。威士忌业务毛利率高于传统预调酒，随占比上移拉升公司整体毛利率。
- 5) 公司 25-27 年销售费用率为 25.1%、25.1% 和 25.1%，考虑威士忌推广及人员招聘职工薪酬、市场活动费略提升，同时由于主攻线下渠道，防止窜货乱价，线上渠道占比下降，广告费在销售费用中占比略降。
- 6) 公司 25-27 年的所得税率分别为 22.4%、22.4%、21%。

盈利预测核心假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
预调酒					
销售收入（百万元）	2,883.8	2,677.0	2,743.0	2,877.4	2,984.3
增长率	27.8%	-7.2%	2.5%	4.9%	3.7%
毛利率	67.6%	70.0%	70.8%	70.8%	70.9%
食用香精					
销售收入（百万元）	316.7	336.6	356.4	376.3	391.4
增长率	13.2%	6.3%	5.9%	5.6%	4.0%
毛利率	67.6%	69.1%	69.4%	69.5%	69.6%
其他业务（含威士忌）					
销售收入（百万元）	63.4	34.5	534.5	1,034.5	2,034.5
增长率	12.3%	-45.5%	1447.2%	93.5%	96.7%
毛利率	20.8%	47.6%	73.2%	75.1%	76.5%
合计	3,263.9	3,048.1	3,634.0	4,288.2	5,410.2
增长率	25.9%	-6.6%	19.2%	18.0%	26.2%
综合毛利率	66.7%	69.7%	71.0%	71.7%	72.9%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们采用相对估值法，百润股份具备饮料和酒双重属性，且预调酒、威士忌皆为小赛道新式酒饮，我们选择东鹏、燕京啤酒、古越龙山、会稽山、水井坊、顺鑫农业作为可比公司。对应调整后平均市盈率 25-27 年预期分别为 39、33、28 倍，由于利润端的体现在威士忌业务稳定之后，以 27 年稳态后进行定价，25-27 年预计 EPS 分别为 0.81、1.00、1.34 元，给与 27 年 27 倍估值，对应 36.18 元目标价格，上调为买入评级。

可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）					市盈率			
		2025/5/30	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
东鹏饮料	605499	320.00	6.40	8.60	10.96	13.50	50.02	37.21	29.20	23.70	
燕京啤酒	000729	14.09	0.37	0.51	0.61	0.71	37.62	27.78	23.13	19.83	
会稽山	601579	25.10	0.41	0.51	0.63	0.79	61.34	49.43	39.65	31.62	
古越龙山	600059	10.23	0.23	0.24	0.27	0.30	45.37	42.86	38.39	34.11	
水井坊	600779	44.44	2.75	2.90	3.12	3.40	16.16	15.33	14.24	13.08	
顺鑫农业	000860	15.62	0.31	0.29	0.36	0.46	50.13	53.09	43.75	33.77	
	最大值						61.34	53.09	43.75	34.11	
	最小值						16.16	15.33	14.24	13.08	
	平均数						43.44	37.62	31.39	26.02	
	调整后平均						45.78	39.32	32.59	27.23	

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

风险提示

- **威士忌新品推广不及预期。**威士忌新品推广情况决定了公司第二成长曲线，且投入资本较大，若销售情况不及预期将对公司盈利及估值产生负面影响

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

- **威士忌盈利性不及预期。**从海外经验威士忌毛利率可达80%，是高于预调酒主业的，稳定期后净利率约能做到近30%水平，若未来威士忌实现20亿收入，以稳态利润率推算或可达6亿净利润贡献。但新品类波动率大，存在时点的不确定性，如果消费环境低迷品类推广投入可能会拉长盈利的实现周期。
- **预调酒动销失速风险。**预调酒是公司基本盘，如果动销失速，或对公司业绩、估值产生不利影响。
- **假设条件发生变化影响测算结果的风险。**本文中进行了较多测算性工作，如若假设前提发生改变，或产能统计可能存在不完整，均有可能出现预测结果的差池风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,879	1,931	1,817	2,144	2,705	营业收入	3,264	3,048	3,634	4,288	5,410
应收票据、账款及款项融资	216	260	303	349	430	营业成本	1,087	924	1,053	1,212	1,467
预付账款	38	18	22	26	33	销售费用	708	750	913	1,077	1,359
存货	780	1,043	1,184	1,357	1,637	管理费用	193	204	243	260	328
其他	136	210	166	173	184	研发费用	106	100	119	141	178
流动资产合计	3,048	3,463	3,492	4,049	4,989	财务费用	2	26	67	59	65
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	3	2	0	0	0
固定资产	2,564	2,925	3,883	4,632	5,235	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	579	878	847	628	497	投资净收益	0	2	3	3	3
无形资产	493	480	472	464	456	其他	(140)	(121)	(151)	(189)	(243)
其他	427	373	52	47	43	营业利润	1,025	923	1,091	1,353	1,774
非流动资产合计	4,063	4,656	5,254	5,771	6,231	营业外收入	4	2	3	3	3
资产总计	7,111	8,119	8,746	9,821	11,220	营业外支出	1	2	1	1	1
短期借款	891	1,042	1,651	1,946	2,206	利润总额	1,028	923	1,092	1,355	1,775
应付票据及应付账款	499	546	623	716	867	所得税	221	207	245	304	373
其他	609	710	761	762	803	净利润	807	716	847	1,051	1,402
流动负债合计	1,999	2,299	3,034	3,425	3,876	少数股东损益	(3)	(3)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	809	719	847	1,051	1,402
应付债券	1,020	1,053	0	0	0	每股收益（元）	0.77	0.69	0.81	1.00	1.34
其他	48	70	9	9	9	主要财务比率					
非流动负债合计	1,069	1,123	9	9	9		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	3,068	3,422	3,043	3,434	3,885	成长能力					
少数股东权益	(0)	10	10	10	10	营业收入	25.9%	-6.6%	19.2%	18.0%	26.2%
实收资本（或股本）	1,050	1,049	1,049	1,049	1,049	营业利润	57.4%	-9.9%	18.1%	24.1%	31.1%
资本公积	1,470	1,394	1,728	1,728	1,728	归属于母公司净利润	55.3%	-11.2%	17.8%	24.0%	33.5%
留存收益	1,349	2,068	2,915	3,600	4,547	获利能力					
其他	176	176	0	0	0	毛利率	66.7%	69.7%	71.0%	71.7%	72.9%
股东权益合计	4,044	4,697	5,703	6,387	7,335	净利率	24.8%	23.6%	23.3%	24.5%	25.9%
负债和股东权益总计	7,111	8,119	8,746	9,821	11,220	ROE	20.7%	16.5%	16.3%	17.4%	20.5%
现金流量表						ROIC	14.4%	11.4%	12.3%	13.6%	15.9%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	807	716	847	1,051	1,402	资产负债率	43.1%	42.1%	34.8%	35.0%	34.6%
折旧摊销	181	208	221	286	343	净负债率	1.0%	7.7%	0.6%	0.0%	0.0%
财务费用	2	26	67	59	65	流动比率	1.53	1.51	1.15	1.18	1.29
投资损失	(0)	(2)	(3)	(3)	(3)	速动比率	1.13	1.05	0.76	0.79	0.86
营运资金变动	(553)	(356)	(67)	(135)	(187)	营运能力					
其它	125	81	256	0	0	应收账款周转率	19.1	12.8	12.9	13.1	13.9
经营活动现金流	562	673	1,322	1,258	1,620	存货周转率	1.7	1.0	0.9	1.0	1.0
资本支出	(910)	(842)	(1,137)	(803)	(803)	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
长期投资	1	1	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(195)	(42)	(123)	3	3	每股收益	0.77	0.69	0.81	1.00	1.34
投资活动现金流	(1,104)	(883)	(1,260)	(800)	(800)	每股经营现金流	0.54	0.64	1.26	1.20	1.54
债权融资	36	224	(1,052)	(0)	0	每股净资产	3.85	4.47	5.42	6.08	6.98
股权融资	(8)	(77)	334	0	0	估值比率					
其他	(156)	82	542	(130)	(259)	市盈率	34.1	38.4	32.6	26.3	19.7
筹资活动现金流	(128)	230	(176)	(131)	(259)	市净率	6.8	5.9	4.9	4.3	3.8
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	23.0	23.9	20.1	16.3	12.7
现金净增加额	(669)	19	(114)	327	561	EV/EBIT	27.0	29.2	24.0	19.6	15.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。