

百润股份（002568）

嵊州新品正式上市，第二曲线渐入佳境

买入（维持）

2025 年 06 月 20 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书：S0600525040001

guoxd@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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3,264	3,048	3,499	3,993	4,701
同比（%）	25.85	(6.61)	14.80	14.11	17.74
归母净利润（百万元）	809.42	719.14	806.85	970.60	1,178.69
同比（%）	55.28	(11.15)	12.20	20.30	21.44
EPS-最新摊薄（元/股）	0.77	0.69	0.77	0.92	1.12
P/E（现价&最新摊薄）	34.34	38.65	34.45	28.64	23.58

投资要点

- **事件：**2024 年 6 月 19 日，“以至繁 致风味”嵊州新品发布会直播圆满落幕，嵊州单一麦芽威士忌全新系列正式发布。
- **威士忌产品发布节奏顺利，新增长曲线潜力充足。**6 月 9 日公司发布 1000 份嵊州盲盒体验活动，答对 4 道题可以领取盲盒，品饮后答题，5 题全对可以领正装，题目围绕闻香、口感、回味、酒精度数、桶形展开，十分钟内全部领取，消费者收货后在小红书等社交平台持续晒单，整体预热效果充分。本次发布会共发布 5 款新品，分别为嵊州甄选、嵊州 STR 红葡萄酒酒桶、嵊州菲诺雪莉桶、嵊州泥煤波本、嵊州阿蒙蒂亚雪莉桶桶强单一麦芽威士忌，即日起，五款产品同步上线天猫、京东、小红书、抖音、有赞、快手六大官方店铺，上海与广州嵊州吧、体验中心及全国多城市线下经销渠道，节奏上看，公司产品发布循序渐进，百利得与嵊州品牌流通产品上半年已先后推出，产品定价适中、围绕年轻消费群体和大众价位带进行布局，我们预计下半年配套营销推广逐步落地，月度表现有望提速，后续需持续跟踪铺货进度与实际动销反馈，我们预判全年收入贡献可观，中长期利润弹性有望逐步释放。
- **多元桶陈布局，发展根基不断夯实。**6 月 15 日，国内威士忌代表企业嵊州蒸馏厂正式完成灌注其第 50 万支陈酿桶，目前嵊州桶陈类型 50 余种，除常规已有的各类板桶、波本桶、雪莉桶、红酒桶之外，也积极引进索雷拉系统，增加了马德拉桶等更具创新的风味桶。此外，公司亦在积极创新探索中国本土元素，在不同风土之间寻找新的可能性，如在目前已经公开的中国黄酒桶、中国蒙古栎桶、中国加烈葡萄酒桶等之外，后续会有更多元化的中国风味桶熟成计划推出，将中国风土深度融入威士忌品类，打造属于中国独有威士忌风味与产品特征。从长远桶陈库存规划上看，嵊州蒸馏厂将在未来 4-5 年内完成实现 100 万桶原酒储备，公司在原酒产能储备层面优势明显，发展根基持续夯实。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持 2025-2027 年营收为 35、40、47 亿元，同比+15%、+14%、+18%，归母净利润为 8.1、9.7、11.8 亿元，同比+12%、+20%、+21%，对应 PE 为 34、29、24 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**预调酒销售不及预期、新品威士忌渠道拓展和动销可能低于预期、食品安全问题。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.49
一年最低/最高价	15.00/31.70
市净率(倍)	5.92
流通 A 股市值(百万元)	19,019.39
总市值(百万元)	27,797.78

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.47
资产负债率(% ,LF)	41.18
总股本(百万股)	1,049.37
流通 A 股(百万股)	717.98

相关研究

《百润股份(002568)：积极拥抱新渠道，关注新品节奏》

2025-05-26

《百润股份(002568)：2024 年报及 2025 年一季报业绩点评：全年业绩符合预期，期待威士忌动能释放》

2025-04-29

图1：威士忌崂州品牌五大产品



数据来源：公司官方公众号、东吴证券研究所

图2：崂州蒸馏厂正式完成灌注其第 50 万支陈酿桶



数据来源：烈酒商业、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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,463	4,289	5,313	6,675	营业总收入	3,048	3,499	3,993	4,701
货币资金及交易性金融资产	1,981	3,153	4,068	5,275	营业成本(含金融类)	924	1,048	1,172	1,345
经营性应收款项	279	221	253	297	税金及附加	177	193	220	259
存货	1,043	747	819	921	销售费用	750	861	963	1,120
合同资产	0	0	0	0	管理费用	204	227	260	306
其他流动资产	160	168	173	181	研发费用	100	115	132	150
非流动资产	4,656	4,626	4,634	4,593	财务费用	26	24	6	12
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	57	14	16	19
固定资产及使用权资产	2,935	2,716	2,534	2,302	投资净收益	2	2	0	0
在建工程	878	1,078	1,278	1,478	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	480	473	466	459	减值损失	(2)	(2)	(1)	(1)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	16	16	16	16	营业利润	923	1,044	1,256	1,528
其他非流动资产	346	343	340	337	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	8,119	8,915	9,947	11,267	利润总额	923	1,044	1,256	1,528
流动负债	2,299	2,292	2,357	2,501	减:所得税	207	240	289	351
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,241	1,241	1,241	1,241	净利润	716	804	967	1,176
经营性应付款项	546	488	514	589	减:少数股东损益	(3)	(3)	(4)	(2)
合同负债	87	94	94	94	归属母公司净利润	719	807	971	1,179
其他流动负债	424	468	508	576	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.69	0.77	0.92	1.12
非流动负债	1,123	1,123	1,123	1,123	EBIT	947	1,054	1,247	1,522
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,163	1,387	1,593	1,968
应付债券	1,053	1,053	1,053	1,053	毛利率(%)	69.67	70.05	70.66	71.40
租赁负债	9	9	9	9	归母净利率(%)	23.59	23.06	24.31	25.07
其他非流动负债	61	61	61	61	收入增长率(%)	(6.61)	14.80	14.11	17.74
负债合计	3,422	3,414	3,479	3,624	归母净利润增长率(%)	(11.15)	12.20	20.30	21.44
归属母公司股东权益	4,687	5,494	6,464	7,643					
少数股东权益	10	7	3	1					
所有者权益合计	4,697	5,501	6,467	7,644					
负债和股东权益	8,119	8,915	9,947	11,267					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	673	1,527	1,321	1,664	每股净资产(元)	4.30	5.07	5.99	7.12
投资活动现金流	(883)	(302)	(354)	(404)	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	230	(53)	(53)	(53)	ROIC(%)	11.32	10.96	11.58	12.53
现金净增加额	19	1,172	915	1,208	ROE-摊薄(%)	15.34	14.69	15.02	15.42
折旧和摊销	216	333	346	445	资产负债率(%)	42.15	38.30	34.98	32.16
资本开支	(836)	(303)	(353)	(403)	P/E (现价&最新股本摊薄)	38.65	34.45	28.64	23.58
营运资本变动	(259)	337	(45)	(11)	P/B (现价)	6.16	5.23	4.42	3.72

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>