



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 06 月 22 日

#### 基础数据

|                 |        |
|-----------------|--------|
| 06 月 20 日收盘价（元） | 26.49  |
| 总市值（亿元）         | 277.98 |
| 总股本（亿股）         | 10.49  |

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 相关研究

【兴证食品饮料】百润股份：预调酒环比向好，威士忌有序推进-2025.05.03

【兴证食品饮料】百润股份三季报点评：预调酒短期承压，期待威士忌第二曲线-2024.10.31

【兴证食品饮料】百润股份中报点评：Q2 收入阶段性承压，关注威士忌第二曲线-2024.07.31

分析师：沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

分析师：汪润

S0190524060004

wangrun22@xyzq.com.cn

百润股份(002568.SZ)

## 预调酒基业深耕稳进，威士忌新篇破浪启航

#### 投资要点：

- **香精香料起家，二十余年深耕预调鸡尾酒成就行业领军者，威士忌拓展能力边界。**百润成立于 1997 年，以香精香料业务起家，2003 年成立子公司巴克斯酒业并创立 RIO 预调鸡尾酒品牌，2015 年百润对巴克斯酒业进行并购重组后预调酒业务砥砺前行，此后微醺、强爽陆续引领两轮业绩增长。此外，公司前瞻布局烈酒业务，2021 年嵊州蒸馏厂正式投产，当前威士忌流通产品已上市，第二曲线启航。
- **预调酒行业渗透率仍有较大提升空间，百润龙头地位稳固，爆品打造经验丰富，拓场景扩人群驱动中长期增长。**我国预调酒行业市场规模较小、渗透率低，2023 年中国 RTD 在酒精饮料中的渗透率为 0.7%，低于美国、日本的 8.8%、21.7%。参考日本，2022 年高中低度 RTD 销量占比约为 5:3:2，且 2010-2022 年销量 CAGR 分别为 14.3%、4.7%、0.3%，供需共振下未来发展空间广阔，且高酒精度 RTD 潜在规模空间更大。短期来看，公司推进库存消化、奠基良性增长，预计微醺通过口味推新带动稳增，清爽持续培育下有望继续贡献增量，强爽经历核心人群沉淀并新推口味，有望恢复势能，考虑 25Q2 起收入基数逐季走低，期待 2025 年预调酒主业稳中向好。中长期视角，行业渗透率上行的同时，百润持续完善 358 度产品矩阵，微醺、强爽、清爽等核心单品通过长线新口味研发、包装汰换升级、季节限定、地域限定等多维度巩固基本盘，在强营销能力加持下，有望通过品类推新来拓场景、拓人群，从而打开增长天花板。
- **中国威士忌行业处于低渗透率的起步期，当前外资品牌主导，国产威士忌蓄势待发，未来协同海外品牌培育市场，有望加速品类渗透率提升。**2023 年中国威士忌出厂口径规模为 55 亿元，2013-2023 年 CAGR 达 15.6%，其中 2023 年进口额占市场总规模的 70%+，市场销售以外资品牌为主，且销量份额占优的品牌主要布局大众价格带。从进口数据来看，威士忌在中国具备一定消费者认知基础，且量价提升势能强于其他烈酒品类。随着本土厂商产品陆续推出，国产、外资品牌可协同培育市场，有望带动威士忌品类渗透率加速提升。结合当前年轻化、悦己饮酒以及质价比等消费趋势，我们认为国产威士忌短期需先从大众化、性价比产品入手，以量增驱动行业扩容增长；中长期预计转向存量市场下的品牌品质竞争，产品结构梯次升级带来的价增驱动行业增长。
- **百利得威士忌流通产品已铺市并有序开展前期推广，嵊州品牌 5 款新品亦官宣上市，威士忌第二曲线增量可期。**我们认为产储能先发优势、舶来品本土化推广经验以及深度分销体系建设有望协同助力百润威士忌突围，建议持续关注铺货进度、动销反馈以及营销举措：1) 威士忌品类兼具重资产型、高盈利性的特征，持续橡木桶投入、年份基酒储备是先发优势的直接体现。百润前瞻布局嵊州蒸馏厂，规划威士忌基酒产能 0.5 万吨，以及陈酿储能 6.775 万吨，截至 2025 年 6 月 15 日公司已灌注威士忌 50 万桶，产储能均具备领先优势。2) 主业预调酒积累丰富本土化推广经验，成功打造微醺、强爽两大核心爆品，期待成功经验复用至威士忌推广，助力品牌产品破圈放量；同时嵊州蒸馏厂积极推进消费者培育，通过嵊州吧、蒸馏厂开放日、品鉴会、酒展会等方式加强消费者互动和品牌露出，嵊州品牌知名度在国产品牌中位居前列。3) 百润已建设起较为完善的本土化深度分销体系，有望赋能威士忌产品导入。
- **盈利预测与投资建议：**预调酒主业有望环比向好，期待威士忌新品贡献绝对增量。预计公司 2025-2027 年营收分别为 34.94/39.46/44.06 亿元，归母净利润分别为 8.32/9.72/11.20 亿元，以 2025 年 6 月 20 日收盘价计算，对应 PE 分别为 33.4/28.6/24.8 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**新品推广不及预期，宏观经济波动风险，市场竞争加剧，食品安全风险。

**主要财务指标**

| 会计年度       | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元） | 3048   | 3494  | 3946  | 4406  |
| 同比增长       | -6.6%  | 14.6% | 12.9% | 11.7% |
| 归母净利润（百万元） | 719    | 832   | 972   | 1120  |
| 同比增长       | -11.2% | 15.7% | 16.8% | 15.2% |
| 毛利率        | 69.7%  | 70.1% | 70.5% | 71.1% |
| ROE        | 15.3%  | 16.1% | 17.0% | 17.6% |
| 每股收益（元）    | 0.69   | 0.79  | 0.93  | 1.07  |
| 市盈率        | 38.7   | 33.4  | 28.6  | 24.8  |

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

## 目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 一、 预调酒领军者，拓展威士忌第二曲线 .....           | 5  |
| 二、 预调酒：龙头地位稳固，拓场景扩人群驱动增长 .....      | 8  |
| （一） 预调酒行业：发展空间广阔，供需共振推动扩容 .....     | 8  |
| （二） 预调鸡尾酒：爆品打造经验丰富，RTD 有望稳中向好 ..... | 11 |
| 三、 威士忌：百润新品上市，第二曲线有望贡献增量 .....      | 17 |
| （一） 威士忌行业：国产威士忌入局，期待渗透率提升 .....     | 17 |
| （二） 崂州蒸馏厂：产储能前瞻布局，品类先发优势凸显 .....    | 22 |
| 四、 盈利预测与投资建议 .....                  | 28 |
| 五、 风险提示 .....                       | 30 |

## 图目录

|                                                     |    |
|-----------------------------------------------------|----|
| 图 1、 百润股份发展历程 .....                                 | 5  |
| 图 2、 公司营收及归母净利润 .....                               | 6  |
| 图 3、 公司核心业务预调酒营收占比 85%+ .....                       | 6  |
| 图 4、 百润股份股权结构（截至 2025Q1） .....                      | 6  |
| 图 5、 中国预调酒市场规模及同比增速 .....                           | 8  |
| 图 6、 中国预调酒竞争格局一览（销量口径） .....                        | 8  |
| 图 7、 日本酒精饮料各品类消费量变迁历程 .....                         | 9  |
| 图 8、 当前中国 RTD 的渗透率远低于美日 .....                       | 11 |
| 图 9、 中国 RTD 相对啤酒的渗透率也较低 .....                       | 11 |
| 图 10、 2022 年日本高中低度 RTD 销量比例大致为 5:3:2 .....          | 11 |
| 图 11、 2010-2022 年期间日本高度 RTD 及 Highball 销量增速更优 ..... | 11 |
| 图 12、 公司预调酒销量变化一览 .....                             | 12 |
| 图 13、 巴克斯酒业持续加大销售与广告费用投入 .....                      | 12 |
| 图 14、 2016 年百润预调鸡尾酒收入缩水过半，行业遇冷下公司迈入调整期 .....        | 12 |
| 图 15、 微醺广告强化居家独饮场景的塑造，文案细腻走心，精准狙击年轻女性消费者 .....      | 13 |
| 图 16、 对比经典瓶产品微醺系列更具性价比和便捷性 .....                    | 13 |
| 图 17、 她经济崛起，年轻女性消费者酒水消费力增长 .....                    | 13 |
| 图 18、 强爽自 16 年推出以来，持续进行迭代 .....                     | 14 |
| 图 19、 强爽通过 8 度不信邪挑战出圈 .....                         | 14 |
| 图 20、 公司自 25Q2 起收入基数逐步走低 .....                      | 15 |
| 图 21、 强爽 2024 年春节品牌营销活动一览 .....                     | 15 |
| 图 22、 公司提升对清爽的重视程度，加强清爽营销和布局 .....                  | 15 |
| 图 23、 日本 RTD 企业竞争格局（销量口径） .....                     | 16 |
| 图 24、 美国 RTD 企业竞争格局（销量口径） .....                     | 16 |
| 图 25、 中国威士忌出厂口径市场规模 .....                           | 17 |
| 图 26、 中国威士忌零售口径市场规模 .....                           | 17 |
| 图 27、 对比白酒，中国威士忌销量渗透率不足 1% .....                    | 18 |
| 图 28、 对比美国、日本，中国威士忌增长空间大 .....                      | 18 |
| 图 29、 2024 年中国进口烈酒金额以及量价拆分 .....                    | 19 |
| 图 30、 中国进口烈酒金额及量价 CAGR .....                        | 19 |

|                                                        |    |
|--------------------------------------------------------|----|
| 图 31、 2024 年中国进口威士忌主要来自英国、美国、日本.....                   | 19 |
| 图 32、 2015-2024 年自英国、美国进口的威士忌数量占比分别为 80%左右、10%以上 ..... | 19 |
| 图 33、 中国威士忌品牌市占率一览（零售额口径） .....                        | 19 |
| 图 34、 中国威士忌品牌市占率一览（销量口径） .....                         | 19 |
| 图 35、 中国威士忌酒厂布局一览 .....                                | 20 |
| 图 36、 2024 年百瓶新用户画像一览 .....                            | 21 |
| 图 37、 2022 年-2024 年天猫平台威士忌分价格带销售额占比趋势 .....            | 21 |
| 图 38、 消费者购买威士忌主要考虑口感、价格、产品口碑等因素 .....                  | 21 |
| 图 39、 威士忌消费与悦己放松等情绪关联度较高 .....                         | 22 |
| 图 40、 产品口碑和尝鲜试饮或有助于新品推广 .....                          | 22 |
| 图 41、 公司两次募资项目中，橡木桶购置费占总投资额的比例超过 57% .                 | 23 |
| 图 42、 截至 2024 年自制半成品价值达 8.7 亿元 .....                   | 23 |
| 图 43、 嵊州蒸馏厂拥有丰富的威士忌橡木桶型 .....                          | 24 |
| 图 44、 嵊州品牌知名度在国产品牌中位居前列 .....                          | 24 |
| 图 45、 公司通过上海、广州嵊州吧与消费者互动 .....                         | 24 |
| 图 46、 华东为大本营市场，其他区域协同发展 .....                          | 25 |
| 图 47、 公司销售以线下零售渠道为主 .....                              | 25 |
| 图 48、 截至 2024 年公司拥有 2068 个经销商，渠道基础扎实 .....             | 25 |
| 图 49、 百利得开展开盖扫码 100%有奖活动 .....                         | 26 |
| 图 50、 百利得威士忌、金酒及伏特加产品上线歪马送酒平台 .....                    | 26 |
| 图 51、 百利得上线四则情绪向、场景化宣传短片 .....                         | 27 |
| 图 52、 百润股份收盘价及 PE（TTM）历史表现 .....                       | 29 |

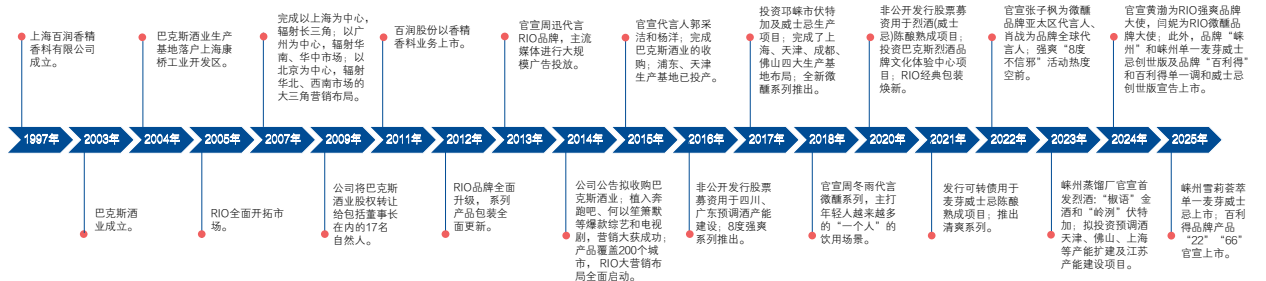
## 表目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 表 1、 管理层多年深耕，产业经验丰富 .....                  | 7  |
| 表 2、 近年来日本预调酒龙头企业持续追踪消费趋势并推出新品和季节性产品 ..... | 10 |
| 表 3、 百润预调酒及烈酒产能规划一览 .....                  | 23 |
| 表 4、 百利得、嵊州品牌旗下的流通产品陆续上市 .....             | 27 |
| 表 5、 百润股份 2025-2027 年盈利预测拆分 .....          | 28 |
| 表 6、 可比公司估值一览（估值日期为 2025 年 6 月 20 日） ..... | 29 |

## 一、预调酒领军者，拓展威士忌第二曲线

香精香料起家，二十余年深耕预调鸡尾酒成就行业领军者。百润成立于1997年，发轫于香精香料业务，2003年成立子公司巴克斯酒业并创立RIO预调鸡尾酒品牌，2009年剥离预调酒业务后于2011年以香精香料业务成功上市。2015年百润并购重组巴克斯酒业后，公司预调酒业务砥砺前行，微醺、强爽两大明星单品陆续引领两轮业绩增长，2024年预调酒营收26.77亿元，占总营收的87.83%，为公司核心业务。此外，公司自2016年开始布局烈酒业务，2021年位于四川邛崃的邛崃蒸馏厂正式投产，2023年推出金酒“椒语”和伏特加“岭冽”，2024年11月推出“邛崃”品牌单一麦芽和“百利得”品牌调和威士忌创世版产品，当前百利得流通产品已正式上市，邛崃品牌新品蓄势待发，公司第二曲线启航。

图1、百润股份发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，华夏酒报，微酒，酒业家，RIO 公众号，强爽公众号，邛崃蒸馏厂公众号，新财富杂志，兴业证券经济与金融研究院整理

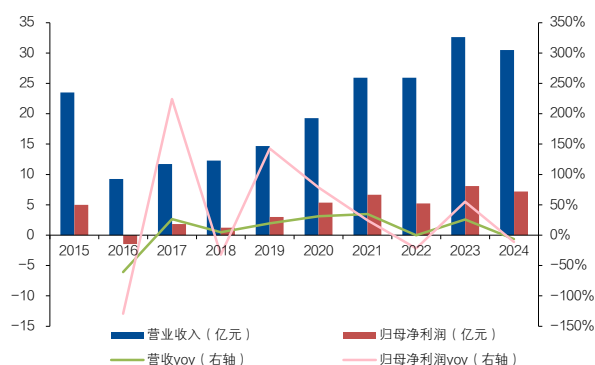
预调鸡尾酒为核心基本盘，威士忌拓展能力边界。经历2013-2015年预调酒市场的非理性繁荣后，公司总营收从2016年的9.25亿元稳步增长至2024年的30.48亿元，期间CAGR为16.07%，同期归母净利润从亏损1.47亿元增长至盈利7.19亿元。

- **预调鸡尾酒**：百润坚持打磨产品，在经典系列基础上延伸并建立起以微醺、强爽、清爽三大单品为核心的358产品矩阵，实现对多元消费人群和消费场景的覆盖。公司预调酒业务经历波动，首轮业绩爆发中预调酒收入从2012年的0.59亿元快速增长至2015年的22.13亿元，2016-2017年公司进行深度调整，2018-2021年微醺引领业绩重回增长轨道，预调酒营收从10.45亿元增至22.85亿元，CAGR为29.80%，2022Q3至2023年强爽动销势能强劲，2023年预调酒营收28.84亿元，同比+27.76%，2024年消费偏弱及收入高基数压力下预调酒业务小幅承压。
- **食用香精**：当前公司香精香料业务聚焦于百润品牌食用香精的研产销和服务，具备前瞻性的市场需求分析能力、雄厚的研发实力、先进的生产工艺、稳定的产品质量及高效的管理团队，被中国轻工业联合会评定为中国轻工业科技

百强企业、中国香料香精行业十强企业。食用香精销售以大客户为依托、中小客户为辅助，业务收入从 2016 年的 1.12 亿元平稳增长至 2024 年的 3.37 亿元，CAGR 为 14.77%。

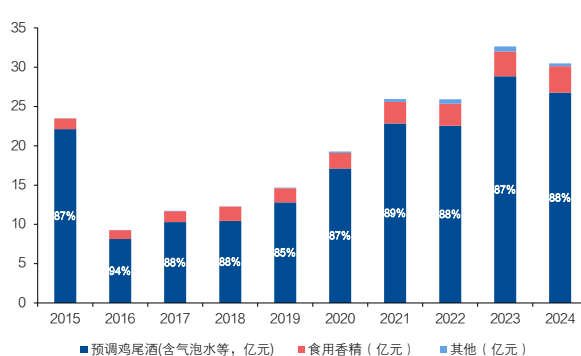
- **威士忌等烈酒**：公司前瞻布局烈酒生产基地，2024 年底推出单一麦芽威士忌品牌“崂州”、调和威士忌品牌“百利得”及其创世版限量产品，2025 年 1 月推出崂州雪莉荟萃单一麦芽威士忌，百利得流通版产品“22”、“66”于 2025 年 3 月正式官宣上市，崂州品牌新品计划于 2025 年 6 月推出，有望为 2025 年贡献收入增量。

图2、公司营收及归母净利润



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

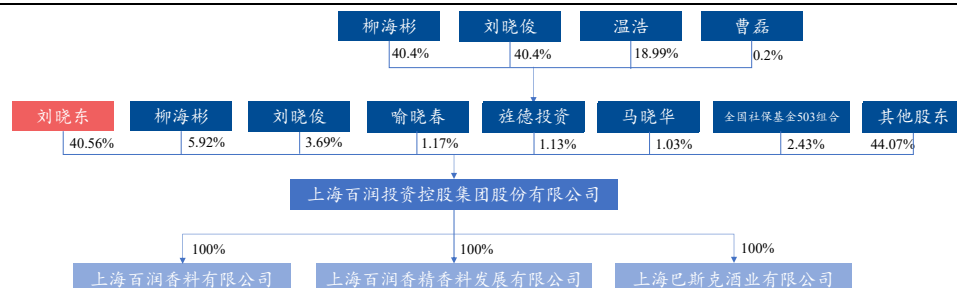
图3、公司核心业务预调酒营收占比 85%+



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

创始人为实控人，股权结构稳定，管理层产业经验丰富。创始人刘晓东先生为公司实控人，截止 2025Q1 直接持有公司 40.56%的股权；柳海彬先生为公司发起人之一，直接及间接持有 6.38%的股份，其妻子马晓华直接持股 1.03%；刘晓俊先生为实控人之弟，直接及间接持有公司 4.15%的股权。创始人暨实控人刘晓东先生一直担任公司董事长及总经理，坚持孵化预调酒和烈酒业务，其他管理层也均在行业内深耕十余年，产业经验丰富。

图4、百润股份股权结构（截至 2025Q1）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：红色标注的为公司实控人

**表1、管理层多年深耕，产业经验丰富**

| 姓名  | 职务            | 年龄 | 主要履历                                                                                                                                |
|-----|---------------|----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 刘晓东 | 董事长、总经理       | 58 | 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、总经理。                                                                                              |
| 林丽莺 | 董事、副总经理       | 49 | 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 月至今，任公司董事、副总经理。                        |
| 马良  | 董事、副总经理、财务负责人 | 42 | 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       | 52 | 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         | 45 | 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。                        |

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 二、预调酒：龙头地位稳固，拓场景扩人群驱动增长

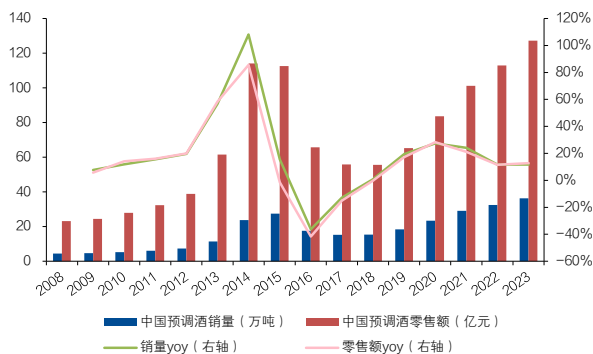
### （一）预调酒行业：发展空间广阔，供需共振推动扩容

#### 1. 历史复盘：行业回归稳健增长，百润引领品类渗透率提升

中国预调酒市场经历幼稚期、孕育期和成长期后进行了一轮深度调整，当前行业稳健增长，百润引领品类渗透率持续提升。

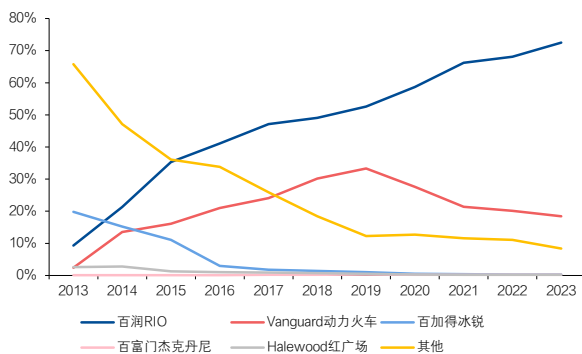
- 幼稚期（1995 年之前）：预调鸡尾酒起源于海外，20 世纪 90 年代中期中国预调酒市场进入启蒙期，欧美品牌主导市场，预调酒消费集中于沿海发达地区的休闲娱乐场所。
- 孕育期（2000 年前后）：20 世纪初前后，预调酒品类在环太平洋地区兴起。我国市场仍处于孕育期，规模小，在更多国际品牌导入国内的同时，国产品牌 RIO 于 2003 年正式成立。
- 成长初期（2005-2010 年）：2005 年后市场处于成长初期，规模逐步扩大，销量由 2005 年的 1.4 万吨增长至 2010 年的 5.3 万吨。
- 快速成长期（2010-2015 年）：我国预调酒市场步入快速成长阶段，销量由 2010 年的 5.3 万吨增长至 2015 年的 27.5 万吨，CAGR 为 39.1%，销售渠道集中于休闲娱乐场所和大型商超。2013 年起 RIO 通过强势营销塑造品牌形象，2014 年销量市占率达 21.3%，反超冰锐成为市场龙头。
- 深度调整期（2015-2017 年）：行业进入深度调整期，销量由 2015 年的 27.5 万吨减少至 2017 年的 15.3 万吨，期间其他品牌逐步调整退出，而 RIO 坚持深耕预调酒市场，同期销量市占率由 35.3% 提升至 47.1%。
- 稳健增长期（2017 年至今）：2017 年后市场逐步恢复增长，销量从 2017 年的 15.3 万吨回升至 2023 年的 36.3 万吨，CAGR 为 15.5%。百润市场份额稳步提升，2023 年以 71.4% 的销量市占率稳居品类龙头。

图5、中国预调酒市场规模及同比增速



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、中国预调酒竞争格局一览（销量口径）

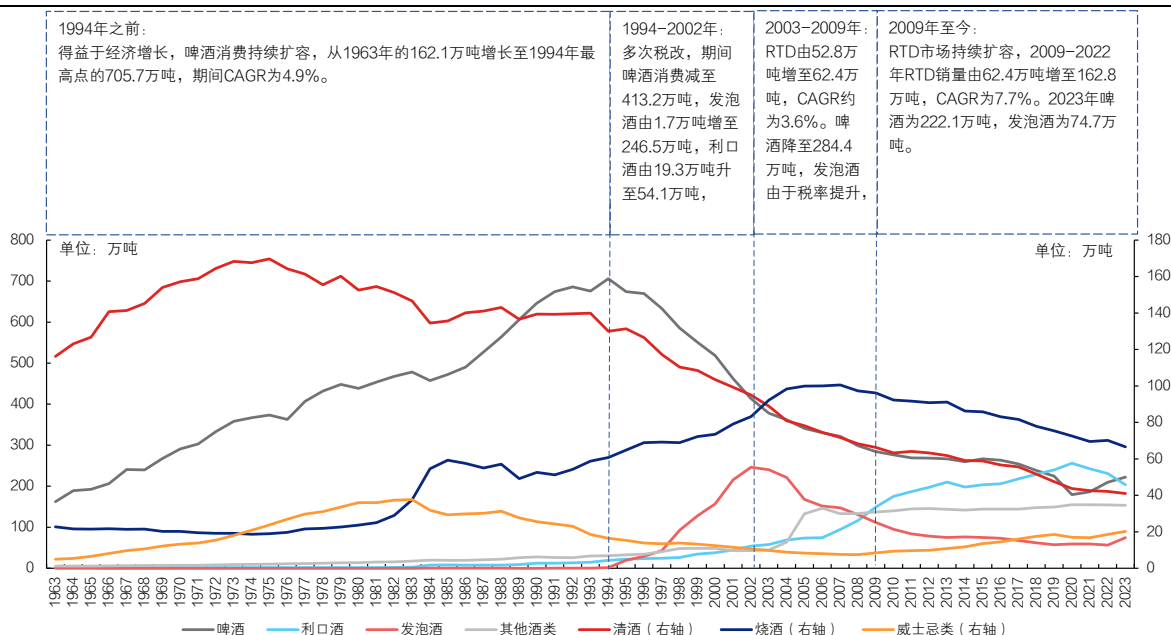


数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2. 他山之石：产品创新、营销灵活、渠道触达，助推行业发展

复盘日本酒类发展历程，外部税改叠加内部供需共振推动低度酒品类多元化，**RTD 引领新消费趋势**。具体来看：啤酒消费量从 1963 年的 162.1 万吨增长至 1994 年最高点 705.7 万吨，期间 CAGR 为 4.9%，此后多次税改导致啤酒税率高企，啤酒消费量持续下滑。同时发泡酒凭借税率优势崛起，消费量由 1994 年的 1.7 万吨增至 2002 年最高点的 246.5 万吨，期间 CAGR 为 86.3%，此后由于税率提升消费量下降。而后 RTD 税率优势凸显，消费量由 2003 年的 52.8 万吨增至 2022 年的 162.8 万吨，期间 CAGR 为 6.1%。

图7、日本酒精饮料各品类消费量变迁历程



数据来源：日本国税厅，三得利官网，兴业证券经济与金融研究院整理

借鉴成熟市场经验，海外龙头企业根据细分需求持续创新产品，同时持续投入培育市场，通过精准营销、完善渠道通路触达消费者，推动销售并带动行业增长。

- 从需求端来看，年轻消费者追求个性，多元化、饮酒健康化和悦己饮酒是消费的主旋律，低酒精度、口味多元、包装时尚、价格实惠的预调酒契合需求，带动预调酒市场的增长。日本在 20 世纪 90 年代的税改推动下，啤酒失去价格优势，消费者对性价比的重视，叠加需求差异化趋势，日本酒商顺势推出烈酒酒基的预调酒，同时不断开发出多种果味、酒精度、低糖无糖等类别满足年轻消费者、包括社会参与度提升的女性消费者的细分需求。在美国，20 世纪 80-90 年代，为满足多元口味诉求，酒企在啤酒中添加糖和风味剂，产生了麦芽风味饮料，由于口感偏甜且拥有多种水果口味而受到众多女性消费者和初次饮酒人群的喜爱。

- 从供给端来看，持续细分市场、品类多样化拓展是厂商的核心策略，精准营销、渠道运营是触达消费者的关键抓手，厂商的持续培育助推预调酒市场扩容。日本龙头三得利多年坚持消费者问卷调查，迎合消费趋势持续创新产品，产品差异化布局占据各消费人群的心智，核心大单品不断推出季节性口味和限量版包装以带给消费者新鲜感和时尚感，强化消费习惯、延长产品生命周期；同时针对产品差异化定位进行精准营销，广告宣传注重消费场景和氛围营造，叠加公共场所大量广告投放，形成立体化宣传；由于日本预调酒消费主要集中在非即饮渠道，因此其产品以罐装为主，并聘用大量地推人员维护终端，为产品铺到消费者身边打开通路。

表2、近年来日本预调酒龙头企业持续追踪消费趋势并推出新品和季节性产品

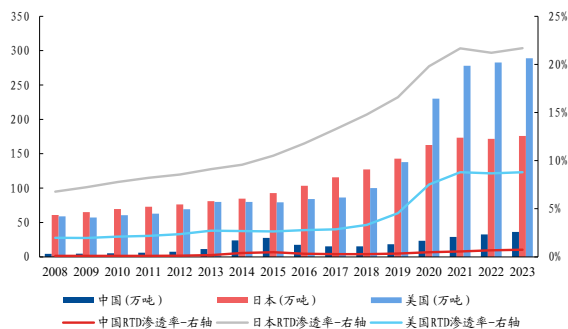
| 产品类别                                   | 产品外观                                                                                | 产品特点                                                          | 消费趋势                                                     |
|----------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| 三得利Kodawari<br>Sakaba no Lemon<br>Sour |    | 柠檬酸味和酒味结合，酒精度数5%-9%，罐装包装针对居家消费场景，使得消费者在家也能够享受与酒吧和餐饮一致的柠檬口味RTD | 柠檬酸市场不断增长，居家自饮场景增加                                       |
| 麒麟冰零无酒精零卡<br>罐装                        |    | 清新爽口的柠檬、柚子口味；无酒精，且含有膳食纤维以抑制糖和脂肪吸收                             | 柠檬口味市场不断增长的同时健康意识加强，非酒精市场受到重视                            |
| 朝日The Lemon Craft                      |    | 具有柠檬清爽新鲜的口味和柠檬香气，并在理念、原材料、制造工艺和容器等各方面展现“周末休闲、治愈”的主题           | 紧跟柠檬RTD市场趋势的同时，发现不同于工作日解压的需求，消费者在周末和节假日有治愈、休闲和享受喜爱的饮料的需求 |
| 三得利和乐怡                                 |    |                                                               |                                                          |
| 三得利-196℃<br>Strong Zero                |   | 每年持续更新季节性口味和限量版包装，给予消费者新鲜感，培养消费习惯                             | 多元化、时尚化、个性化消费趋势蔚然成风，尤其女性消费者对产品颜值有要求                      |
| 麒麟冰零                                   |  |                                                               |                                                          |

数据来源：各公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3. 我国预调酒行业发展空间广阔，高酒精度 RTD 潜在规模空间更大

对比海外，我国预调酒行业市场规模较小、渗透率低，当前供给端持续培育市场，需求端潜力有待挖掘，未来发展空间广阔，龙头百润率先受益行业增长。对比海外市场，中国 RTD 在酒精饮料中的渗透率从 2008 年的 0.1%提升至 2023 年的 0.7%，但仍远低于 2023 年美国、日本的 8.8%、21.7%；考虑啤酒和 RTD 同为低度酒，一定程度上存在互相替代性，中国 RTD 相对啤酒的渗透率从 2008 年的 0.1%提升至 2023 年的 0.8%，低于 2023 年美国、日本的 12.1%、36.7%。参考较为成熟的日本市场来看，2022 年高中低度 RTD 销量占比约为 5:3:2，且 2010-2022 年销量 CAGR 分别为 14.3%、4.7%、0.3%。未来需求多元化、供给持续培育共振，我国 RTD 行业渗透率仍有较大提升空间，且高酒精度 RTD 潜在规模空间更大，百润作为行业龙头，未来有望率先受益于行业扩容。

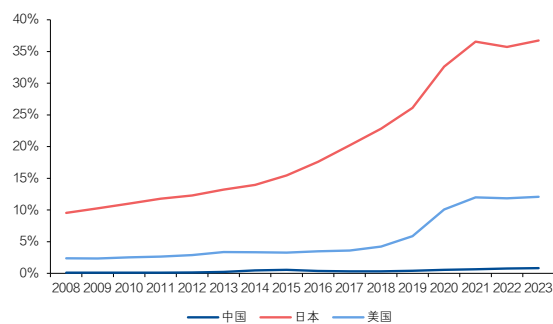
图8、当前中国 RTD 的渗透率远低于美日



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

注：图表渗透率以 RTD 销量/酒类总销量计算

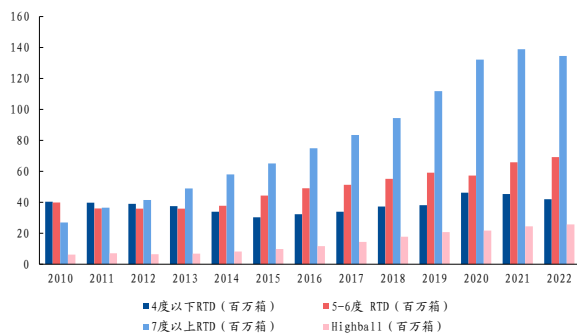
图9、中国 RTD 相对啤酒的渗透率也较低



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

注：图表 RTD 相对啤酒渗透率以 RTD 销量/啤酒销量计算

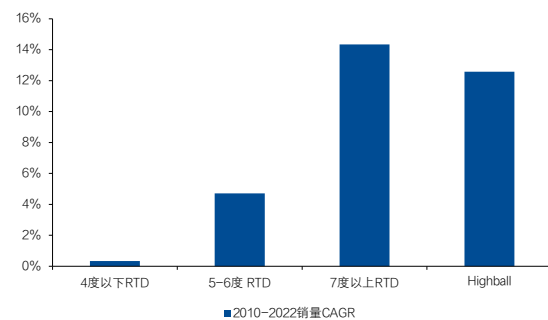
图10、2022 年日本高中低度 RTD 销量比例大致为 5:3:2



数据来源：三得利官网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：销量比例为近似值，高、中、低度 RTD 分别指 7 度以上、5-6 度、4 度以下 RTD，高度 RTD 中不含 highball

图11、2010-2022 年期间日本高度 RTD 及 Highball 销量增速更优



数据来源：三得利官网，兴业证券经济与金融研究院整理

## （二）预调鸡尾酒：爆品打造经验丰富，RTD 有望稳中向好

### 1. 历史复盘：百润经历调整再出发，微醺强爽接力放量

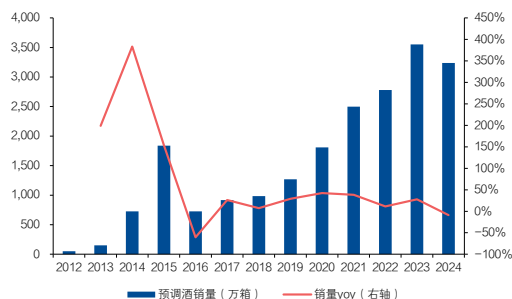
复盘百润预调酒业务发展历程，公司经历了分别以经典、微醺、强爽为引领的三轮产品周期，当前微醺保持稳健，强爽在一轮爆发式增长后经历核心消费人群沉淀，目前强爽内部结构均衡、口味推新下有望恢复增长，清爽仍在培育阶段，重视推广下规模有望提升。

**2013-2015 年：预调酒行业步入发展快车道，RIO 营销高举高打带动业绩爆发。**

- 一方面，自 21 世纪初预调酒导入中国以来，国际品牌牵头进行初步市场培育，预调鸡尾酒契合年轻消费者低酒精度的口味取向、猎奇尝鲜的心理需求以及自我个性的表达；另一方面，渠道由夜场逐步转向非即饮为行业带来扩容机遇，中国预调酒销量由 2013 年的 11.4 万吨增至 2015 年的 27.5 万吨。
- 行业快速增长背景下，RIO 业绩同步爆发，预调酒销量从 2012 年的 50 万箱快速攀升至 2015 年的 1839 万箱，2015 年预调酒销售收入达 22.1 亿元。同

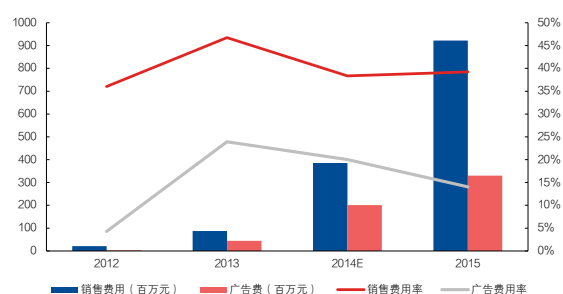
时RIO自2013年起高举高打进行品牌宣传，2013-2015年巴克斯酒业的销售费用率基本在40%左右，同期广告费由4458万元增长至3.3亿元，依靠知名度与影响力的提升实现品牌占位和市场份额的反超。

图12、公司预调酒销量变化一览



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、巴克斯酒业持续加大销售与广告费用投入

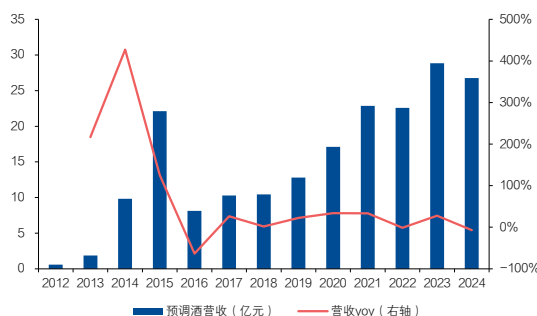


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：公告中仅有巴克斯酒业14H1数据，2014E通过H1已发生费用+公告中对H2费用预测值进行测算；2015年完成巴克斯酒业股权收购，数据为百润股份整体数据

## 2016-2017：行业非理性繁荣，供需两端共致业绩跳水。

- 需求端，轰炸式营销带来的仅为短期尝鲜式需求的爆发，动销缺乏可持续性，并且RIO经典单瓶10元以上的价格在当时对比啤酒并不具备价格优势，与大众消费水平并不匹配。供给端，企业盲目入局与行业统一标准缺位造成山寨产品频出，行业乱象也进一步加速市场冷静期的到来，中国预调酒销量规模明显下降。
- 行业遇冷背景下百润迈入调整期，渠道库存压力高企，业绩快速下滑。2015H1公司预调酒业务实现营收16.17亿元，同比增长342.80%，面对需求的爆发、部分地区的断货，公司通过代工厂扩大生产，经销商也进行非理性囤货。2015年下半年尝鲜潮褪去后，行业需求疲软、动销速率下降，经销商库存积压并进一步招致价盘混乱等问题。2016年公司全力消化库存，但由于出货量小于终端销量，最终体现为报表业绩的大幅下跌，经过两年深度调整后2017年预调酒收入有所回升，基本与2014年持平。

图14、2016年百润预调鸡尾酒收入缩水过半，行业遇冷下公司迈入调整期



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2018-2021 年：整装重发潜心打磨产品，微醺大单品开启二次增长。

- 公司洞察消费趋势：1) 从消费群体角度出发，“她经济”背景下，女性酒水消费需求持续提升，根据 WHO 相关数据，中国女性中饮酒者比例从 2010 年的 28.9% 提升至 2019 年的 48.8%。2) 从消费场景角度出发，新一轮单身潮到来背景下，居家独饮场景具备高潜力。
- 在传统经典瓶已难以维系增长的背景下，百润聚焦产品本身，凭借“产品升级+消费场景绑定+精准营销”的底层逻辑成功打造定位“女性+一个人的小酒”的全新罐装大单品微醺系列，公司业绩重回增长轨道，预调酒销量从 2018 年的 983 万箱增长至 2021 年的 2499 万箱，同期预调酒营收从 10.5 亿元增长至 22.9 亿元，销量、营收 CAGR 分别为 36.5%、29.8%。

图15、微醺广告强化居家独饮场景的塑造，文案细腻走心，精准狙击年轻女性消费者



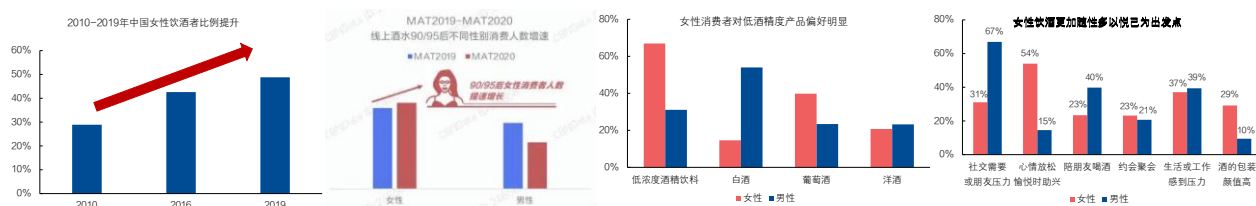
数据来源：RIO 微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、对比经典瓶产品微醺系列更具性价比和便捷性

|      | 酒精度           | 果汁含量   | 容量       | 价格     |                                                                                       |
|------|---------------|--------|----------|--------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 经典系列 | 4.2%-4.5% vol | ≥ 3.0% | 275ml 瓶装 | 10-12元 |   |
| 微醺系列 | 3% vol        | ≥ 3.0% | 330ml 罐装 | 7元     |  |

数据来源：天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、她经济崛起，年轻女性消费者酒水消费力增长



数据来源：WHO，中华流行病学杂志，上海疾控，广州酒类行业协会，网易数读，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2022 年至今：强爽成现象级爆品强势出圈，清爽加强培育下有望接力放量

- 2022 年业绩短期承压：2022 年疫情在全国范围内反复，生产、发货均受到较大影响，2022 年预调酒收入同比-1.2%至 22.6 亿元，由于年底强爽动销良好，预调酒销量同比+11.2%至 2778 万箱。

- 强爽出圈逐步放量：公司通过“RIO 强爽不信邪”挑战活动，与 KOL 合作打造话题热度，吸引消费者购买产品并参与挑战，强爽强势出圈，22Q3 起动销良好，接力微醺成为新的增长点；2023 年得益于强爽势能向上，预调酒营收同比+27.8%至 28.8 亿元，销量同比+27.8%至 3551 万箱。
- 清爽培育进行时：公司 2021 年推出清爽系列，22Q3 官宣代言人提升曝光度，2024 年加大培育力度并推出 0 糖 500ml 大罐新品，通过扫码红包等方式加强推广，渠道铺货顺利推进，未来有望凭借高性价比优势接力放量。

图18、强爽自 16 年推出以来，持续进行迭代



数据来源：RIO 微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、强爽通过 8 度不信邪挑战出圈



数据来源：RIO 强爽公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

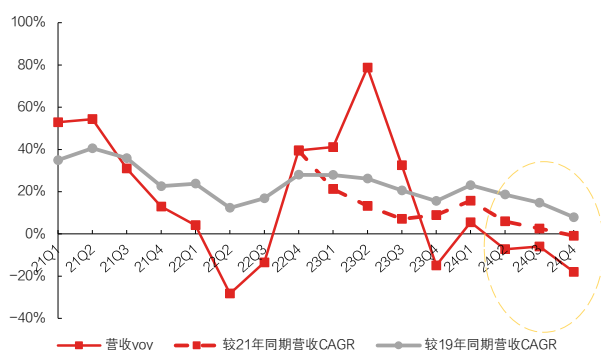
## 2. 现有基本盘稳健叠加产品矩阵扩充，中长期增长可期

2024 年消费需求偏弱叠加报表基数压力较高，公司预调酒业务短期承压。不同于日本在税收驱动下预调酒价格基本低于啤酒，中国预调酒规模效应弱、价格对标中高端啤酒，叠加客观上消费力偏弱，预调酒需求受到压制；此外强爽高基数下增长承压亦是主要的影响因素。

- 2024 年公司实现营收 30.5 亿元，同比-6.6%，归母净利润 7.2 亿元，同比-11.2%，其中预调酒业务收入 26.8 亿元，同比-7.2%，业绩略有承压。分析来看：1）我国预调酒仍是小众品类，规模效应较弱、且无税率等外部因素扰动，预调酒价格大致对标中高端啤酒，2024 年需求端消费力偏弱下预调酒消费人群、消费频次预计受到一定影响；2）强爽 2022 年 9 月产品声量爆发，22Q4-23Q3 期间快速放量，2024 年第一大单品强爽高基数下增长承压。
- 2024 年在外部需求及高基数压力下，公司积极稳定销售节奏。强爽方面公司持续投入，如 2024 年春节公司以强爽限定龙罐+拉环扫码抽奖加强消费者互动、活跃终端动销。同时 2024 年公司重点培育清爽，针对“清爽”品牌概念升级产品口味、主打“好喝的酒，不用吃苦”，并推出清爽 0 糖 500ml 大罐新品，主打性价比，同时通过扫码红包活动、联手代言人更新 TVC、联合知名餐饮推出团购套餐，以及投放梯媒、地铁广告等方式加大推广，配合渠道铺货，2024 年清爽收入增速靓丽。

短期来看，微醺稳健、清爽增量延续、强爽恢复增长，期待 2025 年预调酒主业稳中向好。25Q1 公司营收同比-8.1%至 7.4 亿元，公司控制发货节奏，推进库存消化，奠基良性增长，同时推出微醺青梅龙井、强爽茉莉青提新口味，强化消费粘性，预计一季度微醺、清爽保持良性发展，强爽维持稳健。展望 2025 年，预计微醺通过口味推新带动稳增，清爽持续培育下有望继续贡献增量，强爽经历核心人群沉淀并新推口味，有望恢复增长，考虑 25Q2 起收入基数逐季走低，期待预调酒业务收入企稳回升。

图20、公司自 25Q2 起收入基数逐步走低



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、强爽 2024 年春节品牌营销活动一览

| 营销形式   | 具体措施                                                                                                                   |
|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 限定包装   | 推出强爽龙年限定罐，并配合拉环扫码抽奖活动                                                                                                  |
| 代言人    | 2024年1月官宣实力派演员黄渤为全新品牌大使                                                                                                |
| TVC    | 联合新品牌大使拍摄新年 TVC，推广 RIO 强爽龙年限定制，并在 TVC 中通过歌词、“强爽一开、好运自来”口号等强化强爽和好运以及新年走亲访友、聚餐聚会场景的链接，同步宣传拉环扫码参与抽奖活动、参与抽取强爽定制版金条、金龙挂饰等活动 |
| 梯媒广告   | 在全国150个城市、25万+个小区的160万+电梯投放屏投放新TVC，覆盖人群100亿人次，全天候轮播900次定向传播                                                            |
| 高铁广告   | 在全国33个城市、37个高铁站投放高铁大屏广告，辐射春运客流量2亿余人次                                                                                   |
| 户外大屏广告 | 覆盖55个城市的56个核心商业圈、近60块户外大屏，全天候轮播300+次，覆盖1000万+人次                                                                        |
| 影视赞助   | 赞助春节期间热播剧《南来北往》、《在暴雪时分》、《大唐狄公案》                                                                                        |

数据来源：强爽官方视频号，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、公司提升对清爽的重视程度，加强清爽营销和布局

| 推广形式         | 具体措施                                                                                                                                                                                                  | 图片展示 |
|--------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 产品焕新升级       | 2023年7月包装焕新升级、8月推出零糖产品，2024年再次优化产品包装，推出0糖500ml大罐清爽（8-9元/500ml）                                                                                                                                        |      |
| 梳理品牌理念明确产品定位 | 根据“清爽”品牌理念，主打“好喝的酒，不用吃苦”，同时500ml大罐契合喝得满足、喝得爽的理念<br>500ml大罐清爽突出性价比，价位8-9元/500ml(清爽6-8元/330ml、强爽10-12元/500ml)；另外还推出扫码红包活动<br>5月联手代言人更新TVC，展现清爽搭配烧烤、聚餐等场景<br>联合后火锅、耶里夏丽、半天妖、老乡鸡、popeyes等餐饮形成不吃苦联盟，推出餐饮套餐 |      |
| 加强渠道铺货       | 加大网点铺货，加强500ml清爽布局                                                                                                                                                                                    |      |

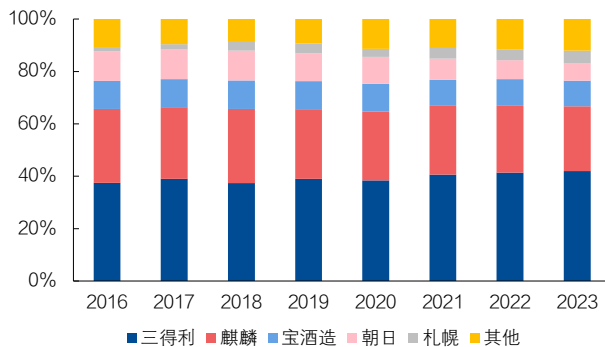
数据来源：RIO 微信公众号，天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

复盘海外市场发展，大单品培育、产品矩阵拓展是巩固提升市场份额的核心战略。

- 从日本预调酒单品来看，大单品培育有助于稳固市场地位；三得利核心单品-196℃强零与和乐怡的销量市占率在 2016-2021 年期间合计为 20%以上，近年来行业竞争加剧背景下，三得利在核心大单品的基础上持续推新，公司在日本 RTD 市场的销量份额从 2016 年的 37.7%提升至 2023 年的 42.5%。从美国预调酒单品来看，现象级大单品打造可带来增长机遇；马克安东尼公司 2016 年推出的 White Claw 凭借其中性化定位、低卡零嘌呤的健康定位、性价比优势以及互动式渗透式营销精准狙击消费者诉求，公司在美国 RTD 市场的销量份额由 2016 年的 23.9%提升至 2020 年的 38.2%。

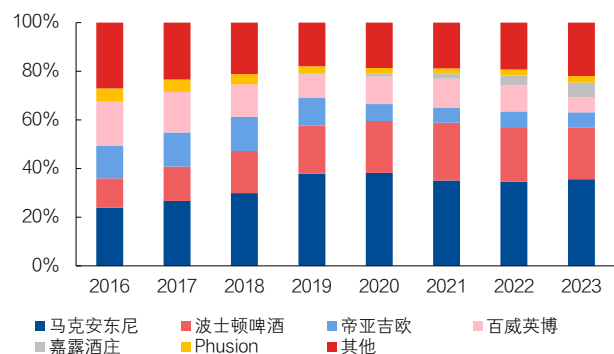
- 日本龙头企业针对不同消费群体和新兴消费趋势持续推陈出新，针对细分需求差异化扩充产品矩阵。日本 RTD 头部企业三得利在坚持培育-196℃强零与和乐怡两大核心单品的同时，迎合柠檬口味偏好、高度 RTD 消费趋势、饮酒健康化等细分市场推出酒吧精选的柠檬酸、Highball 系列、低糖低卡 RTD 等多款产品，2023 年以 42.5%的销量市占率稳居日本 RTD 龙头。

图23、日本 RTD 企业竞争格局（销量口径）



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、美国 RTD 企业竞争格局（销量口径）



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

中长期视角，行业渗透率上行的同时，百润持续完善 358 度产品矩阵，微醺、强爽、清爽等核心单品通过长线新口味研发、包装汰换升级、季节限定、地域限定等多维度巩固基本盘，在强营销能力加持下，有望通过产品持续推新来拓场景、拓人群，从而打开增长天花板。1）微醺：口味包装推陈出新延长产品生命周期，同时作为年轻人“第一口小酒”，渠道下沉有望带来新客拓展；2）强爽：定位明确，高酒精度带来高复购率，并持续投入精准营销，促进动销，借鉴日本经验，高度预调酒赛道空间广阔，强爽或未触及增长天花板；3）清爽：5 度酒精度介于微醺和强爽之间，适用的消费人群和消费场景更加广泛，且 0 糖 500ml 产品精准狙击消费者对性价比、健康化的需求，持续推广下未来有望接力放量；4）此外，公司持续进行多维度消费者研究，反复验证产品，未来有望推出更加适销对路、更高性价比的产品，通过拓展更多的饮用场景和更广泛的饮用人群，在行业内保持较快增长。

### 三、威士忌：百润新品上市，第二曲线有望贡献增量

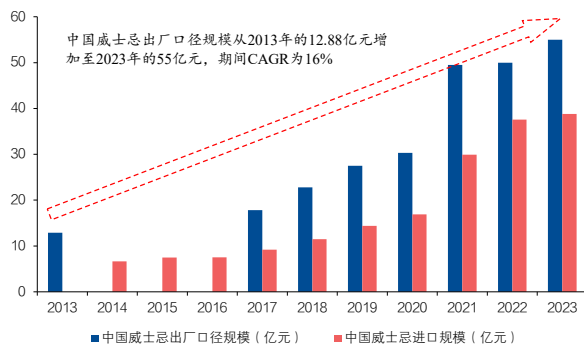
#### （一）威士忌行业：国产威士忌入局，期待渗透率提升

##### 1. 中国威士忌行业当前为外资品牌主导，国产蓄势待发

中国威士忌行业处于低渗透率的起步期，当前以海外进口品牌为主。

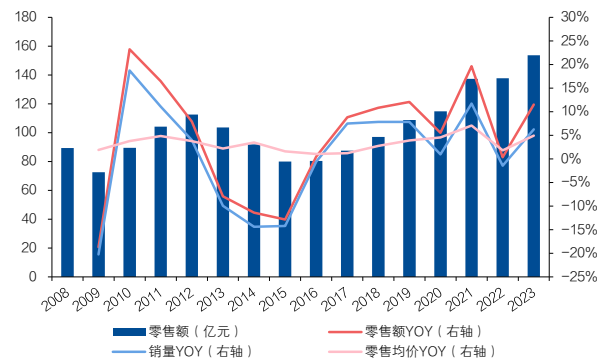
- 中国威士忌出厂口径规模从 2013 年的 12.88 亿元快速增长至 2023 年的 55 亿元,期间 CAGR 达 15.6%,其中 2023 年进口额大致占市场总规模的 70%+,市场销售以外资品牌为主。根据欧睿数据,中国威士忌零售口径规模从 2008 年的 89.3 亿元增长至 2023 年的 153.6 亿元,期间 CAGR 达 3.7%,其中销量从 2008 年的 1.6 万吨波动增长至 2023 年的 1.7 万吨,同期零售均价从 574 元/升提升至 927 元/升,量、价 CAGR 分别为 0.4%、3.3%,规模增长主要受价增驱动。
- 对比白酒来看,欧睿数据显示我国威士忌零售端销量相对白酒的渗透率不足 1%,尽管白酒在文化、社交属性加持下占据主导地位,但受益于年轻消费者多元化需求增长,我国威士忌未来的持续渗透仍可期待。对比美国、日本等相对成熟市场来看,中国威士忌品类规模提升空间较大,2023 年美国、日本、中国威士忌零售市场规模分别为 385、85、22 亿美元,2008-2023 年美国威士忌零售额、销量、零售均价 CAGR 分别为 7.0%、2.7%、4.2%,同期日本威士忌零售额、销量、零售均价 CAGR 分别为 6.1%、6.1%、0.0%。

图25、中国威士忌出厂口径市场规模



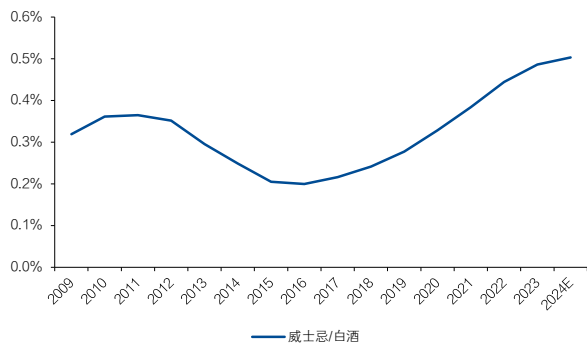
数据来源：智研咨询，酒业家，Wind，Exchange-rates，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：中国威士忌进口规模导出数据为美元口径，根据 Exchange-rates 所显示的年度平均汇率换算为人民币口径

图26、中国威士忌零售口径市场规模



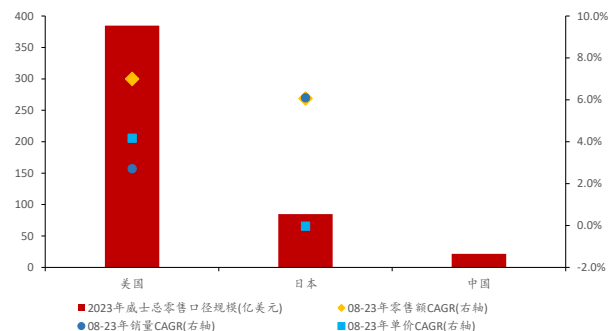
数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、对比白酒，中国威士忌销量渗透率不足 1%



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：欧睿仅统计零售端数据

图28、对比美国、日本，中国威士忌增长空间大

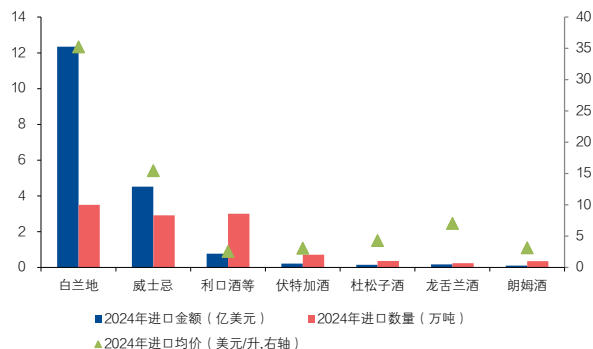


数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

从进口数据来看，威士忌在中国具备一定消费者认知基础，且量价提升势能强于其他烈酒品类；消费力偏弱背景下，威士忌品类进口连续两年承压，而 2025 年 1-4 月进口数量同比有明显增长，为匹配消费趋势进口商备货结构下探进口均价同比下降。此外我国威士忌进口主要来自英国、美国、日本，白兰地反倾销、关税政策影响下，供给端竞争减弱有望为威士忌发展让渡空间，后续渗透率的持续提升可期。

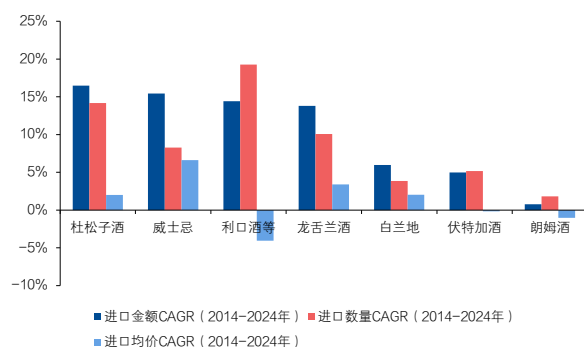
- 从进口数据来看，中国进口烈酒以白兰地、威士忌为主，进口金额、进口数量合计占比分别 80%左右、60%左右。其中威士忌进口金额从 2014 年的 1.1 亿美元增长至 2024 年的 4.5 亿元，期间 CAGR 为 15.4%，同期进口金额占比从 13%提升至 21%；量价拆分来看，威士忌进口数量从 2014 年的 1.3 万吨增长至 2024 年的 2.9 万吨，期间 CAGR 为 8.3%，同期进口均价从 8.2 美元/升提升至 15.5 美元/升，期间 CAGR 为 6.6%，得益于海外品牌加码中国市场，威士忌在消费者端开始具备一定品类认知，威士忌量价齐升势能优于其他进口烈酒品类，渗透率不断提升。
- 从 2025 年 1-4 月的烈酒进口数据来看，品类表现有所分化，进口规模位于领先地位的白兰地进口数据大幅下滑，而威士忌品类在经历 2023、2024 连续两年进口数据的下滑之后，虽然 2025 年 1-4 月进口金额同比小幅下滑 2.53%，但进口数量同比增长 42.7%，同时进口均价进一步下探、同比下降 31.7%至 12.3 美元/升，预计在消费力还未完全修复背景下进口商备货结构出现调整。
- 从威士忌进口国家来看，中国进口威士忌主要来自英国、美国、日本，2024 年进口金额占比分别为 87%、3%、7%，进口数量占比分别为 82%、10%、3%，进口均价分别为 16.4、5.0、30.0 美元/升。

图29、2024 年中国进口烈酒金额以及量价拆分



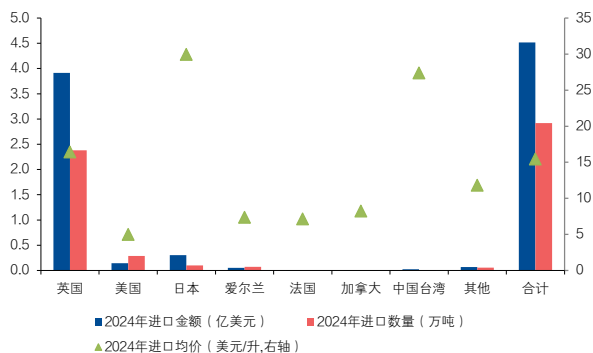
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、中国进口烈酒金额及量价 CAGR



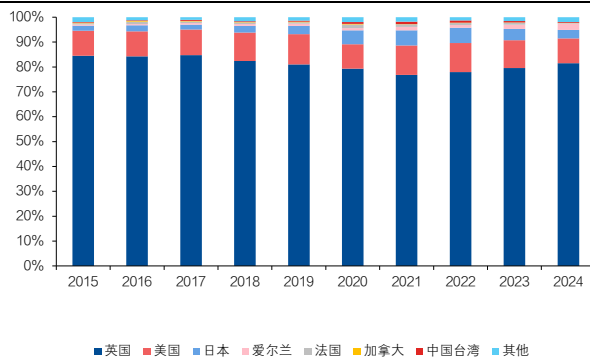
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、2024 年中国进口威士忌主要来自英国、美国、日本



数据来源：wind，海关总署，兴业证券经济与金融研究院整理

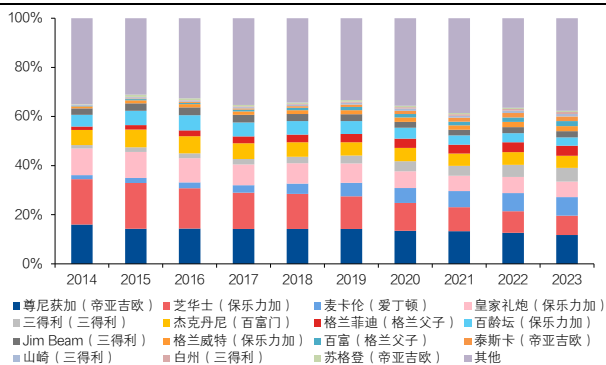
图32、2015-2024 年自英国、美国进口的威士忌数量占比分别为 80%左右、10%以上



数据来源：wind，海关总署，兴业证券经济与金融研究院整理

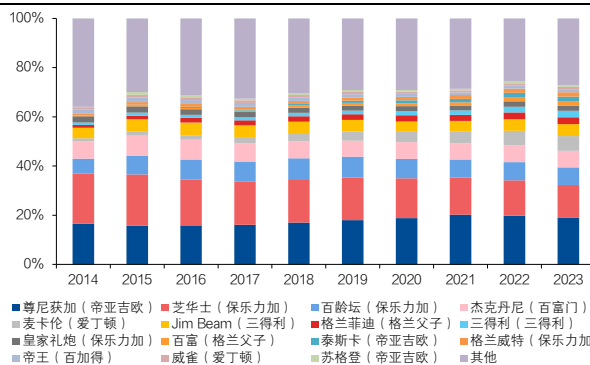
竞争格局来看，当前海外品牌占据主导，销量份额占优的品牌主要布局大众价格带。欧睿数据显示，保乐力加、帝亚吉欧、三得利等国际烈酒集团市占率居前，2023 年零售额、销量口径 CR3 分别为 46.1%、57.2%。从品牌角度来看，2023 年零售额口径 CR3 为 27.2%，分别为尊尼获加（11.7%）、芝华士（7.9%）、麦卡伦（7.6%）；2023 年销量口径 CR3 为 39.4%，分别为尊尼获加（19.1%）、芝华士（13.2%）、百龄坛（7.1%），测算来看销量前三品牌的零售均价分别为 284、277、496 元（以 500ml 规格计算）。

图33、中国威士忌品牌市占率一览（零售额口径）



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

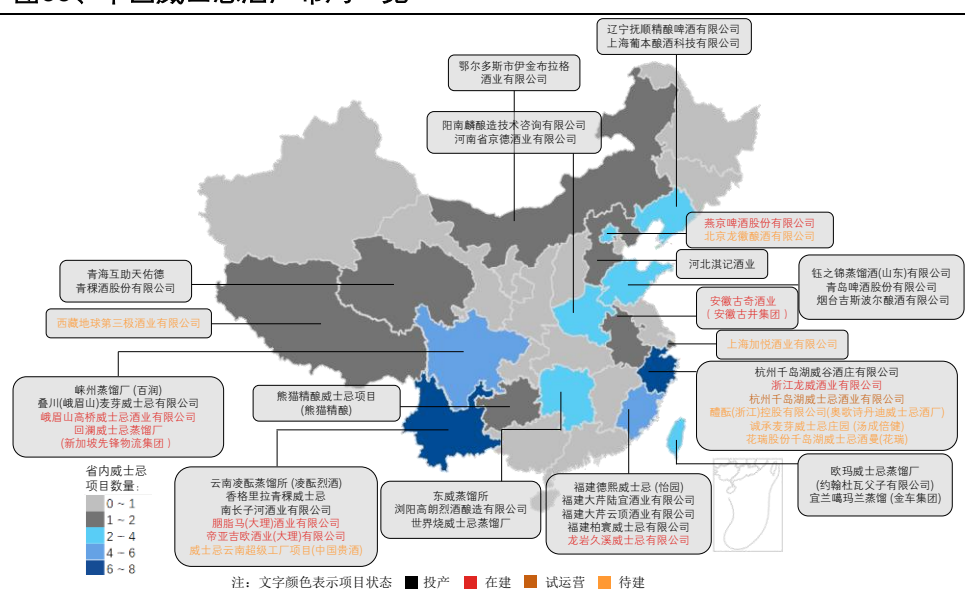
图34、中国威士忌品牌市占率一览（销量口径）



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

中国威士忌产业变革将至，随着本土厂商产品的陆续推出，行业格局有望从外资品牌主导逐步转向国产、外资多元品牌协同培育市场，看好国产龙头入局后威士忌品类渗透率的加速提升。2014-2022 年我国进口威士忌增长势能正盛，威士忌行业蓬勃发展，国内外企业陆续前瞻性布局威士忌产能。截至 2024 年，中国威士忌总产量达到 5 万千升，同比增长 127%，首次超过进口量；且位于中国的威士忌生产项目已从 2023 年的 24 家增加至 2024 年的 45 家（其中中国台湾地区 2 家），期待后续国产威士忌逐步放量，联合外资品牌共同培育市场，进一步推动威士忌品类渗透率的提升。

图35、中国威士忌酒厂布局一览

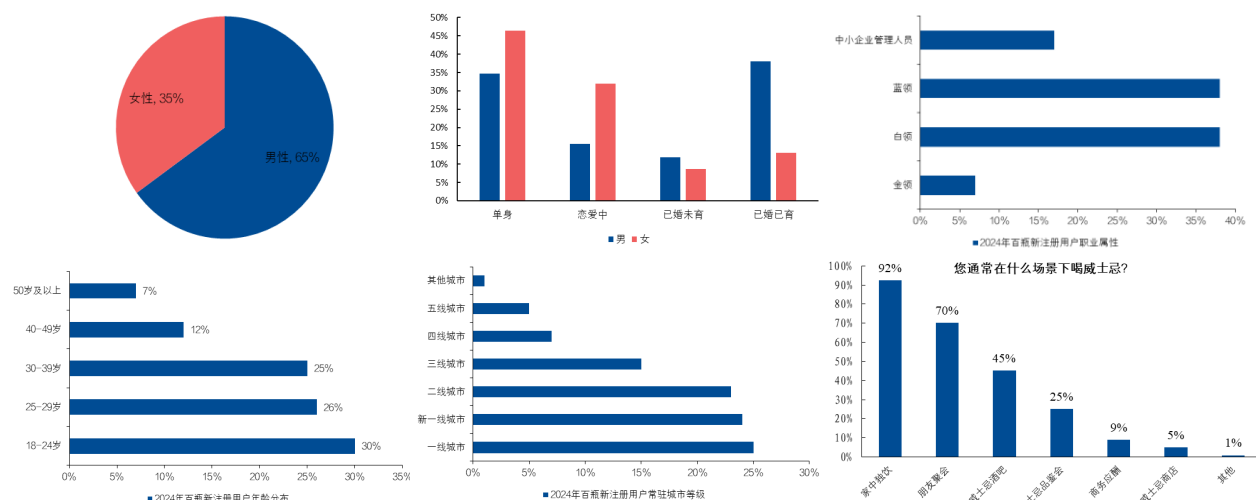


数据来源：《WhiskyL!2024 威士忌年度报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2. 短期着手大众价位培育消费者，中长期推动产品结构梯次升级

**消费者画像：**年轻化趋势明显，男性为主但女性比例提升，消费者收入水平较高，饮用场景多元化、同时悦己属性强于社交属性。根据百瓶数据，从性别结构来看，2024 年百瓶 APP 新注册用户中男性、女性占比分别为 65%、35%，对比 2023 年的 83%、17%，女性用户比例显著提升、“她”力量崛起；从年龄结构来看，18-39 岁用户占比达 81%，其中 18-24 岁、25-29 岁、30-39 岁用户分别占比 30%、26%、25%，威士忌消费者年轻化趋势明显；从城市分布及用户职业属性来看，一二线城市用户占比达 72%，62%的用户为金领、白领及中小企业管理人员，威士忌爱好者当前仍主要集中在消费水平较高区域以及收入水平较高群体中；从消费场景来看，威士忌品饮以居家独饮、朋友聚会、威士忌酒吧消费为主，饮用场景多元化、同时悦己属性强于社交属性。

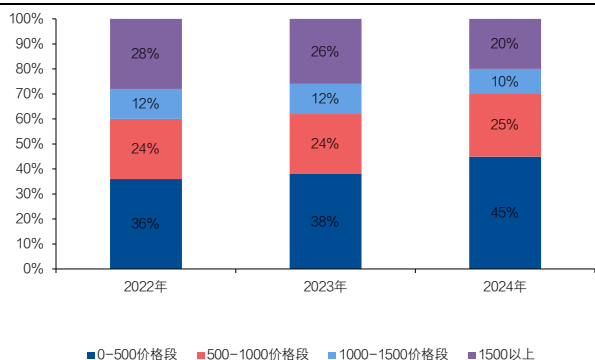
图36、2024 年百瓶新用户画像一览



数据来源：百瓶 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

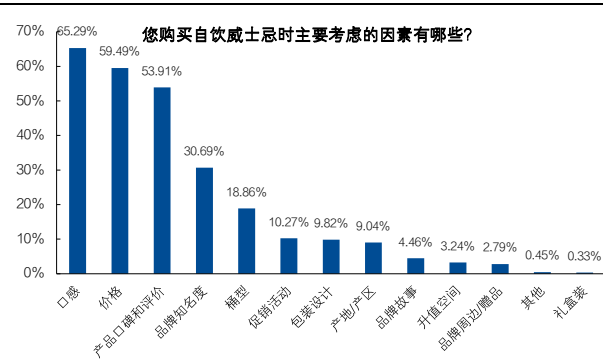
消费回归理性、悦己放松仍是主旋律，产品口碑、试饮有助于尝鲜拉新。威士忌消费者回归质价比需求，天猫威士忌 500 元以下价格带的销售额占比从 2022 年的 36%明显提升至 2024 年的 45%，口粮款威士忌已成为酒桌新宠，同时消费者在购买自饮威士忌时也更多考虑口感、价格、产品口碑等因素。同时威士忌消费与情绪关联性较强，根据百瓶数据，消费者一般在心情愉悦、悦己享受、疲惫放松、朋友聚会时饮用威士忌。此外，威士忌/新酒款首次购买主要来自于朋友推荐、线上口碑、分享瓶尝试等原因，产品口碑和试饮或有助于新品推广和尝鲜拉新。

图37、2022 年-2024 年天猫平台威士忌分价格带销售额占比趋势



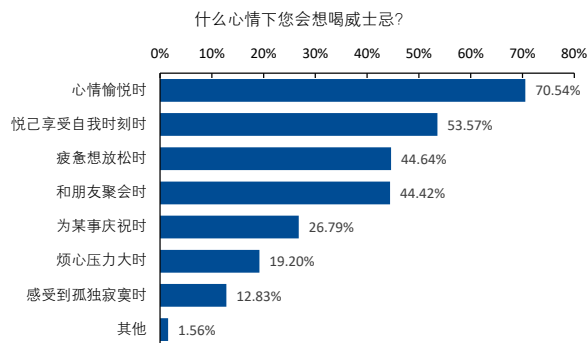
数据来源：百瓶 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

图38、消费者购买威士忌主要考虑口感、价格、产品口碑等因素



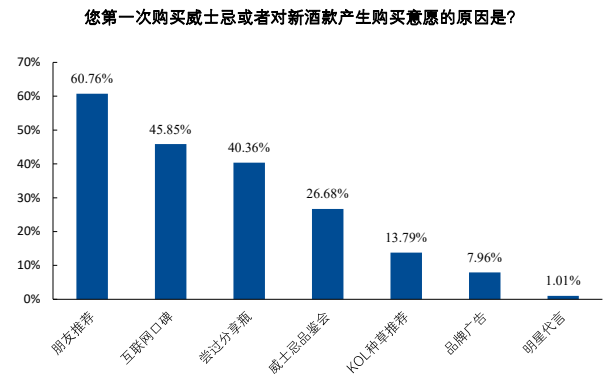
数据来源：百瓶 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

图39、威士忌消费与悦己放松等情绪关联度较高



数据来源：百瓶 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、产品口碑和尝鲜试饮或有助于新品推广



数据来源：百瓶 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

考虑中国威士忌仍处于起步阶段，尤其是国产威士忌品牌创建、桶陈烈酒的年份相对较短，对比海外中高端品牌来看，当前国产品牌、品质暂无压倒性优势；此外我国白酒文化象征属性及社交属性较为突出，同时产品价格带布局完善，本土市场竞争已然相对激烈，且产储能基础扎实、意见领袖影响力强，中高端品牌、品质优势显著。结合当前年轻化、悦己饮酒以及质价比等消费趋势，我们认为国产威士忌短期需先从大众化、性价比产品入手，借助本土化叙事、叠加本土化营销体系加持，切入多元化消费场景，培养更多消费群体，以量增驱动行业扩容增长。中长期来看，随着品类认知的提升，消费者对品质的诉求强化，同时考虑人口增长放缓、老龄化趋势，行业存量竞争阶段预计从量增扩容转向品牌品质竞争，企业需要将重点转向产品结构梯度建设和升级带来的以价增为主要驱动的增长。

## （二）岷州蒸馏厂：产储能前瞻布局，品类先发优势凸显

当前海外威士忌品牌主导中国市场的背景下，如何看待百润进军威士忌的优势所在？产储能前瞻布局、预调酒舶来品本土化推广经验以及完善的渠道体系建设，有望共同助力百润突围。

前瞻布局岷州蒸馏厂，橡木桶数量行业居前，产储能先发优势显著。

- 威士忌品类兼具重资产型、高盈利性的特征，持续橡木桶投入、年份基酒储备是先发优势的直接体现。公司自 2016 年起便派出团队走访学习了全球逾百家酒厂，同时在国内各地考察，最终选定在邛崃建厂，并于 2021 年 10 月正式投产。
- 岷州蒸馏厂作为全球少数同时拥有壶式和连续柱式蒸馏器的酒厂，可生产威士忌、伏特加、金酒等品类，目前已规划基酒产能 0.5 万吨威士忌、3.1 万吨伏特加，以及陈酿储能 6.775 万吨，并且此前两次募资合计规划 27.3 亿元投

资于陈酿熟成项目（主要为购置橡木桶），截至 2025 年 6 月 15 日公司已灌注威士忌 50 万桶，产储能均具备领先优势。

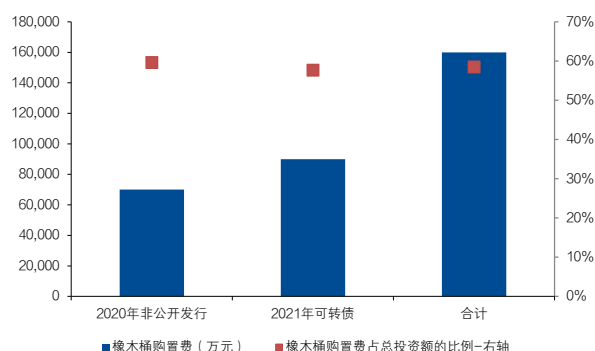
- 从公司报表来看，烈酒桶陈储备增加下存货占总资产比例从 2021 年末的 3.3% 提升至 2024 年末的 12.8%；从存货细项来看，推测自制半成品中包含威士忌桶陈产品，截至 2024 年自制半成品价值达 8.7 亿元，未来威士忌业务为公司带来的增量贡献值得期待。
- 此外，嵊州蒸馏厂拥有丰富的橡木桶桶型。在采集波本桶、雪莉桶等世界经典木桶的风味的同时，积极探索中国黄酒桶、蒙古栎桶，叠加香精香料业务协同、预调酒产品开发成功经验，在中国本土化口味研发方面具备优势。

表3、百润预调酒及烈酒产能规划一览

| 地区   | 投资额     | 生产项目            | 规划产能                 | 建成投产时间   |
|------|---------|-----------------|----------------------|----------|
| 上海   | 0.6亿元   | 预调酒             | 600万箱                | 2015年    |
| 天津   | 5亿元     | 预调酒             | 2000万箱               | 2015年    |
| 四川邛崃 | 5亿元     | 预调酒             | 2000万箱               | 2017年    |
| 广东佛山 | 5.53亿元  | 预调酒             | 2000万箱               | 2019年    |
| 四川邛崃 | 5亿元     | 基酒              | 3.1万吨伏特加<br>0.5万吨威士忌 | 2021年    |
|      | 11.74亿元 | 基酒陈酿熟成          | 3.4万吨威士忌             | 2023年    |
|      | 15.6亿元  | 基酒陈酿熟成          | 3.375万吨威士忌           | 2024年10月 |
|      | 3亿元     | 巴斯克烈酒品牌文化体验中心项目 |                      | 2025年4月  |

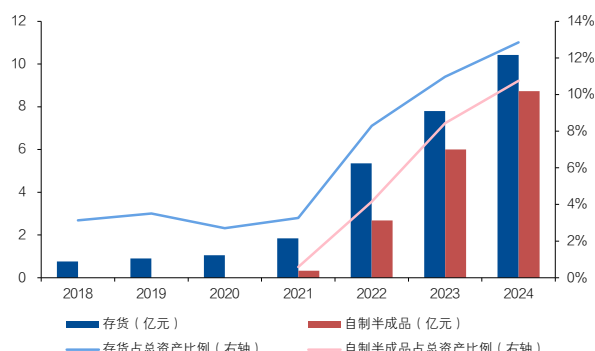
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、公司两次募资项目中，橡木桶购置费占总投资额的比例超过 57%



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、截至 2024 年自制半成品价值达 8.7 亿元



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、嵊州蒸馏厂拥有丰富的威士忌橡木桶型

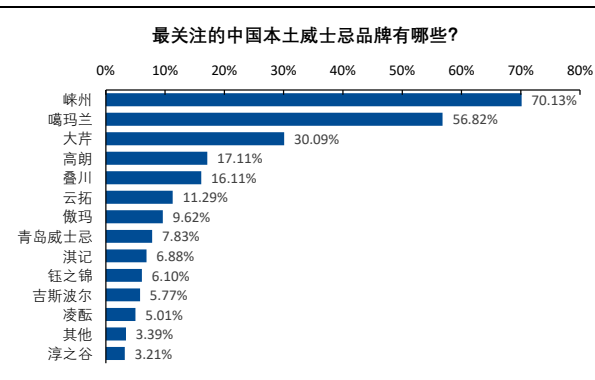
| 桶型 | 中国蒙古桥桶                                                   | 中国花雕黄酒桶                                                  | 中国香雪黄酒桶                                     | 美国波本桶                                            | STR西班牙里奥哈干红酒桶                                        | STR美国纳帕干红葡萄酒桶                                                    |
|----|----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|---------------------------------------------|--------------------------------------------------|------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| 风味 | 浓郁的木质、焦糖、香料、烟熏香气，并具备奶油、话梅、丁香、蜜桃、果香的甜美口感，尾韵伴随杏仁及黑巧带来的微苦风味 | 花雕酒的风味特质——如米香、香草、果干的清爽与沉稳风味；经过热处理工艺后，碳化层还将赋予酒液焦糖、香草等更多风味 | 香雪酒特有的米曲、焦糖、巧克力等细腻风味；同时橡木桶炙烤工艺给予酒液更多风味变化的可能 | 奶油、蜂蜜、香草及淡雅花香。口感甜美，更兼具轻微油脂感与足够的橡木桶香，使得整体风味柔顺且平衡。 | 结合嵊州STR工艺处理，在保留葡萄酒风味特性的同时，也将辛辣香料与焦糖的风味激发出来，酒体醇厚、美好难忘 | 保有葡萄酒特有的馥郁果香的同时，给予酒液浓郁的烤坚果、焦糖、红冬干、及些许烤咖啡豆的烟熏香气，酒体饱满、余味绵长         |
| 图片 |                                                          |                                                          |                                             |                                                  |                                                      |                                                                  |
| 桶型 | 菲诺雪莉认证桶                                                  | 欧罗索雪莉认证桶                                                 | 阿蒙蒂亚多雪莉认证桶                                  | 佩德罗·希梅内斯雪莉认证桶                                    | 朗姆桶                                                  | 龙舌兰桶                                                             |
| 风味 | 带有白葡萄酒、花香、木质调的清雅，呈现出轻快而不失层次的风味                           | 富有成熟水果、葡萄干的香气，酒体甜美浓郁                                     | 带有浓厚奶油、太妃糖的香甜感，尾韵悠长，拥有坚果与蜜饯交织的温和风味          | 继承PX Sherry的甜蜜口感，更蕴含葡萄干、丁香、咸奶油的香气                | 拥有香草、奶油、热带水果、及麦芽糖等甜美风味，并呈现出甘草的甜感，口感体验干净轻盈，最后浮现一丝麦芽清香 | 带有明显的青椒、青草香味，与淡淡烟熏味和奶香。奶油的甜美、新鲜水果的风味和鲜花的香气在舌尖美妙结合，回味则伴有些许烟熏、皮革风味 |
| 图片 |                                                          |                                                          |                                             |                                                  |                                                      |                                                                  |

数据来源：嵊州蒸馏厂官网，兴业证券经济与金融研究院整理

主业预调酒积累丰富本土化推广经验，期待复用至威士忌推广，助力品牌产品破圈放量。预调酒本身为海外舶来品，公司针对细分市场和产品定位，以产品推广、场景打造和人群拓展为重点，通过代言人、影视植入、综艺赞助、品牌联名、社交平台话题互动等一系列营销组合拳，借助优质内容和场景渲染形式来形成强烈情绪共振，最终转换成有效动销，成功打造微醺、强爽两大核心爆品，引领了两轮业绩增长。可见公司营销打造爆品的能力较强，同时预调酒、威士忌的消费者画像相似，预调酒业务已积累大量年轻群体消费数据，亦有望助推威士忌业务营销推广。

嵊州蒸馏厂积极推进消费者培育，引领中国威士忌发展。嵊州蒸馏厂通过嵊州线上小程序积累了超过5万名会员，并通过上海与广州两地的嵊州吧累计服务了超过20万名消费者。同时，嵊州还通过每月举办的“嵊此一游”蒸馏厂开放日、全国各大城市巡礼品鉴会、“桶藏世界-宴享中国”线下试饮活动、各大威士忌与烈酒展会，与威士忌爱好者们保持着近距离的沟通。此外嵊州蒸馏厂体验中心已正式开放，通过多元体验让消费者一站式、沉浸式探索威士忌文化。得益于前期良好的消费者培育、品牌露出，嵊州品牌知名度在国产品牌中位居前列。

图44、嵊州品牌知名度在国产品牌中位居前列



数据来源：百瓶 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

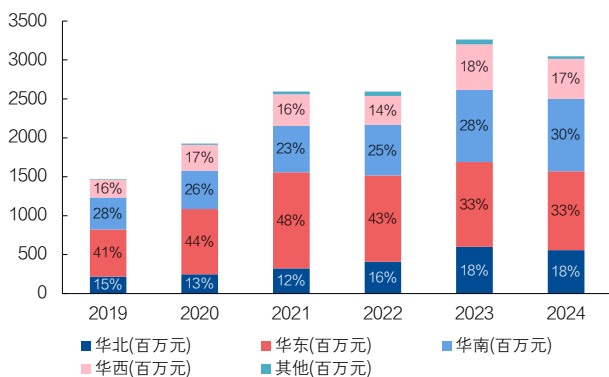
图45、公司通过上海、广州嵊州吧与消费者互动



数据来源：嵊州蒸馏厂微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

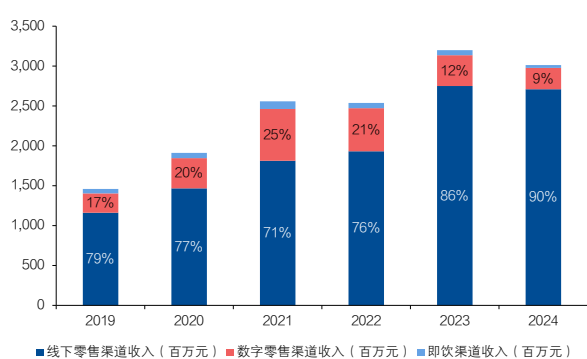
百润在本土化深度分销体系建设上优于以代理商模式搭建粗放式渠道网络的外品牌，赋能威士忌产品导入。分区域来看，公司销售网络基本覆盖全国，其中华东为大本营市场、华南亦具备较好渠道基础，近年来公司在巩固发展核心市场的同时持续深耕华北、华西等区域，2024 年华东/华南/华北/华西/其他区域营收占比分别为 33.3%/30.5%/18.3%/16.8%/1.1%。分渠道来看，线下零售占据主导，2024 年销售占比在 90%；2022 年以来数字零售渠道规模收缩、占比下降与价盘管控有关；即饮渠道占比仅有 1%左右，餐饮渠道合作模式仍在试点打磨中。2020 年起公司进一步推进渠道下沉和渗透，经销商数量稳步增加，2023-2024 年公司根据外部环境和渠道情况动态调整，优化经销商质量，截至 2024 年经销商为 2068 个，其中华东、华南经销商数量占比分别为 23%、30%。考虑威士忌消费在沿海地区更为广泛，借助预调酒业务积累的销售网络，威士忌产品的导入有望加速。

图46、华东为大本营市场，其他区域协同发展



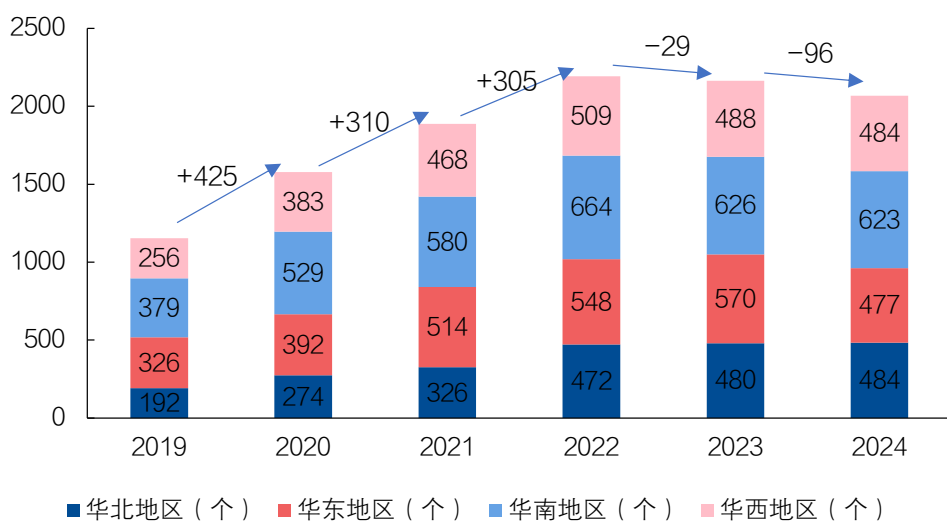
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、公司销售以线下零售渠道为主



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、截至 2024 年公司拥有 2068 个经销商，渠道基础扎实



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

百利得威士忌流通新品“22”、“66”已上市，百润通过场景化短片、公众号推文、开盖扫码活动、小酒馆快闪等方式有序开展前期推广，促进尝鲜消费，同时拓展即时零售、便利店、零食店等渠道，此外嵊州品牌亦上新 5 款产品，威士忌业务增量可期，建议持续关注铺货进度、动销反馈以及营销举措。

- 2024 年底公司开启百利得流通产品的招商，春节后签约进度加速，目前发货铺市持续推进。2025 年 3 月 19 日单一调和威士忌百利得品牌下的流通新品“22”、“66”官宣上市，针对不同渠道和消费场景设置了 50ml、125ml、500ml、700ml 等多种规格，终端售价定位大众价格带，契合当下年轻消费者对于质价比和理性消费的诉求，如 500ml 规格的 22 线上售价 99 元，66 线上售价 219 元。
- 公司于 2025 年 6 月 19 日发布嵊州单一麦芽威士忌品牌 5 款新品，分别为嵊州甄选(多桶融合)、STR 红葡萄酒桶、菲诺雪莉桶、泥煤波本、阿蒙蒂亚雪莉桶桶强等风味；即日起，嵊州新品同步上线天猫、京东、小红书、抖音、有赞、快手等六大官方店铺，以及上海和广州嵊州吧、体验中心及全国多城市线下经销渠道；本次嵊州新品为 700ml 规格，线上售价在 200-500 元区间，产品发布前准备的 1000 份 200ml 风味盲盒一经上线便快速申领而空，嵊州新品发布会直播亦有超 4 万人在线上共同见证，消费者端认可度较高。
- 营销方面，公司借鉴预调酒经验和优势有序开展前期推广，促进尝鲜拉新消费：1) 上线四则情绪向、场景化宣传短片，表达“情绪需要出口”的品牌理念，传递情绪时刻“至少还有百利得”的品牌形象；2) 在微信公众号发布百利得 22 (50ml) + 软饮的多种调酒攻略，并联合名创优品开展百利得小酒馆快闪活动，引导消费者尝鲜；3) 针对 125ml 百利得 22，以及 500ml、700ml 百利得 22 和 66，在 2025 年 3 月 1 日-6 月 30 日期间开展开盖扫码 100% 有奖活动；4) 与即时零售渠道至马送酒合作，上线烈酒产品及小酒馆特调套餐，同时便利店、零食店等渠道亦有序拓展。

图49、百利得开展开盖扫码 100%有奖活动

| “百利得威士忌开盖扫码100%有奖”活动规则                                   |     |       |                       |
|----------------------------------------------------------|-----|-------|-----------------------|
| 活动名称<br>“百利得威士忌开盖扫码100%有奖”活动（以下简称“活动”）                   |     |       |                       |
| 活动详情                                                     |     |       |                       |
| 1. 活动时间：2025年3月1日00:00-2025年6月30日23:59:59期间（以下简称“活动期限”）。 |     |       |                       |
| 2. 活动产品：产品包装上印有“开盖扫码100%中奖”促销标识的下列百利得威士忌产品（以下简称“活动产品”）。  |     |       |                       |
| 产品编码                                                     | 品牌  | 净含量   | 产品描述(中文名称)            |
| 6974854281011                                            | 百利得 | 125ml | 百利得22<br>单一调和威士忌125ml |
| 6974854281029                                            | 百利得 | 500ml | 百利得22<br>单一调和威士忌500ml |
| 6974854281035                                            | 百利得 | 700ml | 百利得22<br>单一调和威士忌700ml |
| 6974854281042                                            | 百利得 | 500ml | 百利得66<br>单一调和威士忌500ml |
| 6974854281059                                            | 百利得 | 700ml | 百利得66<br>单一调和威士忌700ml |

本活动综合中奖率约为100%

数据来源：百利得微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、百利得威士忌、金酒及伏特加产品上线至马送酒平台



数据来源：百利得微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图51、百利得上线四则情绪向、场景化宣传短片



数据来源：百利得微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

表4、百利得、嵊州品牌旗下的流通产品陆续上市

| 品牌  | 产品                         | 特点                                                                                                                                | 酒精度     | 规格    | 价格    | 产品展示图 |
|-----|----------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|-------|-------|-------|
| 百利得 | 百利得22<br>单一调和威士忌           | 2次蒸馏，2次熟成<br>-香气：青苹果、奶油、雪松、梨<br>-口感：甜美、柑橘、蜂蜜、果香、苹果汁、清甜柔顺                                                                          | 40% vol | 50ml  | 20.9元 |       |
|     |                            |                                                                                                                                   |         | 125ml | 29.9元 |       |
|     |                            |                                                                                                                                   |         | 500ml | 99元   |       |
|     |                            |                                                                                                                                   |         | 700ml | 119元  |       |
| 嵊州  | 百利得66<br>单一调和威士忌           | 6大桶型，6种风味<br>-香气：焦糖、太妃糖、果干、熟水果、话梅、烤麦芽、烟熏<br>-口感：焦糖、太妃糖、果干、檀香、烟熏、淡淡的泥煤、入口甜美、柔顺饱满                                                   | 43% vol | 500ml | 219元  |       |
|     |                            |                                                                                                                                   |         | 700ml | 259元  |       |
|     | 嵊州甄选<br>单一麦芽威士忌            | 多桶融合：甜型中国加烈葡萄酒桶、美国橡木新桶、西班牙PX雪莉桶、美国波本桶等<br>-色泽：金黄色<br>-闻香：中国岩茶、红苹果、香水梨、葡萄干、肉桂、兰花、蜜香<br>-口感：入口柔顺、酒体轻盈、黄色水果和奶油蛋糕的碰撞，回味无穷<br>-余味：果干收尾 | 40% vol | 700ml | 229元  |       |
|     | 嵊州STR红葡萄酒桶<br>单一麦芽威士忌      | -色泽：深金色<br>-闻香：烟熏乌梅、熟苹果、话梅酸梅、香草奶油、皮革、山楂<br>-口感：焦糖、黄油面包、烟熏木质、黑巧克力、肉桂香料<br>-余味：烤坚果、巧克力                                              | 46% vol | 700ml | 279元  |       |
|     | 嵊州菲诺雪莉桶<br>单一麦芽威士忌         | -色泽：深金色<br>-闻香：肉桂与雪松、葡萄干、盐渍话梅、红枣、黑糖、烤坚果<br>-口感：焦糖、甘草、木质香料<br>-余味：甘草、木质香                                                           | 46% vol | 700ml | 339元  |       |
|     | 嵊州泥煤波本<br>单一麦芽威士忌          | -色泽：金黄色<br>-闻香：小白花、烟熏、香草、黄桃、杏、奶油、雪茄、麦芽甜<br>-口感：甜美圆润、烤麦芽、烟熏腊肉、香草奶油蛋糕<br>-余味：烤麦芽、烟草                                                 | 50% vol | 700ml | 339元  |       |
|     | 嵊州阿蒙蒂亚雪莉桶<br>桶强<br>单一麦芽威士忌 | -色泽：琥珀色<br>-闻香：草本、黑糖糖浆、香水、话梅、乌梅干、蜜饯、奶油、香草<br>-口感：强劲的甜感、杏脯、糖浆、果干、香料、黑巧克力、酸梅子<br>-余味：巧克力、脂粉香                                        | 66% vol | 700ml | 499元  |       |

数据来源：百利得微信公众号，抖音旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

## 四、盈利预测与投资建议

### ● 盈利预测及核心假设：

- 预调酒业务：公司作为预调酒龙头，在品牌认知、品类创新、产品营销、全国化产能方面均具备较为突出的优势。当前公司积极促进动销，库存处于良性水平。公司将持续完善“358”品类产品矩阵，通过长线新口味研发、包装汰换升级、季节限定、地域限定等多维度稳固品类成长，预计微醺保持稳健；清爽经过 2024 年的库存消化和核心人群沉淀，有望逐步恢复增长；清爽 2024 年起重视度提升，加强培育推广下预计可贡献增量；此外，未来在现有 358 度产品之外的品类推新亦有望带来一定量增，预调酒收入有望实现稳步增长。
- 食用香精业务：公司持续推进大客户战略，维护现有核心大客户的同时，积极获取优质中小型客户，香精香料业务有望保持稳定发展。
- 其他业务（含威士忌）：随着国产威士忌产品的陆续推出，中国和海外厂商可协同培育市场，威士忌品类渗透率有望进一步提升。百润威士忌产储能先发优势显著，同时预调酒业务为公司积累了舶来品本土化营销经验，并建立起全国化覆盖的渠道体系，均有望复用至威士忌业务，助力产品推广销售。目前公司旗下百利得和嵊州两大品牌均上新了威士忌流通产品，招商铺货稳步推进，渠道认可度较高，随着品类渗透率提升，有望为公司贡献增量。
- 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 34.94/39.46/44.06 亿元；考虑预调酒在价盘管控和规模效应下毛利率有望逐步提升，另外威士忌烈酒业务占比提升下亦有望带动整体毛利率稳中有升，叠加公司重视投入产出效果、提升组织效率，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.32/9.72/11.20 亿元。

**表5、百润股份 2025-2027 年盈利预测拆分**

|                  | 2023A | 2024A  | 2025E   | 2026E | 2027E |
|------------------|-------|--------|---------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)        | 3264  | 3048   | 3494    | 3946  | 4406  |
| yoy              | 25.9% | -6.6%  | 14.6%   | 12.9% | 11.7% |
| 其中：              |       |        |         |       |       |
| 1)预调酒(百万元)       | 2884  | 2677   | 2705    | 2857  | 2957  |
| yoy              | 27.8% | -7.2%  | 1.0%    | 5.6%  | 3.5%  |
| 毛利率              | 67.6% | 70.0%  | 71.9%   | 73.1% | 74.4% |
| 2)食用香精(百万元)      | 317   | 337    | 353     | 371   | 390   |
| yoy              | 13.2% | 6.3%   | 5.0%    | 5.0%  | 5.0%  |
| 毛利率              | 67.6% | 69.1%  | 70.0%   | 70.0% | 70.0% |
| 3)其他业务(含威士忌，百万元) | 63    | 35     | 436     | 718   | 1060  |
| yoy              | 12.4% | -45.5% | 1162.8% | 64.6% | 47.6% |
| 毛利率              | 20.8% | 47.6%  | 59.0%   | 60.3% | 62.4% |
| 营业成本（百万元）        | 1087  | 924    | 1045    | 1164  | 1272  |
| yoy              | -8.1% | -8.9%  | 13.1%   | 11.3% | 9.3%  |
| 整体毛利率            | 66.7% | 69.7%  | 70.1%   | 70.5% | 71.1% |
| 营业利润(百万元)        | 1025  | 923    | 1069    | 1249  | 1432  |
| yoy              | 57.4% | -9.9%  | 15.8%   | 16.8% | 14.7% |
| 归母净利润(百万元)       | 809   | 719    | 832     | 972   | 1120  |
| yoy              | 55.3% | -11.2% | 15.7%   | 16.8% | 15.2% |

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## ● 估值

- 纵向复盘来看，公司 2019-2021 年、2022 年 9 月-2023 年 6 月、2024 年 3-5 月三轮上涨的主要驱动分别为微醺、强爽、清爽大单品的放量增长，2024 年 9 月以来公司估值小幅上涨，主要是威士忌限量版及流通版产品有序推出，业绩增量预期催化上行，百润产品逻辑较为突出，新品有望带动估值和股价提升；截至 2025 年 6 月 19 日，百润股份 PE（TTM）为 38 倍，低于 2021 年以来的估值中枢（59 倍）。
- 横向对比来看，考虑到预调酒兼具低度酒和饮料的特性，同时预调酒、威士忌在中国属于新兴品类和小规模赛道，随着品类渗透率的提升具备一定成长性，我们选取燕京啤酒、东鹏饮料、会稽山、古越龙山作为可比公司；以 2025 年 6 月 20 日收盘价计算，百润股份对应 PE 分别为 33.4/28.6/24.8 倍，低于 2025-2027 年可比公司平均市盈率分别为 36.4/30.5/25.9 倍，维持“增持”评级。

图52、百润股份收盘价及 PE（TTM）历史表现



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表6、可比公司估值一览（估值日期为 2025 年 6 月 20 日）

| 证券代码      | 公司简称 | 收盘价<br>(元/股) | EPS (元) |       |       |       | PE    |       |       |       |
|-----------|------|--------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |              | 2024A   | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 000729.SZ | 燕京啤酒 | 13.15        | 0.37    | 0.52  | 0.62  | 0.71  | 35.1  | 25.3  | 21.2  | 18.5  |
| 605499.SH | 东鹏饮料 | 321.15       | 6.40    | 8.50  | 10.68 | 12.91 | 50.2  | 37.8  | 30.1  | 24.9  |
| 601579.SH | 会稽山  | 19.71        | 0.41    | 0.50  | 0.62  | 0.76  | 48.2  | 39.2  | 31.8  | 25.9  |
| 600059.SH | 古越龙山 | 10.32        | 0.23    | 0.24  | 0.27  | 0.30  | 45.8  | 43.2  | 38.7  | 34.4  |
| 可比公司平均值   |      | -            | -       | -     | -     | -     | 44.8  | 36.4  | 30.5  | 25.9  |
| 002568.SZ | 百润股份 | 26.49        | 0.69    | 0.79  | 0.93  | 1.07  | 38.7  | 33.4  | 28.6  | 24.8  |

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：燕京啤酒、东鹏饮料 2025-2027 年使用兴证食品饮料团队盈利预测，会稽山、古越龙山 2025-2027 年使用 Wind 一致预测

## 五、风险提示

- 1、威士忌新品推广不及预期：**目前国产威士忌酒厂处于起步阶段，若后续产能释放慢于预期，则产品推广节奏相应落后，先发优势可能会减弱；另外国内威士忌品类尚处在初期渗透阶段，若品牌认知不足、新品销售不及预期可能会影响公司经营业绩。
- 2、宏观经济波动风险：**若经济增速放缓或影响消费信心和动力，导致酒类消费品增速不及预期。
- 3、市场竞争加剧：**随着威士忌渗透率的提升，将会有越来越多的厂商加入市场，未来威士忌市场竞争程度将加剧。
- 4、食品安全风险：**若产品出现品质问题将影响产品品牌、公司形象及业务经营。

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

| 会计年度           | 2024A       | 2025E       | 2026E        | 2027E        |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>3463</b> | <b>3964</b> | <b>4677</b>  | <b>5498</b>  |
| 货币资金           | 1931        | 2272        | 2808         | 3417         |
| 交易性金融资产        | 50          | 60          | 70           | 80           |
| 应收票据及应收账款      | 260         | 253         | 296          | 331          |
| 预付款项           | 18          | 26          | 27           | 30           |
| 存货             | 1043        | 1162        | 1261         | 1399         |
| 其他             | 160         | 192         | 215          | 240          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>4656</b> | <b>5083</b> | <b>5383</b>  | <b>5658</b>  |
| 长期股权投资         | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 固定资产           | 2925        | 3275        | 3512         | 3732         |
| 在建工程           | 878         | 958         | 1019         | 1064         |
| 无形资产           | 480         | 477         | 473          | 470          |
| 商誉             | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 其他             | 373         | 373         | 378          | 393          |
| <b>资产总计</b>    | <b>8119</b> | <b>9047</b> | <b>10059</b> | <b>11157</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>2299</b> | <b>2683</b> | <b>3113</b>  | <b>3544</b>  |
| 短期借款           | 1042        | 1342        | 1642         | 1942         |
| 应付票据及应付账款      | 546         | 559         | 630          | 696          |
| 其他             | 710         | 781         | 841          | 905          |
| <b>非流动负债</b>   | <b>1123</b> | <b>1198</b> | <b>1233</b>  | <b>1268</b>  |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 其他             | 1123        | 1198        | 1233         | 1268         |
| <b>负债合计</b>    | <b>3422</b> | <b>3881</b> | <b>4345</b>  | <b>4811</b>  |
| 股本             | 1049        | 1049        | 1049         | 1049         |
| 未分配利润          | 1697        | 2044        | 2450         | 2917         |
| 少数股东权益         | 10          | 8           | 4            | 0            |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>4697</b> | <b>5166</b> | <b>5714</b>  | <b>6345</b>  |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>8119</b> | <b>9047</b> | <b>10059</b> | <b>11157</b> |

**现金流量表**

单位：百万元

| 会计年度              | 2024A       | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 归母净利润             | 719         | 832         | 972         | 1120        |
| 折旧和摊销             | 216         | 286         | 320         | 354         |
| 营运资金的变动           | -259        | -72         | -39         | -73         |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>673</b>  | <b>1088</b> | <b>1302</b> | <b>1456</b> |
| 资本支出              | -836        | -710        | -610        | -610        |
| 长期投资              | -50         | -10         | -10         | -10         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-883</b> | <b>-722</b> | <b>-630</b> | <b>-640</b> |
| 债权融资              | 341         | 339         | 335         | 335         |
| 股权融资              | 14          | 0           | 0           | 0           |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>230</b>  | <b>-24</b>  | <b>-136</b> | <b>-206</b> |
| 现金净变动             | 19          | 341         | 536         | 609         |

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

| 会计年度            | 2024A       | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业总收入</b>    | <b>3048</b> | <b>3494</b> | <b>3946</b> | <b>4406</b> |
| 营业成本            | 924         | 1045        | 1164        | 1272        |
| 税金及附加           | 177         | 201         | 221         | 247         |
| 销售费用            | 750         | 862         | 967         | 1075        |
| 管理费用            | 204         | 229         | 249         | 273         |
| 研发费用            | 100         | 115         | 129         | 145         |
| 财务费用            | 26          | 26          | 29          | 33          |
| 投资收益            | 2           | 0           | 0           | 0           |
| 公允价值变动收益        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 信用减值损失          | -2          | -2          | -2          | -2          |
| 资产减值损失          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>营业利润</b>     | <b>923</b>  | <b>1069</b> | <b>1249</b> | <b>1432</b> |
| 营业外收支           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>     | <b>923</b>  | <b>1069</b> | <b>1249</b> | <b>1433</b> |
| 所得税             | 207         | 240         | 280         | 317         |
| 净利润             | 716         | 829         | 969         | 1116        |
| 少数股东损益          | -3          | -3          | -3          | -4          |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>719</b>  | <b>832</b>  | <b>972</b>  | <b>1120</b> |
| <b>EPS(元)</b>   | <b>0.69</b> | <b>0.79</b> | <b>0.93</b> | <b>1.07</b> |

**主要财务比率**

| 会计年度           | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长性</b>     |        |       |       |       |
| 营业总收入增长率       | -6.6%  | 14.6% | 12.9% | 11.7% |
| 营业利润增长率        | -9.9%  | 15.8% | 16.8% | 14.7% |
| 归母净利润增长率       | -11.2% | 15.7% | 16.8% | 15.2% |
| <b>盈利能力</b>    |        |       |       |       |
| 毛利率            | 69.7%  | 70.1% | 70.5% | 71.1% |
| 归母净利率          | 23.6%  | 23.8% | 24.6% | 25.4% |
| ROE            | 15.3%  | 16.1% | 17.0% | 17.6% |
| <b>偿债能力</b>    |        |       |       |       |
| 资产负债率          | 42.1%  | 42.9% | 43.2% | 43.1% |
| 流动比率           | 1.51   | 1.48  | 1.50  | 1.55  |
| 速动比率           | 0.99   | 0.98  | 1.03  | 1.09  |
| <b>营运能力</b>    |        |       |       |       |
| 资产周转率          | 40.0%  | 40.7% | 41.3% | 41.5% |
| <b>每股资料(元)</b> |        |       |       |       |
| 每股收益           | 0.69   | 0.79  | 0.93  | 1.07  |
| 每股经营现金         | 0.64   | 1.04  | 1.24  | 1.39  |
| <b>估值比率(倍)</b> |        |       |       |       |
| PE             | 38.7   | 33.4  | 28.6  | 24.8  |
| PB             | 5.9    | 5.4   | 4.9   | 4.4   |

## 分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                                       | 类别   | 评级  | 说明                                                         |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----|------------------------------------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%                                    |
|                                                                                                                                                                                 |      | 增持  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间                             |
|                                                                                                                                                                                 |      | 中性  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间                             |
|                                                                                                                                                                                 |      | 减持  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%                                    |
|                                                                                                                                                                                 |      | 无评级 | 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 |
|                                                                                                                                                                                 | 行业评级 | 推荐  | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数                                        |
|                                                                                                                                                                                 |      | 中性  | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平                                       |
|                                                                                                                                                                                 |      | 回避  | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数                                        |

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

| 上海                                                                 | 北京                                                                 | 深圳                                                                 |
|--------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| 地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层                                       | 地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元                            | 地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼                                  |
| 邮编：200135                                                          | 邮编：100020                                                          | 邮编：518035                                                          |
| 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a> | 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a> | 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a> |