



公司研究 | 深度报告 | 百润股份 (002568.SZ)

百润股份深度报告：百尺竿头，玉润金声

报告要点

百润作为中国预调酒龙头企业，未来随着预调酒市场的持续扩容，公司预调酒业务有望实现稳定发展。同时，百润作为国产威士忌的领军品牌之一，目前在产品矩阵、渠道设计、产能储备等方面已经做好准备，未来随着威士忌在中国市场渗透率持续提升，公司威士忌有望持续贡献业绩增量。

分析师及联系人



董思远

SAC: S0490517070016

SFC: BQK487



石智坤

SAC: S0490522090002

SFC: BVF934



冯莹

SAC: S0490524060001

百润股份 (002568.SZ)

2025-09-08

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

百润股份深度报告：百尺竿头，玉润金声

百润股份：国内预调酒龙头，开启威士忌新征程

百润股份公司目前有预调酒和香精香料两大业务，2024 年公司预调酒实现收入 26.8 亿元，同比下降 7.2%，占比 87.8%，是公司的第一大业务。香精香料业务 2024 年实现收入 3.4 亿元，同比 6.3%，占比 11.0%。公司此前聚焦香精香料业务，2015 年公司收购巴克斯酒业并实现并表，自此形成预调酒和香精香料双轮驱动的发展模式。2016 年百润股份启动威士忌战略，2021 年威士忌酒厂正式投产。2024 年 11 月，公司推出两款创世版威士忌产品。2025 年 3 月正式推出“百利得”单一调和威士忌 22 和 66，6 月公司旗下嵊州蒸馏厂发布了 5 款单一麦芽威士忌新品，至此嵊州与百利得两大威士忌品牌正式推向市场。目前，公司在产能储备、品牌宣传、体验中心建设等方面已经处于国产威士忌领先地位，未来有望打造成公司的第三增长极。

预调酒：行业龙头，地位稳固，迭代焕新

百润是中国市场预调酒龙头，过去几年整体业绩表现相对稳定。目前，百润股份已经形成完善的产品矩阵布局，在渠道上已经形成线上直销渠道、线下快消渠道的综合布局，同时，在产业链上已具一定规模，战略性协同效应逐步显现。从产品结构来看，目前公司预调鸡尾酒在售产品涵盖了不同酒精度的微醺系列、清爽系列、清爽系列、经典系列以及限定/联名/定制等多个系列，规格包括 275mL、330mL、500mL 等不同容量的易拉罐装和玻璃瓶装，可以满足不同消费者在各消费场景的需求。根据中国酒业协会和上海市酿酒专业协会的文件显示，“RIO（锐澳）”牌预调鸡尾酒的市场占有率连续多年在行业内全国排名第一，占据领先地位。

威士忌业务：国产威士忌新征程，蓄势待发

整体来看，目前威士忌已经成为全球第一大烈酒品类，过去几年整体维持稳健增长。从中国市场来看，威士忌整体保持较好增长态势，目前市场呈现出“渗透率低、消费均价高”的特点，但从进出口数据来看，目前威士忌的国产替代正在逐步进行。展望未来，随着威士忌渗透率的逐步提升，以及本土威士忌品牌在品牌建设、口味探索等方面逐步崛起，国产威士忌有望迎来较快发展。目前百润股份已经完成第 50 万只酒桶罐装，是国内桶陈规模最大的威士忌酒厂，同时公司在产品布局、品牌宣传、威士忌奖项评选、体验中心等方面逐步发力，万事俱备静待东风，公司有望引领国产威士忌持续崛起。

盈利预测

百润作为中国预调酒龙头企业，未来随着预调酒市场的持续扩容，公司预调酒业务有望实现稳定发展。同时，百润作为国产威士忌的领军品牌之一，目前在产品矩阵、渠道设计、产能储备等方面已经做好准备，未来随着威士忌在中国市场渗透率持续提升，公司威士忌有望持续贡献业绩增量。我们预计公司 2025/2026 年 EPS 为 0.70/0.86 元，对应最新 PE 为 37/30 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 1、宏观经济波动导致需求修复不及预期；
- 2、市场价格大幅波动导致渠道积极性受损；
- 3、行业竞争加剧导致公司盈利能力受损；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

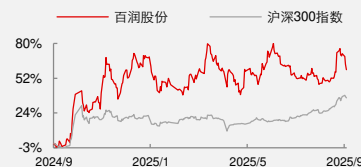
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	26.03
总股本(万股)	104,937
流通A股/B股(万股)	72,276/0
每股净资产(元)	4.37
近12月最高/最低价(元)	31.70/15.73

注：股价为 2025 年 9 月 3 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

百润股份：国内预调酒龙头，开启威士忌新征程	6
预调酒业务：行业龙头，地位稳固，迭代焕新	7
预调酒市场：稳健增长，龙头为先，挖掘潜力	8
预调酒国际对比：渗透率、均价双低，仍有较大发展空间	11
百润股份：国内预调酒龙头，地位稳固，创新迭代	12
威士忌业务：国产威士忌新征程，蓄势待发	15
威士忌：全球烈酒领先品类	15
国产威士忌蓄势待发	18
国产威士忌突围之路	20
百润股份：万事俱备，静待东风	22
盈利预测	25
风险提示	26

图表目录

图 1：百润股份营业总收入（亿元）及同比增速	6
图 2：百润股份归母净利润（亿元）及同比增速	6
图 3：百润股份收入构成（亿元）	6
图 4：百润股份股权结构（截至 2025 年中报）	7
图 5：公司预调酒业务收入（亿元）	8
图 6：中国预调酒市场收入规模（零售口径）及增速	9
图 7：中国预调酒市场销量及增速	9
图 8：中国预调酒市场竞争格局	9
图 9：中国预调酒市场现饮及非现饮渠道收入（亿元）	10
图 10：中国预调酒市场现饮及非现饮渠道销量（万千升）	10
图 11：中国预调酒市场渠道结构（2024 年）	10
图 12：预调酒现饮及非现饮渠道均价对比（元/千升）	10
图 13：主要市场酒类结构（按销售额分，2024 年）	11
图 14：主要市场酒类结构（按销售量分，2024 年）	11
图 15：全球主要市场预调酒销售均价（美元/升，2024 年）	12
图 16：预调酒人均消费量（升/年，2020 年）	12
图 17：果冻微醺产品示意图	13
图 18：轻享产品示意图	13
图 19：百润预调酒销售渠道结构（2024 年）	14
图 20：百润预调酒线下零售渠道收入（亿元）及同比增速	14
图 21：百润股份销售费用率变化	14
图 22：百润邛崃生产基地	15
图 23：全球烈酒份额（2024 年）	16
图 24：全球威士忌零售额及同比增速	16

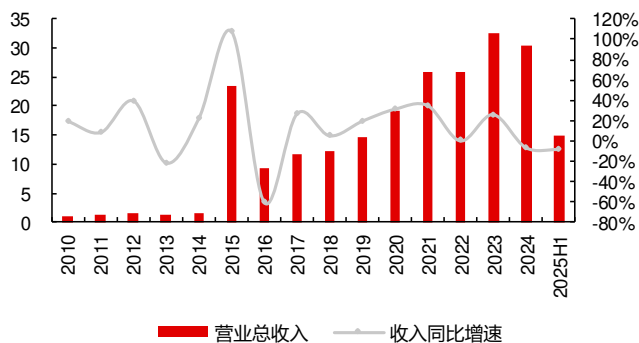
图 25: 全球威士忌销售均价及同比增速	16
图 26: 全球威士忌销量及同比增速.....	16
图 27: 威士忌全球消费量占比 (2023 年)	17
图 28: 威士忌全球消费价值量结构 (2023 年)	17
图 29: 部分国家威士忌销售均价 (2024 年, 美元/升)	17
图 30: 全球威士忌竞争格局 (2023 年)	18
图 31: 部分市场威士忌集中度 (2023 年)	18
图 32: 中国威士忌销售金额及同比增速	18
图 33: 中国威士忌销售量及同比增速.....	18
图 34: 中国威士忌销售均价及增速.....	19
图 35: 中国威士忌进口量 (万升)	19
图 36: 中国威士忌进口金额 (万元)	19
图 37: 中国威士忌消费各价格带占比 (2024 年)	20
图 38: 中国威士忌消费年龄段占比 (2024 年)	20
图 39: 中国威士忌产能情况 (千升)	20
图 40: 中国威士忌桶陈规模 (千升)	20
图 41: 中国威士忌消费场景 (2024 年)	21
图 42: 中国威士忌饮用方式 (2024 年)	21
图 43: 尊尼获加英国爱丁堡游客体验中心.....	22
图 44: 百润烈酒产品	23
图 45: 峡州蒸馏厂荣获全球力荐游客中心称号	24
表 1: 百润股份董事会及高管简介 (截至 2025 年中报)	7
表 2: 百润股份产品结构	12
表 3: 百润产品体系	23
表 4: 公司营收和利润敏感性分析 (单位: 百万元)	26

百润股份：国内预调酒龙头，开启威士忌新征程

百润股份公司目前有预调酒和香精香料两大业务，2024 年公司预调酒实现收入 26.8 亿元，同比下降 7.2%，占比 87.8%，是公司的第一大业务；香精香料业务 2024 年实现收入 3.4 亿元，同比 6.3%，占比 11.0%。公司此前聚焦香精香料业务，2015 年公司收购巴克斯酒业并实现并表，自此形成预调酒和香精香料双轮驱动的发展模式。2015-2024 年，公司预调酒业务收入复合增速 2.1%，香精香料业务复合增速 10.6%，其中预调酒业务发展呈现一定的周期性，而香精香料业务整体发展较为平稳，2017 年以来香精香料业务每年均能实现正增长。

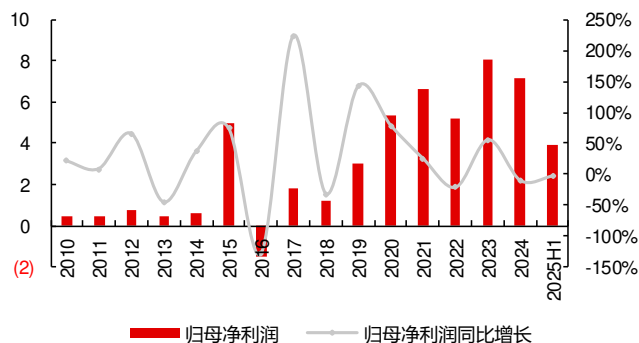
2016 年百润股份启动威士忌战略，2021 年威士忌酒厂正式投产。2024 年 11 月，公司推出两款创世版威士忌产品。2025 年 3 月正式推出“百利得”单一调和威士忌 22 和 66，6 月公司旗下岷州蒸馏厂发布了 5 款单一麦芽威士忌新品，至此岷州与百利得两大威士忌品牌正式推向市场。目前，公司在产能储备、品牌宣传、体验中心建设等方面已经处于国产威士忌领先地位，未来有望持续引领国产威士忌发展，打造公司的第三增长极。

图 1：百润股份营业总收入（亿元）及同比增速



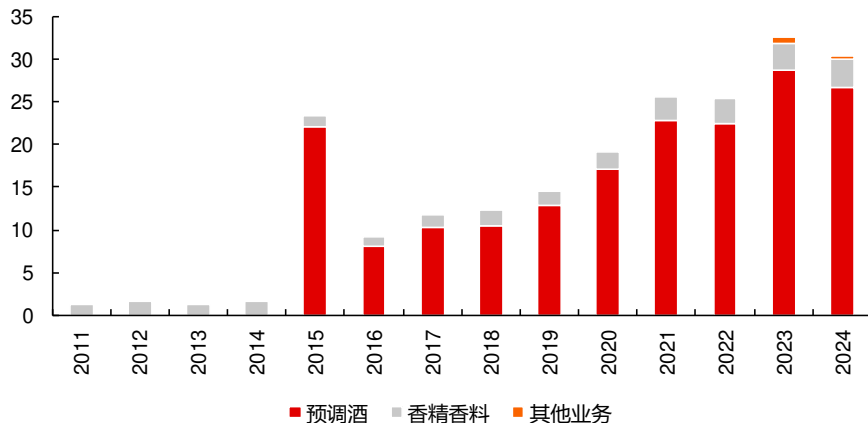
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：百润股份归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

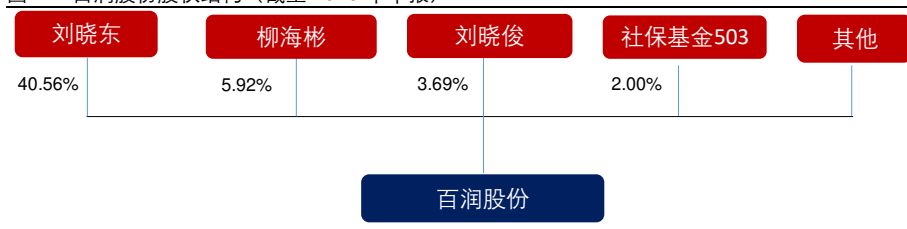
图 3：百润股份收入构成（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

目前公司股权结构稳定，管理层均长期在公司任职，内部团队较为稳定。公司实际控制人为刘向东，目前直接持有公司 40.56% 的股份，同时担任公司董事长兼总经理。从公司董事会和高管结构来看，核心人员均长期在公司任职，公司内部组织较为稳定，为公司长期稳健发展夯实基础。

图 4：百润股份股权结构（截至 2025 年中报）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：百润股份董事会及高管简介（截至 2025 年中报）

姓名	职务	任职日期	性别	学历	年龄	最新薪酬(万元)
刘向东	董事长，董事，总经理	2008-11-18	男	硕士	58	137.98
高原	董事	2013-03-20	男	硕士	55	20.00
马良	董事，副总经理	2021-11-16	男	本科	48	164.47
李永峰	董事，副总经理	2024-09-06	男	硕士	52	169.66
潘煜	独立董事	2021-11-16	男	博士	49	20.00
陈伟权	独立董事	2024-09-06	男	硕士	56	5.00
姚毅	独立董事	2024-09-06	男	硕士	53	5.00
林丽莺	副总经理	2015-06-25	女	本科	49	156.00
王晨	董事会秘书	2024-09-06	女	本科	44	13.15

资料来源：Wind，长江证券研究所

预调酒业务：行业龙头，地位稳固，迭代焕新

历史来看，百润股份预调酒业务经历了完整周期，核心驱动力从营销转向产品创新和供应链整合。当前已形成较为完善的产品矩阵，构建长期壁垒。

从公司预调酒发展历程来看，经历以下几个阶段：

➤ 2003-2013：初创与品牌培育期

巴克斯酒业成立于 2003 年 12 月，自成立伊始，巴克斯酒业始终专注于预调鸡尾酒产品的开发、品牌运营和渠道建设。至 2013 年，巴克斯酒业已经成功开发出包含伏特加、朗姆、威士忌、白兰地等多酒基的预调鸡尾酒产品。在国内预调鸡尾酒市场保持快速增长的宏观背景下，巴克斯酒业生产的“炫彩瓶”、“靓彩罐”和“佐餐酒”系列预调鸡尾酒产品以其“低酒精度、口味众多、时尚健康、快乐自在的特点”日益受到国内广大都市消费群体的青睐。

➤ 2014-2015：爆发增长阶段

2014年百润股份以55.63亿元收购巴克斯酒业（RIO运营主体），公司预调酒业务正式注入上市公司。随着预调酒在中国市场的拓圈，以及百润在营销端持续发力，公司预调酒业务迎来爆发增长。2013-2015年，公司预调鸡尾酒营业收入分别为1.87、9.8、22.1亿元，整体增速较快。

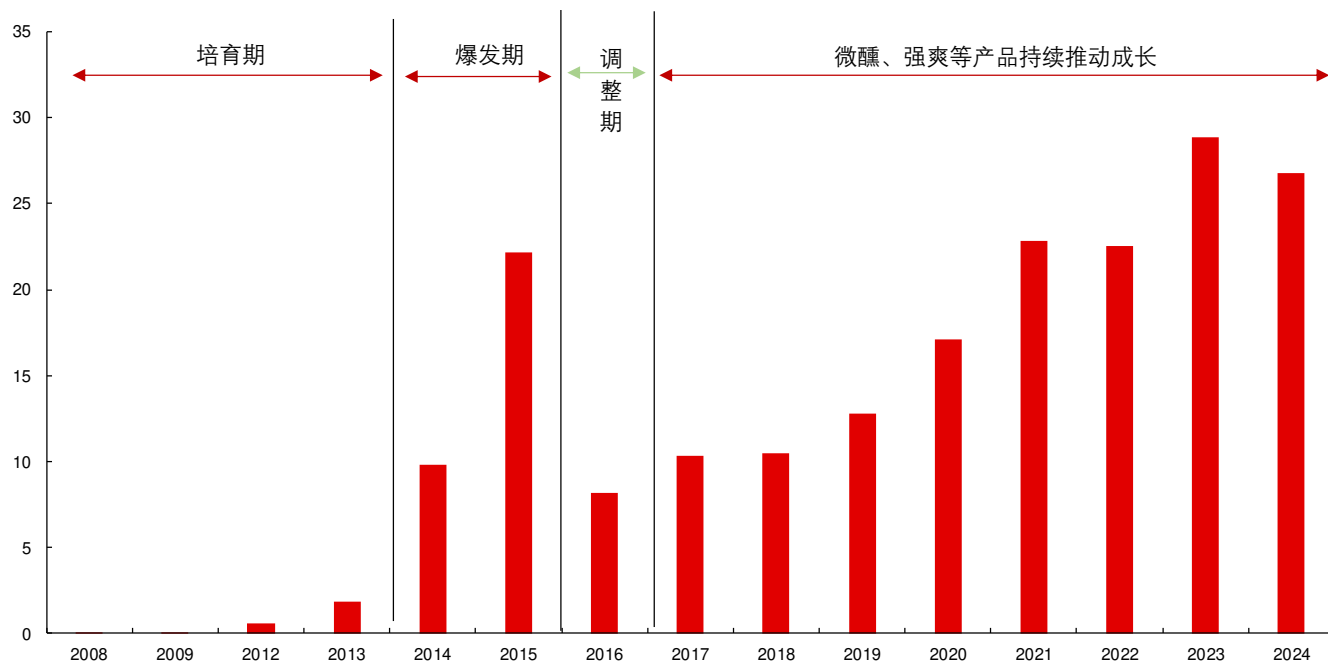
➤ **2016：行业调整与库存危机**

2013-2015年行业过度扩张导致渠道库存积压，叠加竞争对手的加速涌入，加速了行业供需格局的失衡。2016年，公司实施了短期调整、整固促进长期健康发展的经营策略，在消化经销商库存、优化渠道结构的过程中，公司端产品出货量显著低于终端产品销量，公司营业收入因此出现大幅波动，2016年公司预调酒业务收入同比下降约63%。

➤ **2017年至今：新品推动公司持续增长**

随着公司库存逐步去化，叠加公司微醺、强爽等产品逐步放量，公司预调酒业务重新迎来增长。2017年，公司对“STRONG（强爽）”系列和“LIGHT 微醺”系列进行了全面升级，为后续产品放量打下基础。2017年公司微醺系列逐步放量，到2021年微醺已经成为公司的第一大单品。2021年公司强爽系列实现翻倍增长，2022年，强爽系列在话题营销、联名营销、热播剧植入等共同推动下，销量实现强劲增长，推动公司预调酒业务收入再创新高。

图 5：公司预调酒业务收入（亿元）

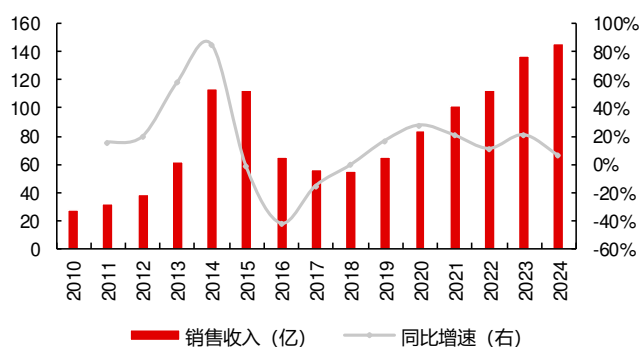


资料来源：Wind，长江证券研究所

预调酒市场：稳健增长，龙头为先，挖掘潜力

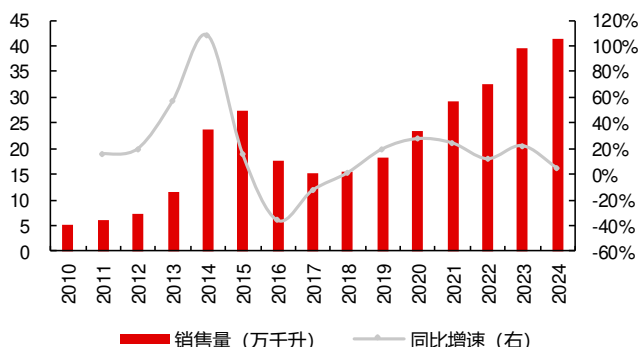
从中国预调酒市场发展情况来看，根据欧睿口径数据，2024 年中国预调酒市场实现销售量 414 万千升，同比增长 4.4%，过去 5 年复合增速 17.6%。2024 年，中国预调酒市场零售口径销售规模 146.0 亿元，同比增长 6.6%，过去 5 年复合增速 17.5%，出厂口径销售规模 92.5 亿元，同比增长 6.8%，过去 5 年复合增速 18.4%。整体来看，2024 年中国预调酒市场的增速有一定下行，但从过去 5 年的情况来看，仍然保持相对较快的增长。

图 6：中国预调酒市场收入规模（零售口径）及增速



资料来源：欧睿，长江证券研究所

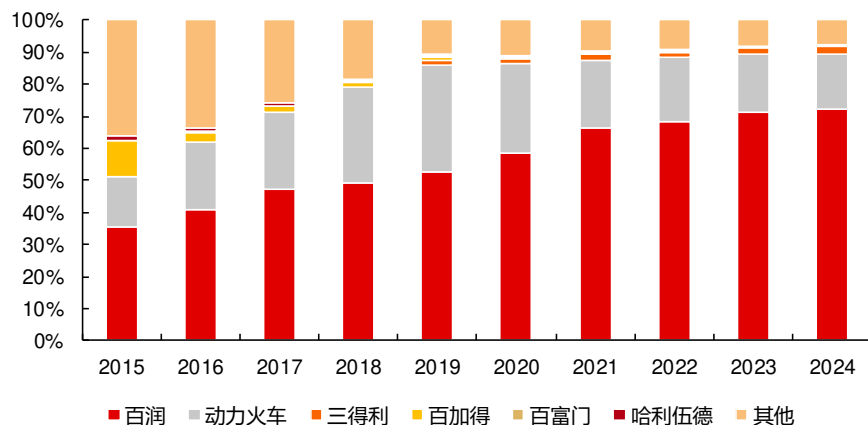
图 7：中国预调酒市场销量及增速



资料来源：欧睿，长江证券研究所

从竞争格局来看，目前中国预调酒市场呈现较为显著的寡头垄断态势。2024 年，百润股份在中国预调酒市场的市占率为 72.3%，显著领先于第二名的动力火车（市占率 17.2%）、以及第三名的三得利（市占率 2.1%），且从市占率的动态变化来看，百润股份近年来在国内预调酒市场的市占率稳步提升，2015 年公司市占率仅有 35.3%，但到 2024 年，公司已经是国内预调酒市场龙头且地位稳固，市占率实现翻倍以上提升。

图 8：中国预调酒市场竞争格局



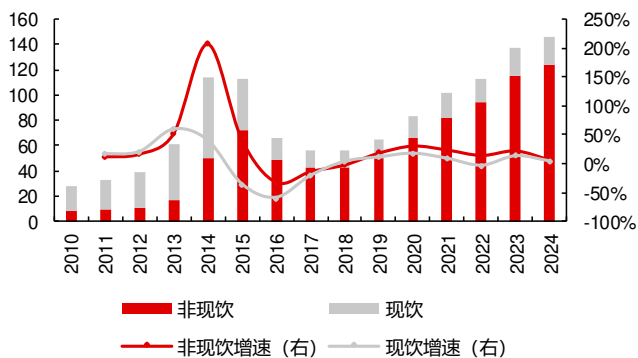
资料来源：欧睿，长江证券研究所

从渠道结构来看，中国预调酒市场在非现饮渠道的销售仍然是主流，现饮渠道整体占比仍然较低，但从消费均价来看，现饮渠道的整体溢价较为明显。2024 年，中国预调酒市场非现饮渠道实现收入 123.4 亿元，过去 5 年复合增速 19.8%，现饮渠道收入 22.6 亿元，过去 5 年复合增速 8.2%；从销量表现来看，2024 年中国预调酒市场非现饮渠道销量 37.5 万千升，过去 5 年复合增速 18.9%，现饮渠道销量 3.8 万千升，过去 5 年复合增速 7.9%。

具体来看，根据欧睿数据，2024 年中国预调酒的主要销售渠道为大卖场和商超，其次为电商，前三大渠道累计贡献预调酒 88.7% 的销售。从趋势来看，2024 年电商渠道销售占比有所提升，线下渠道销售占比有所下降，主要系商超卖场的拖累，2024 年便利店渠道的销售占比有所提升。

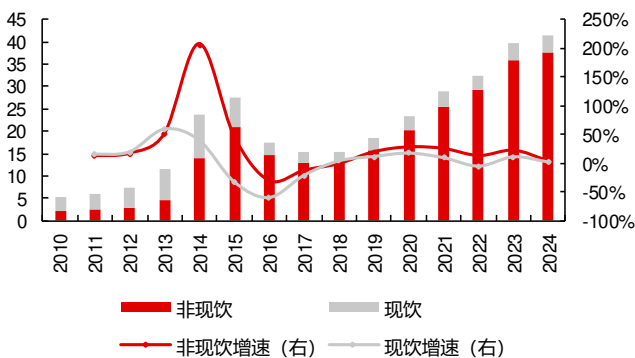
从销售均价来看，2024 年中国预调酒市场非现饮渠道销售均价约为 3.3 元/千升，而现饮渠道销售均价为 5.9 元/千升，现饮渠道整体销售溢价较为明显。从趋势来看，过去 5 年非现饮渠道销售均价复合增速 0.7%，现饮渠道销售均价复合增速 0.3%，非现饮渠道略微跑赢，但整体来看，中国预调酒市场均价提升的态势并不明显。

图 9：中国预调酒市场现饮及非现饮渠道收入（亿元）



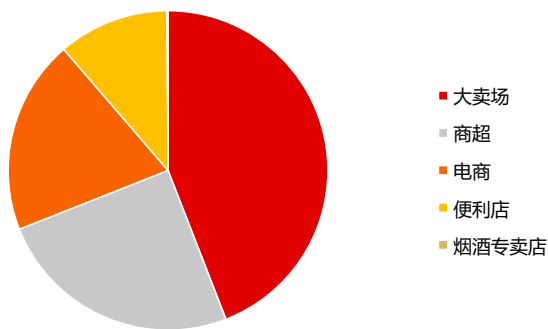
资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 10：中国预调酒市场现饮及非现饮渠道销量（万千升）



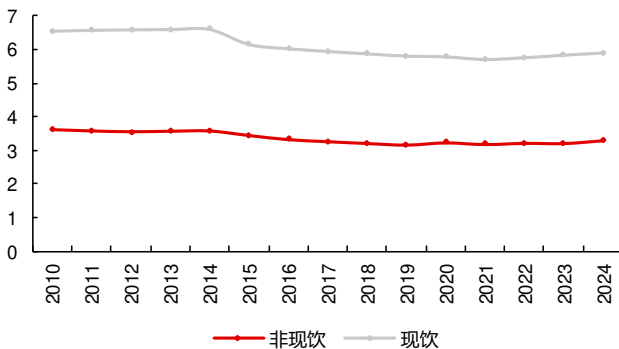
资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 11：中国预调酒市场渠道结构（2024 年）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 12：预调酒现饮及非现饮渠道均价对比（元/千升）



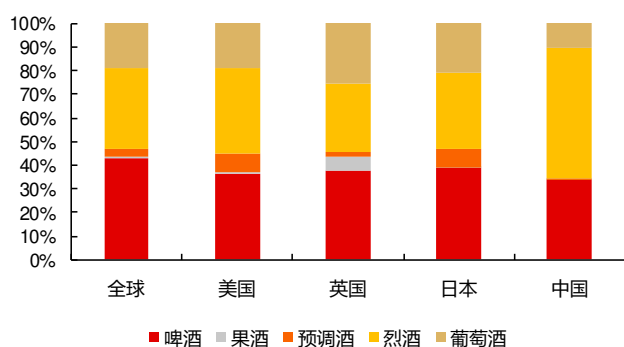
资料来源：欧睿，长江证券研究所

预调酒国际对比：渗透率、均价双低，仍有较大发展空间

从国际对比来看，目前中国预调酒市场呈现出渗透率低、均价低的消费特征。以下我们将从市场规模、消费量、消费均价、人均消费量等几个维度进行国际对比：

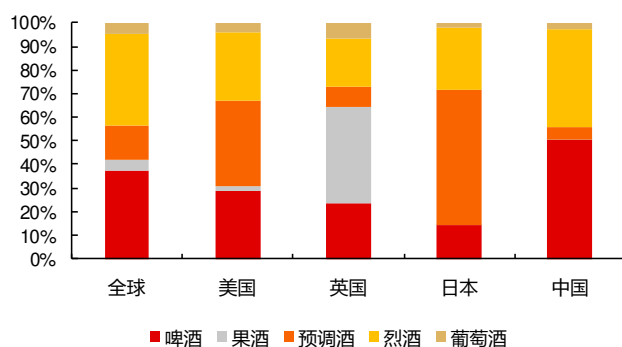
- ✓ **市场规模维度：**从市场规模来看，2024 年全球预调酒零售规模达到 510 亿美元，其中，中国市场消费规模仅有 20 亿美元，相比烈酒和啤酒而言，中国预调酒市场的全球份额仍然较低。从和啤酒的消费对比来看，全球预调酒市场规模占啤酒规模的比重约为 7%，其中美国和日本分别约为 22%、19%，而中国预调酒市场规模仅占啤酒规模的约 2%，未来渗透流程还有较大的提升空间。
- ✓ **消费量维度：**从消费量来看，2024 年全球预调酒消费量达到 77385 百万升，其中中国预调酒消费量为 4135 百万升，占全球比重 5.3%，相比啤酒 21.5% 的全球份额、烈酒 17.1% 的全球份额、葡萄酒 8.9% 的全球份额来看，仍然较大的差距。

图 13：主要市场酒类结构（按销售额分，2024 年）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

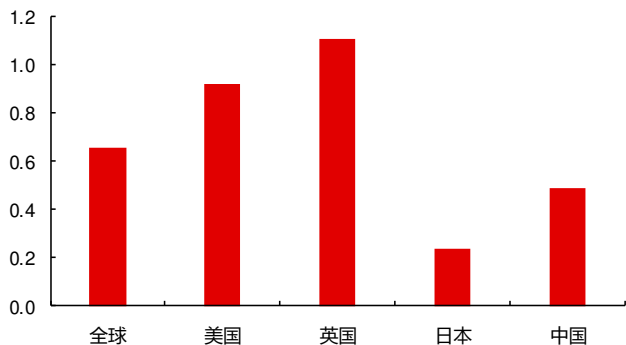
图 14：主要市场酒类结构（按销售量分，2024 年）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

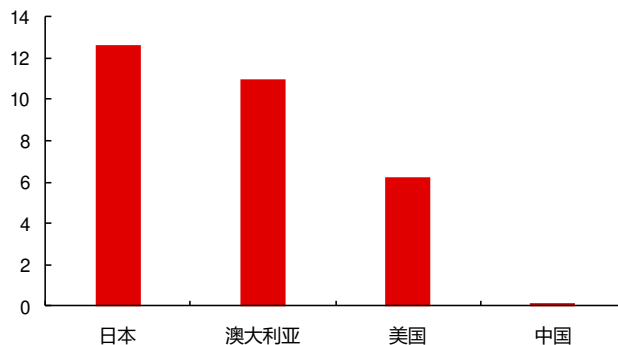
- ✓ **消费均价维度：**从消费均价来看，2024 年中国威士忌市场消费均价 0.5 美元/升，低于全球平均水平 0.7 美元/升，高于日本的 0.2 美元/升，从全球市场来看，中国预调酒均价未来仍有提升空间。
- ✓ **人均消费量维度：**从人均消费量来看，美国人均预调酒消费量在 6.2L；日本人均消费量 12.6L；我国预调酒人均消费量仅为 0.1L。对比全球市场来看，我国预调酒消费习惯尚不成熟，未来仍有较大成长空间。

图 15: 全球主要市场预调酒销售均价 (美元/升, 2024 年)



资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

图 16: 预调酒人均消费量 (升/年, 2020 年)



资料来源: 观研天下, 长江证券研究所

百润股份: 国内预调酒龙头, 地位稳固, 创新迭代

百润是中国市场预调酒龙头, 过去几年整体业绩表现相对稳定。目前, 百润股份已经形成完善的产品矩阵布局, 在渠道上已经形成线上直销渠道、线下快消渠道的综合布局, 同时, 在产业链上已具一定规模, 战略性协同效应逐步显现。

从产品结构来看, 目前公司预调鸡尾酒在售产品涵盖了不同酒精度的微醺系列、清爽系列、强爽系列、经典系列以及限定/联名/定制等多个系列, 规格包括 275mL、330mL、500mL 等不同容量的易拉罐装和玻璃瓶装, 可以满足不同消费者在各消费场景的需求。根据中国酒业协会和上海市酿酒专业协会的文件显示, “RIO (锐澳)” 牌预调鸡尾酒的市场占有率连续多年在行业内全国排名第一, 占据领先地位。现阶段公司系统推进“358”品类矩阵建设, 扩大品类矩阵产品组合, 通过口味出新、包装升级、季节限定等强化消费黏性, 促进品类成长。2024 年强爽系列零糖新品“春雪蜜桃”口味上市, 清爽系列 500mL 罐装上新, 零糖零嘌呤更轻负担, “春见白桃”口味和“阳光玫瑰葡萄”口味鲜甜清新, 好喝不苦、加倍爽口; 微醺系列“青提茉莉”新口味上市表现出色, 单品产出跃入口味前三名, “乐橘乌龙”口味持续渗透, 冬季限定“苹果白巧拿铁”口味与知名咖啡品牌联名, 创造新奇跨界体验, 此外微醺还推出多款联名/定制产品, 包装和口味不断创新, 赢取众多年轻消费者好感。目前, 公司强爽系列销售占比最高, 微醺及清爽系列次之。

表 2: 百润股份产品结构

产品	度数	口味	定价 (元/瓶)	图片
微醺	3°	玫瑰荔枝白兰地、百香果伏特加等	6-7 元	
清爽	5°	阳光玫瑰、春见葡萄伏特加等	5-6 元	

强爽	8°	荔枝伏特加、苹果西打等	8-12 元	
经典瓶	4.2-4.5°	蓝玫瑰威士忌等	10-11 元	
其他系列		本榨、轻享、夜狮等		

资料来源：京东，公司官网，长江证券研究所

2025 年，公司进一步丰富自身产品矩阵，创新性得推出果冻微醺和轻享两款产品。其中，百润在 2025 年 6 月 25 日推出全新微醺果冻酒（3 度，250ml），果冻的形态创新饮用方式，官方定价赏味装 39 元（4 罐+2 个果冻杯）、礼赠装 75 元（8 罐+2 个果冻杯+1 个手拎袋）。2025 年 7 月 31 日，百润 RiO 轻享全新上市，12 度花果香，定位和闺蜜的小酒，预计将形成对百润现有预调酒产品体系得重要补充。

图 17：果冻微醺产品示意图



资料来源：锐澳鸡尾酒，长江证券研究所

图 18：轻享产品示意图

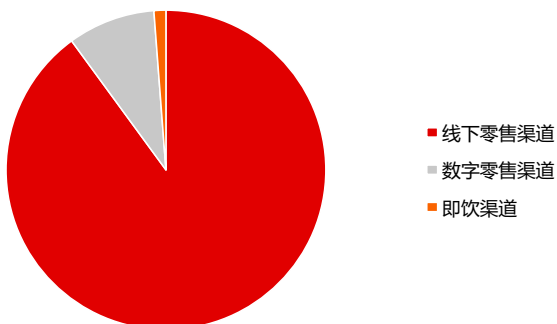


资料来源：锐澳鸡尾酒，长江证券研究所

从渠道结构来看，目前百润公司预调酒产品销售渠道包含线上直销渠道，线上直销渠道在售产品涵盖了不同酒精度的微醺系列、清爽系列、强爽系列、经典系列及限定/联名/定制等多个系列，规格包括 275mL、330mL、500mL 等不同容量的易拉罐装和玻璃瓶装。线上直销渠道主要包括抖音、小红书、天猫、拼多多、京东等国内主要的线上电商平台。公司聚焦年轻渠道，做精做透，增加重点品类规模覆盖，强化便利店、零食店、校园店等重点渠道，强化新品专项、陈列专项、数字化营销专项等重点项目，有效提升重点渠道运营能力。从线下渠道来看，2024 年公司线下零售渠道 27.11 亿元，同比下降 1.5%，占公司预调酒收入比重约 90%，是公司的第一大渠道。2024 年公司数字零售渠道收入 2.66 亿元，同比下滑 30.8%，占比约 9%，即饮渠道实现收入 0.36 亿元，同比下滑 43.6%，占比约 1%。从 2020 年以来的情况来看，线下渠道仍为公司最重要的

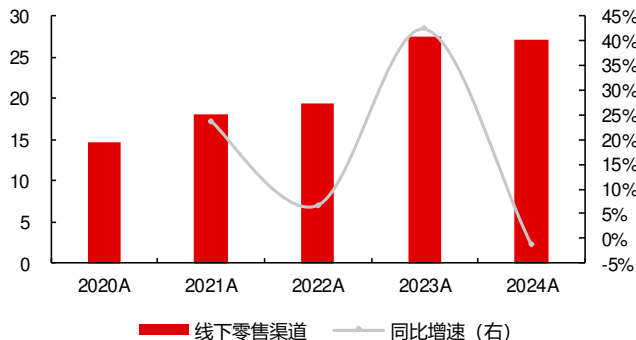
增长渠道，过去 4 年复合增速约 17%。

图 19: 百润预调酒销售渠道结构 (2024 年)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

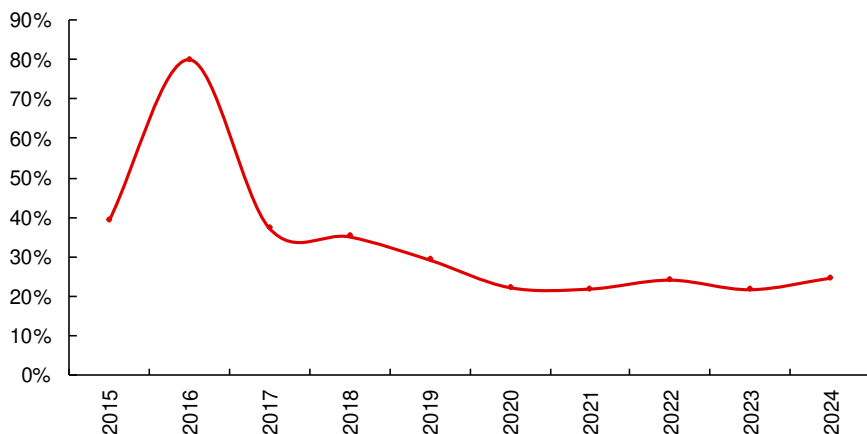
图 20: 百润预调酒线下零售渠道收入 (亿元) 及同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

营销端，公司持续加强营销和品牌曝光。2024 年强爽系列以“龙罐”为品牌营销抓手，优化年度广告费用投放节奏，通过全媒体投放、春节短期代言、影视剧硬广、足球赛事联动、抖音和快手新话题种草等加强品牌营销，进一步扩展强爽系列的消费人群和消费场景。微醺系列持续扩展消费人群和消费场景，“一个人的小酒”品牌定位成功拓展到节庆餐饮和晚间小酌等场景；传播端延续大剧策略，投放《繁花》《玫瑰的故事》《墨雨云间》等超头部大剧；“黛醉上班”创意共鸣当下年轻人想去班味的情绪，入选消费者评选的年度百大品牌营销案例；冬季限定联名知名咖啡品牌，推出“苹果白巧拿铁”口味的预调鸡尾酒，联动线下 1000 多家咖啡品牌门店上线同口味的咖啡，给微醺用户和咖啡用户带来跨界体验。清爽系列品牌焕新升级，新 TVC 和新 KV 承载“好喝的酒，不用吃苦”的品牌定位，着重诠释好喝的饮用体验。

图 21: 百润股份销售费用率变化



资料来源: Wind, 长江证券研究所

从公司产业链布局情况来看，公司拥有位于上海、天津、成都、佛山等地的四个生产基地，用于自产预调鸡尾酒等产品。具体生产模式为：每月末生产计划部编制下个月的月

生产计划，并将编制的计划提前发放至采购部、设备部、储运部等部门，以备各部门提前计划，做好部门协调工作安排，组织落实生产任务。生产计划部会根据实际销售情况对已制定的生产计划作动态调整。

公司全产业链布局已具一定规模，战略性协同效应逐步显现。公司预调鸡尾酒业务和香精香料业务，在基础技术研究、新产品开发、供应链管理等方面共享资源、协同增效，共同提升双品牌知名度和市场占有率，实现业务协同发展，提升公司整体价值。公司烈酒基地的建成及投产，奠定了公司酒饮板块扩张的基础，同时保证了预调鸡尾酒业务核心原料高质高效供应，优化了预调鸡尾酒产品成本，使产品可控制度更高、可追溯性更强，产品安全更有保障。公司全产业链布局将以下游消费端带动全产业链发展，巩固行业龙头地位，强化核心竞争力。

图 22：百润邛崃生产基地



资料来源：邛崃蒸馏厂，长江证券研究所

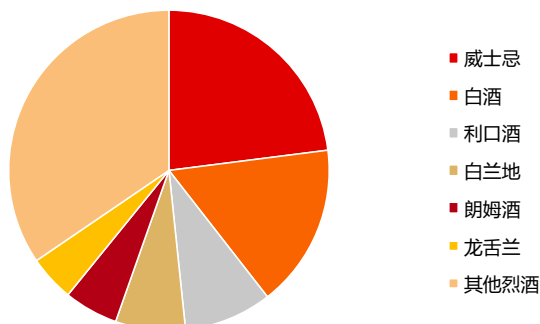
威士忌业务：国产威士忌新征程，蓄势待发

百润股份旗下的威士忌业务经过多年的发展，拥有完善的供应链体系，旗下邛崃蒸馏厂是目前国内产能最大、桶陈数量最多的威士忌酒厂，在研发能力、制桶工艺、产能、桶陈规模、营销理念等多方面处于国内领先地位。2025 年 6 月 15 日，公司旗下邛崃蒸馏酒厂正式完成第 50 万只酒桶罐装，桶陈规模持续扩张。

威士忌：全球烈酒领先品类

根据欧睿数据，2024 年全球威士忌销售金额达到 1406 亿美元，已经是全球第一大烈酒品类。从威士忌的发展历程来看，过去 15 年威士忌销售收入基本保持稳定增长，零售额从 2009 年的 907.36 亿美元增长至 2024 年的 1406.04 亿美元，年复合增速 2.96%。从量价拆分来看，2009 年以来，威士忌销量从 2440632 千升增长至 2024 年的 4166857 千升，年复合增速 3.63%，整体销量维持稳定的增长。而威士忌均价在过去 15 年间整体增长并不明显，2024 年销售均价 34 美元/升，相比 2009 年的 37 美元/升有一定的下降。但 2023-2024 年全球威士忌销售均保持量价齐升，整体呈现较好的表现。

图 23：全球烈酒份额（2024 年）



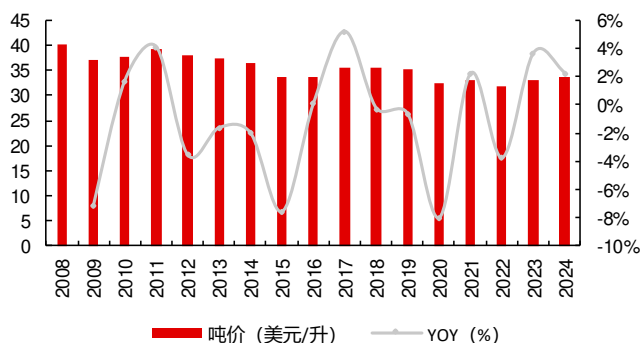
资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 24：全球威士忌零售额及同比增速



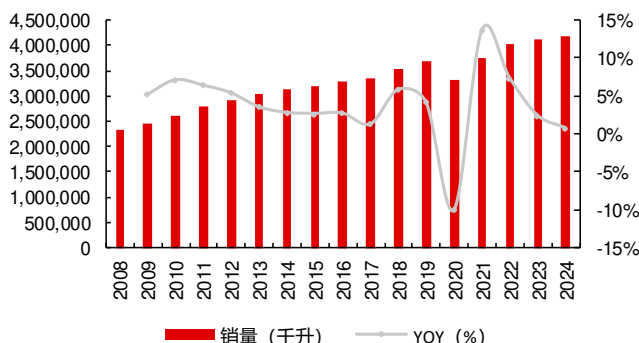
资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 25：全球威士忌销售均价及同比增速



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 26：全球威士忌销量及同比增速



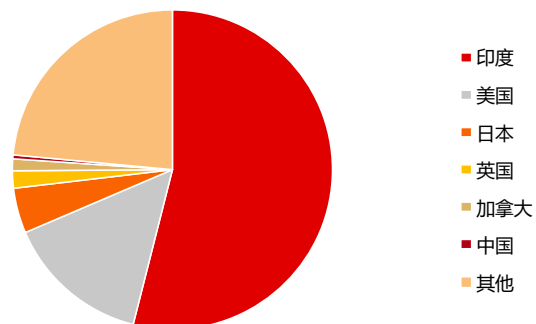
资料来源：欧睿，长江证券研究所

从威士忌的全球消费结构来看，从销量角度来看，2023 年印度占据全球一半以上的威士忌消费量，中国 2023 年威士忌消费量仅占全球的 0.4%，未来仍有较大提升空间。而从消费额来看，美国是 2023 年全球最大的威士忌消费市场，占据全球约 27% 的市场份额，中国 2023 年威士忌的消费价值占比约为 1.5%¹。

从均价来看，2024 年中国威士忌的消费均价为 129 美元/升，远高于全球平均水平 34 美元/升，表明中国威士忌消费力较强，但未来渗透率提升仍有较大空间。

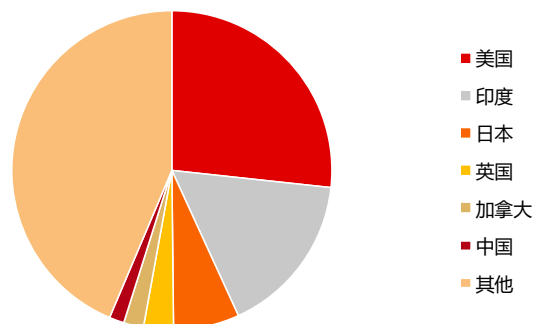
¹ 由于欧睿暂未披露印度市场数据，因此本处全球销量和消费额占比仍采用 2023 年数据。

图 27：威士忌全球消费量占比（2023 年）



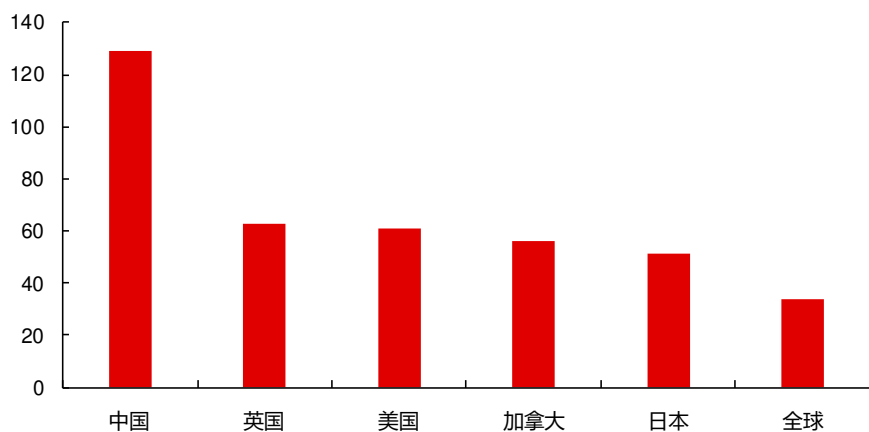
资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 28：威士忌全球消费价值量结构（2023 年）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

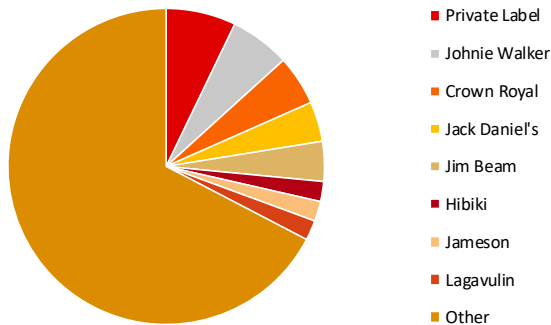
图 29：部分国家威士忌销售均价（2024 年，美元/升）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

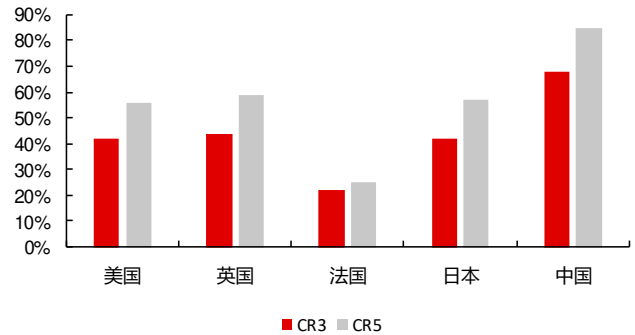
从全球威士忌的竞争格局来看，目前主要由几家大型跨国公司如帝亚吉欧、保乐力加等以及一些区域性企业，不过总体来看，截至 2023 年，部分市场的 CR3 均已达到 40% 以上，整体处于格局相对比较稳固的阶段。

图 30: 全球威士忌竞争格局 (2023 年)



资料来源: statista, 长江证券研究所

图 31: 部分市场威士忌集中度 (2023 年)



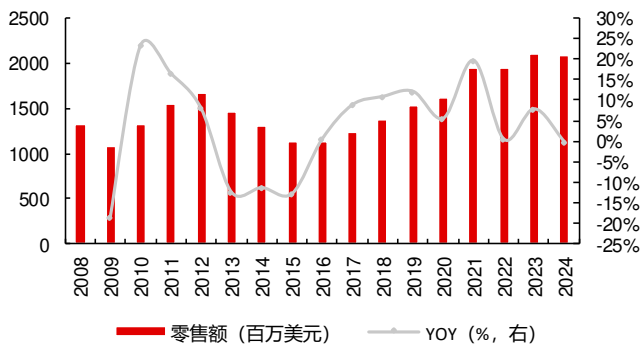
资料来源: statista, 长江证券研究所

国产威士忌蓄势待发

过去几年,威士忌在中国维持较快增长,过去 5 年中国威士忌销售金额复合增速 6.4%,销售量复合增速 3.0%,增长势头较好。当然,目前中国威士忌市场仍然是进口品牌为主,国产品牌渗透率提升仍有较大空间,我们认为未来国产威士忌仍需在产能建设、本土化场景培育、品牌建设等方面不断加码。

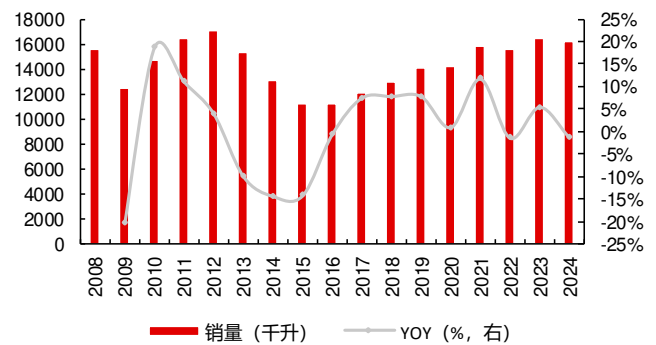
2024 年中国市场威士忌销售金额 20.92 亿美元,同比增长略微下滑 0.3%。2024 年中国市场威士忌销售量达到 16246 千升,同比下滑 1.3%。从销售均价来看,2014 年以来,中国威士忌市场持续获得正增长,表明中国威士忌市场正经历持续的消费升级。

图 32: 中国威士忌销售金额及同比增速



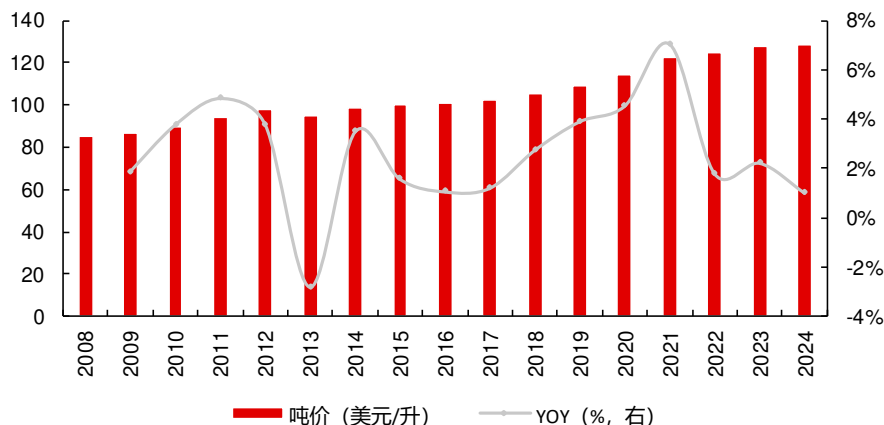
资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

图 33: 中国威士忌销售量及同比增速



资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

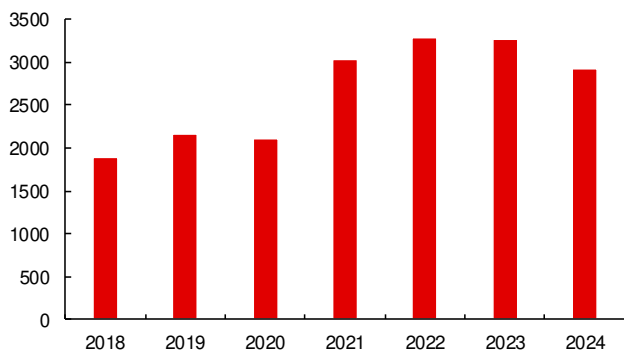
图 34：中国威士忌销售均价及增速



资料来源：欧睿，长江证券研究所

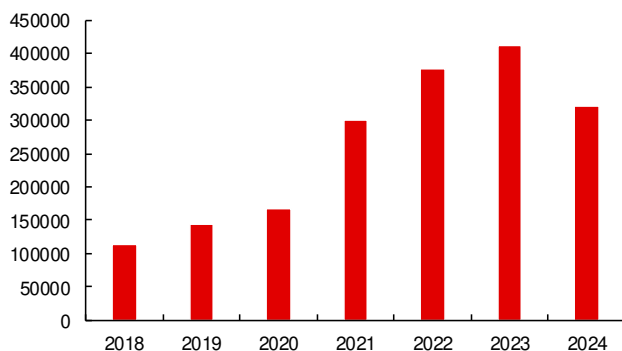
从中国威士忌进口量及进口金额来看，2024 年中国威士忌进口量 2919 万升，同比 2023 年有一定的下滑，2024 年中国威士忌进口金额 32 亿元，同比下滑 22%。与威士忌进口量和进口金额相对应的，是国产威士忌的快速崛起。根据中国酒业协会数据，2023 年本土威士忌总产量突破 5 万千升，表明目前中国国产威士忌总产能已经超过威士忌进口量，威士忌的国产替代正在不断推进。

图 35：中国威士忌进口量（万升）



资料来源：Wind，中国海关总署，长江证券研究所

图 36：中国威士忌进口金额（万元）

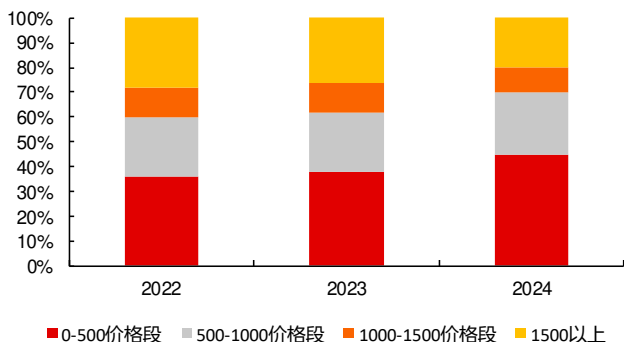


资料来源：Wind，中国海关总署，长江证券研究所

从威士忌消费者画像来看，威士忌目前仍然是小众、高端消费产品。我国威士忌消费者普遍文化水平较高、消费价格带偏高（以 300-800 元为主），尚处于日本早期发展阶段，以高端用户为主。2024 年，百瓶新注册女性用户占比达 35%，购买和开瓶数量对比 2023 年均呈现出增长。同时，威士忌用户年轻化趋势明显，其中 18-24 岁用户占比最高，达 30%。其中，女性消费者也呈现出明显年轻化趋势，00 后和 95 后占据主导，分别达到 37.68% 和 34.78%。同时据百瓶调研显示，威士忌主销价位集中在 300-1000 元，其中 300-500 元占比 33.71%，500-1000 元占比 27.12%。从过去几年的情况来看，0-500 元价格带消费占比从 2022 年的 36% 提升至 2024 年的 45%，500-1000 元价格带的消费

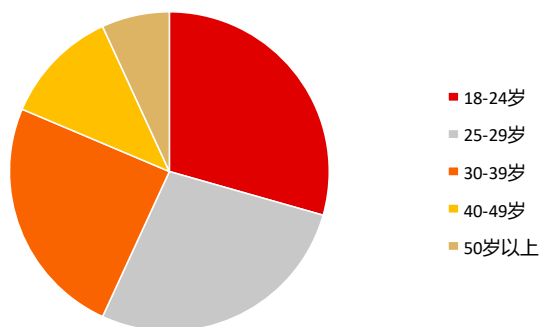
占比从 2022 年的 24% 小幅度提升至 2024 年的 25%，表明中国威士忌的消费正在逐步向大众化方向发展。

图 37：中国威士忌消费各价格带占比（2024 年）



资料来源：百瓶威士忌，长江证券研究所

图 38：中国威士忌消费年龄段占比（2024 年）



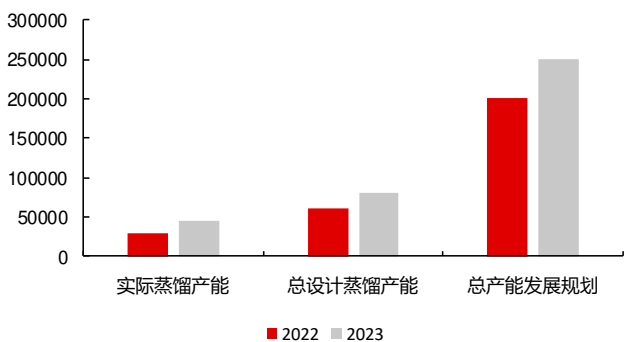
资料来源：百瓶威士忌，长江证券研究所

国产威士忌突围之路

目前来看，中国国产威士忌的渗透率具备较大的提升空间。我们认为，借鉴日本等市场威士忌发展的经验来看，国产威士忌仍需要在产能建设、本土化场景培育、品牌建设等方面不断加码。

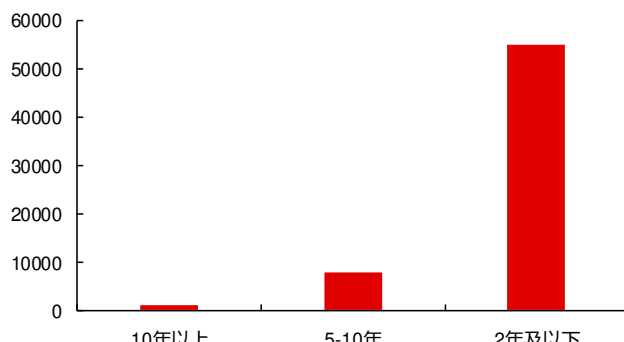
从产能角度来看，由于威士忌具备较强的年份概念，因此中国威士忌产业仍需持续扩大产能规模及老酒储备。根据中国酒业协会数据，2023 年中国本土威士忌总产量为 5 万千升，同比增长 127%，其中麦芽威士忌占 65%，谷物威士忌占 23%，调和威士忌占 12%。从产能上看，2023 年中国威士忌实际蒸馏产能为 4.5 万千升，总设计蒸馏产能为 8 万千升，总产能规划为 25 万千升，同比上一年分别增长 50%、33.33%、25%。桶陈规模方面，桶陈总量达 60000-65000 千升，桶陈量占比最大的为 2 年以下年份，桶陈量为 55000 千升，整体年份桶陈规模仍有待进一步扩大。

图 39：中国威士忌产能情况（千升）



资料来源：中国酒业协会，云酒头条，长江证券研究所

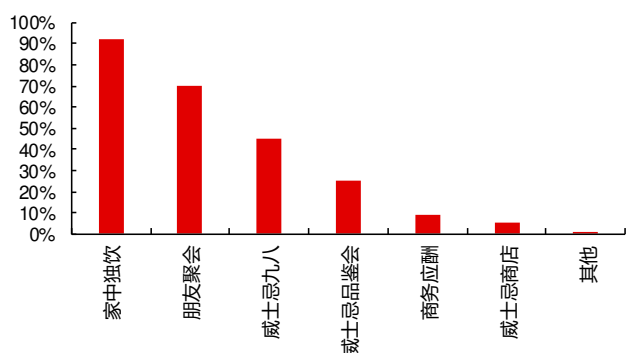
图 40：中国威士忌桶陈规模（千升）



资料来源：中国酒业协会，云酒头条，长江证券研究所

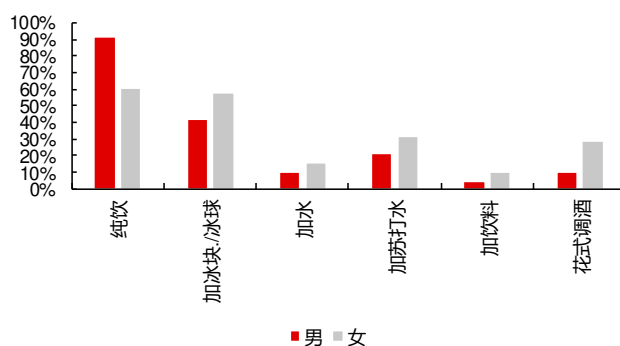
从消费场景来看，酒类的消费核心在于找准消费人群和消费场景。如中国白酒，目前已经形成商务宴请、婚宴、朋友聚饮、自饮等成熟的消费场景，啤酒亦在餐饮、夜场等渠道养成稳定的消费习惯。从日本经验来看，随着消费者居家自饮和聚饮等消费习惯的养成以及龙头企业的持续教育，才使得日本威士忌逐步壮大。目前，中国威士忌在消费场景上仍然主要聚焦于家中独饮和朋友聚会，在饮用方式上以直接饮用或者加冰为主，未来如何开拓更多消费场景，以及如何将中国传统饮酒文化与威士忌饮用方式相结合，或许是中国威士忌本土化的破局道路之一。

图 41：中国威士忌消费场景（2024 年）



资料来源：百瓶威士忌，长江证券研究所

图 42：中国威士忌饮用方式（2024 年）



资料来源：百瓶威士忌，长江证券研究所

从品牌建设角度来看，目前中国威士忌尚处于成长阶段，竞争格局尚不稳固，国产威士忌仍有待持续加强品牌影响力建设。从帝亚吉欧的经验来看，其将品牌与庆祝活动融合，赋予品牌特殊意义。例如其英国爱丁堡游客体验中心，自 2021 年 9 月 6 日开业以来，已经接待了来自超过 140 个国家和地区的 100 多万名游客，整体反响较好。

图 43：尊尼获加英国爱丁堡游客体验中心



资料来源：威士忌资讯，长江证券研究所

百润股份：万事俱备，静待东风

目前公司已经形成威士忌、金酒、伏特加等多种烈酒品类的布局，其中威士忌是现阶段的发展重点。百润股份的烈酒业务以“重点发展威士忌，占位高品质烈酒，成为中国本土威士忌行业龙头”为战略。近年来公司持续进行高品质威士忌的生产和陈酿工作，桶陈数量不断提高。

2024 年 12 月 16 日 嵊州蒸馏厂正式灌注第四十万只陈酿桶，特别选用具有创新精神的蒙古栎新桶，以中国独有的橡木树种承载独特的中国风土特质，将东方风韵融入威士忌风味。2025 年 6 月 15 日，公司旗下嵊州蒸馏酒厂正式完成第 50 万只酒桶罐装，桶陈规模持续扩张。随着威士忌陈酿熟成项目建成并投入使用，公司将具备 100 万只橡木桶的桶陈与管理能力。2024 年，公司隆重首发两款创世版产品——“嵊州”单一麦芽威士忌和“百利得”单一调和威士忌。6 月 19 日，嵊州蒸馏厂于线上正式发布了全新 5 款嵊州单麦系列产品，涵盖了 5 种不同的桶陈类型和工艺，再一次显示出其强大的产品研发生产实力。

图 44：百润烈酒产品



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 3：百润产品体系

酒类	品牌	产品	规格	售价 (元/瓶)
威士忌	百里得	22	40° /700ML	119
		66	43° /700ML	259
		创世版	43° /700ML	399
	崆州	甄选	40° /700ML	239
		STR 红葡萄酒桶	46° /700ML	279
		泥煤波本桶	50° /700ML	339
		菲诺雪莉桶	46° /700ML	359
		桶强	66° /700ML	499
		雪莉荟萃	53° /700ML	799
		创世版	46° /700ML	399
伏特加	凌冽	47° /700ML	179	
金酒	椒语	40° /700ML	145	

资料来源：崆州蒸馏厂，天猫，京东，长江证券研究所

目前，公司系列产品已经获得多项威士忌大奖，产品品质得到逐步认可。2024 年 3 月，崆州蒸馏厂荣获全球威士忌行业权威杂志《Whisky Magazine》创办的艾威奖“Icon of Whisky”中国区 2024 年度的年度蒸馏商、年度创新品牌、年度世界威士忌品牌大使和年度可持续发展蒸馏厂等四大奖项；2024 年 11 月，崆州蒸馏厂在全球烈酒饮料行业最具影响力的媒体之一“Just Drinks”所设立的“Just Drinks Excellence Awards2024”

赛事中，荣获了环保类别奖项（可持续发展）、创新类别奖项（制桶工艺）、市场营销类别奖项（互动体验）、产品发布类别奖项（烈酒上市）等四项大奖；2024年12月，崧州蒸馏厂获得国内威士忌专业平台百瓶APP评选的百瓶2024年度新秀之星威士忌（崧州中国蒙古栎桶）和百瓶2024年度用户共创之星（崧州蒸馏厂），其中新秀之星威士忌（崧州中国蒙古栎桶）来自于用户榜单，系百瓶用户公开进行酒款提名并投票产生，展现了国内威士忌爱好者对崧州产品的高度认可。

同时，公司积极开展消费者体验营销，目前公司的崧州体验中心已经正式对外开放。体验中心占地约15万平方米，以“探、知、造、游、居、宴”六大体验板块呈现一站式的威士忌主题深度游。2025年崧州蒸馏厂荣获“全球力荐游客中心（Global Highly Recommended Visitor Centre）”称号，成为中国首个登顶该榜单的威士忌文化体验项目。

图 45：崧州蒸馏厂荣获全球力荐游客中心称号



**Visitor Attraction
of the year
China**

Sponsored By

WHISKY LIVE
CELEBRATING 25 YEARS

Laizhou Spirits Cultural
Experience Centre
崧州蒸馏厂烈酒文化体验中心

资料来源：Wind，长江证券研究所

整体来看，目前威士忌已经成为全球第一大烈酒品类，过去几年整体维持稳健增长。从中国市场来看，威士忌整体保持较好增长态势，目前市场呈现出“渗透率低、消费均价高”的特点，但从进出口数据来看，目前威士忌的国产替代正在逐步进行。展望未来，随着威士忌渗透率的逐步提升，以及本土威士忌品牌在品牌建设、口味探索等方面逐步崛起，国产威士忌有望迎来较快发展。目前百润股份已经完成第 50 万只酒桶罐装，是国内桶陈规模最大的威士忌酒厂，同时公司在产品布局、品牌宣传、威士忌奖项评选、体验中心等方面逐步发力，万事俱备静待东风，公司有望引领国产威士忌持续崛起。

盈利预测

百润作为中国预调酒龙头企业，未来随着预调酒市场的持续扩容，公司预调酒业务有望实现稳定发展。同时，百润作为国产威士忌的领军品牌之一，目前在产品矩阵、渠道设计、产能储备等方面已经做好准备，未来随着威士忌在中国市场渗透率持续提升，公司威士忌有望持续贡献业绩增量。我们预计公司 2025/2026 年 EPS 为 0.70/0.86 元，对应最新 PE 为 37/30 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

1、宏观经济波动导致需求修复不及预期。酒类行业需求与宏观经济相关度较高，其中大众消费与居民收入及消费者信心指数相关，商务宴席消费与投资活跃度相关度较高，宏观经济的波动可能对大众消费需求及商务宴席消费需求造成一定影响。

2、市场价格大幅波动导致渠道积极性受损。目前行业处于供需紧平衡阶段，供给端的持续扩张或需求端恢复不及预期，均有可能导致行业的价格波动，价格的大幅度波动可能会对渠道积极性造成损害。

3、行业竞争加剧导致公司盈利能力受损。威士忌行业仍处于成长阶段，随着参与者不断变多，行业竞争格局可能发生变化。如果行业竞争进一步加剧酒企的促销费用可能会进一步增加，进而影响盈利能力。

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业及公司情况做了一系列假设。公司威士忌业务仍处于起步阶段，如果公司威士忌费用投放力度加大或预调酒竞争格局持续恶化，可能影响公司利润增速。基准假设下，我们预计公司 2025、2026 年营收 32.2 亿元、36.5 亿元，增速 5.6%、13.3%；归母净利润 7.4 亿元、9.0 亿元，增速 2.5%、22.2%。

若上述假设不成立或者不及预期，则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。若竞争格局持续加剧，公司威士忌拓展不及预期，假设极端悲观情况下：公司 2025、2026 年收入增速分别低至 2.1%、8.9%，销售费用率分别为 24.8%、24.9%，则对应测算归母净利润同比增速将分别为-0.6%、13.2%。

表 4：公司营收和利润敏感性分析（单位：百万元）

	基准情形			悲观情形		
	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
营业收入	3048	3219	3647	3048	3111	3388
YOY	-6.6%	5.6%	13.3%	-6.6%	2.1%	8.9%
销售费用率	24.6%	24.8%	24.3%	24.6%	24.8%	24.9%
归母净利润	719	737	901	719	715	810
YOY	-11.2%	2.5%	22.2%	-11.2%	-0.6%	13.2%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3048	3219	3647	4121	货币资金	1931	2519	2737	3071
营业成本	924	992	1067	1218	交易性金融资产	50	50	50	50
毛利	2124	2227	2580	2903	应收账款	260	233	273	310
%营业收入	70%	69%	71%	70%	存货	1043	891	1008	1169
营业税金及附加	177	188	212	239	预付账款	18	29	29	32
%营业收入	6%	6%	6%	6%	其他流动资产	160	164	167	172
销售费用	750	797	885	977	流动资产合计	3463	3886	4265	4804
%营业收入	25%	25%	24%	24%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	204	224	235	258	投资性房地产	29	29	29	29
%营业收入	7%	7%	6%	6%	固定资产合计	2925	2925	2925	2925
研发费用	100	106	119	135	无形资产	480	480	480	480
%营业收入	3%	3%	3%	3%	商誉	0	0	0	0
财务费用	26	26	29	29	递延所得税资产	170	148	148	148
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他非流动资产	1052	1170	1370	1570
加: 资产减值损失	0	0	0	0	资产总计	8119	8638	9217	9957
信用减值损失	-2	-2	-2	-2	短期贷款	1042	1042	1042	1042
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	546	531	577	667
投资收益	2	1	1	1	预收账款	0	0	0	0
营业利润	923	933	1145	1315	应付职工薪酬	63	62	67	77
%营业收入	30%	29%	31%	32%	应交税费	152	174	189	215
营业外收支	0	2	2	2	其他流动负债	495	544	549	580
利润总额	923	934	1147	1317	流动负债合计	2299	2353	2424	2581
%营业收入	30%	29%	31%	32%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	207	199	249	287	应付债券	1053	1053	1053	1053
净利润	716	735	898	1029	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	719	737	901	1033	其他非流动负债	70	119	119	119
少数股东损益	-3	-2	-3	-3	负债合计	3422	3525	3596	3753
EPS (元)	0.69	0.70	0.86	0.98	归属于母公司所有者权益	4687	5105	5616	6201
					少数股东权益	10	8	5	2
现金流量表 (百万元)					股东权益	4697	5113	5621	6203
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	8119	8638	9217	9957
经营活动现金流净额	673	974	805	977					
取得投资收益收回现金	3	1	1	1	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-836	-198	-198	-197	每股收益	0.69	0.70	0.86	0.98
其他	-50	82	0	0	每股经营现金流	0.64	0.93	0.77	0.93
投资活动现金流净额	-883	-115	-197	-196	市盈率	40.59	37.05	30.32	26.45
债券融资	0	0	0	0	市净率	6.27	5.35	4.86	4.40
股权融资	14	0	0	0	EV/EBITDA	25.60	28.22	22.85	19.73
银行贷款增加 (减少)	1329	0	0	0	总资产收益率	9.4%	8.8%	10.1%	10.7%
筹资成本	-31	-319	-390	-447	净资产收益率	15.3%	14.4%	16.0%	16.7%
其他	-1081	48	0	0	净利率	23.6%	22.9%	24.7%	25.1%
筹资活动现金流净额	230	-271	-390	-447	资产负债率	42.1%	40.8%	39.0%	37.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	19	588	218	333	总资产周转率	0.40	0.38	0.41	0.43

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：

看 好： 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

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。