

RIO在，增长在

——百润股份（002568）深度报告

2015年11月30日

强烈推荐/首次

百润股份	深度报告
------	------

报告摘要:

- 巴克斯酒业资产注入，变身预调鸡尾酒龙头公司。**百润股份2015年完成巴克斯酒业资产注入，公司主营业务变更为预调鸡尾酒产品生产和销售，巴克斯酒业持有“Rio”（锐澳）预调鸡尾酒品牌。巴克斯酒业2014年收入9.82亿元，同比增长427%，完成资产注入后的百润股份2015年前三季度实现收入21.98亿元，公司盈利水平得到大幅提升。
- 中国预调酒市场还在快速增长，远未到天花板。**2014年中国预调酒市场规模接近40亿元，我们参考日本预调鸡尾酒市场数据预测中国预调鸡尾酒市场规模在2016年会突破100亿，2018年超过150亿，2019年超过200亿元。国内预调酒市场还处在高速增长阶段。
- 预调鸡尾酒行业快速增长和产品定位“宅文化”消费有直接关联，“宅消费”成为驱动行业持续增长动力源泉。**日本RTD市场在成熟阶段出现了寡头垄断的格局，我们认为中国预调鸡尾酒市场未来也将是寡头垄断，巴克斯酒业目前已经占据约40%的市场份额，市场份额将持续领先。
- 看好Rio鸡尾酒的持续增长。**我们看好Rio持续增长的逻辑：1）产能释放，全国铺货叠加新渠道渗透；2）预调鸡尾酒产品将不断升级，保持市场领先；3）Rio品牌优势超越跟随者，品牌壁垒逐步建立。2015年一季度上海产能已达产，天津产能预计2016年初达产。公司已经将全品相产品投放餐饮渠道，餐饮渠道的突破将带来新增量。中国预调鸡尾酒产品会沿着：产品包装-口感品种-酒精度分化的路径升级。Rio鸡尾酒产品2015年仅完成了包装升级，公司正在研制产品为有机果汁产品和含乳酒精饮料，2016年预计将有新产品上市，新产品将引领行业增长。Rio在2015年完成了品牌代言人年轻化，品牌优势处于领先地位。2016年公司营销还将发力“Rio”奥运年，对品牌持续投入将建立起Rio的品牌壁垒。
- 公司盈利预测及投资评级。**预计公司2015年至2017年EPS分别为0.96元、1.29元和1.68元，考虑公司所在预调鸡尾酒行业处于成长周期，公司2016年合理PE估值区间为35X-40X，对应合理股价区间为46.55元-53.20元，给予公司“推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	128.45	157.18	2,639.31	3,401.67	4,254.10
增长率(%)	-21.78%	22.37%	1579.12	28.88%	25.06%
净利润(百万元)	41.88	57.00	860.95	1,156.92	1,504.43
增长率(%)	-45.61%	36.13%	1410.3%	34.38%	30.04%
净资产收益率(%)	6.54%	8.78%	41.52%	38.57%	35.80%
每股收益(元)	0.26	0.36	0.96	1.29	1.68
PE	173.04	124.97	46.82	34.84	26.79
PB	11.25	11.09	19.44	13.44	9.59

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514070003

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

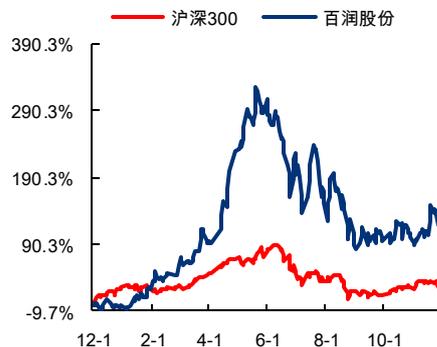
执业证书编号:

S1480512090001

交易数据

52周股价区间(元)	44.99-43.6
总市值(亿元)	403.11
流通市值(亿元)	97.73
总股本/流通A股(万股)	89600/21722
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.06

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《百润股份（002568）调研快报：饮料香精需求旺盛，大客户战略推动公司持续发展》2012-08-31

目 录

1. 巴克斯资产注入改变成长曲线.....	4
1.1 巴克斯优质资产注入.....	4
1.2 Rio 成长性突出，盈利能力大幅提升.....	4
2. 中国预调酒行业在快速增长.....	5
2.1 中国预调酒市场还未到天花板阶段.....	5
2.2 “宅文化”驱动消费需求扩张.....	7
2.3 日本 RTD 成熟市场会出现寡头垄断格局.....	9
3. 看好 Rio 持续增长.....	12
3.1 产能释放对接全国渠道布局.....	12
3.2 预调酒产品升级创造增长.....	14
3.3 Rio 品牌优势远超跟随产品.....	17
4. 盈利预测和估值.....	19
4.1 盈利预测.....	19
4.2 公司估值.....	20

表格目录

表 1:酒精饮料典型消费人群和消费场景表.....	8
表 2:日本宝造酒业 RTD 产品市场份额以及日本 RTD 市场规模折算表.....	10
表 3:日本流行预调酒精饮料产品.....	15
表 4:巴斯克酒业在研产品.....	16
表 5:百润股份经营业绩预测表.....	19
表 6:百润股份可比公司估值表.....	20
表 7: 公司盈利预测表.....	21

插图目录

图 1:巴斯克酒业股权结构图.....	4
图 2:巴斯克酒业和并表后百润股份收入毛利率.....	5
图 3:日本 Chu-Hi 与啤酒产量（课税数量）比例曲线趋势.....	5
图 4:中国预调酒市场规模测算图.....	6

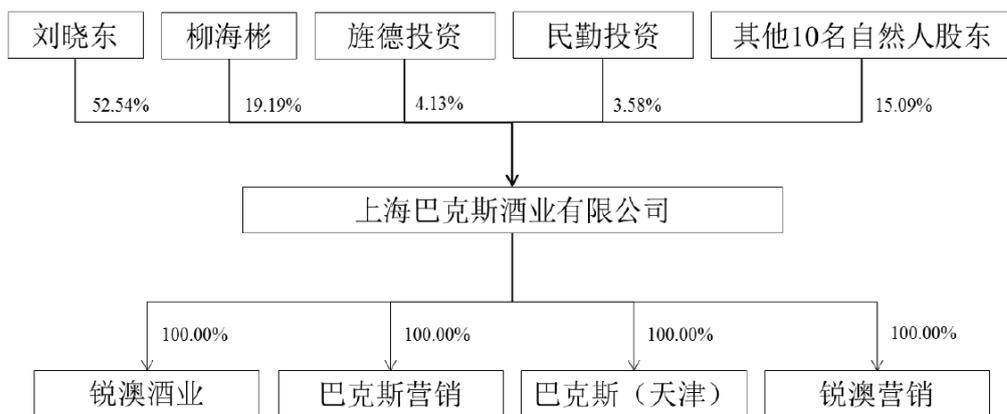
图 5:预调鸡尾酒消费群体年龄结构	7
图 6:预调鸡尾酒消费群体职业机构	7
图 7:网友和 RIO 自拍照	7
图 8:网络上对 RIO 植入的讨论话题节选	8
图 9:RIO 继续冠名“宅文化”产品	9
图 10:日本 RTD 市场规模情况	9
图 11:日本含酒精饮料产品课税量曲线 (单位: 千千升)	10
图 12:2013 年日本 RTD 市场份额	11
图 13:三得利 RTD 产量销量	11
图 14:三得利 RTD 产品市场份额	11
图 15:RIO 销售地区分布	12
图 16:RIO 直销渠道结构	12
图 17:RIO 自有产能和委托产能结构图	13
图 18:日本啤酒、RTD 等产品渠道结构图	13
图 19:北京市怀柔区某旅游景点餐饮终端 RIO 产品陈列和店头铺设	14
图 20:-196°C Strong Zero 销量图 (单位: 万箱)	16
图 21:-196°C Strong Zero 销量占比	16
图 22:加多宝历年收入增长柱状图	17
图 23:2012 年下半年凉茶品牌销售市场份额	17
图 24:RIO 新形象代言人	18
图 25:网友制作 RIO 广告截图 1	18
图 26:网友制作 RIO 广告截图 2	18

1. 巴克斯资产注入改变成长曲线

1.1 巴克斯优质资产注入

百润股份公司主要从事食用香精和烟用香精产品的研究、开发、生产与销售业务。2014 年公司销售收入 1.57 亿元，3 年收入复合增长率 10.05%，2014 年净利润 5700 万元，3 年复合增长率 7.04%。2015 年公司通过发行股份的方式购买巴克斯酒业 100% 股权，资产交易价格为 49.44 亿元，发行股份数量为 2880 万股。

图 1:巴克斯酒业股权结构图



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

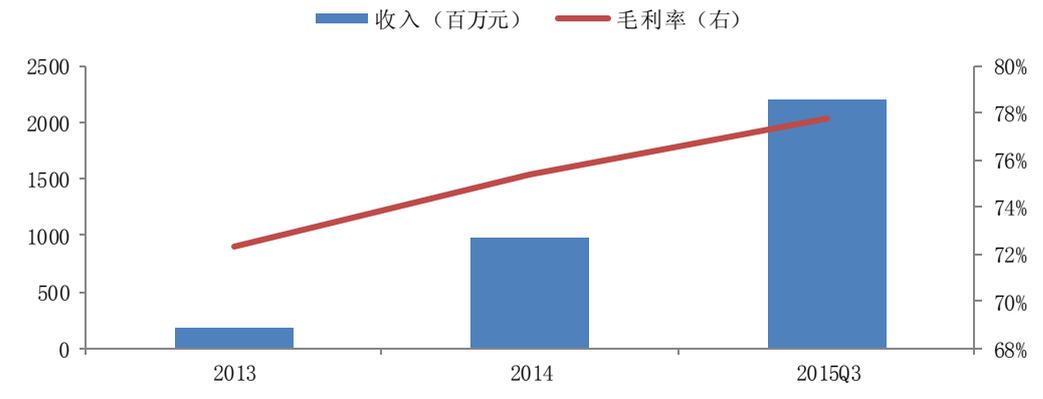
巴克斯酒业成主营业务是预调鸡尾酒的研发、生产和销售，公司持有“Rio”（锐澳）预调鸡尾酒品牌。巴斯克酒业的实际控制人也是上市公司实际控制人刘东东，完成收购后，百润股份实际控制人不变。

预调鸡尾酒指预先调配并预包装出售的鸡尾酒产品（英文简称 RTD），是以朗姆、伏特加、威士忌、白兰地等洋酒做基酒，加各种果汁调配而成的低酒精度饮料酒。完成巴克斯酒业的收购后，公司主营业务已变更为预调鸡尾酒生产、销售。

1.2 Rio 成长性突出，盈利能力大幅提升

巴克斯酒业 2014 年实现销售收入 9.82 亿元，收入同比增长 427%。收购完成后百润股份 2015 年前三季度公司实现收入 21.98 亿元。巴克斯酒业高速增长受益于 Rio 预调鸡尾酒爆发。2014 年巴克斯酒业销售毛利率达到 75.36%，2015 年前三季度并表后毛利率提升至 77.75%，盈利水平相比公司原有香精香料业务有大幅提升。公司预计 2015 年归属公司股东净利润区间为 71720 万元-86064 万元，预计净利润增长幅度在 150%-200%。

图 2: 巴克斯酒业和并表后百润股份收入毛利率



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

2. 中国预调酒行业在快速增长

2.1 中国预调酒市场还未到天花板阶段

根据中国酿酒工业协会统计, 2014 年中国预调酒市场规模已经接近 40 亿元, 预计 2015 年预调鸡尾酒市场仍将持续高速增长, 2020 年销售量有望达到 1.5 亿箱以上, 销售金额超百亿元。

图 3: 日本 Chu-Hi 与啤酒产量 (课税数量) 比例曲线趋势



资料来源: 日本国家税务局, 东兴证券研究所

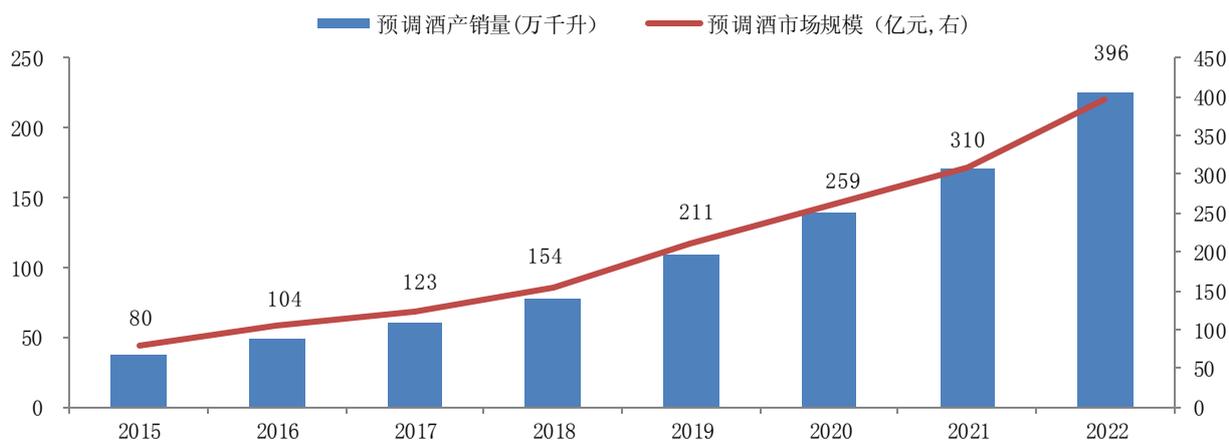
我们参照日本酒精饮料市场经验数据来估算中国预调鸡尾酒 RTD 产品的市场空间。按照日本市场数据，Chu-Hi 产品在 2001 年麒麟冰结产品上市后与啤酒销量比例首次上升到 5% 以上。2005 年日本 Chu-hi 产品与啤酒销量比例上升到 10% 以上，2013 年这一比例达到 20.97%。这一比例数据的上升有一部分原因是 Chu-Hi 产销量的增长，一部分原因是啤酒销量的下降。我们建立的行业规模预测模型如下：

中国预调酒市场规模=预测单位产品价格 X 日本 RTD 市场经验数据（Chui-hi/啤酒产量比例）X 中国啤酒年产销量 X 渠道差异 X 消费差异

模型主要以日本 RTD 市场数据来模拟推测未来 8 年中国 RTD 市场规模情况，但需要对数据做出一定调整。以中日城镇化率的比例系数来表示渠道之间的差异，以中日人均年收入的比例来表示消费的差异。为了做出预测，我们做了如下基础假设：

- 1) 2014 年缺少中国预调酒产销量/啤酒产销量数据，按照锐澳预测数据，2014 年公司预调鸡尾酒产量约 5 万千升，我们估算全行业产量约 10 万千升。2014 年中国预调酒/啤酒比例为千分之 2。我们将这一数据按照渠道差异和消费差异还原，得到数值为 2.34%。这一数据大致相当于日本市场 1995 至 1997 年水平，1998 年日本 RTD 产销量系数为 3.91%。
- 2) 以 2014 年中国啤酒产量 4912 万千升为基数，假设 2015 至 2022 年啤酒产销量每年产销量下降 5%。
- 3) 假设 2015 年渠道差异系数为 0.72，2016 年渠道差异系数为 0.83，2017 年后渠道差异系数维持 0.85 不变，渠道差异系数的上升代表中日渠道差异的缩小。消费差异系数从 2016 年开始每年变动 10%，代表中日居民消费差异减小。
- 4) 假设 2016 年后预调鸡尾酒市场竞争加剧，单位产品价格每年平均下降 3%。

图 4:中国预调酒市场规模测算图



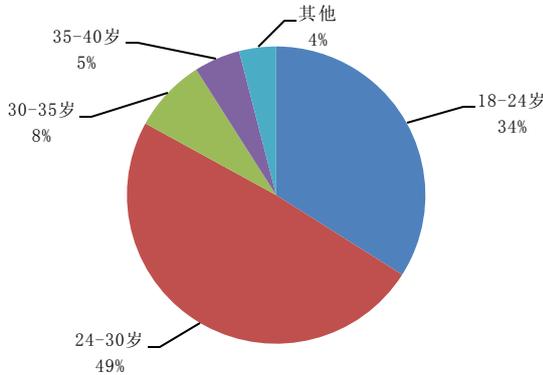
资料来源：公司资料，东兴证券研究所

按照预测结果, 预调鸡尾酒行业将在 2016 年突破 100 亿, 2018 年行业超过 150 亿, 2019 年行业超过 200 亿元。国内预调酒市场还处在高速增长阶段, 行业还远没到成长天花板。

2.2 “宅文化” 驱动消费需求扩张

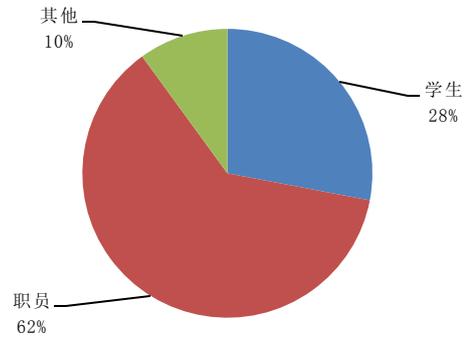
日本 RTD 产品消费群体主要是家庭妇女, 饮用诉求是在繁忙的家庭生活之外追求“微醺”放松状态。中国预调酒产品的目前主要消费群体并不是家庭消费, 主流消费群体是 80 后、90 后人群。职业分布上, 年轻白领职员和在校大学生比例接近 90%。

图 5: 预调鸡尾酒消费群体年龄结构



资料来源: 公司资料、尚普咨询、东兴证券研究所

图 6: 预调鸡尾酒消费群体职业机构



资料来源: 公司资料、尚普咨询、东兴证券研究所

随着 80、90 后群体中“宅文化”的兴起, 吃喝不仅是满足生理需要, “社交”需求也是重要目的, 饭前拍照已经成为“正确”用餐习惯。食物和饮料在年轻消费群体中已经褪去了“吃喝”功能, 变身为自拍道具和背景。

图 7: 网友和 RIO 自拍



注: 照片来自百度网络搜索

资料来源：百度，东兴证券研究所

从食品饮料“icon”特点看：白酒代表纯正商务、政务或者家庭、亲友聚会消费，啤酒代表了体育消费、红酒代表浪漫消费或者西方文化消费、黄酒则是更为传统地区性消费，只有预调酒是完全区分以上传统的新消费。

表 1:酒精饮料典型消费人群和消费场景表

品类名称	消费人群年龄	消费核心人群	典型消费场景	消费场所	配餐
白酒	90 前	有社会地位人群	商务宴请、朋友家庭聚会	餐饮、家庭	中餐
啤酒	60 后至 90 前	大众	家庭聚会、体育赛事观看	家庭	中餐、零食
葡萄酒	60、70、80 后	有经济地位人群	私人聚会、品酒会	红酒雪茄会所	西餐
黄酒	70 前	老年人	冬季保健养生	餐饮、家庭	中餐
洋酒	70、80、90 后	潮人	party 聚会	夜场、KTV	零食、水果
预调鸡尾酒	80、90 后	喵星人、汪星人	宅的时候、自拍的时候	家、学校、网吧	手机、电脑

资料来源：东兴证券研究所

我们不探讨“宅文化”成因，但能看到的是“宅文化”趋势已经形成。预调鸡尾酒行业的快速增长和品牌产品定位“宅文化”消费品有直接关联。百加得冰锐预调鸡尾酒 2013 年植入《爱情公寓 3》、2014 年继续植入《爱情公寓 4》。Rio 也在 2014 年赞助了火爆的“奔跑吧兄弟”第一、二季，同时大量植入热门电视剧迅速提升品牌在核心消费人群中的影响力。在部分年轻人聚集的社交平台上，虽然针对品牌营销方式的讨论褒贬不一，但我们认为品牌快速导入的目的已经完成。

图 8:网络上对 RIO 植入的讨论话题节选

好想知道《何以》里面rio到底赞助了多少

来自: 索濛濛 2015-01-20 19:35:17
 无处不在的Rio，，，看着就醉了
 虽然好多赞助广告，但是总感觉Rio出镜率最高，，，

一半夏 (你欠我的，我不要了。) 2015-01-20 19:36:12
 珍藏的 rio
 赞 (14) 回应

芒果酱汁华夫饼 (脸疼，再也不催牛逼惹) 2015-01-20 19:36:57
 为什么喝rio能喝醉喝喝喝喝出血
 赞 回应

沐藕人 2015-01-20 19:37:38
 我也今天在想这个问题。。。。

索濛濛 2015-01-20 19:38:54
 | 我也今天在想这个问题。。。。 沐藕人
 人手一份Rio，真是醉了，，，

资料来源：豆瓣社区，东兴证券研究所

2015 年 RIO 冠名湖南卫视顶级综艺节目《天天向上》，继续在《实习生》、《冰与火的青春》等电视剧中露脸。RIO 还成为《BIG BROTHER》中国版《室友一起宅》先导季独家冠名商，节目于 2015 年 11 月 21 日在优酷平台上线播出。预调鸡尾酒在“宅文化”营销路上越走越远，“宅”消费成为驱动行业持续增长动力源泉。

图 9:RIO 继续冠名“宅文化”产品

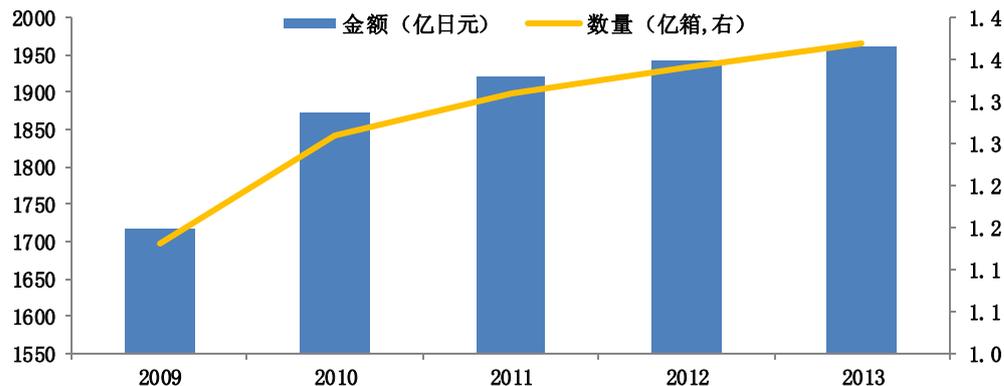


资料来源：光明网娱乐版、东兴证券研究所

2.3 日本 RTD 成熟市场会出现寡头垄断格局

回顾日本 RTD 市场发展过程，预调酒市场起源于上世纪 80 年代，但市场规模一直不大，直到 1995 年三得利的 Chu-Hi 调制鸡尾酒饮料上市，日本 RTD 市场才开始进入快速增长期。

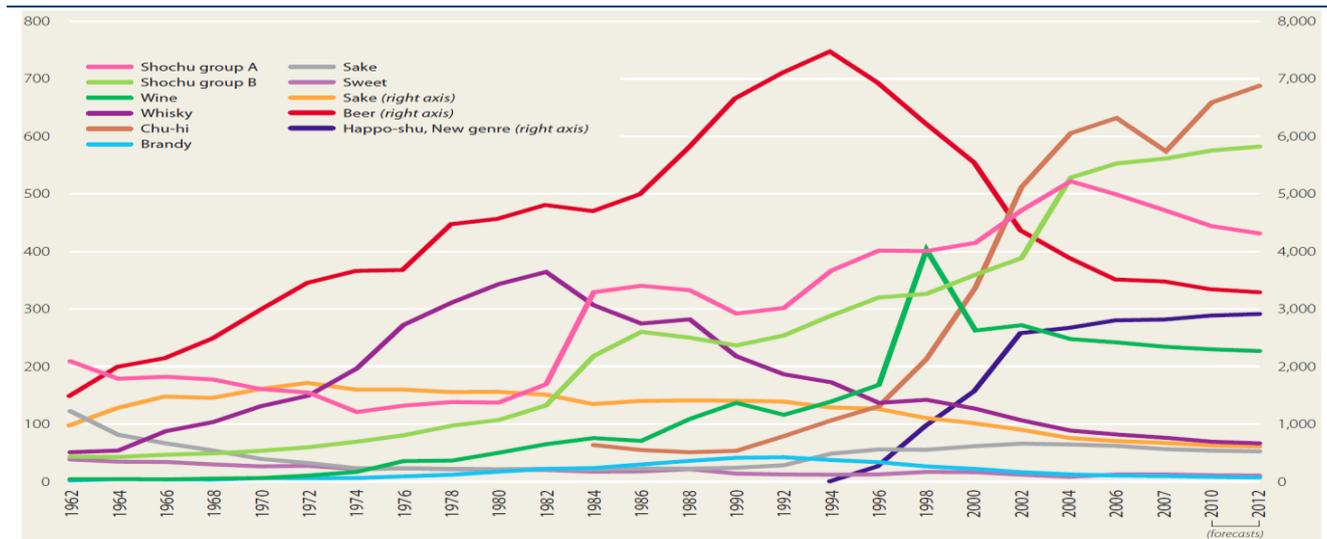
图 10:日本 RTD 市场规模情况



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

预调酒导入日本市场是因为酒税提高使得啤酒行业需要寻找新的低税产品, 低酒精度饮料解决了酒税的问题。从日本 2002 年至 2012 年 10 年间含酒精饮料课税数量变动曲线的趋势可以看到, 10 年间总体酒精饮料数量是呈现下降趋势, 其中啤酒和清酒下降趋势显著, 烧酒在 2002 年后有过段时期增长, 而在 10 年间保持持续增长的是 RTD 产品。

图 11: 日本含酒精饮料产品课税量曲线 (单位: 千千升)



资料来源: 日本国税局、麒麟啤酒、东兴证券研究所

日本宝造酒业 2008 年 RTD 产品销售收入为 193 亿日元, 占日本 RTD 市场份额为 10.7%, 市场份额位居第四位, 按照当时汇率我们折算出日本 RTD 市场总规模为 123 亿人民币。资料显示, 2013 年日本预调鸡尾酒销售收入为 1962 亿日元 (按汇率折算约 118 亿人民币), 销售量为 1.37 亿箱, 约 82 万吨。可以看出日本 RTD 总体市场规模已经平稳在 120 亿元人民币规模。

表 2: 日本宝造酒业 RTD 产品市场份额以及日本 RTD 市场规模折算表

年份	宝造酒业 RTD 营业收入(百万日元)	市场份额	日本 RTD 市场规模折算 (百万日元)	折算人民币 (亿)
2008	19300	10.70%	180374	122.65
2009	19934	11.50%	173339	117.87
2010	20569	11.80%	174314	118.53

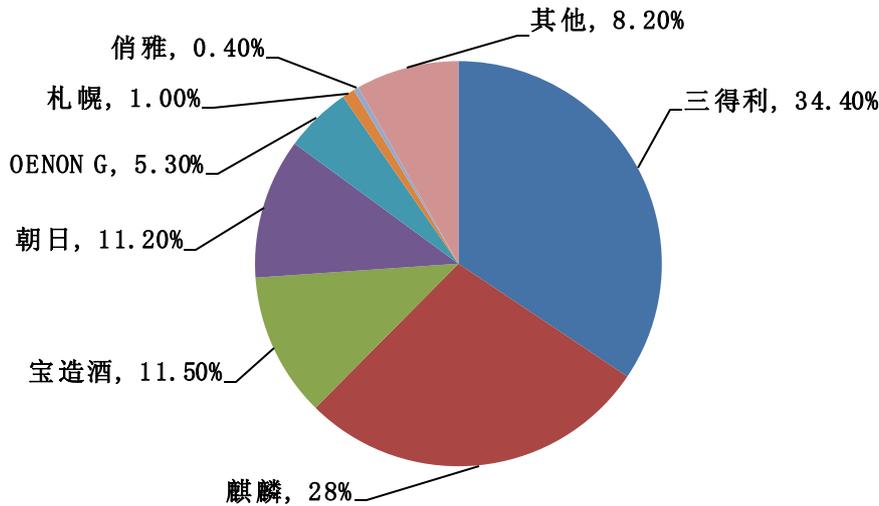
资料来源: 宝造酒业、东兴证券研究所

日本 RTD 市场发展的启示:

- 预调产品从导入到快速增长经历了 10 年时间, 国内市场到目前为止刚刚走完这个阶段, 随后日本市场经历了一轮 10 年以上的行业高速增长, 增长的动力主要是对啤酒、清酒的替代。

- 日本 RTD 市场进入高速增长期是因为实力更强的啤酒厂商参与进入, 加速了产品被消费者接受, 我们判断中国市场也会出现类似情况, 未来 3 年行业进入者并不会形成恶性竞争。
- 日本 1.3 亿人口创造了约合 120 亿元人民币的 RTD 消费市场, 2014 年国内预调鸡尾酒市场规模接近 40 亿, 行业规模至少还有 3-5 倍增长空间。
- 日本 RTD 行业增长最快的时期, 其成长最快单品 2 年时间销量翻番, 典型产品就是 1998 年-2000 年的三得利 Chu-Hi, 强势产品在行业成长期表现更为突出。

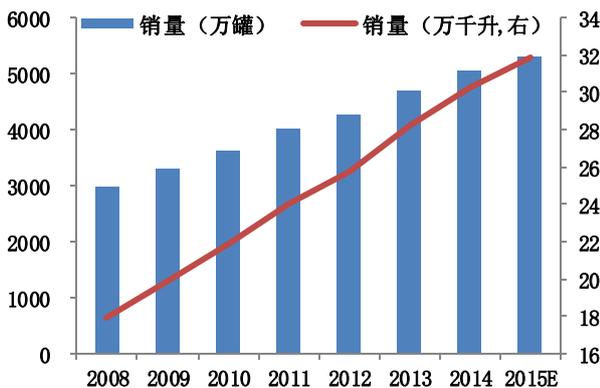
图 12:2013 年日本 RTD 市场份额



资料来源: 株式会社综合企划中心大阪调查, 东兴证券研究所

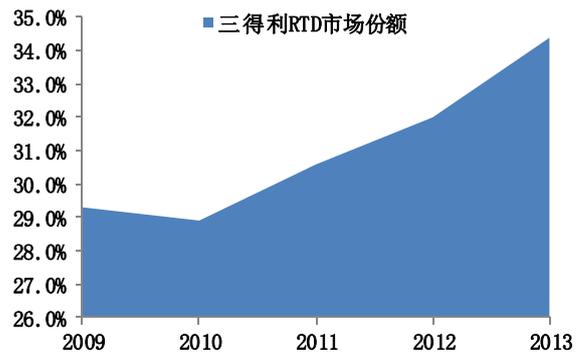
日本 RTD 市场目前主要是三得利和麒麟的竞争, 2013 年两家公司合计市场份额已经达到 62%。2005 年麒麟冰结销售收入就已达到 582 亿日元, 约合人民币 45 亿元。2014 年三得利销售 5050 万罐产品, 同比增长 7%, 连续 10 年打破销售记录。

图 13:三得利 RTD 产量销量



资料来源: 三得利公司、东兴证券研究所

图 14:三得利 RTD 产品市场份额



资料来源: 三得利公司、东兴证券研究所

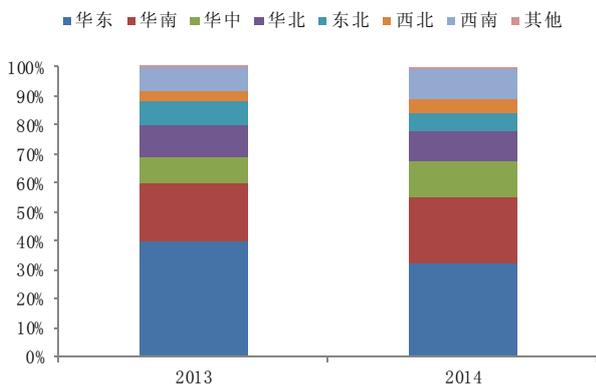
日本 RTD 市场经验说明预调产品生命周期可能超过 20 年(日本市场从 1990 年增长至 2012 年), 强势产品增长周期可以持续 10 年(三得利 Chu-Hi)。日本市场进入成熟阶段形成了两家龙头公司寡头垄断格局。中国预调鸡尾酒市场在进入成熟阶段后, 很可能也是寡头垄断的格局。2013 年百加得旗下冰锐市场占有率为 45.8%, RIO 市场份额为 27.3%。2015 年上半年预计 Rio 的市场份额已接近 40%, 超越百加得冰锐成为预调鸡尾酒市场份额第一。

3. 看好 Rio 持续增长

3.1 产能释放对接全国渠道布局

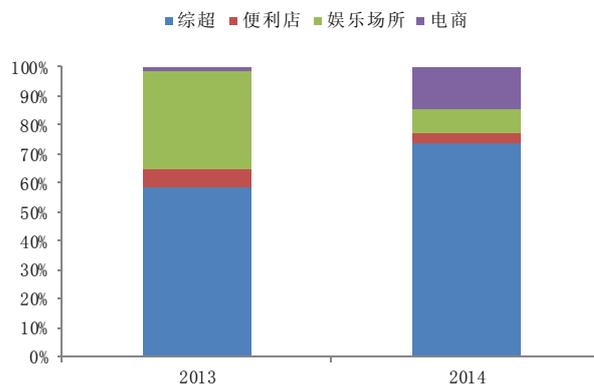
巴克斯酒业的渠道布局包括北京、上海、广州、深圳等一线城市以及华东、华南、华中及西部省会城市、区域经济较发达的二、三线城市。2014 年预调酒行业和公司收入都出现大幅度增长, 公司 2014 年销售额增长绝对值最大的三个地区是华东地区、华南地区和华中地区, 增长额都超过 1 亿元。虽然华东、华南和华中地区的 2014 年销售额占比超过 67%, 但公司在华北、东北和西南地区仍然有渠道增长空间。

图 15:RIO 销售地区分布



资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

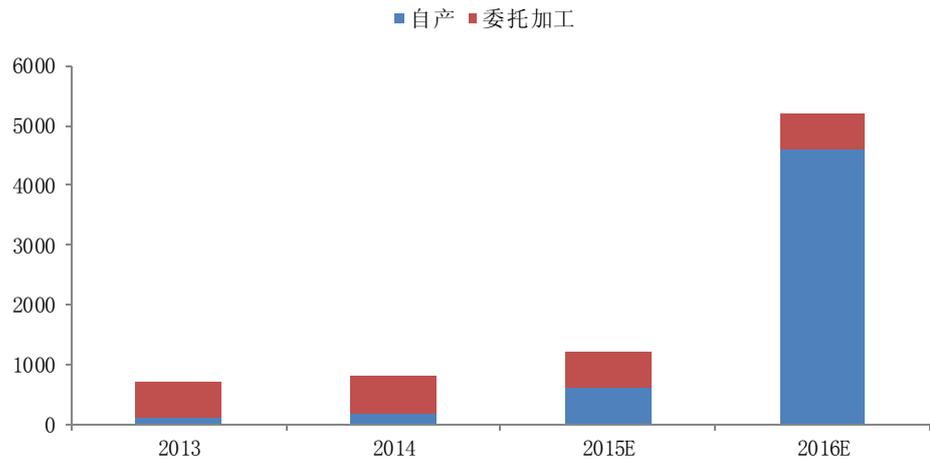
图 16:RIO 直销渠道结构



资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

巴克斯酒业在康桥厂区没有罐装生产线, 只有 1 条瓶装酒生产线, 产能在 2014 年处于满产状态。巴克斯 2013 年和 2014 年分别委托加工生产 629 万箱和 644 万箱, 占比总产量的比例为 39.94%和 78.78%。在 2015 年一季度因为产能不足, 部分地区出现断货。

图 17:RIO 自有产能和委托产能结构图

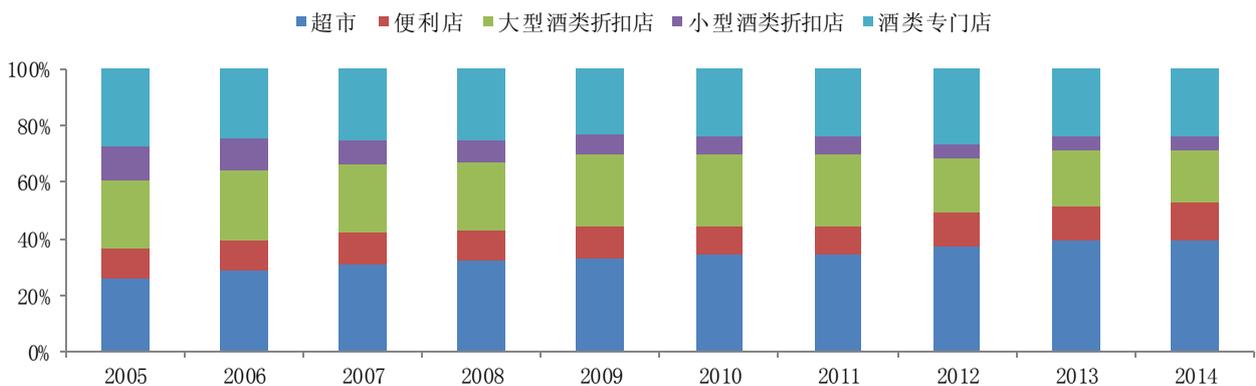


资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

公司新产能分布在上海和天津两地。上海地区产能建设标准为年产 600 万箱, 与目前委托加工产量大体相当。上海产能已经在 2015 年 3 月投产, 公司铺货能力将大幅提升。天津武清产能一期设计标准为 2000 万箱, 投资规模为 2.8 亿元, 公司年内调整了投资项目追加投资至 5 亿元, 产能规模提升至 4000 万箱。天津项目预计 2016 年初达产, 项目达产后可以覆盖华北、东北以及华东部分地区。

参考日本市场, RTD 渠道与啤酒渠道存在先天交叉, 从日本过去 10 年 RTD 产品的销售渠道结构变化看出, 超市渠道的销售占比在持续上升。商超渠道仍然是食品饮料快消品业绩增长的基础。在商超渠道 Rio 已经取得领先市场占有率和强势货架地位。

图 18:日本啤酒、RTD 等产品渠道结构图

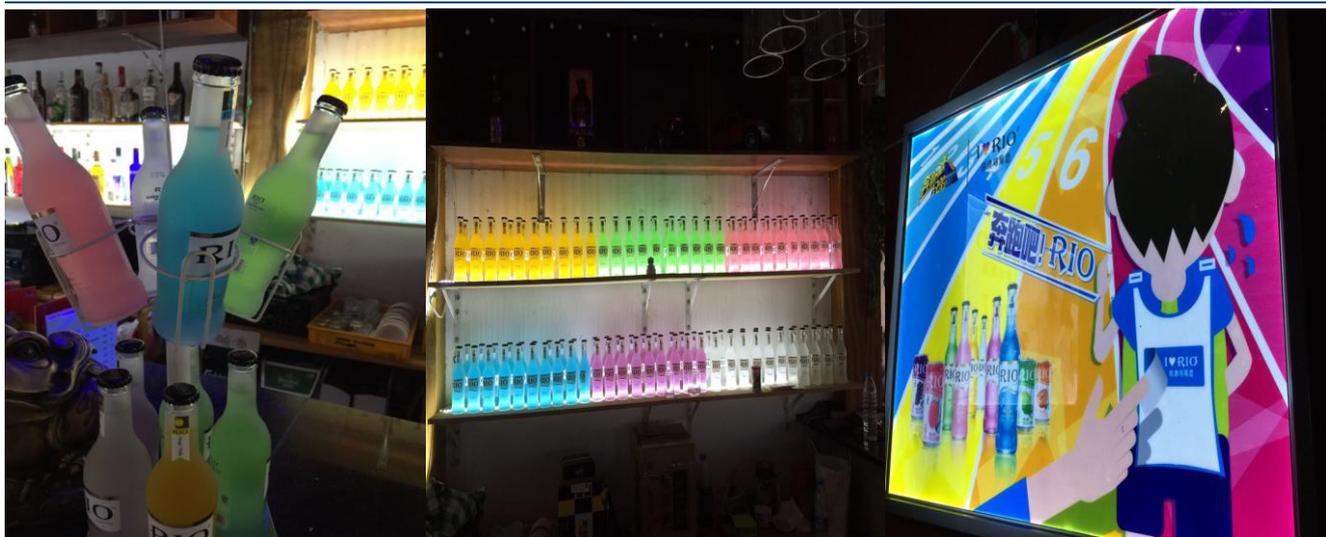


资料来源: 麒麟啤酒, 东兴证券研究所

公司 2015 年上半年将佐餐酒投放餐饮渠道, 首批投放的渠道是烧烤摊、大排档等小

型店面。运作一段时间后发现餐饮渠道对炫彩瓶和靓彩罐产品也有较强需求，公司现在已经在餐饮渠道进行全品相产品推广。

图 19:北京市怀柔区某旅游景点餐饮终端 RIO 产品陈列和店头铺设



资料来源：东兴证券研究所

我们草根调研北京周边旅游景点周边餐饮，Rio 在餐饮终端消费环境营造上已全面铺开。啤酒行业餐饮渠道消费占比超过 60%，预调鸡尾酒在餐饮渠道也有较大增长空间。Rio 是进入餐饮渠道较早的预调鸡尾酒，虽然餐饮渠道进入门槛较高，成功难度大，但如果餐饮渠道渗透成功，餐饮渠道有望成为公司业绩护城河。

3.2 预调酒产品升级创造增长

日本 RTD 市场近两年呈现两种流行趋势，一种是低酒精市场（3%酒精含量）一种是高酒精含量市场（8%的酒精含量）。消费者对于自己偏好的产品的选择越来越清晰。一部分年轻消费者会在家中浏览互联网或者看电视时候饮用产品，这样的产品口感上会更甜，酒精度更低，换个角度说，产品更像是饮料。三得利总结了近年日本 RTD 市场产品的三个特点：

- 3%的酒精含量产品口感温和，甜味释放充分，使得 3%酒精度的产品适合最广泛的人群。
- 产品品类已经摆脱了传统果味预调酒的领域，开始呈现产品口味多元化，尤其是乳酸口味和茶口味。
- 营销的渠道除了传统的电视媒体外，社交媒体也成为新兴传播平台。

表 3:日本流行预调酒精饮料产品

公司名称	单品名称	产品形象	酒精度	容量 (ML)
三得利	Strong Zero		8%	350
	微醉白色沙瓦		3%	350
	卡洛利		3%	350
麒麟啤酒	香蕉朗姆酒等		4%	350
	冰结		6%	350
朝日啤酒	果实瞬间		4%	350
	Dear Pink		3%	350
札幌啤酒	Netctar		3%	350
宝酒造	辛口乌梅等		7%	350



果汁酒

4%

250

资料来源：东兴证券研究所

预调鸡尾酒产品因其本身产品特点就是多种口味、口感的混合，产品品种非常容易做到多元化。新口味和新包装也符合核心消费人群求新求异的消费心理。国内市场预调鸡尾酒还只处在果味产品阶段，并且酒精含量集中在3.8度到4.8度的中间区间。我们判断中国预调鸡尾酒产品也会沿着：产品包装-口感品种-酒精度分化的路径升级。RIO鸡尾酒产品2015年仅完成了包装升级。

表 4:巴斯克酒业在研产品

在研产品	采用的主要技术	研发阶段	技术来源	技术领先程度	同类产品	产品特点
含乳伏特加鸡尾酒	乳化均质技术	中试阶段	自有技术	国内领先	朝日可尔比思	含乳酸菌
有机果汁鸡尾酒	控温发酵技术	中试阶段	自有技术	国内领先	朝日果实瞬间	有机果汁

资料来源：公司资料、东兴证券研究所

Rio正在研制的产品为有机果汁产品和含乳酒精饮料，在日本市场上，类似口味的RTD产品已经普及，并且已被消费者接受。巴斯克酒业母公司百润股份是以食品香精、香料研发生产起家的公司，公司必然新口感新口味产品研发方面具有先天优势。

日本RTD市场份额第一的三得利在近年的持续增长依赖的是-196°C Strong Zero和Horoyoi新乳酸可乐预调酒两个新单品的增长。三得利预期2015年预调产品销量会达到5310万罐，同比增长5%。-196°C Strong Zero计划销售2440万罐，同比增长6%。Horoyoi计划销售1250万罐，同比增长3%。

图 20: -196°C Strong Zero 销量图（单位：万箱）



资料来源：三得利、东兴证券研究所

图 21: -196°C Strong Zero 销量占比



资料来源：三得利、东兴证券研究所

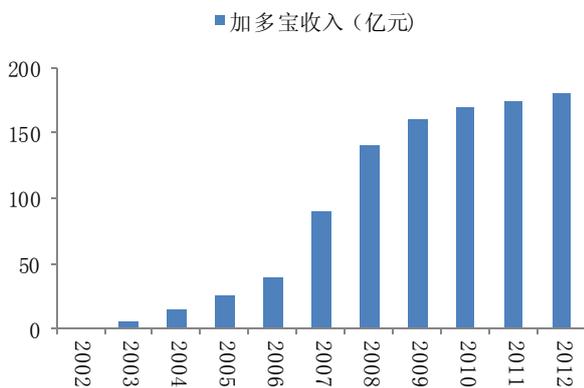
现阶段国内预调鸡尾酒产品使用的还是多种口味集体战术, 并没有哪一款单品特别突出, 没有公司打造国内快消品行业屡试不爽的“大单品”战术。参考日本三得利增长经验, 国内预调酒市场很可能出现强势单品, 而我们看好 Rio 在研发端的投入, 有望打造出新品。按照公司目前规划, 新产品有望在 2016 年上市。

3.3 Rio 品牌优势远超跟随产品

国内凉茶市场是近 10 年以来饮料类快消品增长最快的细分行业, 目前市场规模已经超过 300 亿元。凉茶饮料市场占有率第一的品牌是加多宝, 2012 加多宝销售收入超过 200 亿。加多宝在全国的终端接近 600 万个, 在大型商超、批发小店铺货率达 85% 以上, 餐饮渠道铺货率达 60% 以上。加多宝市场份额始终维持在 55% 以上, 拥有相对其他竞品的绝对领先优势。

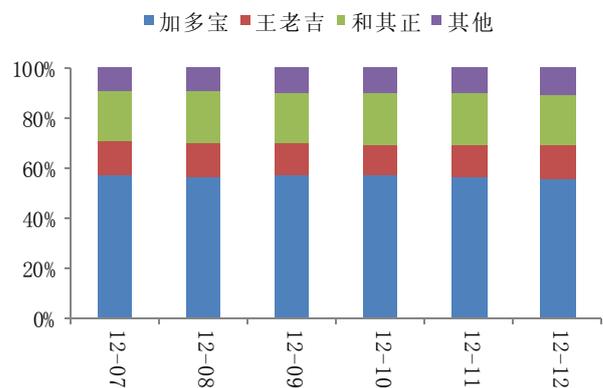
加多宝的案例说明在中国快消品市场, 可以在行业爆发增长后实现高市占率, 而不会因为行业蛋糕扩大, 竞争对手增长出现市场份额大幅下降。加多宝维持高市占率的策略是通过“大推广+大传播+大销量”策略来实现。换言之加多宝在拥有绝对领先收入后, 加大了营销投入和渠道铺货, 来抑制竞争对手销量增长。

图 22:加多宝历年收入增长柱状图



资料来源: 网络搜集, 东兴证券研究所

图 23:2012 年下半年凉茶品牌销售市场份额



资料来源: AC 尼尔森, 东兴证券研究所

Rio 和百加得是在一个行业收入不到 100 亿的阶段, 取得了相对领先的市场份额。按照我们的预计预调鸡尾酒行业会在 2016 年超过 100 亿元, 而行业上限天花板可能是在 400 亿元(预调鸡尾酒行业规模超过现在凉茶行业的逻辑判断是预调鸡尾酒吨产品价格相比凉茶要更高)。Rio 在未来 5 年仍有望保持市场份额的领先。

公司在 8 月份启用新的品牌形象代言人郭采洁和杨洋, 并随后上线新品牌代言人的电视 TVC 广告, 广告用语也更新为“Rio 在, 超自在”。从广告场景设置看, 摆脱了上一代广告设定的聚会用酒的场景, 场景演变为聚会、旅游、餐饮、办公等多元化场景。

图 24:RIO 新形象代言人



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

除了公司官方版本广告外，我们还发现有网友自制 Rio 广告上传视频网站。我们也搜索了其他品牌预调鸡尾酒，网友自制该品牌视频广告的数量极少。从网友对 Rio 广告的衍生来看，年轻消费群体对 Rio 品牌的喜爱程度已经远超其他品牌。我们认为消费核心群体对品牌的喜爱程度、忠诚程度是一个快消费品能持续增长的逻辑。

图 25:网友制作 RIO 广告截图 1



资料来源：土豆网、东兴证券研究所

图 26:网友制作 RIO 广告截图 2



资料来源：爱奇艺、东兴证券研究所

2016 年第 31 届夏季奥运会将在巴西里约热内卢举行，里约热内卢的英文简称是“Rio”，恰好和公司品牌名称相同。公司也将利用这一先天优势制定奥运营销计划，强化品牌形象。我们判断公司 2016 年营销费用会继续增长。

4. 盈利预测和估值

4.1 盈利预测

盈利预测关键假设:

假设 2015 年至 2017 年炫彩瓶的销量分别为 789 万箱、1017 万箱和 1272 万箱; 假设 2015 年至 2017 年靛彩罐销量分别为 550 万箱、715 万箱和 894 万箱; 公司 2015 年至 2017 年销量合计为 1569 万箱、2032 万箱和 2585 万箱。

假设 2015 年至 2017 年炫彩瓶的毛利率分别为 78.45%、78.98%和 78.49%; 假设 2015 年至 2017 年靛彩罐毛利率分别为 73.54%、73.93%和 73.67%; 公司 2015 年至 2017 年综合毛利率为 77.22%、77.67%和 77.30%。

假设公司 2015 年至 2017 年营业税金及附加收入占比分别为 5.15%、5.17%和 5.18%; 假设公司 2015 年至 2017 年销售费用占比分别为 24.52%、22.80%、20.98%, 占比的下降因为收入增长。

表 5:百润股份经营业绩预测表

项目	2015	2016	2017	2018
炫彩瓶销量(万箱)	789	1017	1272	1551
销售收入(万元)	138344	179356	219711	262687
收入增速(%)	78%	30%	23%	20%
销售成本(万元)	29819	37698	47263	57834
毛利率(%)	78.45%	78.98%	78.49%	77.98%
靛彩罐销量(万箱)	550	715	894	1090
销售收入(万元)	47763	62402	76442	91394
收入增速(%)	163%	31%	23%	20%
销售成本(万元)	12639	16266	20129	24312
毛利率(%)	73.54%	73.93%	73.67%	73.40%
佐餐酒产量(万箱)	230	300	420	525
销售收入(万元)	58916	77232	105962	129803
收入增速(%)	1672%	31%	37%	23%
销售成本(万元)	12650	16500	23100	28875
毛利率(%)	78.53%	78.64%	78.20%	77.75%
销量(万箱)	1569	2032	2585	3167
巴克斯营业收入(万元)	245023	318990	402116	483885
收入增速(%)	149%	30%	26%	20%
巴克斯营业成本(万元)	55108	70463	90492	111021
巴克斯毛利率(%)	77.51%	77.91%	77.50%	77.06%

香精香料营业收入 (万元)	18908	21177	23295	25158
香精香料营业成本 (万元)	5011	5506	6057	6541
香精香料毛利率 (%)	73.50%	74.00%	74.00%	74.00%
营业收入 (万元)	263931	340167	425410	509043
收入增速 (%)	130.19%	28.88%	25.06%	19.66%
营业成本 (万元)	60119	75969	96549	117562
营业毛利率 (%)	77.22%	77.67%	77.30%	76.91%

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

预计公司 2015 年至 2017 年收入分别为 26.39 亿元、34.02 亿元和 42.54 亿元; 2015 年至 2017 年归属公司股东净利润分别为 8.61 亿元、11.24 亿元和 15.57 亿元, 预计公司 2015 年至 2018 年的业绩复合增长率为 30%, 2015 年至 2017 年的 EPS 分别为 0.96 元、1.29 元和 1.68 元。

4.2 公司估值

食品饮料行业可比上市公司 2015 年和 2016 年平均 PE 估值水平为 44.6 倍和 35.9 倍, 考虑公司所在的预调鸡尾酒行业处于增长阶段, 公司 2016 年合理 PE 估值为 35X-40X, 对应公司合理股价区间为 46.55 元-53.20 元。截止 2015 年 11 月 27 日收盘, 公司股价对应 PEG 为 1.53, 给予公司“推荐”的投资评级。

表 6: 百润股份可比公司估值表

公司名称	EPS			PE			PS
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
承德露露	0.59	0.63	0.70	23.9	22.3	20.0	4.09
洽洽食品	0.58	0.72	0.82	29.4	23.7	20.6	2.04
三全食品	0.10	0.12	0.17	106.5	88.4	61.2	1.89
涪陵榨菜	0.40	0.49	0.56	47.1	38.7	33.6	6.26
克明面业	0.77	1.11	1.38	68.4	47.6	38.1	2.08
加加食品	0.12	0.15	0.17	60.3	46.8	41.5	3.27
平均	0.43	0.54	0.63	55.92	44.58	35.86	3.27

资料来源: 东兴证券研究所

表 7: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	484	487	1669	2435	3688	营业收入	128	157	2639	3402	4254
货币资金	431	420	660	1199	2134	营业成本	36	45	601	760	965
应收账款	21	35	615	746	932	营业税金及附加	1	1	136	176	220
其他应收款	15	15	257	332	415	营业费用	16	14	647	776	892
预付款项	0	1	7	15	24	管理费用	43	44	130	159	189
存货	8	9	115	125	159	财务费用	-12	-11	5	6	-4
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-0.19	0.25	0.00	0.00	1.00
非流动资产合计	169	181	195	177	159	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	115	175	159	133	118	营业利润	45	64	1119	1526	1990
无形资产	5	5	36	33	30	营业外收入	3.65	2.43	32.00	20.00	20.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.09	0.16	2.00	1.00	1.00
资产总计	653	668	1863	2611	3847	利润总额	49	66	1149	1545	2009
流动负债合计	10	16	290	112	144	所得税	7	9	289	388	504
短期借款	0	0	202	0	0	净利润	42	57	861	1157	1504
应付账款	5	6	74	94	119	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	0	0	4	9	16	归属母公司净利润	42	57	861	1157	1504
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	45	67	1144	1549	2003
非流动负债合计	3	3	200	200	200	BPS (元)	0.26	0.36	0.96	1.29	1.68
长期借款	0	0	200	200	200	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	13	19	490	312	344	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-21.78%	22.37%	1579.12%	28.88%	25.06%
实收资本 (或股	160	160	896	896	896	营业利润增长	-46.55%	41.71%	1655.43%	36.28%	30.41%
资本公积	377	377	377	377	377	归属于母公司净利	-45.61%	36.13%	1410.31%	34.38%	30.04%
未分配利润	65	66	539	1175	2003	获利能力					
归属母公司股东	640	649	2074	2999	4203	毛利率 (%)	72.10%	71.38%	77.22%	77.67%	77.30%
负债和所有者权	653	668	2564	3312	4547	净利率 (%)	32.60%	36.27%	32.62%	34.01%	35.36%
现金流量表						偿债能力					
单位: 百万元						总资产净利润 (%)	6.41%	8.54%	46.20%	44.30%	39.11%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE (%)	6.54%	8.78%	41.52%	38.57%	35.80%
经营活动现金流	56	59	10	979	1233	运营能力					
净利润	42	57	861	1157	1504	总资产周转率	0.20	0.24	1.63	1.16	1.08
折旧摊销	12.41	14.67	0.00	17.99	17.99	应收账款周转率	5	6	8	5	5
财务费用	-12	-11	5	6	-4	应付账款周转率	23.57	27.25	65.61	40.55	40.00
应收账款减少	0	0	-580	-131	-187	每股指标 (元)					
预收帐款增加	0	0	4	5	6	每股收益 (最新摊	0.26	0.36	0.96	1.29	1.68
投资活动现金流	-42	-21	5	0	-1	每股净现金流 (最新	-0.16	-0.07	0.27	0.60	1.04
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	4.00	4.06	2.31	3.35	4.69
长期股权投资减	0	0	0	0	0	估值比率					
投资收益	0	0	0	0	0	P/E	173.04	124.97	46.82	34.84	26.79
筹资活动现金流	-40	-48	224	-439	-297	P/B	11.25	11.09	19.44	13.44	9.59
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	150.21	100.67	35.01	25.37	19.16
长期借款增加	0	0	200	0	0						
普通股增加	0	0	736	0	0						
资本公积增加	0	0	0	0	0						
现金净增加额	-26	-11	240	539	935						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 7 年食品饮料行业研究经验。

焦凯

2010 年进入天相投资顾问有限公司, 从事煤炭行业研究; 2012 年加盟东兴证券研究所, 从事食品饮料行业研究, 3 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。