

百润股份(002568)

报告日期: 2023年07月09日

# 进击的预调酒龙头，第二增长曲线在途

## ——百润股份首次覆盖报告

### 投资要点

- 百润股份是我国预调酒绝对龙头，公司“358”产品矩阵覆盖多细分消费场景，短期大单品强爽持续高增带动微醺恢复和清爽推广，中长期将借强爽之势进军餐饮+烈酒或成为第二增长曲线，驱动营收及利润超预期。
- **产品力：聚焦三大核心品类，构筑大单品规模效应。**公司聚焦预调鸡尾酒主业，22年提出“358”品类矩阵，聚焦微醺、清爽和强爽三大系列，并且在消费者宣传上对不同产品的消费场景和属性进行区分，大单品战略下实现规模效应。
- **渠道力：线上渠道前瞻性布局，线下渠道提质增量。**公司16年启动渠道改革，前瞻性布局线上渠道，线上直销渠道现已覆盖天猫/抖音/京东/拼多多等主要线上电商平台。线下渠道以经销模式为主，主要包括现代零售渠道和传统零售渠道。近年来公司网点数量持续扩张，未来将继续推动渠道下沉，实现提质增量。
- **品牌力：广告营销投入充足，充分借助流量优势。**公司以多元营销途径渗透线上与线下渠道，大单品强爽凭借和《永劫无间》的联名强势出圈。公司营销眼光独到，陆续拿下《奔跑吧》、《何以笙箫默》等热门综艺影视的广告植入，并相继邀请杨洋/周冬雨/肖战等知名明星担任代言人，充分借助流量优势。
- **强爽是如何成为爆品的：**1) 切中潜在消费人群，填补空白市场。2) 高度数满足买醉需求，饮酒频率及规模攀升。3) 高性价比带来强复购率，高醉价比巩固爆品属性。4) 补充推出0糖系列，满足消费者健康追求。
- **超预期一：“358”产品矩阵协同增长，大单品强爽持续放量，带动微醺的快速恢复和清爽的快速推广。**

**市场担忧：**1) 强爽的爆发仅为营销作用下的短期现象，且抢夺了啤酒的市场份额，其增长可持续性不强。2) 微醺作为公司成熟单品未来增长空间有限。3) 清爽作为新品表现较为平淡，定位和微醺相近，担心公司未来业绩增长缺乏支撑。

**我们认为：**1) 强爽的爆发并非偶然，是公司多年来积累的产品渠道力+品牌建设能力+精准营销推广的共同作用，且强爽的消费者并不完全和啤酒重合，强爽的推出填补了原本的空白市场，满足了不爱喝啤酒、想喝酒但在意糖分嘌呤的人群需求。我们看好强爽的持续增长能力，我们预计23/24年强爽将分别实现20亿/30亿的销售规模。2) 微醺的市场容量还未到顶，刚刚从导入期进入成长期，去年受大环境影响销售下滑，预计今年有望恢复到21年水平。3) 清爽去年表现略低预期主要系渠道下沉受阻及强爽分流，今年公司将重点发力清爽并予以资源倾斜，有望实现30%以上增长。

- **超预期二：我国预调酒行业仍处于扩容阶段，公司借强爽之势开拓餐饮渠道，有望贡献增量。**

**市场担忧：**百润目前已是我国预调酒行业绝对龙头（市占率近九成），未来行业增长空间有限。公司进军餐饮渠道较难，行业竞争激烈，会受到啤酒企业挤压。

**我们认为：**我国预调酒行业仍处于扩容阶段，相比海外仍有较大增长空间（日本预调酒餐饮渠道占比五成，目前我国预调酒即饮渠道占比仅为8%），整体市场扩容下百润作为头部企业将充分受益。公司目前已经在部分区域试点投放275ml玻璃瓶强爽，未来有望通过消费者培育，逐步切入佐餐场景，将餐饮打造成公司继KA后的新优势渠道。尽管餐饮是啤酒的传统渠道，但梅见等新兴低度酒产品也有较好表现，若强爽能学习其渠道打法，有望凭借其优异产品力通过餐饮渠道实现增量，但也需警惕啤酒通过买店促销等方式开展价格竞争。

- **超预期三：前瞻性布局“中国的威士忌”，有望成为未来的新增长极**

**市场担忧：**国内销售的威士忌以海外品牌为主，过去国内威士忌难以抢占市场份额，主要系原材料成本压力+生产设备落后+品牌认知度有待培育。

**我们认为：**尽管国内威士忌仍处于起步阶段，百润在国产威士忌酒企中具备相对优势，主要因为：1) 岷州蒸馏厂是中国规模最大的威士忌酒厂，具备规模优

### 投资评级：买入(首次)

分析师：杨骥  
 执业证书号：S1230522030003  
 yangji@stocke.com.cn

研究助理：潘俊汝  
 panjunru@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 36.23
总市值(百万元)	38,047.30
总股本(百万股)	1,050.16

### 股票走势图



### 相关报告

势；2) 嵊州蒸馏厂设备领先且专门配备了桶匠团队，具备生产设备优势；3) 原材料除进口外也部分来源于国内生产地，具备成本优势。4) 从品牌认知来看，威士忌从投产到面市需要 3-5 年时间，百润布局威士忌领域较早，于 17 年投资约 5 亿元建设伏特加及威士忌生产项目，计划产能 3.6 万吨，年底有望产出首批产品，量产产品将于 24 年正式投放，相比其他国产威士忌具备一定先发优势。从市场前景来看，我国威士忌酒类市场具有极大增长空间，威士忌业务有望成为公司新的业绩增长点。

#### □ 我们认为：

公司 4 月以来动销环比改善，延续了去年 Q4 和今年 Q1 的快速增长势头（往年 4-5 月为淡季，今年扫码数量迅速上升）。短期大单品强爽持续高增带动微醺恢复和清爽推广，中长期将借强爽之势进军餐饮+烈酒或成为第二增长曲线，驱动营收及净利超预期。

#### □ 盈利预测与估值：

公司一季度营收增长 40%+，净利润实现翻倍以上增长，渠道乐观反馈下我们预计二季度营收/净利润增速为 65%/80-100%（业绩预告 H1 归母净利润增速 90%-105%），预计 2023-2025 年营收分别为 41.0 亿/51.5 亿/63.2 亿，同比增长分别为 58.1%/25.7%/22.5%，归母净利润分别为 8.6 亿/11.7 亿/15.0 亿，同比增长分别为 65.3%/35.8%/28.1%，预计 23-25 年 EPS 分别为 0.82/1.11/1.43 元，对应 PE 分别为 44.17/32.52/25.39 倍，基本面强劲支持下估值仍有提升空间，23 年我们给予 55 倍 PE，目标市值 475 亿，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### □ 催化剂：

①强爽持续高增；②清爽推广超预期；③餐饮渠道拓展顺利；④威士忌产品顺利出厂并实现销售。

#### □ 风险提示

餐饮渠道竞争激烈；下游消费场景恢复不及预期；新品推广不及预期；原材料价格上涨；费用大幅增加；食品安全问题。

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2593.41	4100.51	5153.73	6315.13
(+/-) (%)	-0.04%	58.11%	25.68%	22.54%
归母净利润	521.28	861.45	1169.90	1498.62
(+/-) (%)	-22.14%	65.26%	35.81%	28.10%
每股收益(元)	0.50	0.82	1.11	1.43
P/E	73.31	44.17	32.52	25.39

资料来源：浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 公司概况</b>	<b>6</b>
1.1 百润股份：国内预调酒龙头，品牌产品渠道全面领先	6
1.2 产品结构：“3+5+8”品类矩阵，面向细分消费场景	6
1.2.1 微醺系列：一个人的小酒，主打女性独饮场景	7
1.2.2 清爽系列：度数性价比适中，加速低线城市渗透	8
1.2.3 强爽系列：高醉性价比产品，精准营销强势出圈	8
1.3 龙头之争：超越国内果酒鼻祖冰锐，稳居行业龙头近十年	9
1.3.1 渠道抢夺：冰锐 vs RIO，夜场、电商、流通三次渠道大战	9
1.3.2 营销之战：冠名综艺影视剧，塑造高热度及品牌形象	10
1.4 股权结构：股权结构较为集中，股权激励激发员工活力	10
<b>2 行业分析</b>	<b>11</b>
2.1 行业规模：经历调整后再度出发，重回增长态势	11
2.2 竞争格局：百润稳居行业龙头，未来头部集中趋势延续	12
2.3 未来趋势：低度酒细分赛道众多，加速消费者培育	12
<b>3 核心竞争力</b>	<b>13</b>
3.1 产品力：聚焦三大核心品类，构筑大单品规模效应	13
3.2 渠道力：线上渠道前瞻性布局，线下渠道提质增量	14
3.3 生产力：预调酒产能充足，布局基酒助力未来增长	15
3.4 品牌力：广告营销投入充足，充分借助流量优势	16
3.4.1 广告营销：线上社媒与线下营销双路渗透	16
3.4.2 影视合作：优质内容推动传播，提升品牌知名度与影响力	17
3.4.3 知名代言人：邀请知名明星代言，充分借助粉丝流量	17
3.4.4 跨界合作：跨界品牌联动造势，追击年轻消费圈层	17
<b>4 强爽三问</b>	<b>18</b>
4.1 强爽是如何成为爆品的？——四大切入点，契合市场需求	18
4.1.1 切中潜在消费人群，填补空白市场	18
4.1.2 高度数满足买醉需求，饮酒频率及规模攀升	18
4.1.3 高性价比带来强复购率，高醉性价比巩固爆品属性	18
4.1.4 补充推出0糖系列，满足消费者健康追求	18
4.2 强爽的增长是否可持续？——短期大单品仍将延续放量	19
4.3 强爽的爆款是否可复制？——短期不可复制，中长期需消费者培育	20
<b>5 未来增长</b>	<b>21</b>
5.1 餐饮渠道：借强爽之势，进军餐饮渠道开拓蓝海市场	21
5.2 威士忌：市场前景广阔，有望成为未来的新增长极	22
5.2.1 中国威士忌仍处于起步阶段，量价齐升趋势延续	22
5.2.2 中国威士忌的痛点：原材料成本压力及设备欠缺，品牌认知度有待培育	23
5.2.3 百润前瞻性布局威士忌，预计24年同步烈酒销售	24
<b>6 盈利预测与估值分析</b>	<b>27</b>
6.1 盈利预测	27
6.2 估值分析	29
<b>7 风险提示</b>	<b>29</b>

## 图表目录

图 1: 2022 年百润股份营业收入构成 .....	6
图 2: 2021 年中国预调酒市场竞争格局 .....	6
图 3: RIO 鸡尾酒产品发展历程 .....	7
图 4: 微醺系列宣传广告 .....	7
图 5: 清爽系列宣传广告 .....	8
图 6: 强爽系列宣传广告 .....	8
图 7: 强爽系列与“永劫无间”联名宣传 .....	8
图 8: RIO 与冰锐市占率对比 .....	9
图 9: 冰锐植入热播剧《爱情公寓》 .....	10
图 10: RIO 冠名热播综艺《奔跑吧》 .....	10
图 11: 百润股份股权结构 .....	10
图 12: 我国预调酒行业未来扩容趋势不改 .....	12
图 13: 2021 年我国与发达国家预调酒人均销量对比 (升/人) .....	12
图 14: 锐澳品牌市占率接近 90% .....	12
图 15: 各细分领域饮料大单品市占率保持稳定 .....	12
图 16: 我国低度酒行业规模历史四年 CAGR 达+18.56% .....	12
图 17: 国内青年主要休闲放松方式 .....	12
图 18: 百润股份数字零售渠道销售额及占比变化情况 .....	14
图 19: 百润股份线上渠道一览 .....	14
图 20: 2019-2022 年公司分区域销售额 (亿元) .....	15
图 21: 2019-2022 年公司各区域经销商数量 (家) .....	15
图 22: 百润股份旗下 RIO 近年品牌联名版图 .....	16
图 23: 百润股份旗下 RIO 品牌数据平台运营系统 .....	16
图 24: 百润股份旗下 RIO 品牌与传统品牌跨界联名案例 .....	17
图 25: 百润股份旗下 RIO 品牌强爽系列跨界联名案例 .....	17
图 26: 日本预调酒 (RTD) 市场发展趋势 (单位: 万箱) .....	18
图 27: Z 世代重视健康养生首选“0 糖”饮料 .....	18
图 28: 强爽与永劫无间跨界合作 .....	19
图 29: 强爽“不信邪挑战”强势破圈 .....	19
图 30: 我国预调鸡尾酒市场份额正在逐渐扩大 .....	20
图 31: 过去 15 年日本预调酒抢占啤酒市场份额 .....	20
图 32: 流量明星肖战代言清爽 .....	20
图 33: 中国低度酒市场规模 .....	21
图 34: 中国低度酒各消费场景占比 .....	21
图 35: 2022 年百润股份各渠道销售占比 .....	21
图 36: 2017-2022 年中国威士忌行业规模及同比 .....	22
图 37: 2018-2022 年中国威士忌进口数量及均价同比 .....	22
图 38: 2017-2022 年中国威士忌行业需求量及同比 .....	22
图 39: 2017-2022 年中国威士忌行业吨价及同比 .....	22
图 40: 中日威士忌酒类销量对比 .....	23
图 41: 国内威士忌酒类销售市场潜力巨大 .....	23
图 42: 我国威士忌成本利润拆分 .....	24

图 43: 2021 年中国威士忌市场份额 .....	24
图 44: 峡州蒸馏厂限量首发 500 桶优质单 .....	25
图 45: 峡州蒸馏厂单桶定制产品仅 18 分钟全部售罄 .....	25
图 46: 巴克斯酒业打造的峡州蒸馏厂 .....	25
图 47: 百润威士忌峡州酒厂 .....	25
图 48: 峡州蒸馏厂供应商均为全球知名设备供应商 .....	26
图 49: 峡州蒸馏厂中的壶式蒸馏器 .....	26
图 50: 峡州 STR 制桶车间 .....	26
图 51: 威士忌饮用场景分布 .....	27
图 52: 我国白糖指数走势 .....	28
图 53: 我国铝锭及浮法平板玻璃市场价格走势 .....	28
图 54: 百润股份及可比公司估值情况 .....	29
表 1: 百润股份产品矩阵 .....	7
表 2: 百润股份股权激励计划 .....	11
表 3: 我国预调酒市场行业发展历程 .....	11
表 4: RIO 鸡尾酒系列产品 .....	13
表 5: 公司预调酒及基酒生产基地产能 .....	15
表 6: 我国主要威士忌酒厂整理 .....	23
表 7: 百润股份盈利预测拆分 .....	28
表 8: 可比上市公司盈利预测及估值表 .....	29
表附录: 三大报表预测值 .....	31

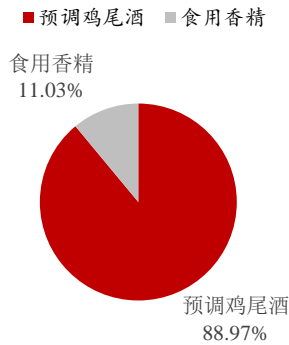
## 1 公司概述

上海百润投资控股集团股份有限公司始创于1997年6月，2002年起涉足预调鸡尾酒行业，成立了巴克斯酒业公司发展预调鸡尾酒业务。其后，因国内预调鸡尾酒市场培育不足，发展缓慢，公司暂时剥离了巴克斯酒业公司。2015年，公司重新收购巴克斯酒业，大力发展预调鸡尾酒业务。2022年，公司预调鸡尾酒业务（含气泡水等）营收占比88.97%，食用香精业务营收占比11.03%。

### 1.1 百润股份：国内预调酒龙头，品牌产品渠道全面领先

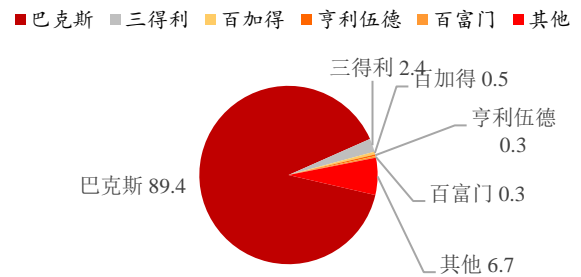
百润股份预调鸡尾酒业务主要包括“RIO(锐澳)”牌预调酒鸡尾酒产品的研发、生产和销售，经过多年发展，公司在品牌塑造、产品布局、渠道发展方面均积累了显著优势，目前已成为国内预调鸡尾酒龙头企业，2021年在我国预调酒市场中的市占率近9成。RIO(锐澳)也成为预调鸡尾酒的代名词。

图1：2022年百润股份营业收入构成



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图2：2021年中国预调酒市场竞争格局



资料来源：欧睿、浙商证券研究所

### 1.2 产品结构：“3+5+8”品类矩阵，面向细分消费场景

2015年至2022年期间，公司面向细分消费场景不断丰富产品条线，形成覆盖不同消费群体、不同口味、满足消费者多样化需求的40余款产品。目前公司共有九大产品系列，分别为：微醺系列、强爽系列、清爽系列、经典系列、本榨系列、轻享系列、从减系列、梅之美系列、HEYPOP系列。2022年初，公司制定“RIO(锐澳)”产品“358”(3度、5度、8度酒精含量)品类矩阵规划，聚焦“3度微醺”、“5度清爽”、“8度强爽”。

RIO鸡尾酒的产品矩阵日益完善，各系列产品聚焦于差异化细分消费场景。公司不断优化产品风味以持续满足消费者需求，产品朝着健康化、专业化、差异化方向不断迭代。与此同时，公司推出梅子酒、气泡水新品类，市场空间有望进一步打开。

图3: RIO 鸡尾酒产品发展历程



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

表1: 百润股份产品矩阵

系列	酒精度	容量 (ml)	单价 (元/100ml)	目标人群	消费场景
微醺系列	3.0%	330	2.39	年轻女性、初饮者	独处、放松场景
强爽系列	8%/9%	330/500	2.40	追求醉感的男性、成熟女性	居家休闲、餐饮场景
清爽系列	5.0%	330	1.83	低线城市年轻群体	休闲、餐饮、聚饮场景
经典系列	4.2-4.5%	275	4.85	年轻消费者	聚饮场景
本榨系列	4%/4.4%	330	3.59	都市女性	休闲、聚饮场景
轻享系列	5.0%	500	2.70	追求健康的都市女性	休闲、放松场景
从减系列	3.3-3.8%	330	2.37	追求健康的女性	独处场景
梅之美系列	12.50%	500	9.60	年轻女性	餐饮、聚饮场景
HEYPOP 系列	0%	330	1.52	不饮酒的年轻群体	运动、放松场景

资料来源: 公司官网、京东、浙商证券研究所

### 1.2.1 微醺系列: 一个人的小酒, 主打女性独饮场景

RIO 微醺系列于 2016 年首次推出玻璃瓶装的“3 度微醺”, 2017 年公司对“3 度微醺”进行口味、包装、定位的全面升级, 推出“微醺系列”。全新的“微醺系列”采用易拉罐包装, 营造“独处”场景, 以“一个人的小酒”的定位触达年轻消费者, 尤其是女性消费者。产品定位上, “微醺系列”主打独饮场景, 与“经典系列”主打的聚饮场景完全区分; 产品口味上, 微醺系列度数不高, 口感舒适, 主打清新、美好、轻松、温暖的格调, 适合个人日常小酌。微醺系列凭借差异化定位, 瞄准年轻独居人群这一细分领域, 快速推动产品铺市, 开创了更日常的消费场景, 成为公司目前的第一大单品。

图4: 微醺系列宣传广告



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

### 1.2.2 清爽系列：度数性价比适中，加速低线城市渗透

RIO 清爽系列于 2021 年诞生，酒精度数适中，口感清爽柔和，性价比较高，是公司渗透低线城市、实现品牌下沉的抓手。清爽系列的低酒精度满足了聚饮需求，同时气泡和清爽果味增强了产品适口性，两大特点让 RIO 清爽系列产品具备了“基础款大单品”的核心优势，有望持续拓宽消费人群，在下沉市场用户中加速品类渗透。在 RIO 产品矩阵中，清爽系列因易于入口的特点而成为品牌“流量入口”，对于激发低度酒饮更大的市场潜能有重要意义。

图5：清爽系列宣传广告



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

### 1.2.3 强爽系列：高醉性价比产品，精准营销强势出圈

RIO 强爽系列是 2016 年推出的产品，区别于 RIO 其他低度鸡尾酒系列，强爽酒精度数较高，有 8 度和 9 度两款产品，面向喜爱饮酒、追求买醉的男性消费群体和爱饮酒的女性群体，主打“一罐就到位”，强调“高醉性价比”，即买醉性价比较高。强爽系列经过了 6 年的培育，在 2022 年成功破圈，成为 RIO 又一大潜力单品。强爽系列的成功得益于更细化的消费场景聚焦、产品品质的提升以及有效的产品营销。消费场景方面，8 度强爽聚焦于下班回家、游戏开黑、配餐伴侣、深夜睡前四大场景；8 度 0 糖强爽和 9 度 0 糖强爽主打休闲配餐，运动健身，熬夜加班场景。产品品质方面，强爽属于低度酒中的高酒精度，产品使用九塔蒸馏的伏特加基酒，经过八次层析处理，叠加 6 道过滤，口感更纯净，苦涩度也有所降低。产品营销方面，强爽系列与“永劫无间”联名，同时在小红书和抖音上发起“不信邪”主题挑战，网络热度高涨。

图6：强爽系列宣传广告



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图7：强爽系列与“永劫无间”联名宣传



资料来源：公司官网、浙商证券研究所



### 1.3 龙头之争：超越国内果酒鼻祖冰锐，稳居行业龙头近十年

中国预调鸡尾酒行业于 20 世纪 90 年代中期起步，第一个试水中国预调酒市场的是古巴朗姆酒大厂百加得（Bacardi）。百加得于 1993 年推出预调鸡尾酒品牌——冰锐

（Breezer），并在 1997 年进入中国。随着在《爱情公寓》中的成功植入，冰锐迎来了在中国市场的巅峰，是国内预调鸡尾酒的鼻祖。在冰锐领跑预调鸡尾酒市场期间，百润股份推出的 RIO 后来者居上，二者展开了长达十年的对峙。

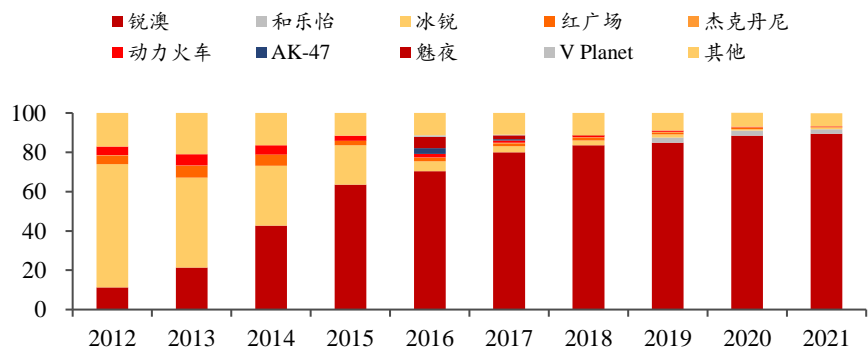
#### 1.3.1 渠道争夺：冰锐 vs RIO，夜场、电商、流通三次渠道大战

**RIO 与冰锐共经历了夜场、电商、流通三次渠道大战。第一次夜场争夺中，二者均受到传统酒水品牌的压制，纷纷退出夜场。**夜场是预调酒的传统渠道，因而也是 RIO 与冰锐布局预调鸡尾酒的第一选择。RIO 在夜场先后遭受了软饮料与啤酒企业的联合围攻，20 元/瓶的定价，向下打不过可乐、雪碧等传统软饮料，向上打不过百威、青啤等知名啤酒。啤酒厂商通过买店、大力促销等方式疯狂挤压预调酒销售，同时有限的渠道利润也导致终端销售人员推荐意愿较低。冰锐虽凭借百加得集团在夜场的实力轻松进入上海多家知名夜场，但是销量惨淡，RIO 的表现也不尽如人意。夜场传统酒水品牌的阻击成功使得两大预调鸡尾酒品牌相继退出该渠道。2008 年，冰锐销量下滑至几百万，RIO 更是直接负债 2500 万，被董事会以 100 元的价格卖给了刘卫东。

**第二次线上电商渠道争夺中，二者销量都得到明显改善。**2008 年前后，淘宝在国内发展势头正盛，RIO 与冰锐都希望通过线上电商打开市场。通过制定适合线上销售的产品与策略，RIO 与冰锐短期内都实现了销量突破。RIO 将价格下调至 10 元/瓶，并调整定位为“小姐妹的年轻用酒”，瞄准女性用户，本次定价和销售战略的调整较为成功，2009 年实现销售 3000 万瓶，2010 年实现盈利。

**第三次渠道大战针对线下流通渠道，为扩大品牌影响力，RIO 和冰锐都意识到除了抢占线上渠道之外，必须大规模线下铺货。**但此次，二者选择了不同的渠道模式。RIO 采取了扁平化的渠道模式，即一个城市一个经销商，不设分销商。这种模式对经销商要求高，经销商体系力量薄弱，几个月后 RIO 仅仅进入少数几家 KA（华润/家乐福）。冰锐采取大商制，一个区域由一个大经销商负责，大经销商下面分设二、三级分销商。冰锐依靠大商快速发展了许多当地优秀二、三级分销商，凭借当地经销商的关系，占据了几乎所有一线城市的 KA，以及卖场中最醒目的货架。但是冰锐的经销商策略也有副作用，因为大商自主权高，冰锐各地串货严重，价格体系出现混乱，多家 KA 暂停进货。2012 年，冰锐的销售额降低了一半，线下份额下降至 20%。同年，RIO 抓住机会，将业务从华东、华北扩展至西北、西南，拿下全国多个省的一、二、三线城市，线下份额增长至 40%。

图8：RIO 与冰锐市占率对比



资料来源：欧睿、浙商证券研究所

### 1.3.2 营销之战：冠名综艺影视剧，塑造高热度及品牌形象

2012年开始，冰锐与RIO的对峙从渠道转向了营销。二者都采取娱乐营销战略，冠名热门综艺，在影视剧中做广告植入。2012年，冰锐首先在热播剧《爱情公寓》中深度植入，在当年实现了销量大爆发。

RIO相比冰锐在娱乐节目上做了大力投入，RIO不仅加强了在影视剧中的广告投放，在《何以笙箫默》、《杉杉来了》、《把爱带回家》等十多部年度热门剧中植入，同时对《奔跑吧》、《天天向上》等大制作真人秀和综艺节目进行了铺天盖地的冠名和植入，借助优质的节目内容、明星的高人气、持续不断的话题，再加之贴近剧情和品牌主张的内容营销，让RIO多彩、轻松、自在、青春的品牌主张深入人心，网络声量一路高涨。反观冰锐，能够给消费者留下印象的只有在《爱情公寓》中多次出现的场景，在娱乐营销上没有更大的动作。

在冰锐2012年大火之后，RIO凭借在消费者心中形成的品牌与品类等同认知，与夜场之外的渠道强势覆盖，在2014年成功超越冰锐成为了行业第一，也为公司构建了强大的护城河，助其成为预调鸡尾酒行业的绝对龙头。

图9：冰锐植入热播剧《爱情公寓》



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图10：RIO冠名热播综艺《奔跑吧》

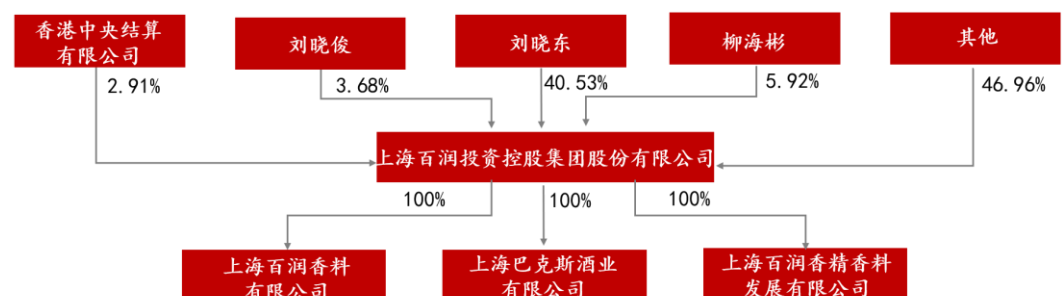


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 1.4 股权结构：股权结构较为集中，股权激励激发员工活力

百润股份股权结构稳定，公司实控人刘晓东为公司创始人，截至23Q1持有公司40.53%的股份，刘晓俊为刘晓东弟弟，持有公司3.68%的股份。上海巴克斯酒业有限公司负责开展公司预调酒业务，为百润股份100%控股子公司。

图11：百润股份股权结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司 2021 年发布股权激励计划，激励对象包括核心管理人员、核心技术人员、骨干业务人员。2022 年 9 月 24 日，公司对股权激励计划进行调整，其中主要变动是将营业收入考核基数年度从 2021 年调整至 2022 年，业绩考核目标以 2022 年为基数，2023 年/2024 年/2025 年营业收入增长率不低于 25%/53.75%/84.50%，即分别同比增长 25%/23%/20%。股权激励计划有望提高员工积极性，激发员工活力，助力公司达成增长目标。

表2：百润股份股权激励计划

解除限售期	解除限售条件	解除限售时间	解除限售比例
第一个解除限售期	以 2022 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 25%	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日止	30%
第二个解除限售期	以 2022 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 53.75%	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日止	30%
第三个解除限售期	以 2022 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 84.50%	自授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日起 60 个月内的最后一个交易日止	40%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 2 行业分析

### 2.1 行业规模：经历调整后再度出发，重回增长态势

我国预调酒行业自 2003 年起进入导入期，市场整体规模较小，巴克斯酒业旗下品牌“RIO（锐澳）”诞生，同时期百加得、三得利等海外知名厂商相继布局中国市场铺陈探索，2006 年实现全国销售额破亿、销量破百万箱。随着产品定位年轻化、时尚化叠加电商渠道贡献增量，自 2012 年起行业进入高速发展期，2014 年行业规模增长 114.81% 至 50.89 亿元。预调酒厂商加大宣传力度，引发尝鲜式消费热潮，渠道下沉力度加大，行业销量 2012-2015 年四年 CAGR 为+68.53%。2016 年起，茅台、五粮液等公司纷纷推出预调鸡尾酒产品，市场产品同质化严重，供过于求。随着消费者趋于理性，渠道大量囤货造成的库存问题暴露，行业连续三年出现行业规模负增长。2019 年至今，渠道库存逐步消化后，行业销量止跌回升，未来行业整体扩容趋势不改。

表3：我国预调酒市场行业发展历程

导入期（03-11 年）：海内外的预调鸡尾酒品牌逐步出现在中国市场。

高速发展期（12-15 年）：产品定位+电商渠道引爆消费热潮，销量年复合增长率+68.53%。

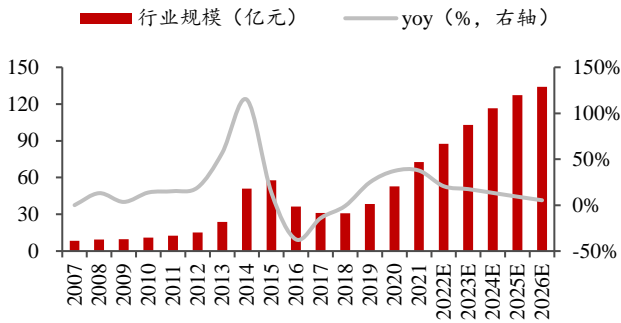
调整期（16-18 年）：产品同质化叠加库存问题严重导致行业急剧收缩。

重回增长期（19 年至今）：渠道库存逐步消化，行业恢复良性增长。

资料来源：公司公告，酒业家，浙商证券研究所

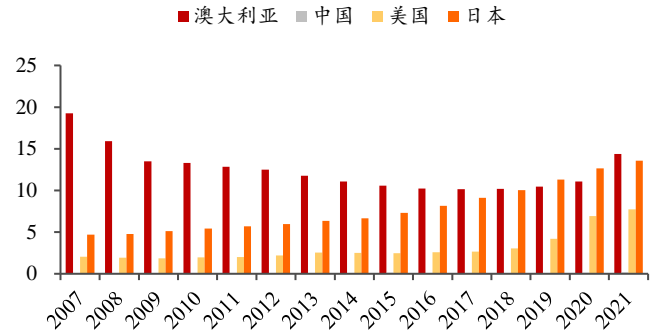
2021 年中国预调酒市场规模为 72.67 亿，历史 3 年 CAGR 为+33.06%，其中销量持续攀升贡献增量，吨价基本持平保持稳定。根据欧睿咨询预测，未来 5 年 CAGR 为+8.87%，依旧以销量增长为主要驱动力。从人均销量来看，2021 年美国/日本/澳大利亚预调酒销量分别为 7.71/13.57/14.39 升/人，而我国仅为 0.15 升/人，和发达国家相比仍有较大提升空间。

图12: 我国预调酒行业未来扩容趋势不改



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图13: 2021年我国与发达国家预调酒人均销量对比(升/人)

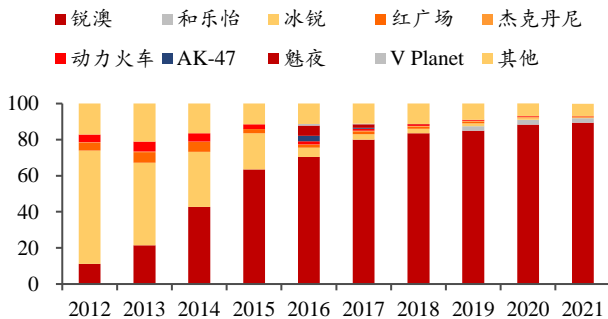


资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

## 2.2 竞争格局: 百润稳居行业龙头, 未来头部集中趋势延续

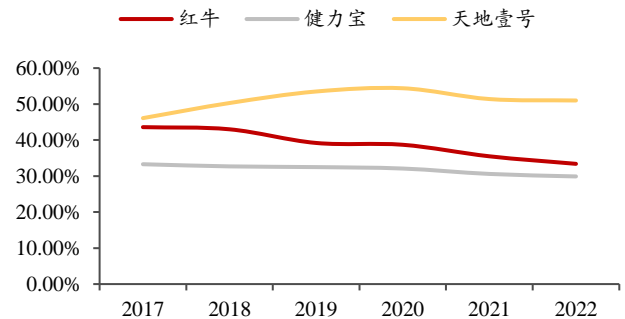
2012年至2021年, 百润旗下的锐澳品牌市占率由11.2%高速增长至89.4%, 在国内预调酒市场实现一家独大, 稳居行业龙头。类比饮料大单品来看, 在能量饮料/运动饮料/特色饮料的细分领域中, 领域龙头红牛/健力宝/天地壹号近5年市占率稳定达到30%/30%/50%以上, 新兴品牌难以实现弯道超车。而国内预调酒市场中, 锐澳的市占率近5年都稳定占比高于80%, 行业集中度颇高, 未来头部集中格局仍将延续。

图14: 锐澳品牌市占率接近90%



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图15: 各细分领域饮料大单品市占率保持稳定



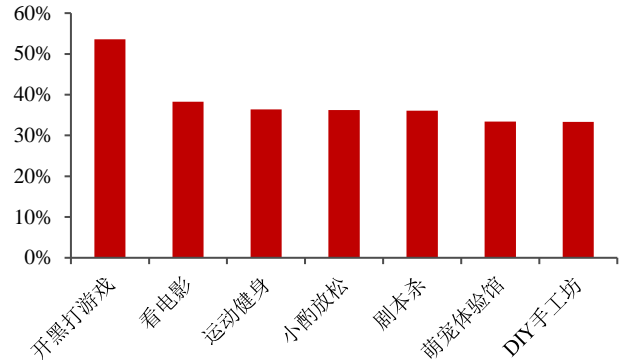
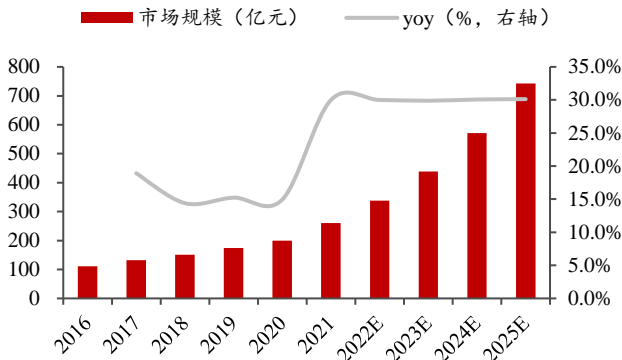
资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

## 2.3 未来趋势: 低度酒细分赛道众多, 加速消费者培育

国内当前低度酒赛道细分品类众多, 包括啤酒、果啤(1664/福佳白)、果酒(贝瑞甜心/夏日纷)、梅酒(梅见)、米酒(米客)等, 传统酒企与新品牌纷纷布局低度酒市场, 供给侧充裕。2021年36.2%的国内青年会选择“小酌放松”作为社交休闲放松方式, 市场具有足量潜在消费需求。国内低度酒行业仍处于起步期, 行业增速迅猛, 2021年行业规模达260亿元, 历史四年CAGR高达+18.56%, 发展前景广阔。**分赛道看**, 当前除啤酒外其余子赛道, 如果酒、梅酒等, 市场规模均不大, 长期来看兼具品牌、产品、渠道实力的公司有望建立绝对优势。**整体来看**, 各个细分赛道内品牌的崛起一定程度上能加速消费者培育, 从而增强消费者对于低度酒的消费认知和偏好, 低度酒整体市场的扩容有望为其中各细分赛道带来利润端与规模的绝对增量。

图16: 我国低度酒行业规模历史四年CAGR达+18.56%

图17: 国内青年主要休闲放松方式



资料来源：沙利文，新周刊，浙商证券研究所

资料来源：艾媒咨询，浙商证券研究所

### 3 核心竞争力

#### 3.1 产品力：聚焦三大核心品类，构筑大单品规模效应

公司持续聚焦预调鸡尾酒主业，产品矩阵日渐完善。横向看，公司针对预调鸡尾酒不同消费者布局了经典、微醺、清爽、强爽等七大系列。各个系列特点鲜明，产品差异化突出，覆盖了全消费人群。纵向看，公司预调鸡尾酒各个系列均推出了多种口味，共计 50 余个 SKU，保证了新品能够持续吸引消费者尝鲜，进而沉淀畅销口味形成复购。公司起家于香精香料业务，对于鸡尾酒各种口味的研究判断极具前瞻性，为产品创新研发提供了技术可行性。同时，公司围绕预调鸡尾酒不断拓展业务边界，布局了烈酒、梅子酒、气泡水业务，有望进一步发挥业务协同优势，持续提升产品力。

**聚焦核心品类，构筑规模效应。**公司历史上曾采取多产品线并行战略，但考虑到各产品定位、消费场景区分不够清晰，在消费者培育上有一定难度，2022 年公司提出“358”品类矩阵，聚焦微醺、清爽和强爽三大系列，并且在消费者宣传上对不同产品的消费场景和属性进行区分：1) 微醺针对单身群体和职场女性，定位居家独饮场景，主打“一个人的小酒”；2) 清爽针对个性独立的轻熟男女，定位居家休闲和餐饮场景；3) 强爽针对男性群体及成熟女性，定位居家休闲和餐饮场景。

表 4: RIO 鸡尾酒系列产品

产品系列	产品特点	产品口味
微醺系列	风味多样、口感柔和	白桃、乳酸菌、葡萄、西柚、柠檬、玫瑰荔枝、金桔、草莓乳酸菌、酸梅汤、丹东哈尼、广西妃子笑、甜心番石榴、碳烤乳酸菌、白桃接骨木花、香草冰淇淋、白葡萄、乐橘、百香果、山茶花、草莓
强爽系列	酒感强劲、酒精度数高	苹果、白桃、柠檬、葡萄、卡曼橘、荔枝、西柚
清爽系列	口感清爽、气泡丰富	阳光玫瑰、春见白桃、草莓、青苹果、青橘
经典系列	酒感适中、基础产品	蓝玫瑰、水蜜桃、草莓、葡萄、蓝莓、海盐荔枝
本榨系列	果汁含量高	葡萄、柚子、芒果
轻享系列	低糖、0 合成色素	柠檬莫吉托、西柚肉桂、白桃白兰地、葡萄白兰地
从减系列	0 糖 0 脂、低热量气泡酒	青瓜、青柠、蔓越莓、仙人掌、凤凰单枞
梅之美系列	三三三重匠心打造	青梅
HEYPOP 系列	0 糖、0 卡、0 脂气泡水	水蜜桃、青柠、柠檬、苏打

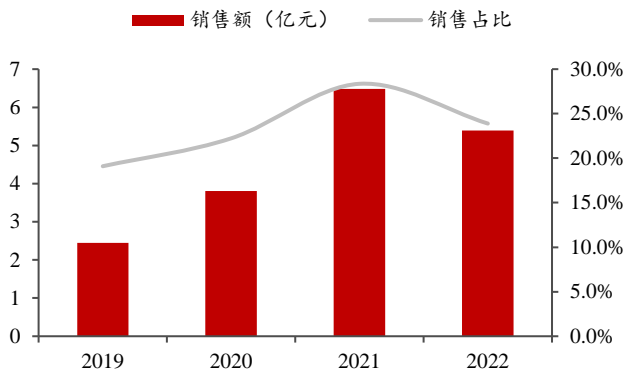
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

### 3.2 渠道力：线上渠道前瞻性布局，线下渠道提质增量

公司 2016 年启动渠道改革，前瞻性布局线上渠道。2016 年 6 月，公司正式启动电商渠道，2020 年，数字零售渠道逐渐变成公司营销主阵地。公司重视线上渠道的发展，推出适合电商渠道销售的产品，实现了跨平台协同营销，持续强化传统电商平台运营优势，积极拥抱各种新兴渠道，保持数字零售渠道的高速增长。从各渠道收入情况来看，线上渠道销售额占比逐渐提升，仅 2022 年因物流影响，数字零售渠道销售占比有所下滑。

公司预调鸡尾酒产品的线上渠道全部为直销，线上直销渠道现已覆盖天猫、抖音、京东、拼多多等国内主要线上电商平台。线上直销渠道在售产品涵盖了不同酒精度的微醺系列、经典系列、清爽系列、强爽系列、轻享系列、本榨系列、从减系列、限定/联名/定制系列等多个系列，包括 275mL、330mL、500mL 等不同容量的玻璃瓶装和易拉罐装。线上渠道已成为公司发展的有利引擎。

图18：百润股份数字零售渠道销售额及占比变化情况



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图19：百润股份线上渠道一览

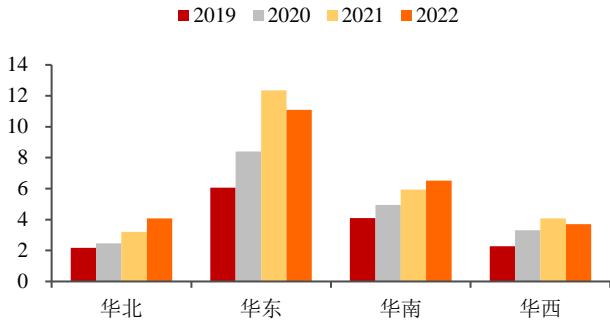


资料来源：淘宝，拼多多，抖音，微信，浙商证券研究所

公司持续推动渠道下沉，线下渠道贡献七成收入。公司线下渠道以经销模式为主，主要包括现代零售渠道和传统零售渠道。2016 年预调酒行业调整期间，公司积极开展渠道改革，淘汰了经营渠道资金量较差的经销商，并对终端网点进行优化，重点聚焦餐饮、高校超市等年轻人聚集场所，为后续微醺的放量打下了良好基础。2021 年，公司启动扁平化改革，取消大区层级，加强渠道下沉，由本部直接对接省区管理，管理效率得到有效提升。同年，公司针对即饮渠道设立大客户部，并推出定制化服务，为公司业绩整体带来增量。2022 年经销商数量同比增长 16% 至 2193 家。

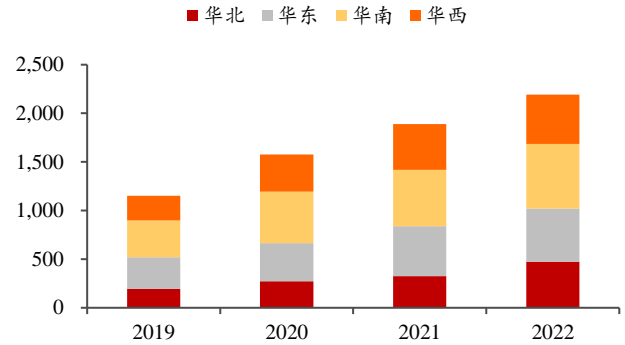
华东为当前主力市场，长期看全国化扩张。分区域来看，2022 年华东/华南/华北/华西区域销售占比 43%/25%/16%/14%，华东依旧是公司的核心市场，未来公司将在巩固核心市场的同时，持续发力华北、华西等薄弱市场。公司的四大工厂位于上海、佛山、天津、成都，有助于推动产品销售全国化。

图20：2019-2022年公司分区域销售额（亿元）



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图21：2019-2022年公司各区域经销商数量（家）



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

### 3.3 生产力：预调酒产能充足，布局基酒助力未来增长

公司积极布局产能，预调鸡尾酒已实现自主生产。2016年以前，公司仅在上海建有规划产能为600万箱的预调鸡尾酒生产基地，无法满足持续扩张的下游需求，因此公司主要依靠OEM代工，生产成本较高。自2016年起，公司产能逐步扩大，华北、华西、华南等地区的生产基地先后建成并投产。目前，公司已拥有上海、天津、成都、佛山四大生产基地，并仍在不断扩建中，自有产能达到6600万箱，充分实现预调鸡尾酒自产，有效降低生产、运输成本，保障全国供应。

在扩建预调酒产能的同时，公司也在向上游原料基酒延伸，打通产业链。2017年公司在四川投资建设邛崃伏特加及威士忌工厂，布局3.1万吨伏特加产能和0.5万吨威士忌产能；2020年公司通过非公开发行募资投建烈酒（威士忌）陈酿熟成项目，规划产能为3.4万吨威士忌；2021年公司通过发行可转债募资建设麦芽威士忌陈酿成熟项目，预计投放产能为3.375万吨威士忌。待基酒生产基地全部建成并投产后，公司将拥有10万吨以上基酒产能，在满足自产预调鸡尾酒原料需求之外，也可直接出售，帮助公司打开烈酒市场。

表5：公司预调酒及基酒生产基地产能

地区	项目名称	投产时间	产能
上海	新场工业园建设工程	2015	600万箱预调酒
天津	天津武清工厂新建工程	2016	2000万箱预调酒
四川	成都邛崃新建工程	2017	2000万箱预调酒
广东	佛山新建厂房	2019	2000万箱预调酒
四川	伏特加及威士忌生产建设项目	2021	3.1万吨伏特加，0.5万吨威士忌
四川	烈酒（威士忌）陈酿熟成项目	2023	3.4万吨威士忌
四川	麦芽威士忌陈酿熟成项目	2024	3.375万吨威士忌

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

### 3.4 品牌力：广告营销投入充足，充分借助流量优势

百润股份旗下RIO（锐澳）品牌以多元营销途径渗透线上与线下渠道，精准打造产品定位，有效提升了品牌曝光度。此外，RIO通过跨界联名、活动限定等营销手段，与英雄、六神诸多新老品牌合作，捕捉目标年轻消费群体的猎奇心理，有效吸引了其潜在客户群。公司通过不同的社交营销方式及传播媒介找到符合自身定位的细分消费群体和消费场景，即年轻群体的悦己消费，并逐渐形成忠实客户群。

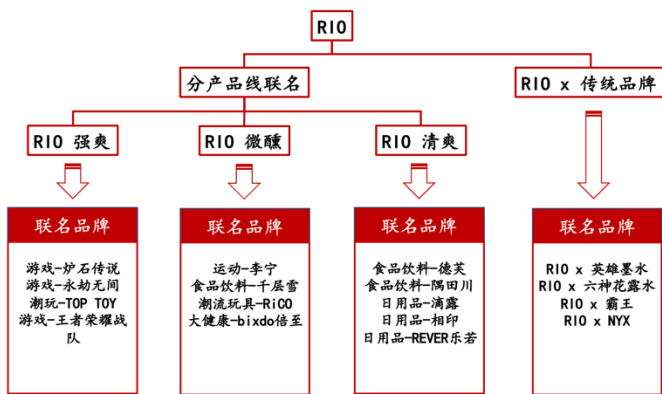
#### 3.4.1 广告营销：线上社媒与线下营销双路渗透

RIO通过微博、抖音、小红书等线上社交媒体打造限时活动，发挥覆盖大量私域流量博主的传播效应，宣传增加相关产品的话题热度，有效提升了旗下RIO的品牌认知度及品牌曝光度。RIO通过高频次广告投放，2022年在社交平台开展“RIO强爽8度不信邪”等挑战活动，目前该词条在抖音平台已获得25.7亿的播放量。除热度挑战活动外，RIO将产品宣传辅以各季节与节假日特色，将不同消费者的需求融入对应消费场景，将产品和现代年轻人的生活方式相结合，提升消费者的品牌忠诚度。

在公司大范围、高频次投放广告的背景下，RIO持续致力于搭建和优化公私域结合的消费者运营平台（LinkFlow CDP），为数据中台赋能，以实现消费者数字化管理，推动内容传播。RIO通过使用CDP对目标客群进行识别与分层，及对消费场景的重新定位，精准触达不同消费人群的需求。通过数据驱动的公私域一体化运营体系，RIO已实现精细化运营，能够在提升用户复购率的同时为新品导流。为进一步提升运营效能，公司同时着力于升级线上“RIO（锐澳）”会员中心，并创建品牌私域群组，与核心消费者进行积极互动。通过会员中心福利开盖扫码、产品集点等活动，公司打造了私域流量池RIO HOUSE，该活动覆盖品牌包括RIO微醺、RIO强爽、RIO清爽等公司主要在售产品线。该举措有助于建立品牌与消费者之间的紧密联系，从而更精确地定位品牌与产品，为公司提供更全面的消费者洞察。

在布局线上营销的同时，RIO品牌线下连续十年合作大学生广告节。面向初饮大学生群体，RIO早期凭借“买鸡尾酒，送电话卡、卡套”的试饮买赠活动实现了近3个亿的销售额，2013年5月起面向全国推出大学生广告节创意大赛，“获奖就发5万奖金，参与就送RIO”，并邀请周迅、杨洋等知名明星担任活动代言人。

图22：百润股份旗下RIO近年品牌联名版图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图23：百润股份旗下RIO品牌数据平台运营系统



资料来源：品牌数据平台运营系统，浙商证券研究所



### 3.4.2 影视合作：优质内容推动传播，提升品牌知名度与影响力

百润股份在渠道上重视赞助与品牌在价值观和调性上的契合度，致力于在内容方面打造情景和链接情感，通过优质内容来推动传播。百润股份陆续拿下热门综艺《奔跑吧》、热播青年都市题材的电视剧《杉杉来了》、《何以笙箫默》、《微微一笑很倾城》的广告植入，并与优酷、爱奇艺等知名视频网站合作，持续收获高话题度。2022年，百润旗下梅酒品牌梅之美植入爱奇艺平台热播剧《卿卿日常》，该剧首播一周内站内热度成功破万。公司以影视节目中凸显品牌定位的场景展示产品多重用法，有效促进了销量转化，进一步提升品牌全国知名度与影响力，扩容潜在消费群体。

### 3.4.3 知名代言人：邀请知名明星代言，充分借助粉丝流量

公司相继邀请杨洋、郭采洁、周冬雨、张子枫、肖战等知名明星担任代言人，借助粉丝力量带动流量。2022年，RIO宣布高流量艺人肖战为全球品牌代言人，其代言的首款产品即近年公司主推的产品RIO清爽系列，在官宣之后的两天内，RIO品牌热度提升明显。

公司致力于寻找与品牌价值一致的代言人，其代言人的粉丝群体与RIO深入构建联系的目标消费客群相吻合。RIO持续在微博、微信等线上社交平台开展亲笔签名照、同款周边及限定红包封面等粉圈文化活动，以粉丝消费粘性带动产品销量。此外，公司通过线下“20城40屏”大屏打卡等活动提升粉丝对品牌的关注度，促进粉丝流量对产品销量的转化，并且利用同一代言人的另一代言品牌联动造势，如“隅田川咖啡\*RIO清爽”活动，合流潜在消费客群，进一步提升品牌话题度。

### 3.4.4 跨界合作：跨界品牌联动造势，追击年轻消费圈层

百润股份通过与跨界品牌联动造势，追击年轻消费圈层。公司通过与多个品牌联名造势，以话题碰撞打造限定产品，推出新颖的产品口味及包装，刺激年轻消费者对于潮流的追捧和限定产品的竞争购买心理。2018年，公司旗下RIO鸡尾酒携手六神花露水，打造花露水口味的鸡尾酒。2019年，RIO联名英雄墨水，其联名产品在天猫旗舰店渠道创造了2秒售罄的传奇战绩，为传统的饮料品牌增加娱乐属性。除此之外，公司根据不同产品线的品牌定位，面向目标客群精准营销。RIO强爽的核心客群为追求高度数产品的年轻男性与成熟女性，通过与该类客群另一核心消费板块——游戏的跨界合作，包括《炉石传说》、《永劫无间》等热门游戏，推出联名礼盒等限量版产品，使购买这款产品的消费者将有机会获得定制的显卡和多款游戏内虚拟礼物，逐步教育消费者延伸产品消费场景，推动核心用户增长空间扩容。

图24：百润股份旗下RIO品牌与传统品牌跨界联名案例



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图25：百润股份旗下RIO品牌强爽系列跨界联名案例



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

## 4 强爽三问

### 4.1 强爽是如何成为爆品的？——四大切入点，契合市场需求

#### 4.1.1 切中潜在消费人群，填补空白市场

强爽的推出填补了原本的空白市场，切中了潜在消费者人群，并通过消费者培育将其迅速转换为核心用户。我们认为，强爽的核心用户主要包括以下三类：1) 不喜欢喝啤酒，长时间在市场中找不到适合产品的人群；2) 想喝酒，但是基于糖分、嘌呤的考虑，不太敢喝传统酒，且原本也不属于啤酒消费者的人群；3) 勉强在喝传统酒，但对啤酒并不忠实的人群。强爽的推出给予了上述消费者一个新的选择，因而得到了市场的认可。同时，随着预调酒的消费者培育逐步深入，部分饮用啤酒的消费者也在尝试接触预调酒，并产生复购转换为核心消费者。

#### 4.1.2 高度数满足买醉需求，饮酒频率及规模攀升

从产品定位来看，强爽凭借其高度数满足消费者买醉需求。强爽通过精准的产品定位，吸引了一大批寻求高酒精度刺激和独特体验的消费者，成功引领了低度酒的高度化趋势。随着酒精度数的提升，消费者的饮酒频率将同步提升，意味着高度酒的市场规模要更为广阔。尽管国内预调酒市场仍以3度左右为主，但近十年日本市场7度以上预调酒占比持续攀升，2020、2021年连续两年占比超50%，因此我国高度数预调酒产品仍具有巨大潜在消费市场。

#### 4.1.3 高性价比带来强复购率，高醉价比巩固爆品属性

从价格端看，强爽以其高性价比带来强复购率。2021年中国预调酒市场平均售价为33.81元/升，而一瓶500ml的强爽售价仅为10元左右，价格相对较低，质量和口感却不逊色。强爽的高性价比使其成为了爆品，而高性价比带来的强复购率则将进一步巩固其爆品地位。

#### 4.1.4 补充推出0糖系列，满足消费者健康追求

RIO强爽还推出了8度0糖强爽系列与酒精度更高的9度0糖系列，在提升酒精度数的同时，将含糖量降到了0。除此之外，作为一款0糖饮品，强爽满足了追求健康生活方式的消费者的需求，提供了一种既能享受独特口感又不会增加额外糖分摄入的选择，这在健康意识日益提高的消费者中间引起了强烈共鸣。

图26：日本预调酒（RTD）市场发展趋势（单位：万箱）

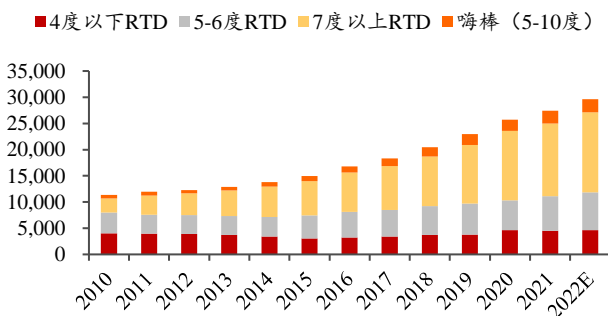
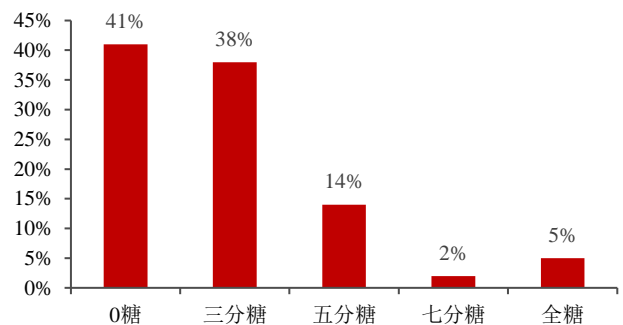


图27：Z世代重视健康养生首选“0糖”饮料



资料来源：三得利，浙商证券研究所

资料来源：上海市消费者权益保护委员会，浙商证券研究所

### 天时地利人和的共同作用

**天时：营销端享受流量红利。** 强爽在 2022 年 8 月与热门游戏永劫无间进行跨界合作，推出“永劫无间”联名款预调酒，并与其合作在抖音推出联名款预调酒的宣传视频和挑战赛活动，在线下举办联名款预调酒的发布活动和品鉴会，通过与热门 IP 的关联扩大了品牌曝光度。同时，强爽围绕“酒劲强”的核心卖点进行线上话题投放。截至 2022 年 10 月 25 日，抖音平台上“RIO 强爽 8 度不信邪”话题总参与人数达 25.1w 次，总播放量超 13.6 亿次，实现全网破圈，进一步强化了品牌形象。

图28：强爽与永劫无间跨界合作



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图29：强爽“不信邪挑战”强势破圈



资料来源：抖音，浙商证券研究所

**地利：享受行业扩容红利。** 国内预调酒行业重回增长期，百润作为行业龙头充分享受行业扩容红利。2019 年后国内预调酒行业呈现良性增长的趋势，销售额规模从 2019 年的 38.48 亿元增长至 2021 年的 72.67 亿元，CAGR 达到 37.42%。作为行业龙头企业，百润充分受益于行业扩容红利。其旗下的强爽产品凭借独特的产品定位和精准的营销策略，成功吸引了消费者的关注和喜爱，推动销量增长。在行业扩容的趋势下，百润不仅能从整体市场的增长中受益，还能通过明星产品的成功带动，巩固自身在行业中的领先地位。

**人和：持续打造爆品的能力。** 从 2018 年的微醺到 2022 年的强爽，百润在预调酒行业中接连打造了热销爆品，微醺上市即实现爆量。这与公司十余年来持续精耕行业、持续创新、持续学习是分不开的，公司用实力证明了其具备持续打造爆品的能力。

## 4.2 强爽的增长是否可持续？——短期大单品仍将延续放量

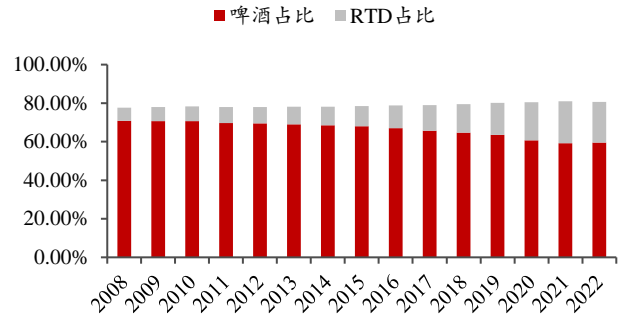
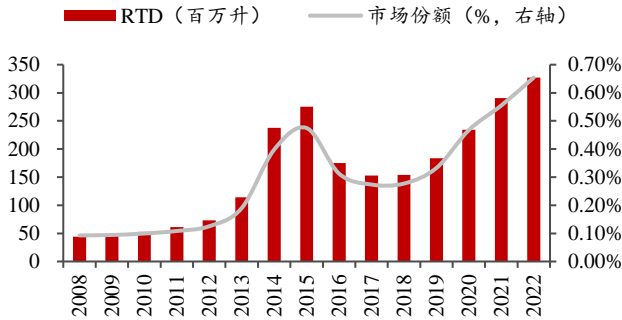
**从产品端看，** 强爽作为百润的明星产品，在 22Q4 开始火爆。根据快消品的生命周期来看，大单品爆量一般能带来四个季度以上的业绩高增，以重庆啤酒的爆款乌苏啤酒为例，该品牌在 20Q2 爆发，2020/2021 年产品销量分别同比+27%/+34%，一直持续到 22Q1 因大环境原因下滑。在这个阶段，需要持续的费用投放来推动业绩的放量。虽然强爽的尝新效应开始减弱，但它已经形成了固定的消费人群，产品粘性强，复购率较高，因此强爽的增长有望持续。

**从渠道端看，** 强爽代表的预调鸡尾酒市场份额正在逐渐扩大，并有望抢占啤酒的市场份额。以日本市场为例，预调酒市场份额由 2008 年的 6.77% 扩张至 2022 年的 21.10%，而啤酒占比则从 2008 年的 70.89% 下降至 2022 年的 59.62%。这表明预调酒市场正在逐渐崛起，并对啤酒市场的份额产生了一定程度的挤压。通过不断扩大网点数量，强爽能够将产

品更广泛地推向消费者，并在不同地区和渠道中建立强大的销售网络。渠道开拓的成功将为清爽带来更多的销售机会和增长潜力，为品牌的可持续发展奠定坚实基础。

图30：我国预调鸡尾酒市场份额正在逐渐扩大

图31：过去15年日本预调酒抢占啤酒市场份额



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

从地区分布来看，清爽将华东区域确定为品牌的核心市场。华东地区经济发达，人口众多，消费者需求旺盛，因此在该地区建立强大的销售网络和渗透市场具有重要意义，有助于取得市场竞争优势。除了华东，清爽还将华南和华北地区确定为重点发展的区域。考虑到北方地区消费者偏好烈酒，清爽在华北等区域仍存在较大的扩展空间。

### 4.3 清爽的爆款是否可复制？——短期不可复制，中长期需消费者培育

清爽短期受益品牌推广流量优势，长期仍需时间培育。清爽系列受益于清爽爆款产品带来的品牌推广效应和人气明星肖战代言的流量优势，收获了更高的曝光度和消费者的关注。原创微博话题#肖战 RIO 全球品牌代言人#和#RIO 清爽 更爽更带感#共获得 36 亿+曝光，双话题累计讨论量超 726 万，为产品的市场推广带来积极效应。然而与清爽不同的是，清爽的产品定位及包装与微醺系列产品相似，缺乏独特性和差异化的优势。

我们认为，短期内，清爽较难复制清爽的成功，仍需一定时间的消费者培育和爆发的契机。公司今年将重点推广清爽，产品上进行包装升级和口味增加，渠道上对经销商做引导并调整政策、落实渠道下沉，营销上进行资源倾斜，预计随着消费者教育的逐步落实，未来仍有较大增长空间。

图32：流量明星肖战代言清爽



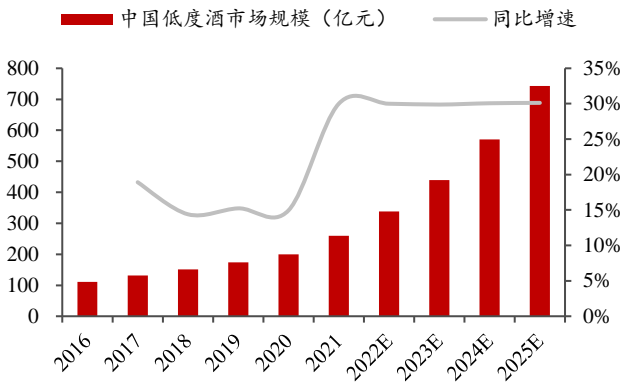
资料来源：新浪微博，浙商证券研究所

## 5 未来增长

### 5.1 餐饮渠道：借强爽之势，进军餐饮渠道开拓蓝海市场

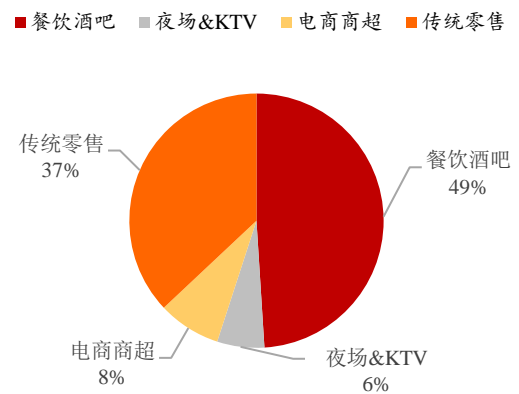
餐饮渠道是酒类消费的重要场景，预调鸡尾酒适中的酒精度数、清新的口感都决定了其适合作为配餐酒饮用。根据凯度咨询发布的预测，2025年中国低度酒市场规模有望达到743亿元，2022年~2025年CAGR将达到30%。按照目前国内低度酒消费中，餐饮酒吧渠道49%的占比测算，2025年餐饮渠道低度酒市场规模将达364亿元，市场空间广阔。

图33：中国低度酒市场规模



资料来源：凯度咨询，浙商证券研究所

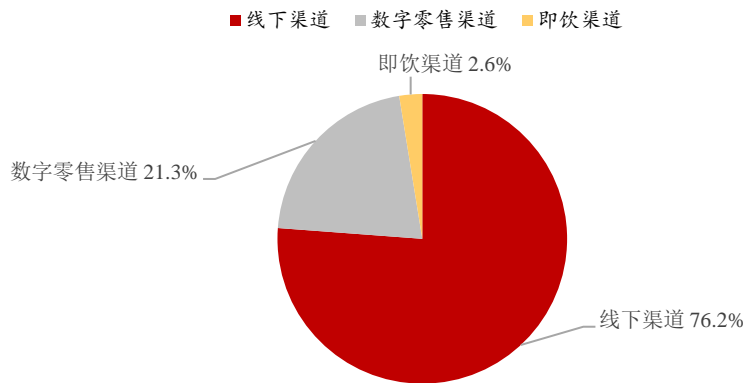
图34：中国低度酒各消费场景占比



资料来源：普华永道，浙商证券研究所

公司目前推出 275ml 玻璃瓶装强爽新品，主攻餐饮渠道。餐饮渠道相对于传统流通渠道，要求更高的盈利，易拉罐强爽无法满足渠道利润要求。因此在强爽热度持续阶段，公司顺势推出玻璃瓶装强爽进入餐饮渠道，目前已经在部分区域试点投放，未来有望通过消费者培育，逐步切入佐餐场景，导入其他系列产品，将餐饮打造成公司继 KA/电商后的新优势渠道，未来还将继续推动经销商提质增量。2022年，百润股份营业收入中即饮渠道收入占比仅为 2.6%，增长空间较大。我们认为在餐饮渠道预调酒市场前景广阔的情况下，公司有望借助玻璃瓶装强爽势能，将餐饮渠道塑造成为公司未来的新增长点。

图35：2022年百润股份各渠道销售占比



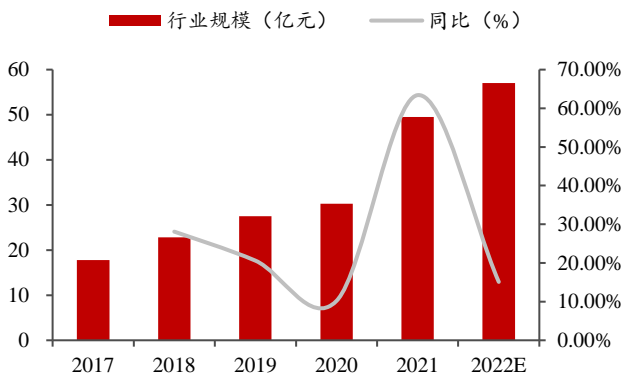
资料来源：公司年报、浙商证券研究所

## 5.2 威士忌：市场前景广阔，有望成为未来的新增长极

### 5.2.1 中国威士忌仍处于起步阶段，量价齐升趋势延续

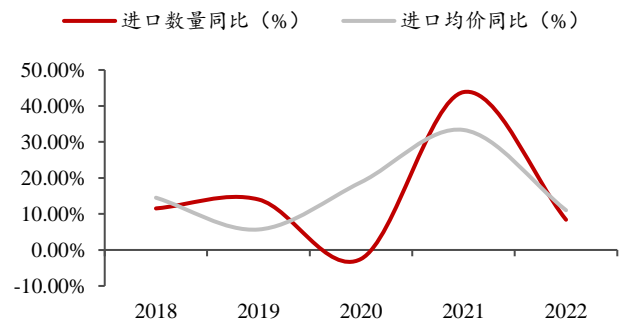
我国威士忌酒类市场规模持续增长，未来仍将继续量价齐升。近年来中国威士忌实现显著增长，规模自 2017 年的 17.8 亿元增长至 2022 年的 57 亿元，需求量也自 2017 年的 2569 万升增长至 2022 年的 5000 万升。从量价表现来看，2017-2022 年行业需求量/吨价 CAGR 分别为 14.2%/10.5%，进口量/价 CAGR 分别为 14.1%/16.3%，整体呈现量价齐升态势。目前威士忌在国内市场尚未完全打开，未来随着消费者培育工作的逐步加强，市场认知度将进一步提升，根据英国投资公司 Stilnovisti 预测，未来 5~10 年国内威士忌市场有望冲击 500 亿的规模，市场潜力空间巨大。

图36：2017-2022 年中国威士忌行业规模及同比



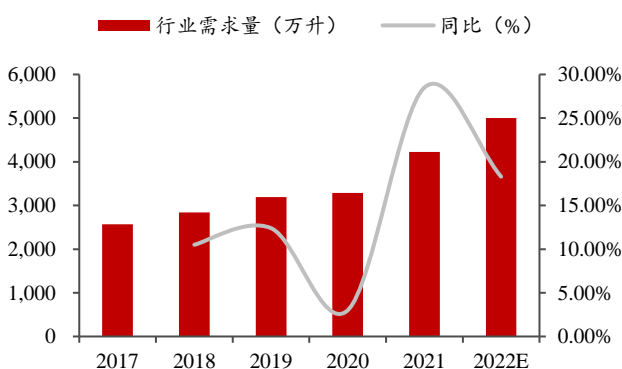
资料来源：观研报告网，智研咨询，浙商证券研究所

图37：2018-2022 年中国威士忌进口数量及均价同比



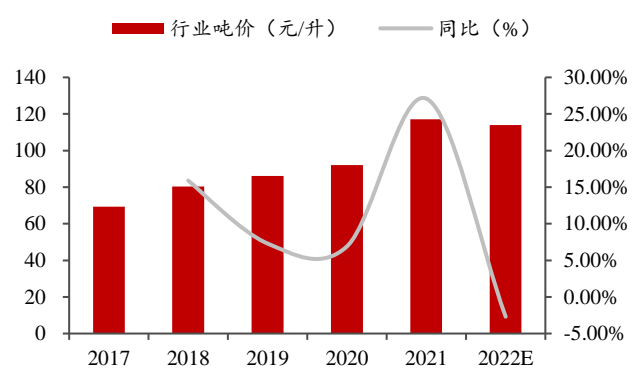
资料来源：观研报告网，智研咨询，浙商证券研究所

图38：2017-2022 年中国威士忌行业需求量及同比



资料来源：观研报告网，智研咨询，浙商证券研究所

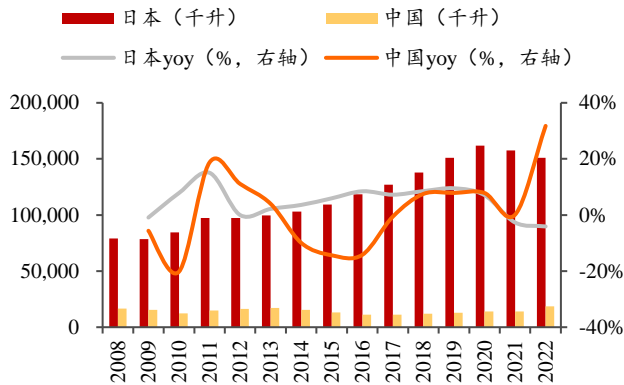
图39：2017-2022 年中国威士忌行业吨价及同比



资料来源：观研报告网，智研咨询，浙商证券研究所

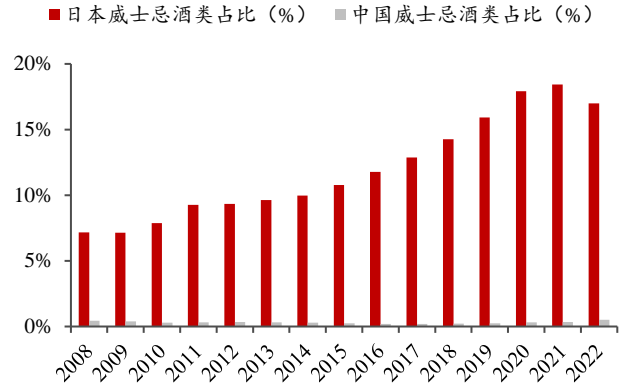
对比成熟市场，我国威士忌酒市场处于起步阶段，发展前景广阔。以海外成熟市场日本为例，威士忌 2022 年销量达 151005 千升，占烈酒市场总销量的 17.00%。而我国 2022 年威士忌酒类销量为 18507.2 千升，市场份额在烈酒品类中仅占 0.51%。2022 年我国威士忌销量增速同比为+31.76%，根据欧睿国际预测，未来五年国内威士忌销量 CAGR 为 +17.69%，市场潜力巨大。

图40: 中日威士忌酒类销量对比



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图41: 国内威士忌酒类销售市场潜力巨大



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

### 5.2.2 中国威士忌的痛点: 原材料成本压力及设备欠缺, 品牌认知度有待培育

当前我国威士忌酒厂主要包括百润嵊州蒸馏厂(总投资32亿元, 产能7.275万吨威士忌+3.1万吨伏特加)、大芹陆宜蒸馏厂(总投资10亿元, 产能2万吨)、云顶威士忌产业园项目(总投资16亿元)、高朗湖南浏阳蒸馏厂(总投资3.5亿元)、蒙泰威士忌酒厂(总投资2亿元)、天佑德酒厂(总投资1亿元)、青岛啤酒青岛蒸馏厂等, 区域遍布四川、福建、湖南、广东等地, 其中多数酒厂仍处于筹备测试阶段, 预计未来两年将逐步出产。

表6: 我国主要威士忌酒厂整理

项目名称	所在地	投资方	资本来源	进度	总投资额/元	规划产能
大芹陆宜蒸馏厂	福建漳州	福建大芹陆宜酒业	酒业	投产	10亿	日产8吨
云顶威士忌产业园项目	广东惠州	福建大芹陆宜酒业	酒业	在建	16亿	2万吨
嵊州蒸馏厂	四川邛崃	巴克斯酒业	酒业	扩建中	三期共32.34亿	6.775万吨威士忌, 3.1万吨伏特加
叠川麦芽威士忌酒厂	四川峨眉山	保乐力加	酒业	投产	10亿	100-150万吨(纯酒精)
蒙泰威士忌酒厂	内蒙古鄂尔多斯	蒙泰集团	煤炭产运销、热电、房地产	今年6月进入试生产阶段	2亿元	500万吨
高朗湖南浏阳蒸馏厂	湖南浏阳	高朗烈酒集团	酒业	二期在建	3.5亿元	200万吨
德熙单一麦芽威士忌酒厂	福建龙岩	怡园酒业	酒业	建成待投产		
世界烧威士忌蒸馏厂	湖南韶山			投产	800万元	500吨威士忌
天佑德酒厂	青海西宁	天佑德酒	酒业	投产	1亿	3000吨
吉斯圣堡威士忌	山东烟台	吉斯波尔酿酒有限公司	酒业	投产		200万吨
钰之锦蒸馏所	山东蓬莱	烟台海市集团	酒业	投产		100吨
香格里拉青稞威士忌	云南迪庆	云南香格里拉酒业	酒业	投产		
久溪蒸馏厂	福建龙岩	久溪酒业	酒业	投产		50万瓶单一麦芽威士忌
青岛啤酒青岛蒸馏厂	山东青岛	青岛啤酒	酒业	筹备中		

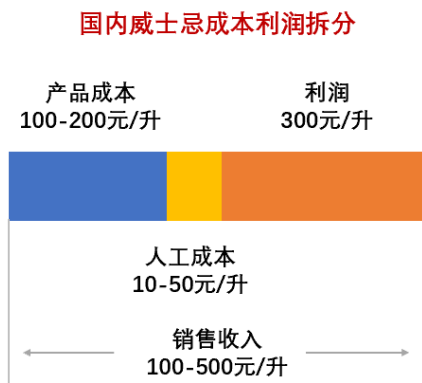
资料来源: 酒业家, 浙商证券研究所

从竞争格局上来看，目前国内销售的威士忌以海外品牌为主，保乐力加/帝亚吉欧/三得以分别占据了 26.45%/17.52%/9.46% 的市场份额，CR3 为 53.43%。目前国产威士忌的占比较低，我们从供给端和需求端分别进行了分析其背后原因。

**供给端：国产威士忌缺乏价格优势及设备优势。** 1) 国产威士忌原料依托进口，缺少价格优势。目前中国无符合威士忌标准的小麦，也没有专门的威士忌麦芽供应商，因此厂家大多从国外进口小麦（英国、加拿大、澳大利亚、阿根廷），再请国内麦芽厂专门发麦，因而在成本上缺乏价格优势且受进口价格波动较大。根据中国酒业协会发布的《2022-2023 中国威士忌产业调研报告》，国内威士忌的单位产品销售收入约为 100-500 元/L，价格相对较低。单位产品成本费用约 100-200 元/L，单位产品人工成本约 10-50 元/L，人工成本相对较高。单位产品利润小于或等于 300 元/L。2) 蒸馏设备依托进口，设备国产化不佳。威士忌的酒质和蒸馏设备有着密不可分的关系，高温加热和冷凝能去除液体中的固体杂质，提升酒的口感和保存时间。因此蒸馏技术越先进，设备越精妙，酿造的酒就越好。目前国内基本所有蒸馏厂的设备都来自于进口，因而在设备上也缺乏相应优势。

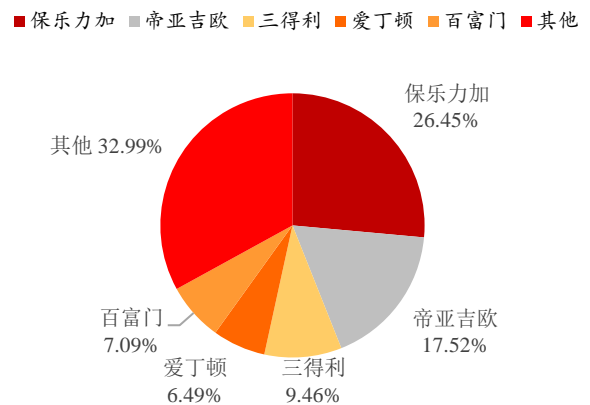
**需求端：国产威士忌品牌认知度不足，需时间培育。** 国内威士忌起步较晚，目前大部分酒厂仍处于学习阶段，相比海外知名威士忌酒企在品牌认知度上差距较大。以日本为例，1923 年三得利创始人鸟井信治郎创立日本第一个蒸馏厂——山崎蒸馏厂，2008 年日本威士忌才在全球流行，期间经历了近百年的培育。目前威士忌在国内还未形成本土特色口味，未来随着国产威士忌的逐步普及，产品品类有望进一步丰富。

图42：我国威士忌成本利润拆分



资料来源：《2022-2023 中国威士忌产业调研报告》，浙商证券研究所

图43：2021 年中国威士忌市场份额



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

### 5.2.3 百润前瞻性布局威士忌，预计 24 年同步烈酒销售

2023 年 2 月 9 日，嵊州蒸馏厂首次公开销售旗下产品，限量首发 500 桶优质单一麦芽威士忌。本次单桶定制推出了 4 大风味，6 种桶型，包括初填美国波本桶、STR 干红葡萄酒桶、菲诺加烈葡萄酒桶、赫雷斯雪莉桶等。橡木桶的容量约在 200 升-250 升之间，酒龄在 6-10 年内，根据不同桶型与桶陈时常，单桶价格在 5 万-8 万人民币之间。产品开售后仅 18 分钟便全部售罄，标志着行业内核心威士忌玩家对嵊州蒸馏厂的肯定。



图44： 峡州蒸馏厂限量首发 500 桶优质单



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图45： 峡州蒸馏厂单桶定制产品仅 18 分钟全部售罄



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

我们认为百润在国产威士忌酒企中具备相对优势，主要因为：

### 1) 峡州蒸馏厂是中国规模最大的威士忌酒厂，具备规模优势

2017 年，百润开启伏特加及威士忌生产项目建设，在邛崃市“成都绿色食品产业功能区”建设烈酒生产基地升级项目，一期投资不少于 5 亿元，是中国规模最大的威士忌酒厂，厂区整体规模达 146000 平方米，谷物威士忌年产能在全球排位前十。伏特加及威士忌是预调鸡尾酒产品的重要原料基酒，该建设进一步增强了百润预调鸡尾酒产品的核心竞争力，并稳固了巴克斯酒业在预调鸡尾酒行业的龙头地位。

邛崃曾经是中国最大白酒原酒基地，早在 1995 年就拥有酒厂 1000 余家，年产原酒 30 千万升，近年来不断扩大酒产业集群效应，吸纳了威士忌、果酒、精酿啤酒、露酒等多种品类的品牌入驻，实现了转型突破。邛崃政府已制定并印发了《关于鼓励邛酒企业转型升级加速发展的实施意见》，明确提出对来邛投资、兼并重组、技改扩能、上档升级、品牌建设等 9 个方面予以扶持。2021 年，邛崃产区实现了近百亿规模营收，同比增长 64.5%

图46： 巴克斯酒业打造的峡州蒸馏厂



资料来源：酒业家，浙商证券研究所

图47： 百润威士忌峡州酒厂



资料来源：酒业家，浙商证券研究所

从产能投入方面来看，作为酒饮板块扩张的基础，公司已经建成了烈酒基地，并计划在 2023 年加快烈酒基地升级项目的建设进程，预计 24 年可以开始同步烈酒销售。同时，公司具备领先的蒸馏技术，旗下峡州蒸馏厂已经顺利投产。此外，公司注重多口味研发，已成功灌桶了包括黄酒桶、雪莉桶、葡萄酒桶、波本桶、朗姆桶等多种风味的麦芽威士忌及谷物威士忌。这种多样化的口味研发不仅能够满足消费者对不同口味的需求，还能够创造出更具特色的产品，为公司带来更多的市场机会。

2) 瓯州蒸馏厂设备领先且专门配备了桶匠团队，具备生产设备优势

瓯州蒸馏厂是全球少数同时拥有壶式和柱式蒸馏器的酒厂，其设备供应商均为全球知名企业：1) 意大利弗里利为其建立完整柱式蒸馏系统，可以达到最高 334 次的连续蒸馏次数；2) 英国麦克米兰为其手工打造了四对壶式蒸馏器和一组 7 塔式连续蒸馏器；3) 中国中集 CIMC 集团为其提供了各项酿造设备；4) 2 法国威立雅为其提供了污水处理系统。在酒桶采购和处理上，瓯州蒸馏厂专门配备了设施培养了桶匠团队，一年能够制作一万多个 STR Cask。现有的木桶包括常规的波本桶、红酒桶、雪莉桶以及美国橡木、欧洲橡木等新桶，未来还会增加朗姆酒桶、龙舌兰酒桶、世涛啤酒桶等更多风味桶。

图48：瓯州蒸馏厂供应商均为全球知名设备供应商

瓯州蒸馏厂供应商		
各项酿造设备	中国中集CIMC集团	CIMC 为全球领先设备供应商，是世界领先的物流装备和能源装备供应商。
全套定制化产线流程	英国布里格斯 (BRIGGS)	BRIGGS 中国中集集团收购的英国设备工程供应商，创立于1732年，有290年的悠久历史。
壶式蒸馏器	英国麦克米兰 (MCMILLAN)	MCMILLAN 属于布里格斯旗下的英国铜制蒸馏器制造商，自1867年成立，一直以来都是世界铜制蒸馏器设备供应的重要力量。
柱式蒸馏器酒液处理系统	意大利弗里利 (FRILLI)	FRILLI 是世界上较早将酒精真空蒸馏系统应用于威士忌生产中的公司。
污水处理系统	法国威立雅 (VEOLIA)	VEOLIA 是全球资源优化管理领域的标杆企业，业务遍布五大洲，集团设计并实施水、废弃物及能源管理领域的解决方案，支持城镇和企业的可持续发展。
粮食处理设备	瑞士布勒 (BÜHLER)	BÜHLER 如今在140个国家/地区运营，拥有30多个生产和100个服务中心。为食品、饲料、和先进材料领域提供优秀的加工解决方案。
酒厂设计	美国艾奕康 (AECOM)	AECOM 全球领先的基础设施公司，在交通运输和一般建筑类拥有丰富的项目经验，其著名项目有上海国际金融中心、纽约世界贸易中心重建等。

资料来源：《百瓶威士忌 2022 年度行业报告》、浙商证券研究所

图49：瓯州蒸馏厂中的壶式蒸馏器



资料来源：酒业家，浙商证券研究所

图50：瓯州 STR 制桶车间



资料来源：酒业家，浙商证券研究所

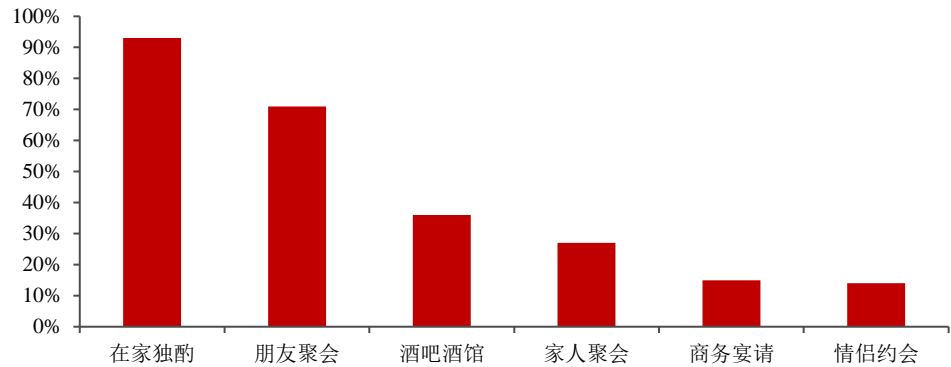
3) 原材料除进口外也部分来源于国内生产地，具备成本优势

瓯州蒸馏厂所用谷物除大麦是进口之外，其他均来自四川、甘肃、东北等地。酒厂也致力于对各种发芽测试，未来还想尝试当地谷物，比如使用青稞、荞麦、藜麦来酿造威士忌，有望进一步降低生产成本。

威士忌业务有望成为公司的第二增长曲线。从消费场景来看，威士忌产品可以覆盖多种场景和人群，如居家独饮、商务宴请、娱乐休闲、聚会等，且中西餐兼容，可以满足不同消费者的需求和口味。威士忌基酒的鸡尾酒产品单价更高、度数更高，在消费者心目中具有一定的高端形象和品质认知，因此产品存在品牌溢价的空间，消费群体呈现出高粘性

的特点。公司计划优先布局电商及夜店渠道，第二步布局线下 KA 渠道，最后布局流通渠道。夜店是威士忌的传统渠道，电商/KA 是公司的优势渠道，在明确的战略方向指导下，公司的威士忌业务将稳步推进，有望成为公司的第二增长曲线。

图51：威士忌饮用场景分布



资料来源：《百瓶威士忌 2022 年度行业报告》、浙商证券研究所

## 6 盈利预测与估值分析

### 6.1 盈利预测

#### 收入端预测：

①短期看，大单品强爽持续高增带动微醺恢复和清爽推广，带动营收及利润增长。②中长期看，公司将借强爽之势进军餐饮+烈酒或成为第二增长曲线，驱动营收及利润超预期。预计 2023-2025 年营收分别为 41.0 亿/51.5 亿/63.2 亿，收入增速分别为 58.1%/25.7%/22.5%。

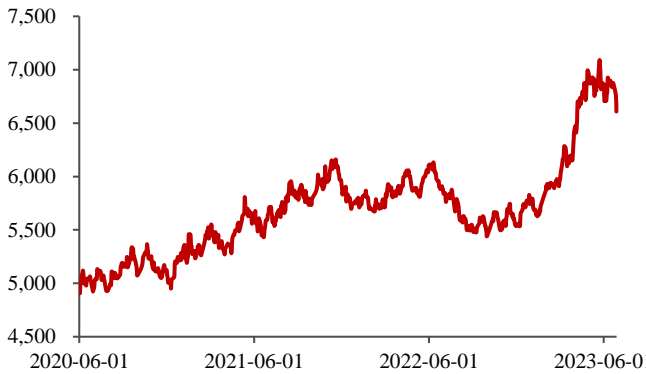
具体而言：**1) 微醺系列**：市场容量还未到顶，刚从导入期进入成长期，去年受大环境影响销售下滑，今年有望恢复到 21 年水平，预计 23-25 年收入增速为 35%、5%、5%；**2) 强爽系列**：看好其持续增长能力，预计 23-25 年收入增速为 140%、45%、33%；**3) 清爽系列**：公司今年将重点推广清爽，预计 23-25 年收入增速为 35%、20%、30%；**4) 经典系列**：作为成熟单品，预计 23-25 年收入增速为-30%、0%、0%；**5) 其他系列**：预计 23-25 年收入增速为-30%、0%、0%；**6) 食用香精**：预计 23-25 年收入增速为 5%、5%、5%。

#### 利润端预测：

成本端来看，公司预调酒原材料主要包括汽酒瓶、易拉罐、瓦楞纸等，因而成本端受到铝、玻璃、瓦楞纸的价格波动影响。从价格走势上来看，我国铝锭、浮法平板玻璃价格自 22 年下半年以来进入下行通道，我们预计 2023-2025 年预调酒业务吨成本将呈现下降趋势，带动公司毛利率水平修复。

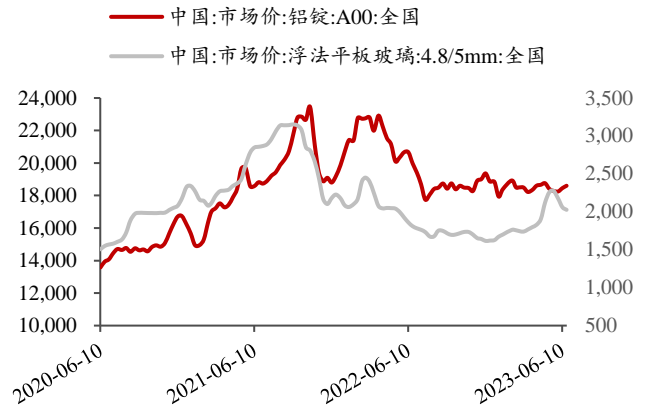
我们预计 2023-2025 年净利润分别为 8.6 亿/11.7 亿/15.0 亿，净利润增速分别为 65.3%/35.8%/28.1%，EPS 分别为 0.82、1.11、1.43 元/股；PE 分别为 44.17、32.52、25.39 倍。

图52：我国白糖指数走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图53：我国铝锭及浮法平板玻璃市场价格走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表7：百润股份盈利预测拆分

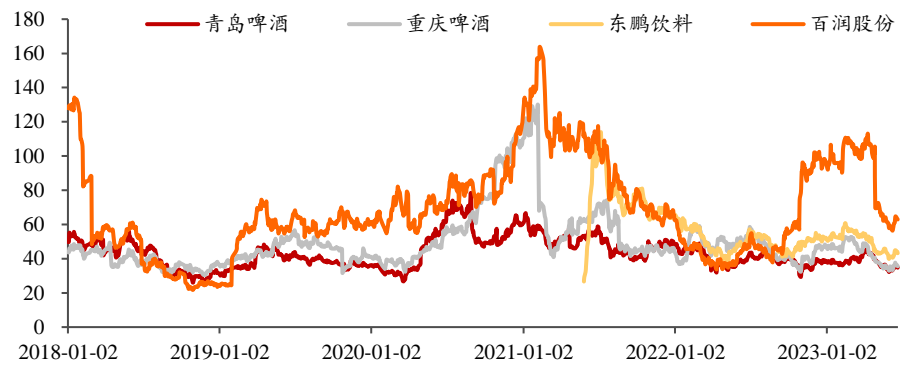
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
合计营业收入（百万元）	1926.64	2594.36	2593.41	4100.51	5153.73	6315.13
YOY (%)	31.20%	34.66%	-0.04%	58.11%	25.68%	22.54%
预调鸡尾酒						
营业收入（百万元）	1711.99	2285.40	2257.16	3733.35	4757.20	5889.97
YOY (%)	33.82%	33.49%	-1.24%	65.40%	27.42%	23.81%
毛利率 (%)	65.37%	65.85%	64.40%	65.00%	65.50%	66.00%
微醺系列						
营业收入（百万元）	868.00	1370.00	902.87	1218.87	1279.81	1343.80
YOY (%)	59.85%	57.83%	-34.10%	35.00%	5.00%	5.00%
清爽						
营业收入（百万元）	73.00	110.00	835.15	2004.36	2906.32	3865.41
YOY (%)	305.56%	50.68%	659.23%	140.00%	45.00%	33.00%
清爽						
营业收入（百万元）		182.83	225.72	304.72	365.66	475.36
YOY (%)			23.46%	35.00%	20.00%	30.00%
经典系列						
营业收入（百万元）	618.00	526.00	225.72	158.00	158.00	158.00
YOY (%)	12.98%	-14.89%	-57.09%	-30.00%	0.00%	0.00%
其他系列						
营业收入（百万元）	152.99	96.57	67.71	47.40	47.40	47.40
YOY (%)	-10.70%	-36.88%	-29.88%	-30.00%	0.00%	0.00%
食用香精						
营业收入（百万元）	198.53	273.42	279.80	293.79	308.48	323.91
YOY (%)	9.68%	37.72%	2.33%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	66.27%	65.20%	63.22%	63.00%	63.00%	63.00%

数据来源：浙商证券研究所

## 6.2 估值分析

纵向来看，截至 2023 年 7 月 7 日收盘，百润股份市盈率 PE (TTM)为 61.6 倍，处于历史估值中枢水平。横向来看，我们选取与公司商业模式相似的青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、东鹏饮料作为公司的可比估值对象，青岛啤酒 2023/2024/2025 年对应 PE 为 30.7/26.1/22.8 倍，重庆啤酒 2023/2024/2025 年对应 PE 为 27.0/22.7/19.6 倍，东鹏饮料 2023/2024/2025 年对应 PE 为 38.2/30.1/24.5 倍。考虑到百润股份作为预调酒行业龙头，在稳固预调酒主业的同时持续挖掘第二增长曲线，且历史估值水平平均高于可比公司，我们预计公司 EPS 分别为 0.82/1.11/1.43 元/股，对应 PE 分别为 44.17/32.52/25.39 倍。

图54：百润股份及可比公司估值情况



资料来源：Wind、浙商证券研究所

表8：可比上市公司盈利预测及估值表

日期	2023/7/7	收盘价	总市值	EPS	市盈率	EPS			PE		
						23E	24E	25E	23E	24E	25E
600600.SH	青岛啤酒	100.3	1,368.9	2.7	33.9	3.3	3.9	4.4	30.7	26.1	22.8
600132.SH	重庆啤酒	86.1	416.8	2.6	31.8	3.2	3.8	4.4	27.0	22.7	19.6
605499.SH	东鹏饮料	181.6	726.4	3.6	45.6	4.8	6.0	7.4	38.2	30.1	24.5
	平均值								32.0	26.3	22.3
002568.SZ	百润股份	36.2	380.5	0.5	61.6	0.82	1.11	1.43	44.2	32.5	25.4

数据来源：浙商证券研究所

## 7 风险提示

- 1) **餐饮渠道竞争激烈。**餐饮渠道酒水竞争较为激烈，若竞争加剧可能引发恶价格战，扰乱市场秩序，导致公司竞争力下降。
- 2) **下游消费场景恢复不及预期。**预调酒行业与消费场景相关性较大，若下游场景恢复不及预期，将导致行业整体销售承压，
- 3) **新品推广不及预期风险。**若公司新品推广不及预期，可能影响未来持续增长。
- 4) **原材料价格上涨风险。**若公司原材料价格出现异常波动，将影响公司产品毛利率及整体盈利水平。

- 5) **费用大幅增加风险。**公司产品推广需依托费用投入，若短期费用大幅增加将影响公司利润水平。
- 6) **食品安全问题风险。**公司预调酒产品原材料种类较多，若原材料出现食品安全问题，将对公司品牌信誉造成影响。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3282	3848	5616	7401
现金	2532	3012	4493	5954
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	127	233	293	344
其它应收款	34	44	56	73
预付账款	43	59	83	96
存货	535	452	652	901
其他	10	47	39	32
<b>非流动资产</b>	3177	3208	3171	3224
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2172	2166	2131	2088
无形资产	404	468	541	642
在建工程	328	325	239	233
其他	272	249	259	261
<b>资产总计</b>	6458	7056	8787	10625
<b>流动负债</b>	1685	1493	1838	2211
短期借款	444	148	197	263
应付款项	487	815	1011	1190
预收账款	0	0	0	0
其他	754	530	630	758
<b>非流动负债</b>	1007	669	886	854
长期借款	0	0	0	0
其他	1007	669	886	854
<b>负债合计</b>	2692	2162	2724	3064
少数股东权益	2	2	1	(1)
归属母公司股东权益	3764	4893	6063	7561
<b>负债和股东权益</b>	6458	7056	8787	10625

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	903	1071	1312	1608
净利润	521	861	1169	1497
折旧摊销	155	148	155	162
财务费用	1	15	(10)	(30)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	439	(56)	209	231
其它	(213)	105	(211)	(252)
<b>投资活动现金流</b>	(635)	(203)	(107)	(214)
资本支出	(157)	(131)	(27)	(105)
长期投资	1	(1)	0	0
其他	(478)	(72)	(81)	(109)
<b>筹资活动现金流</b>	(75)	(387)	275	66
短期借款	444	(296)	49	66
长期借款	0	0	0	0
其他	(519)	(91)	226	1
<b>现金净增加额</b>	194	480	1480	1461

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2593	4101	5154	6315
营业成本	939	1454	1801	2175
营业税金及附加	162	246	309	379
营业费用	626	964	1134	1358
管理费用	173	267	335	410
研发费用	86	135	165	196
财务费用	1	15	(10)	(30)
资产减值损失	0	(1)	(1)	(1)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	45	61	50	52
<b>营业利润</b>	651	1083	1471	1880
营业外收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	651	1083	1471	1880
所得税	130	223	302	383
<b>净利润</b>	521	861	1169	1497
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)
<b>归属母公司净利润</b>	521	861	1170	1499
EBITDA	791	1245	1616	2013
EPS (最新摊薄)	0.50	0.82	1.11	1.43

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-0.04%	58.11%	25.68%	22.54%
营业利润	-22.65%	66.42%	35.77%	27.83%
归属母公司净利润	-22.14%	65.26%	35.81%	28.10%
<b>获利能力</b>				
毛利率	63.78%	64.55%	65.05%	65.56%
净利率	20.08%	20.99%	22.68%	23.71%
ROE	13.79%	19.89%	21.35%	22.00%
ROIC	12.04%	17.27%	18.52%	18.81%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.68%	30.64%	31.00%	28.84%
净负债比率	16.77%	7.05%	7.46%	8.78%
流动比率	1.95	2.58	3.06	3.35
速动比率	1.63	2.27	2.70	2.94
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.43	0.61	0.65	0.65
应收账款周转率	17.78	22.99	19.85	20.09
应付账款周转率	1.83	2.23	1.98	1.98
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.50	0.82	1.11	1.43
每股经营现金	0.86	1.02	1.25	1.53
每股净资产	3.58	4.66	5.77	7.20
<b>估值比率</b>				
P/E	76.19	46.11	33.95	26.50
P/B	10.55	8.12	6.55	5.25
EV/EBITDA	46.99	29.60	21.92	16.91

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>