

# 百润涅槃，低度酒精的革命和引领

## ——百润股份（002568）深度报告

2018年7月25日

强烈推荐/首次

百润股份 深度报告

### 报告摘要：

**深度调整完成，百润整装待发。**公司2017年营业收入11.71亿元比去年同期增长26.64%，归母净利润1.82亿元实现224.23%的高质量恢复性增长，18Q1收入略有下滑，但是归母净利率增长25.1%，公司最困难的时期已经过去，产品、渠道均完成深度调整。公司缩股完成，总股本降至5.32亿股。低酒精饮品是有受众群体有生命力的行业，未来将逐步成为大众消费品。百润全年高速增长可期。

**渠道二次革命完成，经销商数量从底部快速回升。**公司经销商数量目前达到800家的水平，新老经销商对公司都很有信心，销售区域对比15年收缩，着力布局一二线城市，华东华南是核心，这一次公司力图稳扎稳打，从饮料式的人海战术向酒精消费倾斜，最佳的定位和销售模式仍在不断探索之中。

**产品结构不断完善，新品美誉度高。**公司2018年推出新品“微醺”，市场认可度很高，百润具有强大的研发能力，新品储备丰富，今年新老产品销售比例有望达到1:1的水平，未来会不断推出新品，通过丰富的产品结构来满足市场多样化的需求。

**鸡尾酒市场竞争格局良好，国际经验有借鉴意义。**目前中国处于第四次消费时代的过渡期，低度数的饮品会逐步成为饮料的选项之一。百润目前已经占据将近90%的市场份额，上一轮的竞争对手都已经退场，目前的赛道优势明显。纵观国际鸡尾酒行业，澳大利亚预调酒占啤酒的22.4%，日本占12.2%，美国占5.5%，英国占4.5%，中国目前只占1.5%，可以预见未来的增长空间巨大。

**盈利预测及投资评级。**我们预计未来三年仍会是百润引领行业发展的阶段，将会呈现逐年加速的态势，预计2018-2020年公司实现收入13.58/16.30/20.38亿元，同比增长16%/20%/25%；实现利润2.36/3.31/4.46亿元，同比增长30%/40%/35%。给予百润股份40X估值，对应市值95亿，40%空间，给予“强烈推荐”评级。

### 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	925.42	1,171.93	1,358.20	1,630.70	2,038.40
增长率(%)	-60.64%	26.64%	15.89%	20.06%	25.00%
净利润(百万元)	-147.02	182.65	237.22	332.35	447.71
增长率(%)	-129.39	-224.23	29.88%	40.10%	34.71%
净资产收益率(%)	-9.19%	10.25%	12.95%	15.55%	17.56%
每股收益(元)	-0.16	0.22	0.45	0.63	0.84
PE	-80.81	58.77	28.98	20.69	15.36
PB	7.53	5.08	3.75	3.22	2.70

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 刘畅

010-66554017

liuchang\_yjs@dxzq.net.cn

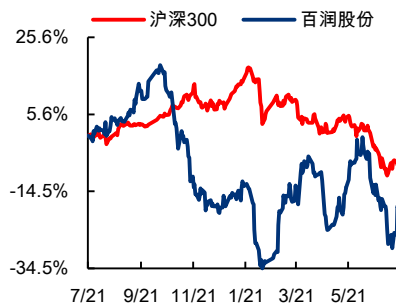
执业证书编号：

S1480517120001

### 交易数据

52周股价区间(元)	12.7-16.49
总市值(亿元)	67.53
流通市值(亿元)	58.33
总股本/流通A股(万股)	53174/45929
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.61

### 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）：RIO在，增长在》2015-11-30
- 2、《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. 产品再次升级,渠道重拾信心,“新百润”的二次创业.....	2
1.1 报表确认走出泥潭,一季度波动不影响长期基本面.....	2
1.2 深耕 KA 渠道,解决终端压力,布局线上销售,产品更“RIO”.....	2
1.3 对赌期间利润未达标,2017 年公司回购 2.31 亿股,2018 年公司回购 1.81 亿股.....	3
2. 鸡尾酒行业格局发生变化,锐澳行业龙头坐实,第四次消费时代带来新增长点.....	4
2.1 “试水”企业退出鸡尾酒市场,行业深幅度调整.....	4
2.2 国内食品饮料行业进入第四次消费时代,90,00 后将助力鸡尾酒增长.....	7
2.3 天时地利人和:酒类行业为鸡尾酒发展腾出空间,城镇居民人均可支配收入稳步提升,鸡尾酒未来发展潜力巨大...8	
2.3.1 白酒啤酒餐饮色彩较重,鸡尾酒上得厅堂,下得街巷,男性的饮料女性的酒精.....	8
2.3.2 横纵比较低酒精饮料产品有生命力,百润先发优势明显.....	10
3. 产品不断更新,渠道深度打磨,锐澳竞争优势显露头角.....	11
3.1 锐澳成功基因的构建:产品,渠道,经营策略.....	11
3.1.1 恢复性增长的核心:巩固产品,疏导渠道,减员增效.....	12
3.2 产品结构升级,有“DNA”的鸡尾酒.....	13
3.3 现代+传统+餐饮多渠道融合助力发展,区域性经营策略偏向华东华南地区.....	15
4. 锐澳完成渠道,产品,费用上的革新,竞争对手心有余悸,锐澳的增长期渐行渐近.....	16
4.1 酒类行业各自耕耘,锐澳赛道优势明显.....	16
4.2 百润产品结构不断丰富——中国预调酒市场的“日本模式”.....	18
5. 坚定看好行业的发展前景,百润未来的道路愈发宽阔.....	20

## 表格目录

表 1:公司股票回购.....	4
表 2:‘试水’企业及产品.....	4
表 3:日本的四个消费时代变化过程.....	7
表 4:中国的四个消费时代变化过程.....	7
表 5:低度酒种类及度数.....	8
表 6:啤酒行业 CR5 市场份额.....	9
表 7:可口可乐低酒精度饮料.....	11
表 8:锐澳的成功基因.....	11
表 9:锐澳的鸡尾酒产品.....	13
表 10:多渠道融合方式.....	15
表 11:日本啤酒鸡尾酒价格对比.....	19
表 12:百润新产品变化.....	19

## 插图目录

图 1:2015 - 2017 年季度营收占比,季度间波动在缩小.....	2
图 2:2015 - 2017 季鸡尾酒业务度营收(亿元).....	2

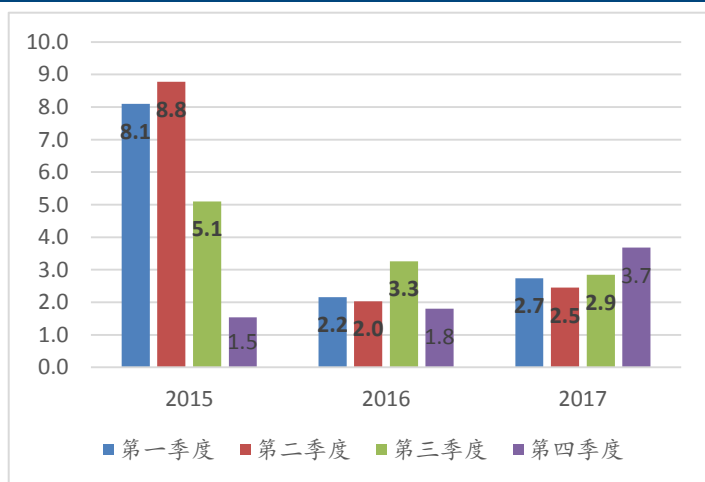
图 3:锐澳鸡尾酒业务 2014-2017 年库存, 生产, 销量变化 (百万) .....	3
图 4: 2014-2017 食品饮料企业毛利率 .....	6
图 5:投资鸡尾酒 .....	6
图 6:酒类销量 .....	9
图 7:城镇居民可支配收入 .....	10
图 8:广告费用 (亿元) .....	错误!未定义书签。
图 9:在职员工 .....	错误!未定义书签。
图 10: 2014 (1-6) - 2017 年度鸡尾酒业务, 毛利率净利率 .....	13
图 11: 2015 至 2017 年区域营收占比 .....	16
图 12: 啤酒营收增长率 .....	16
图 13: 白酒营收增长率 .....	17
图 14: 2014 - 2015 锐澳占啤酒比重 .....	20

## 1. 产品再次升级,渠道重拾信心,“新百润”的二次创业

### 1.1 报表确认走出泥潭,一季度波动不影响长期基本面

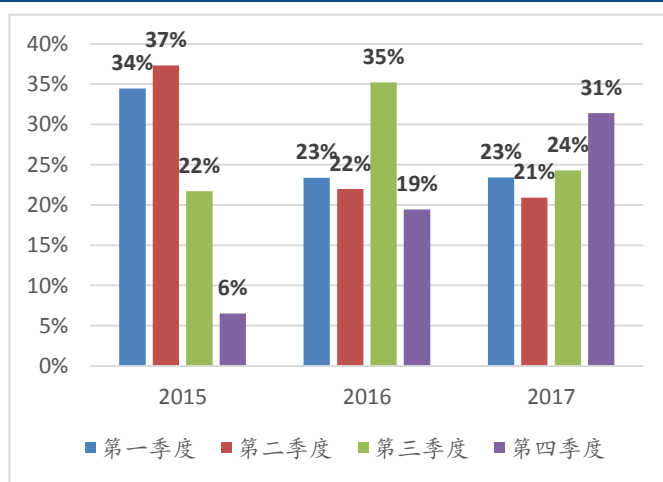
2017年百润股份实现营收11.71亿元同比增长26.64%，归属于上市公司股东净利润1.82亿元同比增长224.23%，实现扭亏为盈，其中Q4同比增长了104.6%，宣告公司走出困境，17年公司加大在餐饮和电商平台的渗透力度，推出细分产品，优化渠道，同时线上销售量不断上升，2017年公司线上销量约占总销量的10%。预调鸡尾酒板块占百润股份主营业务收入的比重为88.07%，香精香料板块主营业务收入占比11.93%。

图 1: 2015 – 2017 年季度营收占比, 季度间波动在缩小



资料来源: 东兴证券研究所

图 2: 2015 – 2017 季鸡尾酒业务度营收 (亿元)



资料来源: 东兴证券研究所

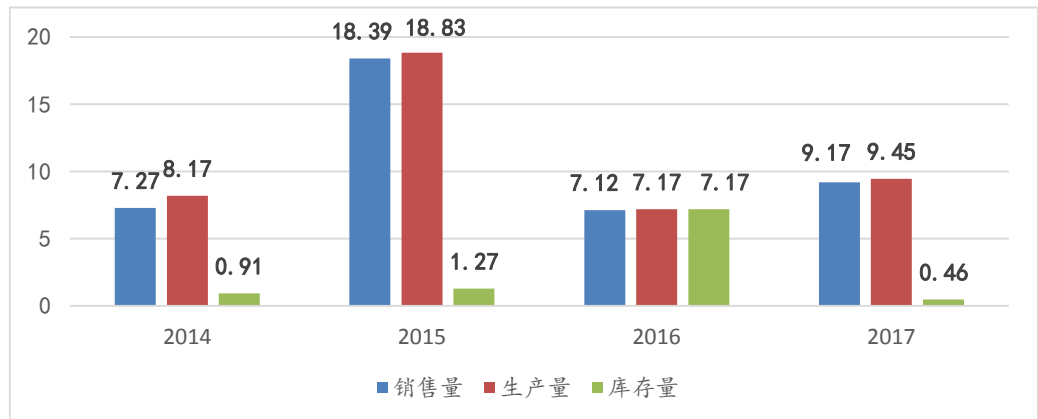
自15年以来,公司的季度主要销售占比第一,二季度比重逐渐下降,第三,四季度占比上升,且鸡尾酒的消费从前几年的随性消费逐渐形成常规性消费,2018年一季度销售的下滑并不会影响锐澳鸡尾酒业务实现恢复性增长的步伐。Q2公司已经在着力推动新产品在现在零售渠道的铺市、推广和销售工作,预计新产品在零售终端的覆盖率将有较大幅度提升;目前,先行渠道的新产品动销情况较高,新产品有望推动该业务板块的持续、较快增长。同时渠道的丰富和营收季度间的平滑,进一步彰显了公司在运营的把控上的信心。

### 1.2 深耕 KA 渠道,解决终端压力,布局线上销售,产品更“RIO”

2016年,预调鸡尾酒销售量为711.9万箱,同比下滑61.28%;生产量为716.81万箱,同比下滑61.93%;库存量为61.5万箱,同比下滑51.39%。自公司深化布局线上销售渠道,鸡尾酒销量迅速提升,2017年预调鸡尾酒销售量同比去年上升28.83%,生产量上升31.86%,库存量下降了25.35%。从生产量和库存量的变化我们也能看

到公司这三年的变化, 目前彻底摒弃了以往人海铺货的状态, 在一二线城市深耕细作, 待成熟之后再行渗透。

图 3: 锐澳鸡尾酒业务 2014-2017 年库存, 生产, 销量变化 (百万)



资料来源: 东兴证券研究所

根据我们最新的调研显示, 一二线城市的铺货率在稳步提升, 同时线上的发展也非常迅猛, 2017Q4 的高增长更多来自双十一, 双十二的线上销售带动。公司双十一线上收入增长约 60%-70%, 其中天猫 RIO 微醺单品销售达 2.5 万件。未来公司将合作阿里零售通, 服务效能将进一步提升。

产品端, 新品“微醺”的广泛好评体现了公司强大的研发系统, 且目前储备的预调酒新产品也比较丰富, 未来会紧跟市场动向, 提升产品口味, 提高复购率。2017 年公司推出了气泡水系列“帕泊斯 (POPSS)”, 并且对之前的“强爽”“微醺”系列进行升级, 同时发布了 line 等多款限量的产品。实力 90 后花旦周冬雨为 RIO 代言, 让 RIO 更年轻化。微醺系列: “开一罐 RIO, 享受一个人的微醺时间”, 广告语为原本年轻的产品披上了时尚的外衣, RIO 不仅仅是一款产品, 更是一种时尚, 一种生活方式, RIO 的方式!

### 1.3 对赌期间利润未达标, 2017 年公司回购 2.31 亿股, 2018 年公司回购 1.81 亿股

上海巴克斯酒业承诺 2014-2017 年的净利润分别为 2.22 亿元, 3.83 亿元, 5.44 亿元 和 7.06 亿元。但从实际情况来看, 只有 2014 年和 2015 年完成了承诺目标, 2016 年亏损了 1.87 亿元, 2017 年预调鸡尾酒业务净利润扭亏为盈, 但仅仅完成承诺的 17.7%。目前公司缩股至 5.32 亿股。

表 1: 公司股票回购

	2014	2015	2016	2017	2018
承诺利润 (万元)	22165.65	38307.67	54434.23	70643.86	
实际净利润 (万元)		41394.31	-23134.31	12497.27	
完成率		108.06%	-42%	17.7%	
回购并注销股份 (亿股)			2.31		1.81
股权激励				0.12	
变动日期			2017/7/3	2018/2/9	2018/6/26
(回购后) 总股本 (亿股)			7.00	7.12	5.32

资料来源: 东兴证券研究所

## 2. 鸡尾酒行业格局发生变化, 锐澳行业龙头坐实, 第四次消费时代带来新增长点

### 2.1 “试水”企业退出鸡尾酒市场, 行业深幅度调整

20 世纪九十年代预调酒开始进入中国, 起初中国的消费者一度把预调酒视为高端消费。2000 年以后, 冰锐, 爵士等产权品开始活跃在中国市场, 锐澳也开始了对鸡尾酒的探索。2011 年以后国内鸡尾酒市场进入了一个快速增长时期, 国内预调酒占酒类份额的比例远远低于世界平均水平, 2013 年全球预调酒人均消费为 0.6 升, 而中国人均消费仅占世界平均水平的 1/6。面对近乎 5 倍的增长空间, 2015 年鸡尾酒市场不断扩容, 之后越来越多的食品饮料和酒类企业开始做起了鸡尾酒。2015 年国内预调酒行业高速发展, 市场规模达到了 40 亿。

表 2: “试水”企业及产品

公司名称	产品
茅台悠蜜	
五粮液德古拉	

洋河滴诱



黑牛达奇



天喔 V 星



汇源真炫



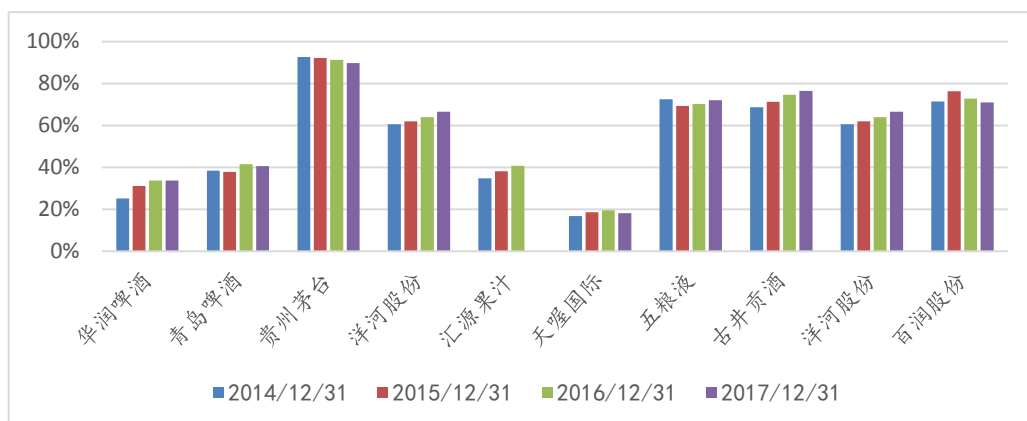
古井佰色



资料来源: 东兴证券研究所

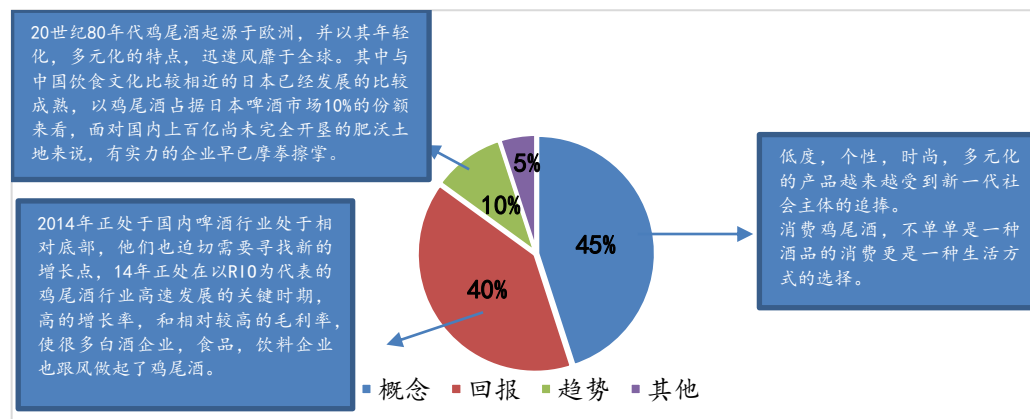
鸡尾酒有着相对较高的毛利率, 比较之前涌入预调酒行业的厂家, 百润的毛利率约为 72%。同其他参与者相比, 白酒有着相对较高的毛利率, 啤酒以及其他的食品饮料企业毛利率均在 30%左右。

图 4: 2014-2017 食品饮料企业毛利率



资料来源: 东兴证券研究所

图 5: 投资鸡尾酒



资料来源: 东兴证券研究所

2015年下半年预调鸡尾酒市场已经开始疲软, 百润股份业绩也经历了“断崖式”下跌。2015年第三季度财报显示, 该公司首次出现2亿元亏损。2016上半年, 公司预调鸡尾酒营业收入为3.5亿元, 同比下降达78.34%, 这也是受错误的预估市场需求, 盲目扩张生产线带来的影响。

2014年到2015年的高速发展期间RIO超越冰锐一跃成为行业龙头后定下虚大的业绩目标, 导致‘提前灌装’的产品积压在经销商仓库, 公司产品出货量显著低于终端产品销量, 最终致使公司营业收入减少, 2015年下半年起RIO陷入了滞销困境。

2016、2017年行业经历了大幅度的调整, 至今行业规模仍不足20亿。此前, 预调鸡尾酒出现企业盲目跟风扎堆的现象, 一窝蜂的涌入, 让市场难以消化如此多的产能。扎堆进入导致产品粗制滥造没有行业标准, 经营手法简单粗暴, 基本策略都是人海战术+广告+终端轰炸, 同质化比较严重。这种覆盖式的投入最终导致营销资源的大量浪

费。这些扎堆进入的生产商, 仅关注短期收益, 忽视对消费者的研究, 只是单纯的复制和模仿。这样的行业状态, 最终导致了在 2016 年, 五粮液, 洋河等白酒企业也纷纷退出了鸡尾酒市场, 百加得冰锐被传停产且销量一度下滑, 市场上能看到的鸡尾酒品牌所剩无几。

## 2.2 国内食品饮料行业进入第四次消费时代, 90,00 后将助力鸡尾酒增长

第四消费时代, 越来越多的消费者开始重视健康消费, 安心消费, 与此同时消费者对于健康的重视和健康的生活方式的推广, 也带动了包括食品饮料行业在内的消费升级、产品升级。特别是在酒类行业对低度化、健康化、个性化的追捧。比较饮食文化与中国相近的日本, 中日在消费时代的进程上极为相似, 不同的是所处的时间段和时间周期。日本从第三次消费时代过渡到第四次消费时代历时 30 年, 而我国从 2008 年至今, 10 年的时间完成了第三消费时代的过渡。

表 3: 日本的四个消费时代变化过程

国家: 日本	时期	经历时长	时代特征及趋势
第一次消费时代	1912-1941	30 年	大多居民经济条件欠佳, 消费集中在少数中产阶级的享受上。
第二次消费时代	1945-1974	30 年	经济高速发展, 消费模式以家庭为中心, 如购买家电耐用品。
第三次消费时代	1975-2004	30 年	消费模式呈现出个人化的趋势, 消费者的主观感受得到重视
第四次消费时代	2005 至今	——	强调“共享”的消费理念, 社会资源在消费者之间流通和交换。

资料来源: 东兴证券研究所

表 4: 中国的四个消费时代变化过程

国家: 中国	时期	经历时长	时代特征及趋势
第一次消费时代	1949-1978	30 年	新中国成立初期, 社会生产力不足, 温饱成为消费者首要解决的需求。
第二次消费时代	1979-2008	30 年	改革开放, 经济发展增速, 工业生产提高, 人民的物质生活改善, 家电, 汽车, 和房产普及。

第三次消费时代	2008-2017	10年	互联网盛行，网络购物成为主要的消费模式，年轻消费者更加看重个人消费和自我欲望的满足
第四次消费时代	2018年以后	——	追求精神消费，健康化，高端化，个性化，共享时代。

资料来源：东兴证券研究所

低度酒酒类饮品主要指酒精度在 20 度以下的其中包括啤酒、葡萄酒、香槟酒、鸡尾酒等。

表 5：低度酒种类及度数

酒类	度数
啤酒	3-5%
葡萄酒	8-15%
香槟酒	13-15%
韩国烧酒	18-22%
日本清酒	15-16%
桂花酒	15-20%
梅酒	10%
糯米酒	<0.5%
黄酒	14-20%
鸡尾酒	3-10%

资料来源：东兴证券研究所

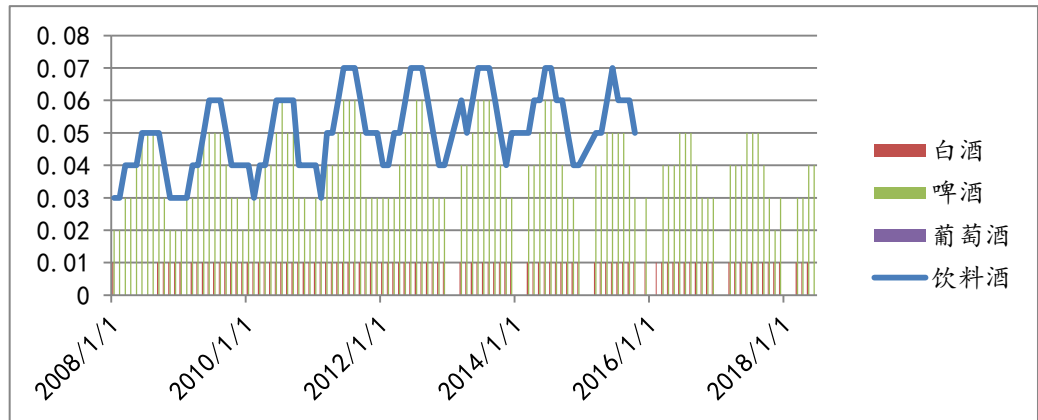
根据诸多权威咨询公司对消费者饮酒习惯的调查中发现，与喜欢烈性酒的 50,60 年代出生的男性不同，90 年以后的男性消费者更偏爱低度酒。这个群体目前已经在社会结构中发挥着重要作用。对于酒类企业来说注重对与这群人消费习惯的适应，未来的市场潜力将不可限量。研究指出，未来的消费趋势一定是低度化、时尚化、健康化、预调酒时尚多口味等特点成为大众酒类消费升级的选择。

## 2.3 天时地利人和：酒类行业为鸡尾酒发展腾出空间，城镇居民人均可支配收入稳步提升，鸡尾酒未来发展潜力巨大

### 2.3.1 白酒啤酒餐饮色彩较重，鸡尾酒上得厅堂，下得街巷，男性的饮料女性的酒精

据统计 2008 年以来“低度数”酒类产量波动式上涨，啤酒与饮料酒主要的消费季节集中在 6 月开始到 7 月底的黄金阶段，一般会持续一个月的时间，白酒全年的产量比较平均，人们对白酒的需求受季节变化的影响因素不大，目前国内白酒市场有一批相对稳定的消费人群。

图 6:酒类销量



资料来源: 东兴证券研究所

旺季饮料酒产量自 2008 年以来增加了 0.02 亿升, 啤酒产量比起 2010-2014 年产量稍有下滑, 但旺季也基本保持在一个 0.5 亿千升的水平, 从数据上来看国内的啤酒市场已经达到了顶峰, 并且具较高的行业集中度, CR5 已经占据近 75%啤酒市场的份额, 国内已经形成五大企业:

表 6:啤酒行业 CR5 市场份额

名称	市场份额
华润	25.6%
青岛啤酒	17.2%
百威	16.2%
燕京	9.3%
嘉士伯	5.0%

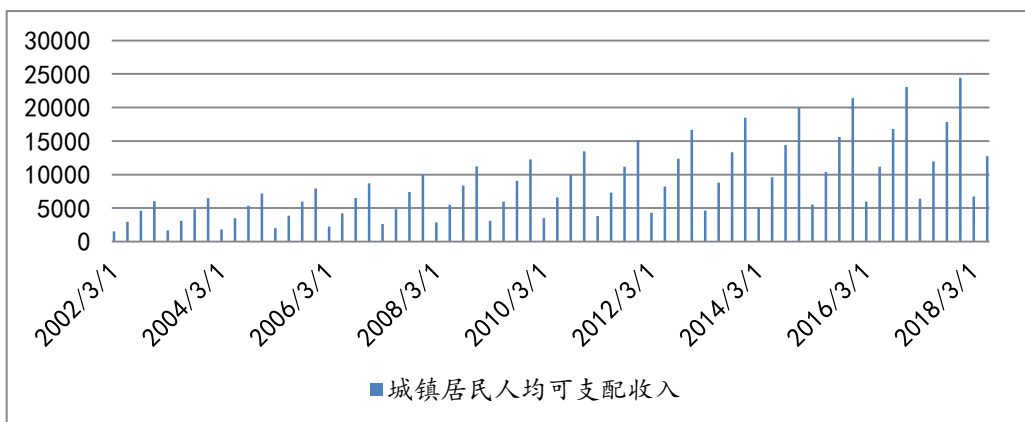
资料来源: 东兴证券研究所

综合看来国内低度酒类产品在产量方面有所上升, 产量受季节变换影响比较大, 啤酒作为酒类行业里面销量较高的产品, 未来销售额会因产品结构的提升而逐渐上涨, 但是从市场规模的变化上来看, 啤酒行业已经成为一个具有高市场集中度的千亿市值的行业, 行业相对成熟。

白酒, 啤酒, 以及食品饮料商虽然经过前面的“试水”现在已纷纷退出预调酒市场, 但在酒类行业消费结构升级, 消费群体年轻化, 和消费观念健康化的多重作用力下, 未来不排除重新进入预调酒市场的可能性。下一次的进入将会变得更有准备, 就预调酒的可替代性而言, 白酒, 啤酒, 甚至其他食品制造商可能不会完全推出预调酒(鸡尾酒)产品, 取而代之的将会是低酒精度数的饮料产品。站在整个低酒精饮料市场的视角上来言, 未来良性的竞争将会进一步扩大市场规模, 特别是对于 RIO 这个龙头来说市场的前景是比较乐观的。

我国预调鸡尾酒消费群体主要集中在城市中 18-45 岁城市消费者，较为集中的年龄段是 20-35 岁，主要的消费对象包括办公室人员，城市白领，自由职业者，大学生以及追求年轻、时尚的其他人士。年轻的消费群体逐渐成为社会的主流，城镇居民人均可支配收入的提高，消费升级，都将助力预调酒市场。

图 7:城镇居民可支配收入





资料来源：东兴证券研究所

### 2.3.2 横纵比较低酒精饮料产品有生命力，百润先发优势明显

20 世纪 80 年代预调酒起源于欧洲，之后以其低酒精度，与果汁混合，年轻化等独特的产品特点风靡全球。预调酒在日本、澳大利亚、新西兰得到很大的发展，欧美市场已经发展到一个成熟的阶段，据统计人均消费已经达到 2.5 升左右。90 年代预调酒开始进入饮食文化与中国非常相近的日本，预调酒在日本的发展可以作为中国预调酒市场发展的很好的导向。经过 20 年的发展，2013 年日本的预调酒规模已经达到 118 亿元人民币，销售量 1.37 亿箱，以时年日本 1.3 亿的人口计算日本达到人均 1 箱的预调酒销售量。日本预调酒大力发展也得益于日本第四次消费时代的推动，日本年轻一代的消费群体对啤酒以外的新兴的预调酒产生了浓厚兴趣。预调酒多样化，个性突出的特点使得在日本市场占绝对优势的啤酒和清酒消费占比大幅下降。目前中国预调酒市场已经回归理性，2018 年中国进入了第四次消费时代，追求精神消费，健康化，高端化，个性化，共享，是这个时代的标签。就巨大的人口基数，以及持续增长的潜在的鸡尾酒消费人群而言，未来鸡尾酒在中国将会有个超过百亿的市场。

可口可乐在饮料行业具有举足轻重的地位，目前可口可乐公司也开始布局“低酒精度产品”。可口可乐在西班牙市场推出了预调酒饮料品牌，在日本市场推出了可口可乐搭配的日本酒，据悉可口可乐将推出包括搭配龙舌兰，红酒等将近 20 多种低酒精饮料，未来不排除可口可乐公司在中国推出低酒精饮料产品的可能。

表 7: 可口可乐低酒精度饮料

名称	样式
西班牙 Royal Bliss 预调酒	
日本 Chu-Hi 气泡酒	

资料来源: 东兴证券研究所

2014 年百润股份以 55 亿的价格收购上海巴克斯酒业, 大力发展销售渠道和广告投入, 产品知名度迅速提升, 2014 年市场占有率已经与早先进入市场的百加得冰锐平分秋色, 到 2015 年 RIO 的市场占有率已经超过 50%, 经过 2015 年底到 2016 年的行业波澜, RIO 撑到了最后, 2017 年实现恢复性增长拥有 70% 的市占率, 2018 年的市场占有率已经高达 90%, RIO 早已成为名副其实的行业龙头。

### 3. 产品不断更新, 渠道深度打磨, 锐澳竞争优势显露头角

#### 3.1 锐澳成功基因的构建: 产品, 渠道, 经营策略

2014 年巴克斯酒业的一系列妙手布局为他们在 2015 年登上行业领导者的地位奠定了坚实基础:

表 8: 锐澳的成功基因

措施	细节
应对快速增长, 布建生产基地	2013 年 9 月着手建造了上海新厂生产基地。 2014 年七月, 巴克斯九月在天津武清签下了一块工业用地, 用于建设覆盖北方市场的生产基地。
股权结构设计, 增资扩股	2009 年至 2013 年的多次股权转让增资扩股, 2014 年上半年巴克斯酒业进行了最后一轮增资扩股, 吸纳合伙人,

由初始的 500 万增资到了 1.2 亿, 同年九月百润股份提出了 55 亿收购巴克斯酒业的方案。

高举高打, 高投入高产出

为了快速的吸引消费者, 扩充分销网络, 以及品牌知名度, 实现持续增长和规模扩张, 锐澳在 2014 年采用了高投入高产出的模式, 在品牌建设, 分销网络监视, 以及组织建设上开始投入重金。

品牌建设主要采用了电视剧植入+综艺节目赞助的模式, 比如说我们看到的《爱情公寓》和 2014 年四季度公司赞助的《奔跑吧兄弟》

锐澳同时引入了具备饮料行业丰富操作经验的农夫山泉销售团队来操盘, 招兵买马, 分区块精耕网络, 销售人员, 经销商数量, 分销网点都非常快速的增加。

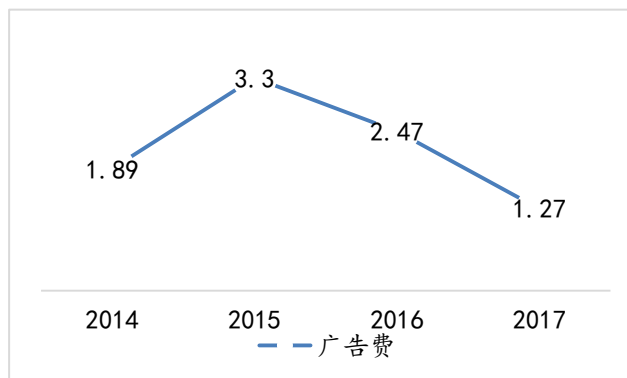
资料来源: 东兴证券研究所

### 3.1.1 恢复性增长的核心: 巩固产品, 疏导渠道, 减员增效

百润股份应对外部市场剧烈变化, 预调鸡尾酒业绩经历了攀升下滑到 2017 年公司扭亏为盈, 恢复性增长对于以后公司的发展以及整个鸡尾酒行业都具有重要的意义, 百润的“重生”与以下措施的实施有着紧密的联系:

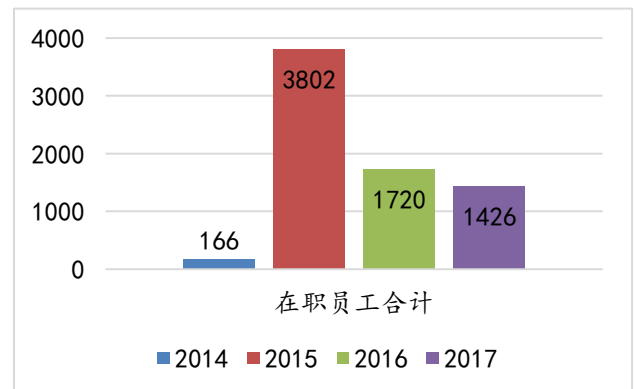
1. 产品方面: 打击山寨, 积极维权, 产品进一步细分, 推出新产品并且进军气泡水市场, 向产业链上游扩张, 建设伏特加威士忌原酒基地。
2. 渠道方面: 疏导渠道, 消化库存解决终端压力, 区域渠道区别对待, 聚焦稳住增长, 全国范围内公司着力布局一线二线城市, 区域方向深化巩固华东华南的核心市场。
3. 管理方面: 减员增效, 使管理费用和广告费恢复到一个合理的水平。

图 8: 广告费用 (亿元)



资料来源: 东兴证券研究所

图 9: 在职员工

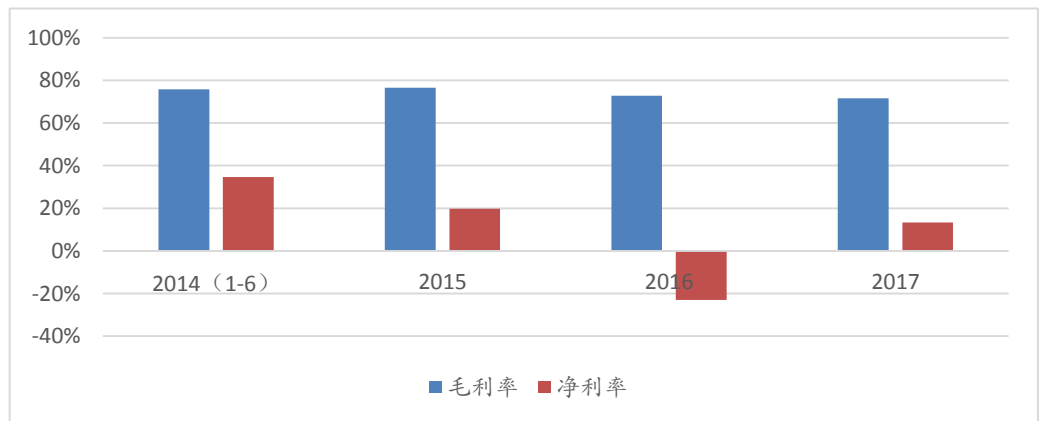


资料来源: 东兴证券研究所

### 3.2 产品结构升级, 有“DNA”的鸡尾酒

锐澳目前产品包括限定款在内一共七个系列, 未来将根据市场状况适时推出新产品, 每年至少会有 2-3 款新品问世, 未来新产品与老产品会维持在 1:1 的比例, 而且新产品的成本不会很高, 毛利率会继续维持在一个相对稳定的水平。

图 8: 2014 (1-6) - 2017 年度鸡尾酒业务, 毛利率净利率



资料来源: 东兴证券研究所

今年六月份 RIO 与六神展开跨界合作, 用三个月的时间研发出了花露水口味的鸡尾酒, 6 月 6 号 0 点首发限量供应 5000 瓶 17 秒内被抢光, 据悉厂家在 6 月 25 日、6 月 26 日 每天十点限量发售, 继续推出此类产品。

表 11: 锐澳的鸡尾酒产品

名称	细节	口味	产品
经典系列	3.8 度 275ml	蓝玫瑰威士忌 水蜜桃白兰地 青柠朗姆 紫葡萄白兰地 香橙伏特加 混合水果伏特加	
微醺系列	3 度 330ml	白桃味, 乳酸味, 葡萄味, 西柚味, 柠檬味	

本味系列	5 度 275ml	柠檬伏特加 西柚伏特加 青柠伏特加 青梅伏特加	
STRONG 系列	8 度 330ml 550ml	柠檬 卡曼橘 西柚	
S 罐系列 (线上)	3-3.8 度微醺 355ml 4.1 度 本榨 355ml 8 度强爽 355ml	多种口味+新品 蓝玫瑰微醺	
佐餐装	4-4.5 度 460ml	蔓越莓+石榴葡萄酒 西柚+香橙伏特加	
限定款 (Line Friends)		紫葡萄布朗熊 西柚莎莉鸡 青柠哇里奥 白桃可妮兔	

资料来源: 东兴证券研究所

线上销售作为线下销售的补充渠道和新款产品的推广渠道。2017 年第四季度营收的同比增长也得益于线上渠道的开发 (双十一), 未来线上渠道也将会为预调酒在销售淡季做更好的补充。

RIO 在推出新产品的同时为产品注入了新的 DNA, 为消费者提供了消费导向, 一改之前的“Free! RIO 在, 超自在概念化模糊的定位, RIO 对新产品进行了更加清晰的产品细分和定位, 如“天猫商城”上所展示的, “独饮小酒”, “朋友聚会”, “私享自饮”, “配餐超棒”。产品更具有生命力, 更年轻化, 市场细分更加明确。产品包装方面, RIO 包装分类也更加多样化和个性化, “微醺系列”沿用之前的玻璃瓶, 突出“酒”的属性, 之后的“RIO STRONG”系列会使用更倾向于饮料的易拉罐包装。

### 3.3 现代+传统+餐饮多渠道融合助力发展, 区域性经营策略偏向华东华南地区

公司的主要渠道包括现代、传统、餐饮、电商海外等渠道, 目前整个销售策略和上一轮已经有了较大的差别, 公司此次把一二线定位核心销售区域, 生活节奏相对较快, 可以更好的控制库存情况, 并有效探索鸡尾酒合适的销售方向, 完全杜绝上一轮人海战术, 广泛铺货的粗放式销售政策。目前锐澳的产品库存周转期为 3-5 天, 已达到了畅销酒品周转期的水平, 并进入了良性的销售周期。在行业最艰难的时期, 厂家主动承担责任, 使老经销商库存得以解决, 这也坚定了经销商继续合作的信念

**表 9:多渠道融合方式**

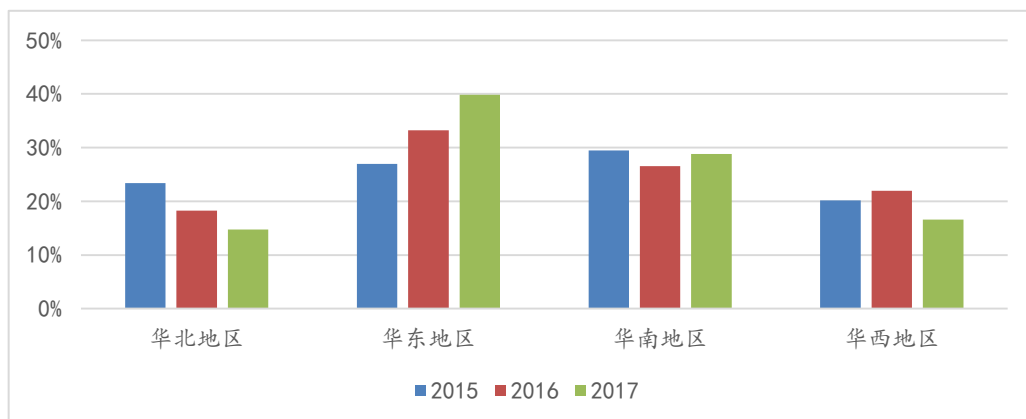
渠道	方式
现代渠道	增强管理和资源投放 提高费效比
传统渠道	推进分层管理
电商渠道	多层次跨平台协同效应 滚动推进产品组合优化升级 保持发展速度
餐饮渠道	稳步推进, 提升夜店覆盖率, 单店销售量 多城市布局 餐饮渠道产品复购率高 销售布局深入开展

资料来源: 东兴证券研究所

公司推出的“微醺”系列价格相较其他产品更为亲民, 2018 年公司计划将“微醺”系列大力推向餐饮渠道, 公司表示这将是一个值得期待的增长点; 在完成餐饮渠道多个城市的初步布局后, 深度开展营销试点, 未来公司将逐步形成系统有效的餐饮渠道。

伴随着组织架构的调整和销售人员的精简, 公司实行分地区实施不同的营销战略的策略。减少对于预调酒接受程度较低的内陆和底线城市的投入, 集中力量巩固和发展对预调酒接受程度较高的沿海发达市场。策略的调整也带来了不同区域消费的变化, 沿海, 发达市销量比重明显高于其他地区。2017 年, 华东区域营业收入同比增长了 51.38%, 华南区域营业收入同比增长 37.01%, 华北和华西区域基本持平。

图 9: 2015 至 2017 年区域营收占比



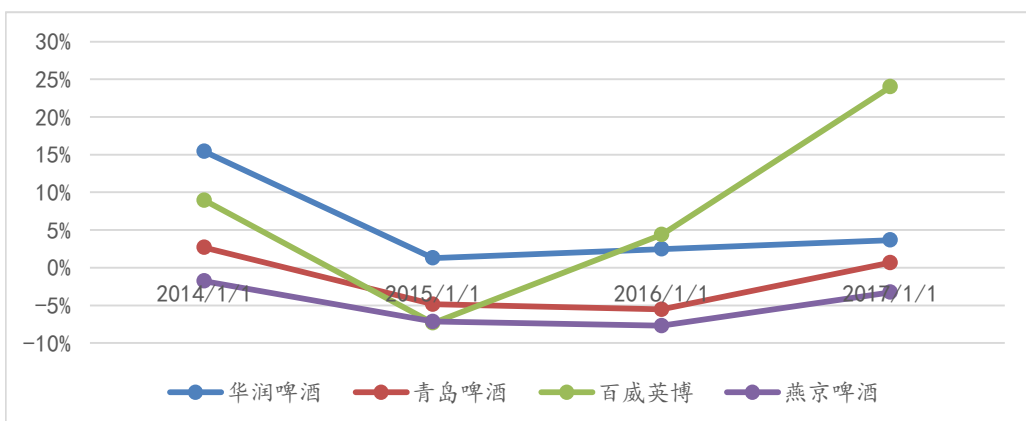
资料来源: 东兴证券研究所

## 4. 锐澳完成渠道, 产品, 费用上的革新, 竞争对手心有余悸, 锐澳的增长期渐行渐近

### 4.1 酒类行业各自耕耘, 锐澳赛道优势明显

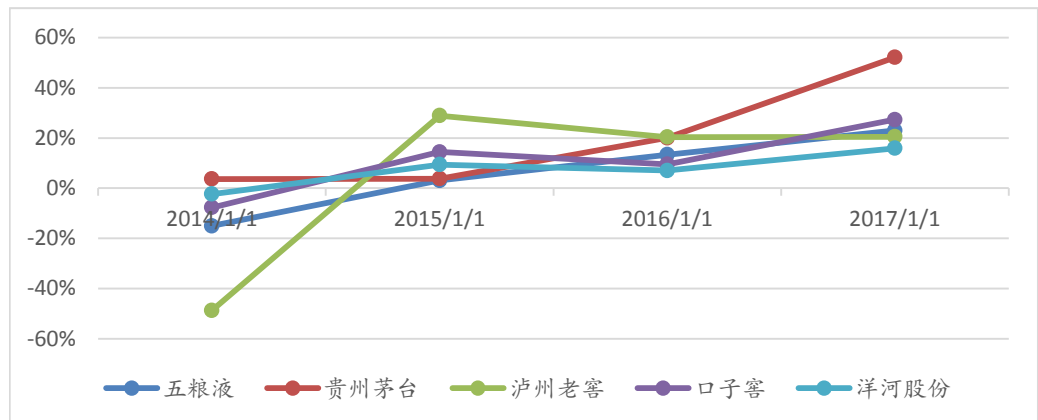
在 2015-2016 年的鸡尾酒行业高速发展时期, 许多白酒、食品饮料企业开始尝试预调酒, 同时期啤酒, 白酒行业正处在一个相对底部的水平, 这些企业也正在寻找新的增长点。

图 10: 啤酒营收增长率



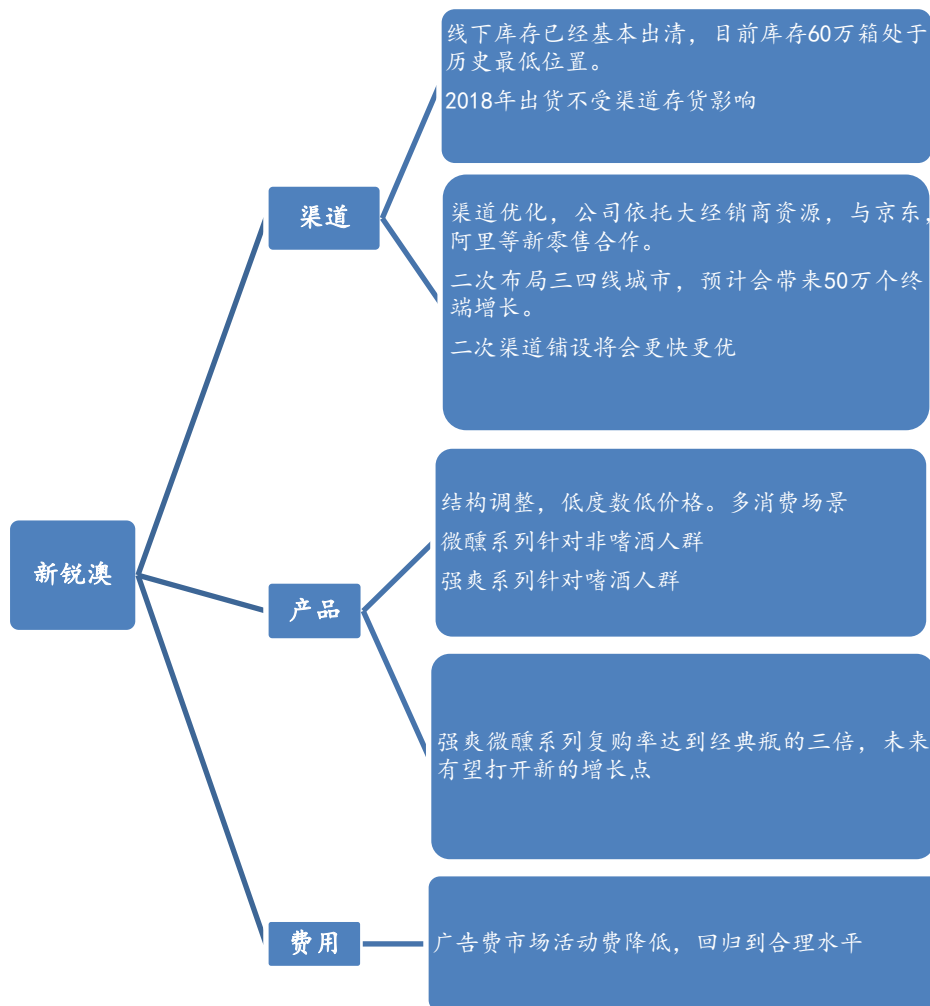
资料来源: 东兴证券研究所

图 11: 白酒营收增长率



资料来源: 东兴证券研究所

15 年以后白酒行业好转, 我们预计短期内白酒制造商不会重新进入预调酒市场, 白酒行业的景气度还是非常高的。啤酒行业的玩家更多精力也在整个产品结构的升级, 以及盈利能力提升的问题上努力, 同样不大会在短期内对鸡尾酒抱很大期望。因此目前看 RIO 的竞争格局还是很不错的。



2015年锐澳的成功不是偶然, 虽然不能完全复制上一轮的成功经验, 但是一个公司引领过一个行业的兴衰, 就证明对行业还是有深刻的理解, 未来有希望东山再起。2017年8月公司拟投资约5亿元在邛崃市临邛工业园区建设一个伏特加及威士忌工厂, 伏特加及威士忌是预调酒的重要基酒原料, 此举一是为了增强公司预调酒产品的核心竞争力, 进一步夯实行业龙头地位, 也是为了更好的适应预调酒市场的发展, 保障基酒的供应稳定; 更是为了适应国内预调酒市场复苏和回归理性的趋势, 为新一轮的高质量增长打下基础。据悉公司这次在四川包括在2016年年底在广东布局的预调酒生产基地将分别为公司带来超过年2000万箱的产能。

#### 4.2 百润产品结构不断丰富——中国预调酒市场的“日本模式”

中国的预调鸡尾酒占啤酒市场1%左右, 然而在市场比较成熟的日本, 预调鸡尾酒能占据到啤酒10%的份额, 这表明中国的预调鸡尾酒市场还有很大的增长空间。

在日本鸡尾酒的价格与啤酒的价格相近, 甚至低于啤酒的价格, 但是在中国情况却相反, 以 RIO 鸡尾酒为例单瓶的价格高出啤酒单瓶价格许多, 其中一部分原因是由于营销费用率高比例的广告费所致。

2017 年以来 RIO 继续升级已有产品, 不断推出新产品。随着产能的扩大, 和管理销售费用的降低, 新产品的定价也比较趋近与啤酒的价格, 更容易被啤酒中潜在的预调酒消费者接受。

表 10: 日本啤酒鸡尾酒价格对比

日本鸡尾酒 / 350ml	价格	日本啤酒 / 350ml	价格
	7.1 元 / 罐		11.4 元 / 罐
	6.8 元 / 罐		11.3 元 / 罐

资料来源: 东兴证券研究所

表 11: 百润新产品变化

名称	锐澳新升级 S 罐系列	锐澳帕泊斯气泡水
价格	7.5 元 / 罐	4.8 元 / 罐
产品		

资料来源: 东兴证券研究所

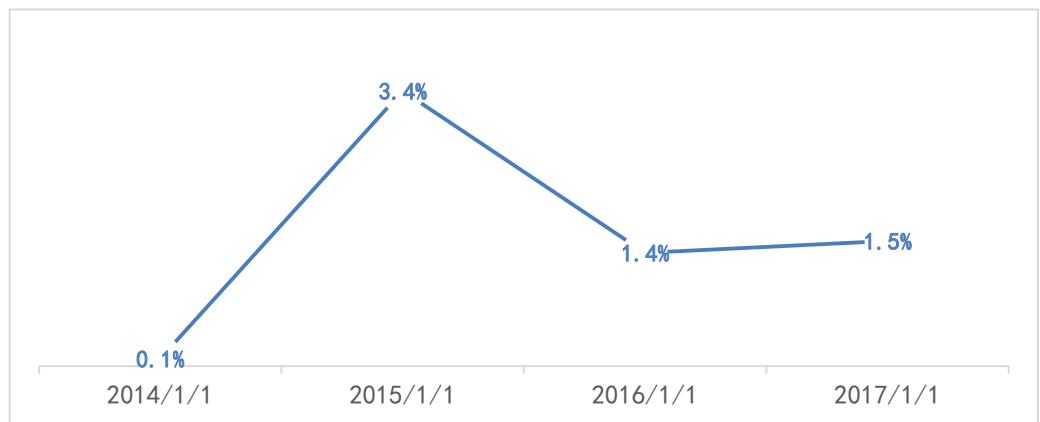
公司不断丰富自己的产品结构, 并在 2017 年推出气泡水。公司将始终不渝的发展预调鸡尾酒, 但是随着全球市场对苏打水的需求不断提升, 公司推出“帕泊斯”正是为了

迎合全球市场的动向, 充分利用 RIO 的产能优势和渠道优势。未来 RIO 同样会利用不同的产品来应对不同的市场需求。

## 5. 坚定看好行业的发展前景, 百润未来的道路愈发宽阔

从欧美, 日本等预调酒发展较为成熟的市场来看, 中国预调酒占啤酒销量的比例远低于世界平均水平。澳大利亚预调酒占啤酒的 22.4%, 日本占 12.2%, 美国占 5.5%, 英国占 4.5%, 中国目前只占 1.5%。

图 12: 2014 - 2015 锐澳占啤酒比重



资料来源: 东兴证券研究所

我国嗜酒人群基数巨大, 随着工作生活节奏的加快, 以及健康意识的增强, 人们对预调鸡尾酒等低度的酒类饮品需求会不断扩大, 预调酒作为低酒精时尚化的酒类, 能满足年轻消费者个性化和多元化的消费习惯, 满足家庭聚餐, 朋友聚会, 女性饮用等多个消费场景, 在整个消费品升级品类裂变细分的过程中预调酒会再创辉煌。

### 特别鸣谢

王冠群: 东兴食品饮料团队实习生, 英国诺丁汉大学博士在读。

## 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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	1134	873	995	1466	2062	<b>营业收入</b>	925	1172	1358	1631	2038
货币资金	876	613	719	1166	1722	<b>营业成本</b>	252	340	358	375	414
应收账款	56	87	102	124	156	营业税金及附加	48	52	78	93	115
其他应收款	22	20	23	28	35	营业费用	741	437	501	632	782
预付款项	21	19	12	5	-4	管理费用	136	128	147	173	212
存货	73	77	83	87	97	财务费用	21	4	10	11	11
其他流动资产	84	54	54	54	54	资产减值损失	-0.23	1.08	5.00	3.00	3.00
<b>非流动资产合计</b>	1319	1447	1241	1120	998	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	5.00	15.00	8.00
固定资产	673	942	838	725	612	<b>营业利润</b>	-272	235	264	359	509
无形资产	156	178	163	148	133	营业外收入	65.02	1.81	25.00	45.00	35.00
其他非流动资产	117	84	0	0	0	营业外支出	0.55	3.86	4.00	6.00	8.00
<b>资产总计</b>	2453	2320	2157	2505	2980	<b>利润总额</b>	-208	233	285	398	536
<b>流动负债合计</b>	846	483	351	393	457	所得税	-61	50	48	66	88
短期借款	540	180	0	0	0	<b>净利润</b>	-147	183	237	332	448
应付账款	140	194	206	216	238	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	14	14	41	73	114	归属母公司净利润	-147	183	237	332	448
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	-56	465	402	497	648
<b>非流动负债合计</b>	8	54	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	-0.16	0.22	0.45	0.63	0.84
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	854	537	351	393	457	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-60.64%	26.64%	15.89%	20.06%	25.00%
实收资本(或股	931	700	532	532	532	营业利润增长	-143.84%	-186.28%	12.45%	35.93%	41.82%
资本公积	715	946	946	946	946	归属于母公司净利	29.88%	-224.23%	29.88%	40.10%	34.71%
未分配利润	-155	23	170	376	654	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1600	1782	1832	2138	2550	毛利率(%)	0.00%	70.49%	73.66%	76.98%	79.67%
<b>负债和所有者权</b>	2453	2320	2109	2458	2933	净利率(%)	-15.89%	15.59%	17.47%	20.38%	21.96%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		-5.99%	7.87%	11.00%	13.27%	15.02%
<b>经营活动现金流</b>	-263	245	400	473	599	<b>偿债能力</b>					
净利润	-147	183	237	332	448	资产负债率(%)	35%	23%	17%	16%	16%
折旧摊销	194.82	226.37	0.00	127.75	127.75	流动比率	1.34	1.81	2.84	3.72	4.52
财务费用	21	4	10	11	11	速动比率	1.25	1.65	2.60	3.50	4.30
应收账款减少	0	0	-15	-22	-32	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	27	33	41	总资产周转率	0.43	0.49	0.61	0.71	0.76
<b>投资活动现金流</b>	-305	-138	83	11	4	应收账款周转率	14	16	14	14	15
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.98	7.03	6.80	7.73	8.97
长期股权投资减	0	0	-1	-1	-1	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	0	5	15	8	每股收益(最新摊	-0.16	0.22	0.45	0.63	0.84
<b>筹资活动现金流</b>	863	-370	-378	-37	-47	每股净现金流(最新	0.32	-0.38	0.20	0.84	1.05
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	1.72	2.54	3.45	4.02	4.79
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	35	-231	-169	0	0	P/E	-80.81	58.77	28.98	20.69	15.36
资本公积增加	715	231	0	0	0	P/B	7.53	5.08	3.75	3.22	2.70
<b>现金净增加额</b>	296	-263	106	447	556	EV/EBITDA	-208.92	18.52	15.32	11.48	7.95

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

## 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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 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。