

预调酒东风再起势能彰显，RIO 抢占先机卷土重来



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **RIO 业绩历经波折，预调酒龙头再启航。**公司旗下巴克斯酒业是国内从事预调酒业务的先驱，开启国内预调酒消费时尚风潮。在预调酒行业经历了 13-15 年的快速发展与 16-17 年的深度调整之后，大浪淘沙清理了不少玩家，目前 RIO 已成为国内预调酒绝对龙头，引领行业恢复增长。公司的预调酒产品收入利润占比持续提升，且不断推出新品、加强细分市场布局。近年公司步伐更加稳健，发展循序渐进，分红慷慨，致力于为股东创造收益。
- **低度酒消费东风起，RIO 顺应趋势势能形成。**预调酒历史不长，但深受消费者喜爱，在海外酒饮中占据重要地位。目前国内渗透率仍较低，发展空间巨大。国内 80 后的年轻消费者饮酒偏好有所改变，愿意尝试洋酒、偏好低度酒与果味酒，同时女性酒水消费占比提升，预调酒有望成为重要受益品类。
- **参考美日市场，RIO 有望主导国内预调酒行业发展。**对比日本，在酒水政策驱动下，啤酒龙头厂商投入大量资源、培育预调酒需求，目前行业规模较大、仍能保持较快增长，百润作为龙头有能力引领国内预调酒发展。对比美国，预调酒仍处于成长期，酒精气泡水的创新与 White Claw 等的热销拉动市场快速增长，RIO 具备类似条件。在国内市场，RIO 目前市占率达 80% 以上，产品一枝独秀优势明显，有望推动未来 5 年市场规模年均增长 20% 以上。
- **预调酒营销活动卓有成效，产能研发保障长期成长。**19 年来公司预调酒业务重新进入发展快车道，今年在疫情冲击下仍保持较快增长，需求得以验证。公司盈利能力逐渐改善，经营活动现金流表现优异，营运能力持续提升。公司预调酒营销模式调整成效显著，营销重点聚焦年轻和女性消费者，微醺系列作为大单品拉动销量快速增长。长期看，公司产能充足生产无忧，较强的研发能力和充足的研发投入保障创新能力，长期增长动力充沛。

财务预测与投资建议：我们预测公司 20-22 年 EPS 分别为 0.92、1.20、1.52 元。公司作为预调鸡尾酒行业唯一的上市公司，缺乏可比公司，故采用历史平均法给予估值。在剔除负值后，公司近 5 年历史平均估值为 64 倍。给予 21 年 64 倍市盈率，对应目标价为 76.80 元，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：疫情冲击宏观经济影响、产品营销推广不及预期、费用投放大幅增加风险、原材料成本大幅上涨、估值水平较高风险。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,230	1,468	1,907	2,449	3,057
同比增长(%)	5.0%	19.4%	29.9%	28.5%	24.8%
营业利润(百万元)	166	391	627	821	1,040
同比增长(%)	-29.1%	135.2%	60.1%	31.1%	26.6%
归属母公司净利润(百万元)	124	300	476	625	789
同比增长(%)	-32.2%	142.7%	58.5%	31.2%	26.3%
每股收益(元)	0.24	0.58	0.92	1.20	1.52
毛利率(%)	68.7%	68.3%	68.7%	68.6%	68.6%
净利率(%)	10.1%	20.5%	25.0%	25.5%	25.8%
净资产收益率(%)	6.7%	15.3%	22.2%	25.9%	29.1%
市盈率	317.7	130.9	82.6	62.9	49.8
市净率	20.5	19.6	17.2	15.4	13.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2020年11月13日)	74.65 元
目标价格	76.80 元
52周最高价/最低价	75.64/23.4 元
总股本/流通 A 股(万股)	51,980/34,870
A 股市值(百万元)	38,803
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2020年11月15日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	8.35	16.64	34.75	178.65
相对表现	8.94	16.28	29.98	154.11
沪深 300	-0.59	0.36	4.77	24.54



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀
021-63325888*3203
yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪
021-63325888*6079
caiqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519080001

联系人 周翰
021-63325888*7524
zhouhan@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、历经波折不改初心，重整旗鼓乘势而上	5
1.1 开国内预调酒之风尚，行业调整后龙头再启航.....	5
1.2 预调酒占比逐步提升，持续推出新品加强布局.....	6
1.3 公司分红慷慨，致力于为股东创造收益.....	7
二、低度酒消费东风起，RIO 顺应趋势势能形成	9
2.1 预调酒深受消费者青睐，在海外市场已占据重要位置.....	9
2.2 年轻消费者饮酒偏好变化，预调酒有望充分受益.....	10
三、他山之石可攻玉，品类创新是关键	13
3.1 对比日本：RIO 可以培育并推动国内预调酒市场发展.....	13
3.2 对比美国：RIO 具备品类创新与爆品热销的条件.....	15
3.3 国内市场：历经调整后，RIO 有望主导预调酒行业发展.....	18
四、预调酒营销卓有成效，产能研发保障长期成长	20
4.1 预调酒业务恢复快速增长，现金流量与营运能力改善.....	20
4.2 营销宣传卓有成效，精准投放重点突出.....	22
4.3 产能充足保障生产，研发投入高举高打.....	24
五、香精业务区间浮动，贡献正向现金流	26
六、盈利预测与投资建议	27
6.1 盈利预测.....	27
6.2 投资建议.....	28
七、风险提示	28

图表目录

图 1: 公司近年来发展历程	5
图 2: 公司股权和业务架构情况 (截止 2020 年半年报)	6
图 3: 公司各业务收入金额及占比情况	7
图 4: 公司各业务净利润金额及占比情况	7
图 5: 各国酒类饮料销量中预调酒销量占比	10
图 6: 80 年后出生人口占比	10
图 7: 2020 年中国消费主体人口占比	10
图 8: 近年来中国洋酒市场规模情况	11
图 9: MAT2020 线上酒水品类消费占比	11
图 10: MAT2020 线上各类洋酒 90/95 消费人数增速排名	11
图 11: MAT2018 天猫不同年龄段洋酒各品消费金额占比	11
图 12: MAT18-20 线上葡萄酒 90/95 后各糖分消费占比	12
图 13: 江小白引领国内果味白酒风潮	12
图 14: MAT2020 线上酒水各代际不同性别消费人数占比	13
图 15: 2018-2019 年苏宁线上酒类消费人数性别比例	13
图 16: 日本不同酒类销量变化情况	14
图 17: 三得利持续推出预调酒产品	15
图 18: 日本预调酒市场规模及增速	15
图 19: 日本预调酒市场销量及人均销量情况	15
图 20: 美国预调酒销量情况	16
图 21: 美国市场不同基酒类型预调酒销量情况 (万千升)	16
图 22: White Claw 和 Truly Spiked & Sparkling 示意图	17
图 23: 2019 年全球酒精气泡水市占率	17
图 24: 啤酒和酒精气泡水所含热量对比	17
图 25: White Claw 广告中的女性形象和社交媒体表情包	17
图 26: 国内预调酒市场发展历程	18
图 27: 国内预调酒市场销量情况	19
图 28: 国内预调酒市场销量市占率情况	19
图 29: 国内主要预调酒产品单价与酒精度数分布情况	19
图 30: 2020 年公司预调酒市场销售渠道情况	20
图 31: 2019 年海外预调酒市场销售渠道对比	20
图 32: 国内预调酒市场规模预测	20
图 33: 国内预调酒市场预测量价拆分	20

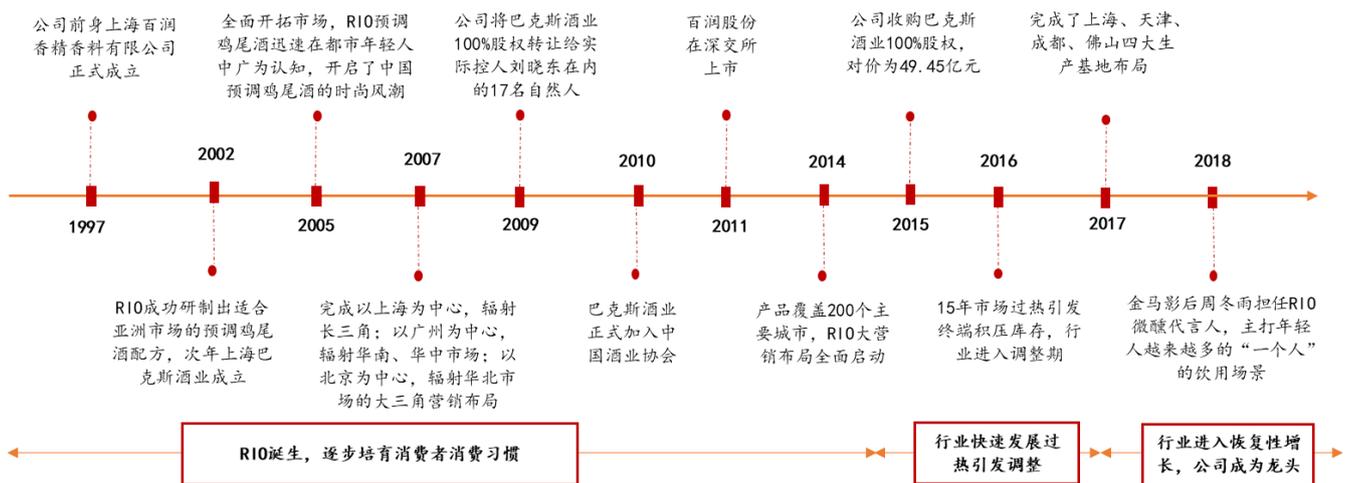
图 34：公司预调酒业务营业收入及增速情况	21
图 35：公司预调酒业务净利润及增速情况	21
图 36：公司预调酒业务单季度营业收入及增速	21
图 37：公司预调酒业务单季度净利润及增速	21
图 38：公司预调酒业务毛利率和净利率情况	22
图 39：公司期间费用率情况	22
图 40：公司净利润与经营活动现金流净额情况	22
图 41：公司营运天数情况	22
图 42：公司销售费用情况	23
图 43：公司销售人员数量情况	23
图 44：周冬雨代言微醺广告图	24
图 45：公司产能利用率情况	25
图 46：公司总资产周转率与啤酒厂商对比	25
图 47：公司研发费用及占比	26
图 48：公司研发人员数量及占比	26
图 49：公司食用香精业务收入及增速	26
图 50：公司食用香精业务毛利率	26
图 51：公司食用香精销量及增速	27
图 52：公司食用香精单价及增速	27
图 53：百润股份历史 PE Band	28
表 1：RIO 主要产品布局	7
表 2：公司上市以来股权融资情况	8
表 3：公司上市以来分红情况	8
表 4：全球各地市占率领先的预调酒品牌	9
表 5：日本酒类税金政策变化情况（日元/升）	13
表 6：美国不同类别预调酒销量及增速情况	16
表 7：RIO 广告投放整理	23
表 8：RIO 近年来代言明星整理	24
表 9：公司产能建设情况	24

一、历经波折不改初心，重整旗鼓乘势而上

1.1 开国内预调酒之风尚，行业调整后龙头再启航

开启国内预调鸡尾酒之风尚，行业调整后 RIO 全面恢复增长。公司前身为上海百润香精香料有限公司成立于 1997 年，主要从事食用香精和烟用香精产品的研制销售。2002 年，RIO 研制出适合亚洲市场的预调鸡尾酒配方，并于次年成立上海巴克斯酒业。2005 年开始，RIO 开始全面开拓市场，开启国内预调鸡尾酒的时尚风潮；2007 年形成以上海、广州和北京为核心的大三角营销市场。2009 年，公司将巴克斯酒业股权转让给实际控制人刘晓东在内的 17 名自然人；2011 年公司在深交所上市；2014 年 RIO 产品已经覆盖 200 个主要城市。2015 年，公司收购巴克斯酒业 100% 股权，RIO 进入上市公司体内。2015 年，预调酒行业过热引发终端积压库存，进入调整期；2018 年来，行业调整后公司成为绝对龙头，引领行业恢复增长。

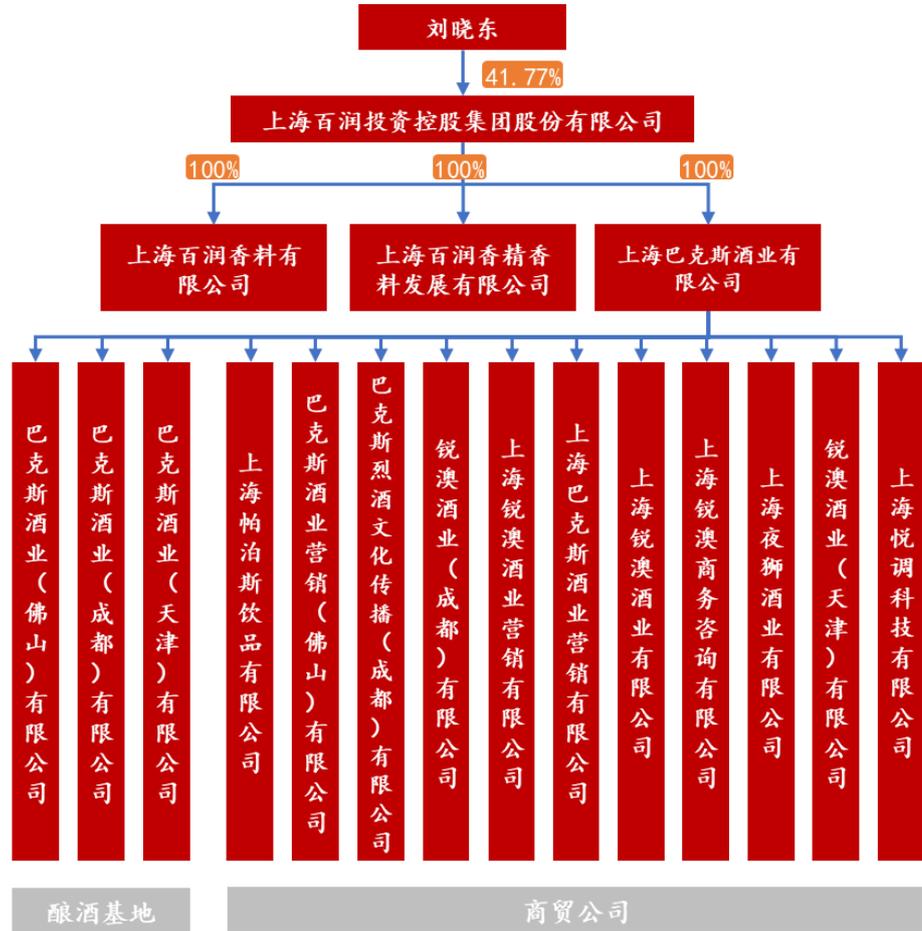
图 1：公司近年来发展历程



资料来源：公司官网、东方证券研究所

公司股权结构清晰，业务架构简单。公司实际控制人为刘晓东，持有上市公司 41.77% 的股份；前十大股东中，除公司原始股东之外，其余主要为港股通投资者以及机构投资者等，股权结构简单。公司预调鸡尾酒业务通过全资子公司上海巴克斯酒业有限公司展开，香精香料业务主要通过上海百润香料有限公司和上海百润香精香料发展有限公司两家全资子公司展开。巴克斯酒业目前在上海、佛山、成都以及天津设有四个酿酒基地，其余子公司主要展开商贸工作。

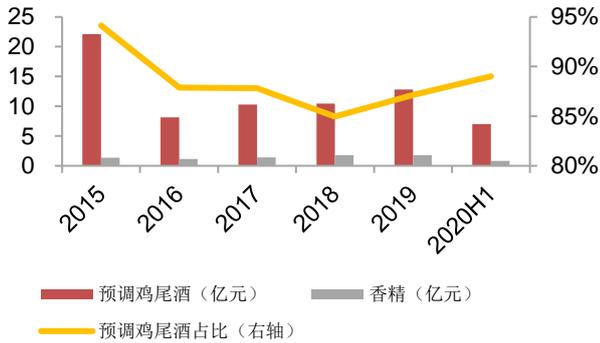
图 2：公司股权和业务架构情况（截止 2020 年半年报）



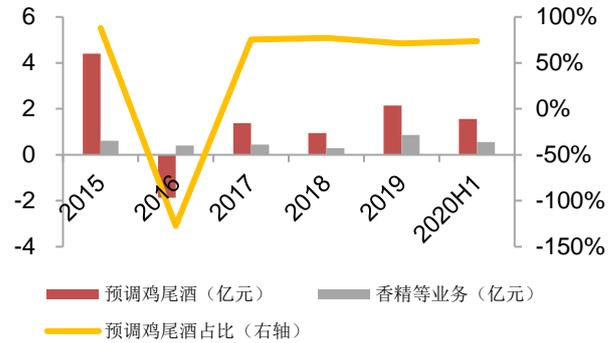
资料来源：公司公告、Wind、东方证券研究所

1.2 预调酒占比逐步提升，持续推出新品加强布局

随着预调鸡尾酒业务的复苏，2018 年至 2020 H1，公司预调鸡尾酒业务收入占比从 85.0% 逐步提升至 89.0%。由于公司各业务板块盈利能力存在一定波动性，2017 年来预调鸡尾酒的净利润占比在 74% 左右，2020H1 达到 73.6%，较 2019 年全年占比提升 2.3pct。随着未来预调鸡尾酒业务保持较高增长，占比将进一步提升。

图 3：公司各业务收入金额及占比情况


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 4：公司各业务净利润金额及占比情况


资料来源：公司公告、东方证券研究所

RIO 产品消费门槛低，持续推出新品加强细分市场布局。目前 RIO 产品主要有经典、微醺、本味、本榨、强爽和清爽等系列，涵盖 275ml~500ml 不同容量的玻璃瓶和易拉罐装，针对不同的消费场景和消费人群。RIO 产品每瓶单价在 15 元以下，每 500ml 单价在 25 元以下，消费门槛相对较低、价格亲民、受众群体广泛。

RIO 持续推出新产品，加强对各细分消费场景以及消费人群的布局。经典系列作为公司开山之作，定位年轻人交友聚会等场景。微醺系列是公司目前的主打产品，定位“一个人的小酒”，新品推出后邀请周冬雨代言，迅速风靡市场。强爽系列酒精含量较高，针对有一定饮酒习惯的消费者。

表 1：RIO 主要产品布局

产品系列	容量 (ml)	规格	上市时间	单价 (元/瓶)	单价 (元/500ml)	图片
经典系列	275	酒精度 3.8~4.5%，果汁含量≥3%	2003 年	12.5	22.7	
微醺系列	330	酒精度 3%，果汁含量≥3%	2016 年	7.2	10.9	
本味系列	275	酒精度 5%，果汁含量≥2%	2016 年初	12.7	23.0	
本榨系列	330	酒精度 3.5~5.5%，果汁含量 20%~40%	2017 年	11.5	17.4	
强爽系列	330/500	酒精度 8%，果汁含量≥3%	2016 年初	8.6	13.1	
清爽系列	500	酒精度 4.5~4.8%，果汁含量≥4%	2020 年	11.0	16.7	

资料来源：公司官网、京东、东方证券研究所

1.3 公司分红慷慨，致力于为股东创造收益

收购巴克斯酒业后业绩出现波折，业绩补偿后收购成本显著降低。2015年，公司向刘晓东等16名巴克斯酒业原股东发行2.88亿股普通股购买巴克斯酒业100%股权，资产交易价格为49.45亿元，对应巴克斯酒业2014年的PE为21.5倍。巴克斯酒业被收购后承诺14年至17年的净利润将分别达到2.22亿元、3.83亿元、5.44亿元和7.06亿元。但15年行业过热后引发深度调整，导致巴克斯酒业在16和17年净利润仅实现-1.87亿元和1.38亿元，远低于业绩承诺。

根据业绩补偿协议，2017年7月和2018年6月，公司两次以1元的总价从刘晓东等原股东手中回购了最初为购买巴克斯而发行的40.1%和31.3%的上市公司普通股。综合来看，公司为收购巴克斯酒业所发行的股份，以2015年的每股定价计算，资产交易价格为14.14亿元，对应2014年PE为6.2倍，对应2019年PE为6.6倍，收购成本显著降低，保护了普通投资者的权益。

从股权融资与分红的情况来看，公司分红慷慨，致力于为股东创造收益。自2011年上市后，除收购巴克斯酒业发行股份外，公司通过IPO和2016年定增，累计募资12.26亿元，用于产能建设项目等。2011年至2020H1，公司累计分红11.99亿元，基本涵盖累计募集资金，累计股息支付率达到86.0%，分红慷慨。

表 2：公司上市以来股权融资情况

公告日期	融资方式	发行价 (元)	募资净额 (万元)	发行对象	资金用途
2011/3/15	IPO	26.00	4.76	普通投资者	研发中心建设项目,扩建厂房,扩大产能项目,补充流动资金
2015/6/16	定向增发	17.17	49.45	大股东,大股东关联方,机构投资者,境内自然人	购买上海巴克斯酒业有限公司100%股权
2016/12/15	定向增发	21.98	7.50	大股东,机构投资者,境内自然人	产能扩大项目,电子商务项目
2020/5/9	拟定向增发		10.06	机构投资者等	烈酒(威士忌)陈酿熟成项目

资料来源：公司公告、Wind、东方证券研究所

表 3：公司上市以来分红情况

年度	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	期末未分配利润(亿元)	股利支付率
2020H1	2.12	3.11	3.37	146.7%
2019	3.00	2.08	1.65	69.3%
2018	1.24	0.64	0.82	51.6%
2017	1.83	-	0.23	0.0%
2016	-1.47	-	-1.55	0.0%
2015	5.00	4.48	-0.04	89.6%
2014	0.57	0.48	0.66	84.2%
2013	0.42	0.40	0.65	95.2%
2012	0.77	0.48	0.69	62.3%

2011	0.46	0.32	0.52	69.6%
合计	13.94	11.99	7.00	86.0%

资料来源：公司公告、Wind、东方证券研究所

二、低度酒消费东风起，RIO 顺应趋势势能形成

2.1 预调酒深受消费者青睐，在海外市场已占据重要位置

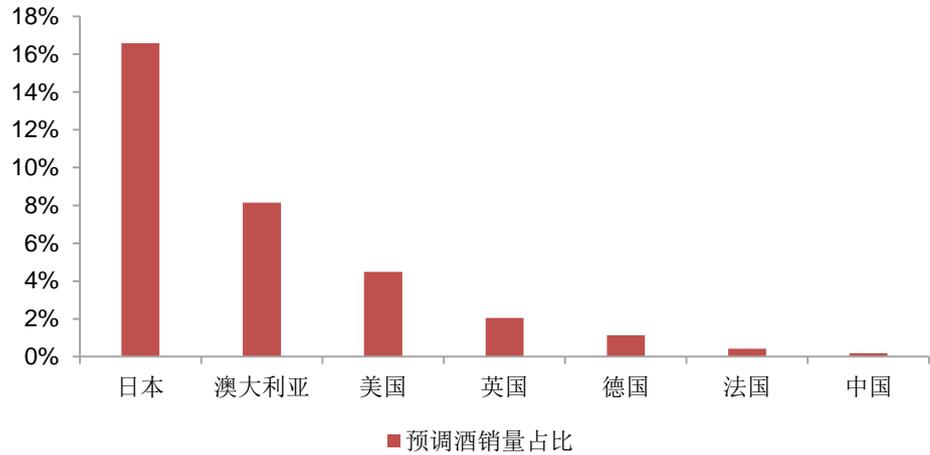
预调鸡尾酒作为 RTD (ready-to-drink) 的重要品类，是一种由果汁、汽水、酒精等混合而成的饮料，酒精含量一般为 2.5%-9%，朗姆酒、威士忌、白兰地等都能作为基酒。预调鸡尾酒最早诞生于 1990 年代的澳大利亚，之后逐步在欧洲、美国、日本等地流行。预调酒的酒精质感比啤酒稍强，同时配合苹果、柠檬等果汁，口感层次丰富、色彩缤纷绚丽，深受消费者喜爱。预调鸡尾酒拥有消费场景灵活、低酒精度数及高性价比等特点，逐渐衍生出一种时尚文化，各大酒厂都先后推出了自己的预调酒产品。

表 4：全球各地市占率领先的预调酒品牌

序号	品牌	公司	主要销售区域
1	White Claw	Mike's Hard Beverage	美国
2	Mike's Hard Lemonade	Mike's Hard Beverage	美国
3	Smirnoff	帝亚吉欧	美国
4	-196C Strong Zero	三得利	日本
5	Hyoketsu (冰结)	麒麟	日本
6	Takara Shochu High Ball	Takara Shuzo	日本
7	Horoyoi (和乐怡)	三得利	日本
8	RIO (锐澳)	巴克斯酒业	中国
9	Bacardi Breezer (冰锐)	百加得	中国
10	Jack Daniel's	百富门	欧美

资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

预调鸡尾酒在海外市场酒饮料占据重要地位，但国内渗透率偏低。预调酒虽然历史较短，但已在海外市场酒饮料中占据一席之地。根据欧睿国际统计，2019 年日本、澳大利亚、美国的预调酒占酒饮料销量比重已达到 16.6%、8.1%和 4.5%，中国预调酒销量占比仅 0.2%左右，市场渗透率较低。

图 5：各国酒类饮料销量中预调酒销量占比


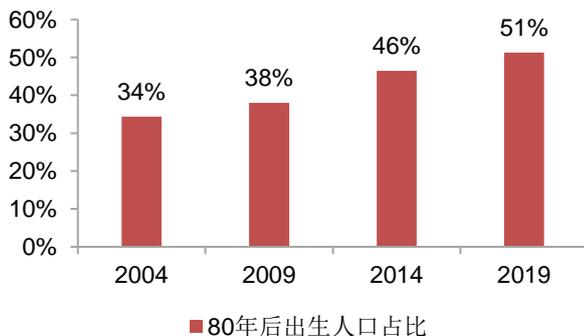
资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

2.2 年轻消费者饮酒偏好变化，预调酒有望充分受益

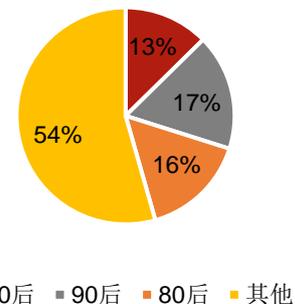
● 年轻消费群体推动酒类消费市场变化

年轻消费群体占比提升是酒类消费市场变化的核心变量。年轻的消费群体（尤其是 80 后、90 后）是伴随着互联网共同成长的一代，在消费观上更加追求个性化，勇于尝试新鲜事物、注重品质、愿意为喜欢的事物花钱，这成为未来国内酒类饮料消费变化的核心变量。

相较于年长群体，80 年后出生的人是更易接触到并接受预调鸡尾酒产品的一代人。根据国家统计局数据，80 年后出生的人口占全部人口的比重已经从 2004 年的 34% 提升至 2019 年的 51% 以上，其中 80 后至 00 后三代人占比在 2019 年达到 40%。2020 年，在国内消费主体人口中，80 后至 00 后三代人的占比合计达到约 46%。80 年后出生的这一群体的扩大是预调鸡尾酒产品未来销量增长的重要驱动力。

图 6：80 年后出生人口占比


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图 7：2020 年中国消费主体人口占比


资料来源：艾媒咨询、东方证券研究所

● 国内洋酒消费量稳步增长，预调酒是年轻消费者偏好的洋酒品类

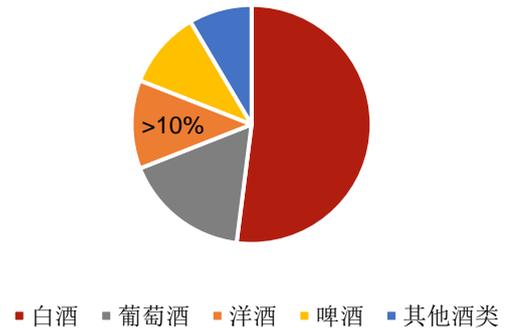
国内洋酒消费量稳步增长，渗透率仍有较大提升空间。在国内白酒产销量出现下滑，啤酒产销量整体趋于零增长的趋势下，2015年至2019年间国内洋酒消费量年均增速达到12%，市场规模增速达到18%，但洋酒在国内酒类消费总量中的占比仍在1.5%以下，未来市场容量仍有较大提升空间。从线上酒水消费的情况来看，根据CBNData的数据，MAT2020（指2019.7.1至2020.6.30，下同）洋酒的消费占比在10%以上，未来有望拉动洋酒整体消费渗透率持续提升。

图 8：近年来中国洋酒市场规模情况



资料来源：LeadLeo、东方证券研究所

图 9：MAT2020 线上酒水品类消费占比



资料来源：CBNData、东方证券研究所

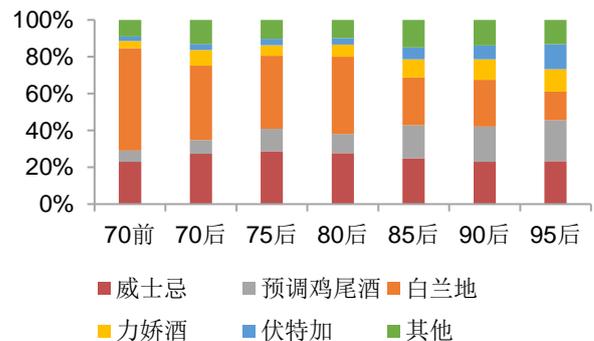
预调鸡尾酒是年轻消费者所偏好的洋酒品类。根据CBNData的数据，MAT2020线上各类洋酒中，预调鸡尾酒和力娇酒的90/95后消费人数增速排名前两位。MAT2018天猫线上不同年龄段洋酒各品消费金额占比中，预调鸡尾酒和力娇酒在年轻群体中的占比迅速提升。力娇酒和预调鸡尾酒类似，也是一种以蒸馏酒（白兰地、威士忌、朗姆酒等）为基酒配合各种调香物品，并经过甜化处理的酒精饮料。预调鸡尾酒和力娇酒口味接近，反映了目前年轻消费者喜好低度酒和果味酒的口味偏好。

图 10：MAT2020 线上各类洋酒 90/95 消费人数增速排名



资料来源：CBNData、东方证券研究所

图 11：MAT2018 天猫不同年龄段洋酒各品消费金额占比



资料来源：《2018 天猫酒水线上消费数据报告》、东方证券研究所

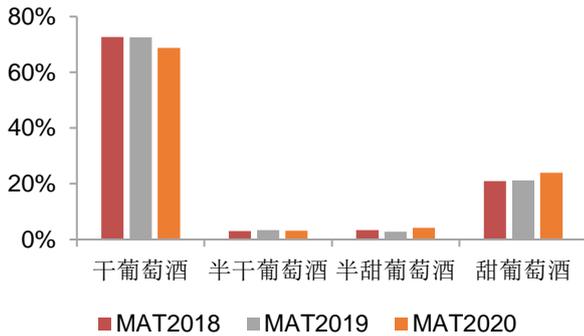
- 年轻消费者的饮酒口味偏好：低度酒与果味酒

年轻消费者偏爱低度数酒。年轻消费者的饮酒观念更加理性，由以往的“不醉不归”的豪饮向“健康浅酌”的微醺发展。这一饮酒观念的转变直接导致低度数酒水的消费人数快速增长，根据CBNData的数据，MAT2018至MAT2020，低度数酒水的消费人数增速明显高于中、高度数酒。

年轻消费者偏爱果味酒。国内年轻消费者对果味酒的偏爱明显提升：1)在葡萄酒中，近年来90/95后甜葡萄酒和半甜葡萄酒的消费占比持续提升；2)在啤酒中，线上果味啤酒的消费规模快速增长；3)在白酒中，以江小白果味酒为代表的果味白酒正在引领新的消费风潮；4)以预调鸡尾酒和力娇酒等为代表的果味洋酒近年来销量快速增长。

预调酒兼具低度数酒和果味酒的双重特性，符合年轻消费者的酒类消费口味，随着年轻消费者的消费能力加强和消费比重的提升，预计未来将保持较高的增速。

图 12: MAT18-20 线上葡萄酒 90/95 后各糖分消费占比



资料来源: CBNData、东方证券研究所

图 13: 江小白引领国内果味白酒风潮



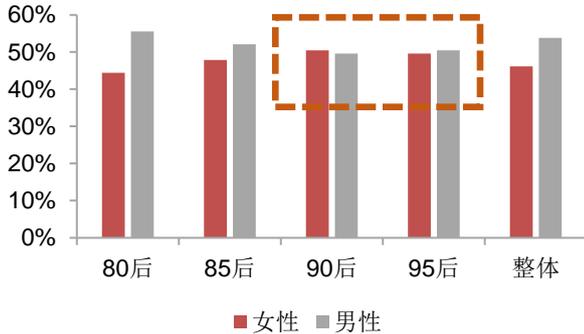
资料来源: 公开资料整理、东方证券研究所

● 女性酒水消费占比提升，预调酒成为重要突破口

年轻酒水消费群体中，女性消费者的比重不断提升。根据 CBNData 数据，90/95 后的线上酒水消费人群中，女性的消费人数占比平均在 50%左右，较 80 后的 44%以及 85 后的 48%有明显提升。根据苏宁提供的 2018 年和 2019 年的酒水消费报告，预调酒中女性消费人数占比达到 46%，高于葡萄酒和啤酒中的 41%和 37%的占比，远高于白酒中 27%的占比。

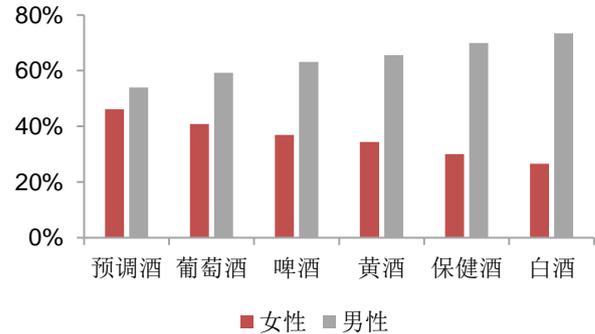
以预调酒为代表的低度数酒和果味酒是女性消费者融入酒水市场的重要突破口。公司大力推广的 RIO 微醺系列正是针对日益兴起的女性酒类消费人群，充分把握国内酒水市场的重要消费增量。

图 14: MAT2020 线上酒水各代际不同性别消费人数占比



资料来源: CBNDATA、东方证券研究所

图 15: 2018-2019 年苏宁线上酒类消费人数性别比例



资料来源: 苏宁酒水消费报告、东方证券研究所

三、他山之石可攻玉，品类创新是关键

3.1 对比日本：RIO 可以培育并推动国内预调酒市场发展

- 高税负下日本啤酒厂商谋变，预调酒从零发展成为大行业

纵览日本预调酒市场的发展历程，过高的啤酒税收是推动啤酒市场衍生出预调酒市场的底层动力；在税负压力推动下，日本主要啤酒厂商均大力发展发泡酒和预调酒，预调酒市场被逐渐培育壮大。

日本啤酒税负明显偏高，预调酒具有很大的竞争优势。根据最新的 2020 年 10 月实施的日本酒类税收政策，啤酒（麦芽度>50%）的税收达到 200 日元/升，预调鸡尾酒的税收则为 80 日元/升，日本啤酒的税收显著偏高，直接导致啤酒零售价格偏高，同时厂商利润空间被压缩。从历史上来看，日本在 1994 年、1996 年以及 2003 年分多次提升啤酒、高麦芽度发泡酒、低麦芽度发泡酒的税金；麦芽度为 0%的第三类啤酒和预调酒（RTDs）的竞争优势不断加强。

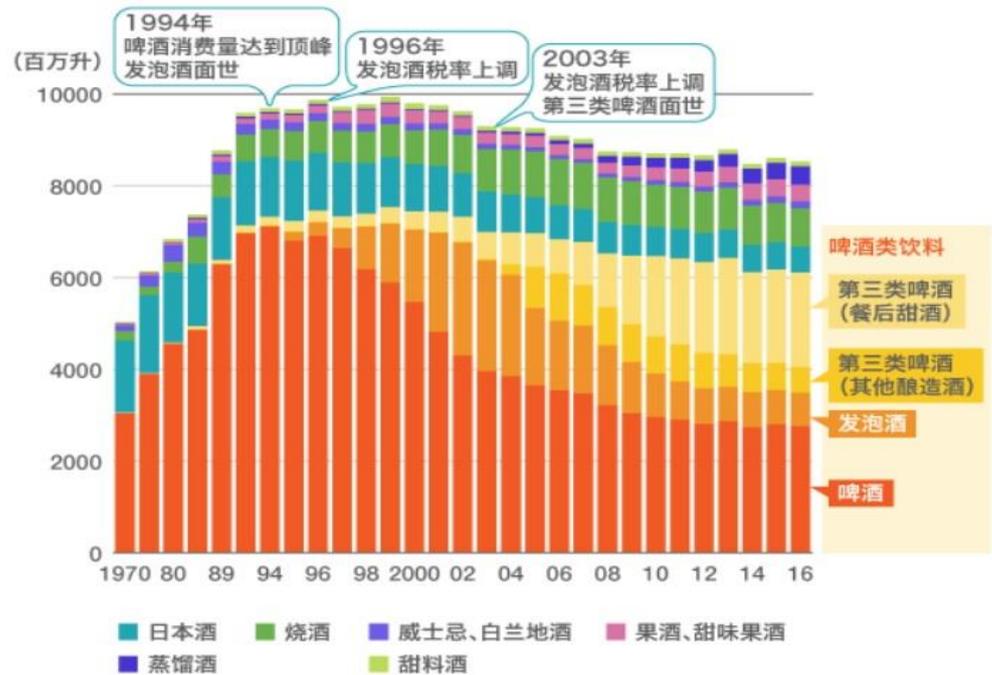
表 5: 日本酒类税金政策变化情况（日元/升）

酒类	麦芽度	1994 年	1996 年	2003 年	2018 年 4 月	2020 年 10 月	2023 年 10 月	2026 年 10 月
Beer (啤酒)	67%以上	222	222	222	220	200	181	155
	50%-67%	153	222	222	220	200	181	155
Happo-shu (发泡酒)	25%-50%	153	153	178	134	134	134	155
	25%以下	83	105	134	134	134	134	155
New Genre (第三类啤酒)	0%			69	80	108	134	155
RTDs (预调酒)	0%			69	80	80	80	100

资料来源: 日本大藏省、麒麟公司、东方证券研究所

1994 年是日本各类发泡酒和第三类啤酒快速发展的开端，啤酒销量开始持续下滑，1996 年发泡酒开始快速发展，2003 年第三类啤酒和预调酒开始快速发展，发泡酒销量在 2003 年后明显下滑。

图 16：日本不同酒类销量变化情况



资料来源：nippon.com、东方证券研究所

● 日本啤酒厂商逐步培育创造预调酒市场，国内 RIO 有能力引领预调酒市场发展

日本啤酒厂商大力发展预调酒产品，培育预调酒消费习惯，是日本预调酒市场快速发展的直接原因。以三得利为例，在 1995 年日本第一次税改后，三得利首次推出 Super Chu-hi，引领 Chu-hi 预调酒市场的发展；1996 年第二次税改后，推出 Totteoki Kajitsu no Osake；2005 年在第三次税改后，推出大单品的-196℃系列；之后又推出了包括 Horoyoi、Highball 等经典产品。三得利十分注重产品创新，同时核心产品推出后，投入大量营销资源将其培育成大单品。

其他主要啤酒厂商也和三得利采取类似的发展策略，预调酒成为核心产品，共同推动日本预调酒市场发展。根据欧睿国际的数据，2019 年日本市场单品销售超过 3 万千升（RIO 销量约为 8 万千升）的预调酒产品达到 10 款，均是三得利、麒麟、朝日、Takara Shuzo 等厂商的产品，日本头部啤酒厂商在预调酒市场布局范围广且力度大，消费者的消费习惯被逐步养成。

图 17：三得利持续推出预调酒产品



资料来源：三得利官网、东方证券研究所

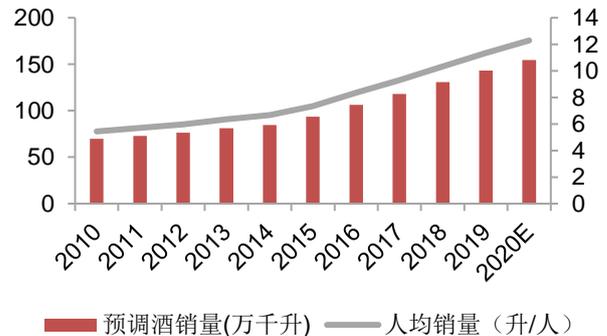
在龙头厂商推动下，日本预调酒市场仍保持较高速增长。日本预调酒市场规模从 10 年的 348 亿元增长到 19 年的 705 亿元，CAGR 为 8.2%，近三年 CAGR 达到 12%。预调酒在日本国内整体酒类市场的比重在 2019 年提升至 12.3%。日本人均预调酒销量在 2019 年达到 11.4 升/年，远高于国内 0.7 升/年的人均销量，国内市场潜力巨大。观察日本预调酒行业的发展历史可以发现，龙头厂商资源投入进行消费习惯培育可以推动预调酒市场从无到有，并发展成一个大行业。对比国内市场，RIO 作为核心龙头厂商，有能力成为引领国内预调酒市场发展的中坚力量。

图 18：日本预调酒市场规模及增速



资料来源：三得利市场调查报告、东方证券研究所

图 19：日本预调酒市场销量及人均销量情况



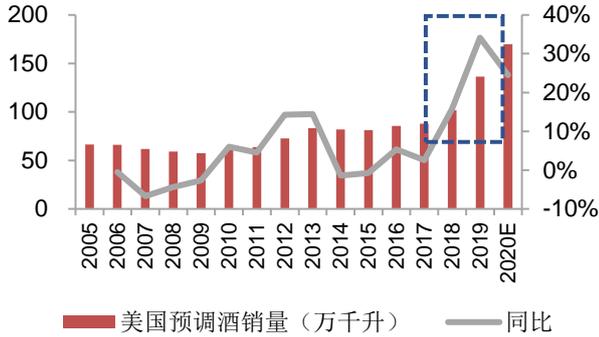
资料来源：欧睿国际、Wind、东方证券研究所

3.2 对比美国：RIO 具备品类创新与爆品热销的条件

- 品类创新与爆品热销是美国预调酒市场快速增长的核心原因

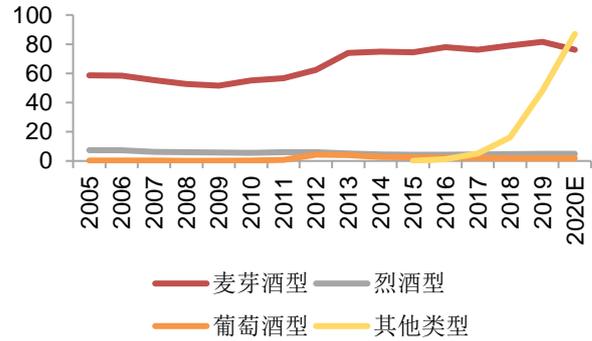
品类创新和爆品热销拉动美国预调酒近三年快速增长。纵览美国预调酒销量的变化趋势，2017 年之前行业处于缓慢增长阶段，05 年至 17 年间销量从 66.4 万千升增长到 87.9 万千升，年均增速仅 2.4%。2017 年后，美国预调酒销量快速增长，2019 年销量达到 136.4 万千升，17-19 年年均增速达 24.6%这主要是因为创新品类酒精气泡水 (Hard Seltzer) 近年来爆品涌现，拉动市场加速发展。

图 20: 美国预调酒销量情况



资料来源: 欧睿国际、东方证券研究所

图 21: 美国市场不同基酒类型预调酒销量情况 (万千升)



资料来源: 欧睿国际、东方证券研究所

细分品类中,美国各类预调酒中,创新产品增速较快。麦芽酒基酒的预调酒中,风味麦芽饮料(FMB)和酒精茶饮等是重要的创新类别,近年来保持较高的销量增长,代表品牌包括 Mike's Hard Lemonade、Smirnoff Ice 和 Twisted Tea 等。酒精气泡水(Hard Seltzer)作为 15-16 年来兴起的最新产品,近年来保持高速增长,代表品牌 White Claw 近年来年均增速达到 268.3%。

表 6: 美国不同类别预调酒销量及增速情况

预调酒基酒类型	细分类型	代表品牌	2017 年销量 (万千升)	2019 年销量 (万千升)	CAGR(17-19)
麦芽酒型	风味麦芽饮料 (Flavor malt beverage)	Mike's Hard Lemonade	21.0	24.3	7.5%
		Smirnoff Ice	11.7	14.2	10.2%
	调味啤酒	Seagram's Escapes	4.6	5.2	6.5%
	酒精茶饮	Twisted Tea	10.5	14.1	15.9%
	其他		28.5	23.9	-8.4%
	合计		76.2	81.6	3.5%
烈酒型	合计		4.5	5.0	5.0%
葡萄酒型	合计		2.0	1.8	-4.6%
其他酒型	酒精气泡水 (Hard Seltzer)	White Claw	2.0	27.4	268.3%
		Truly Spiked & Sparkling	1.8	13.5	177.2%
		Bon & Viv Spiked Seltzer	1.1	4.8	112.8%
	其他		0.4	2.3	155.4%
	合计		5.2	48.1	204.2%
预调酒总计			87.9	136.4	24.6%

资料来源: 欧睿国际、公开资料整理、东方证券研究所

美国市场酒精气泡水的预调酒产品快速增长。White Claw 和 Truly Spiked & Sparkling 是近几年来美国市场最火爆的预调酒饮料产品, Truly 由波士顿啤酒于 16 年 3 月推出, White Claw 由 Mike's Hard 于 16 年 6 月推出。经过三年左右的发展,两款产品就成为全球酒精气泡水细分市场前两名的品牌, 17-19 年销量 CAGR 达到 268%和 177%, 19 年市占率分别达到 54%和 29%。

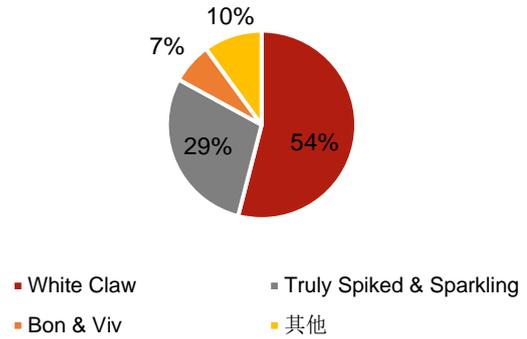
图 22: White Claw 和 Truly Spiked & Sparkling 示意图



White Claw

Truly Spiked & Sparkling

图 23: 2019 年全球酒精气泡水市占率



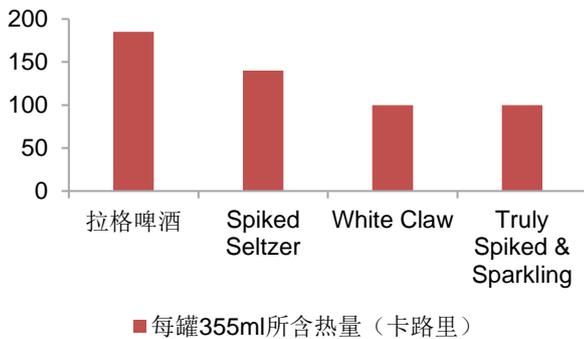
资料来源: 搜狐网、东方证券研究所

资料来源: 尼尔森、东方证券研究所

● 多因素促使 White Claw 成为爆品，RIO 具备相似条件

White Claw 等产品成为爆品受益于多个因素，包括低热量健康定位、打造男女均可饮用的广告形象、社交媒体推广和传统营销推广相结合等。1) White Claw 上市后酒主打低热量健康饮品的定位，其每罐含 100 卡路里和 2 克碳水化合物，酒精含量为 5%，热量远低于传统拉格啤酒。2) White Claw 在广告时，强调男女均可饮用，有效吸引女性消费者的青睐。3) 在营销手段上，White Claw 充分发挥社交媒体的作用，众多消费者自主参与营销传播为其产品的推广起到了重要作用，打造名副其实的“网红饮料”。4) 同时，White Claw 也注重与传统商业活动合作，例如成为赞助美国肯塔基赛马(Kentucky derby)的第一款酒精气泡水产品，在各类型消费者中提升其影响力。

图 24: 啤酒和酒精气泡水所含热量对比



■ 每罐355ml所含热量 (卡路里)

图 25: White Claw 广告中的女性形象和社交媒体表情包



广告

社交媒体表情包

资料来源: 界面新闻、东方证券研究所

资料来源: White Claw Instagram、东方证券研究所

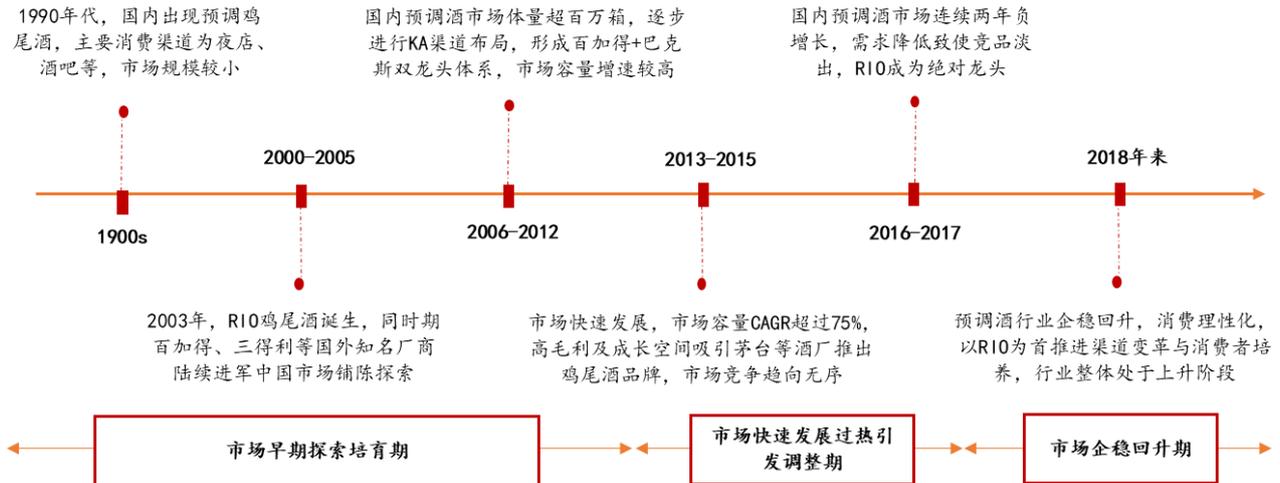
预调酒销量目前占美国整体酒精饮品销量的比重仅 4.5%左右，仍是一个新兴的酒水品类，行业处于早期发展阶段。White Claw 等爆款产品近年来销量快速增长有效拉动美国预调酒市场的增长，充分说明了未成熟行业中重要单品对行业自身的塑造培育能力。对比国内市场预调酒行业同样处于早期发展阶段，从健康定位、男女均可饮用、社交媒体推广等方面来看，RIO 具备与 White Claw 类似的条件，有望推动销量快速增长。

3.3 国内市场：历经调整后，RIO 有望主导预调酒行业发展

● 国内预调酒行业重回上升期，RIO 成为国内预调酒市场龙头厂商

国内预调酒行业正处于上升期。我国预调酒行业起步较晚，初期市场被欧美进口品牌占据，消费者对于预调酒的认知度不高。但随着预调酒逐渐风靡日本、东南亚等地，锐澳等国内品牌发现市场商机，经过近 10 年的探索发展，中国预调酒行业完成从无到有的转变，目前正处于行业的上升期。

图 26：国内预调酒市场发展历程

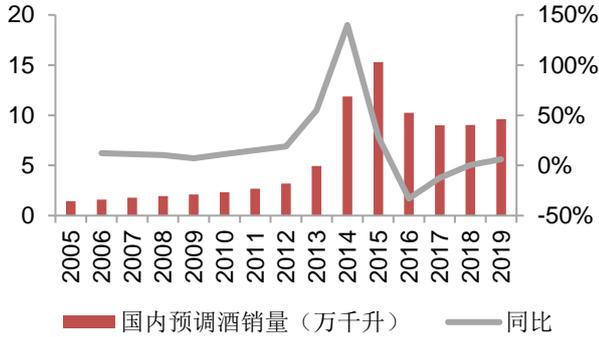


资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

历经调整后，RIO 市占率超 80%，成为国内预调酒市场的绝对龙头。国内预调酒市场在 2012 年及之前整体处于早期探索培育期，预调酒逐步从酒吧等即饮渠道向 KA 商超等渠道发展。2013 年起预调酒市场开始快速增长，CAGR 超过 75%，吸引力各大酒及饮料厂商进入，同时出现大量劣质仿制产品，行业竞争趋向无序。14-15 年间国内预调酒厂商对于市场预估过于乐观，大量向渠道铺货。但预调酒终端消费低于预期，渠道库存严重积压，直接导致了 2016 年和 2017 年的市场销量大幅下滑。

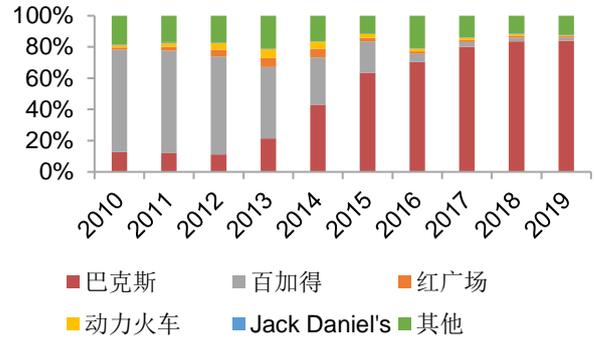
16、17 年的行业调整给国内预调酒厂商带来巨大冲击，原先市场份额领先的百加得（冰锐）市场份额进一步下滑，14、15 年行业过热时进入市场的酒及饮料厂商等也逐步退出，因此 RIO 的市场份额进一步提升。2015 年，RIO 的市占率为 64% 左右，至 2017 年提升至 80%，2019 年进一步提升至 84%，成为国内预调酒市场的绝对龙头。

图 27：国内预调酒市场销量情况



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

图 28：国内预调酒市场销量市占率情况



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

与国内主要竞品相比，RIO 的竞争优势明显，主要包括：1) 高市占率带来的品牌和渠道优势；2) 与竞品相比更加完善的酒精度、口味和价格的布局；3) 规模效应下，产品单价同竞品相比更低，形成价格优势。RIO 的预调酒产品酒精度覆盖 3 度到 13.5 度，消费者选择范围大，单价分布在 10 元至 25 元之间，主要竞品单价均在 20 元以上，其中和乐怡和冰锐瓶装的单价较高。

在国内预调酒市场，随着 RIO 的市占率达到 80% 以上，对于大部分消费者，预调酒即等于 RIO，RIO 显著的竞争优势将进一步巩固其市场地位，因此 RIO 本身的发展也主导了行业整体的发展。

图 29：国内主要预调酒产品单价与酒精度数分布情况

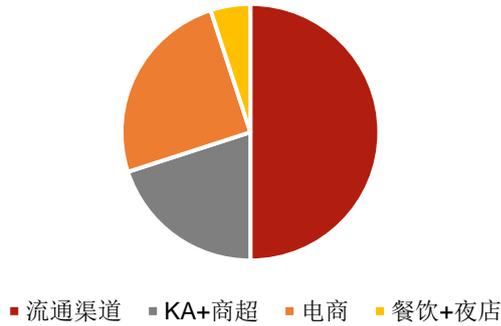


资料来源：京东、东方证券研究所（注：单价折算成以元/500ml 的单位）

- 预调酒以非即饮渠道为主，预计未来 5 年国内市场规模年均增速在 20% 以上

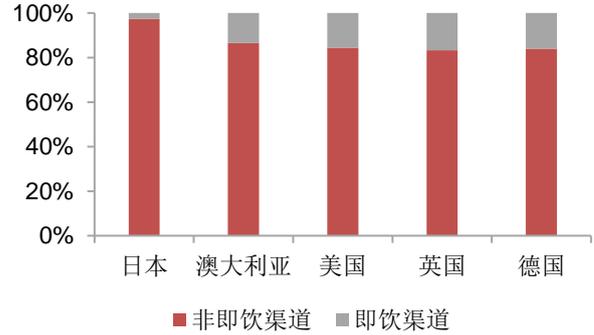
预调酒销售以非即饮渠道为主，公司销售渠道分布已较为成熟。预调酒销售渠道以非即饮渠道为主，2019 年，海外市场中国、日本、澳大利亚和美国的非即饮渠道销售占比分别达到 97%、87% 和 84%。2020 年公司的除餐饮和夜店以外的非即饮渠道占比较高，整体较为成熟。

图 30：2020 年公司预调酒市场销售渠道情况



资料来源：公司财报、东方证券研究所

图 31：2019 年海外预调酒市场销售渠道对比

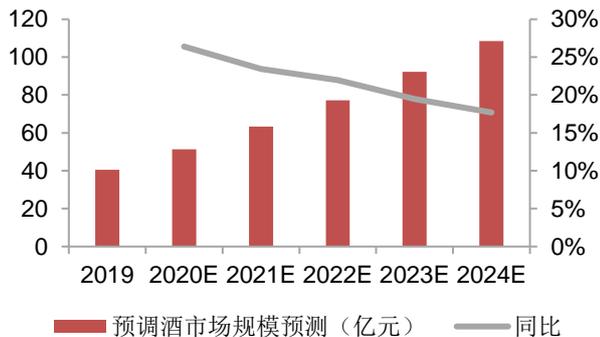


资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

我们预测国内预调酒市场未来 5 年年均增速将在 20% 以上。我们在洋酒行业的框架下对国内预调酒行业规模进行预测，主要因为：1) 预调酒多以洋酒烈酒为基酒进行调制，因此通常归类于洋酒；2) 预调酒最早由海外引入国内，并从酒吧等即饮渠道为起点向商超等零售渠道扩张，其洋酒基因较强；3) 洋酒是消费者接触并尝试预调酒的重要渠道。

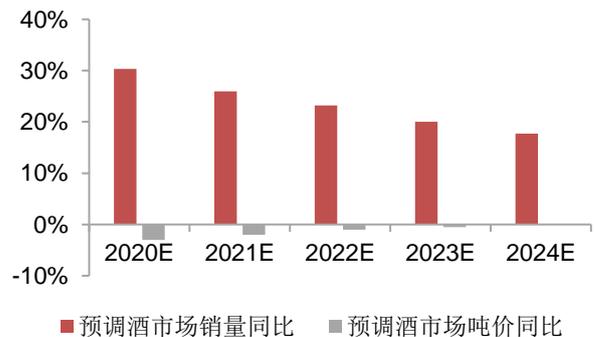
根据欧睿数据，2019 年预调酒市场规模约 41 亿元，约占国内洋酒消费规模的 10%；从天猫的销售数据来看，90/95 后消费者洋酒采购比例中预调酒占比已经达到 20%。随着以 90 后为代表的年轻消费者逐渐成为消费主力，我们预测 10 年后国内预调酒占洋酒的比例将达到 20%，5 年后达到 16%。根据 LeadLeo 的预测，未来 5 年国内洋酒市场年均增速将达到 12%，由此我们预测未来 5 年国内预调酒市场规模将达到 116 亿元，年均增速达到 23%。拆分来看，我们预计未来 5 年销量年均增速将达到 25%，吨价下滑幅度逐步收窄，年均下滑约 1.3%，至 2024 年吨价基本保持稳定。

图 32：国内预调酒市场规模预测



资料来源：欧睿国际、LeadLeo、东方证券研究所

图 33：国内预调酒市场预测量价拆分



资料来源：欧睿国际、LeadLeo、东方证券研究所

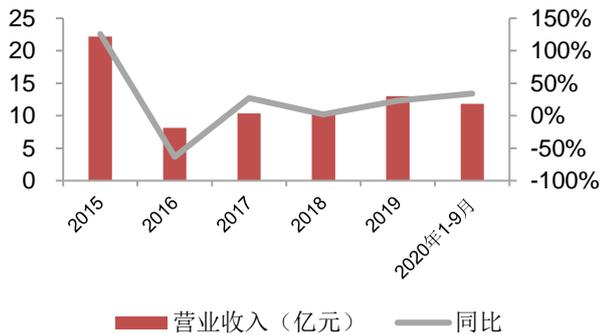
四、预调酒营销卓有成效，产能研发保障长期成长

4.1 预调酒业务恢复快速增长，现金流量与营运能力改善

● **调整期后步伐稳健、持续复苏，预调鸡尾酒重回成长快车道**

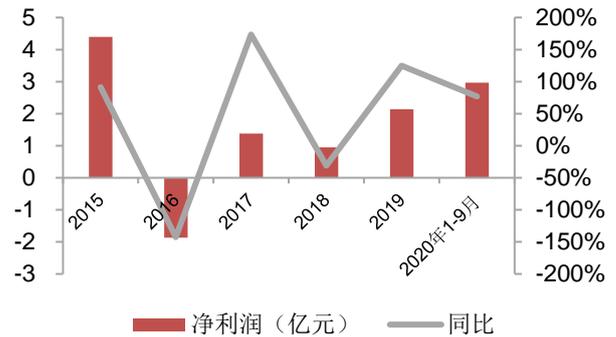
经历调整后，公司预调酒业绩 19 年开始重新进入快速增长轨道。公司预调酒业务收入经过 16 年的调整后，在 17、18 年逐步恢复，19 年和 20 前三季度分别实现营业收入 13.04 亿元和 11.85 亿元，同比增长 23.3%和 34.3%；实现净利润 2.14 亿元和 2.97 亿元，同比增长 124.7%和 76.7%。

图 34：公司预调酒业务营业收入及增速情况



资料来源：公司年报、东方证券研究所

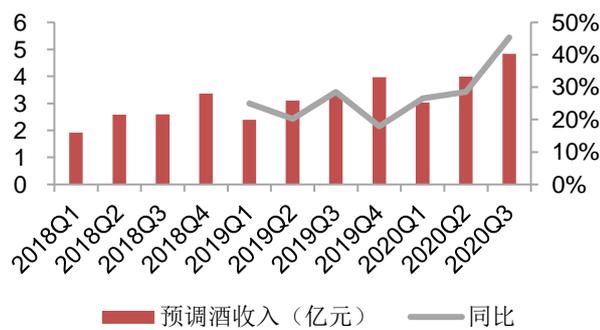
图 35：公司预调酒业务净利润及增速情况



资料来源：公司年报、东方证券研究所

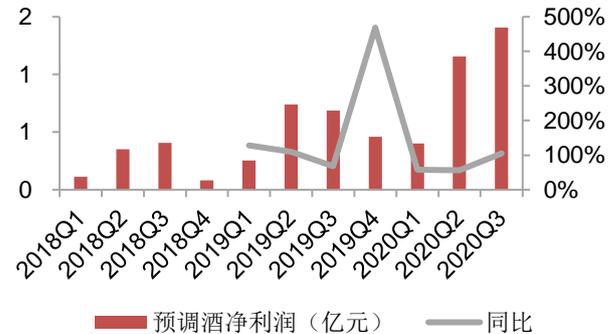
疫情冲击下预调酒需求彰显，居家饮用场景得以印证，收入利润仍保持高增。19Q1 以来，公司预调酒单季收入和净利润一直保持稳健增长，今年虽然受到了新冠疫情冲击，仍保持较快增速，预调鸡尾酒满足了消费者居家饮用的需求。20Q1/Q2/Q3，公司预调酒收入分别同比增长 26.5%、28.6%和 45.3%，净利润分别同增 58.2%、56.5%和 105.0%。

图 36：公司预调酒业务单季度营业收入及增速



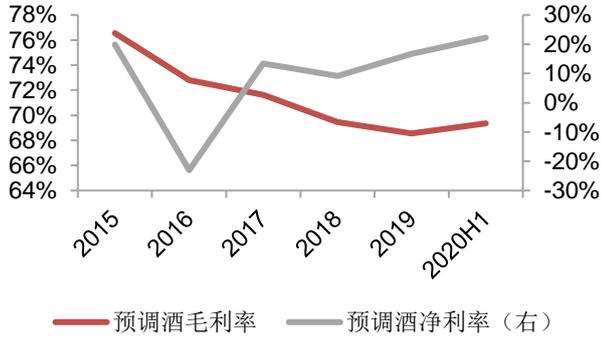
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 37：公司预调酒业务单季度净利润及增速

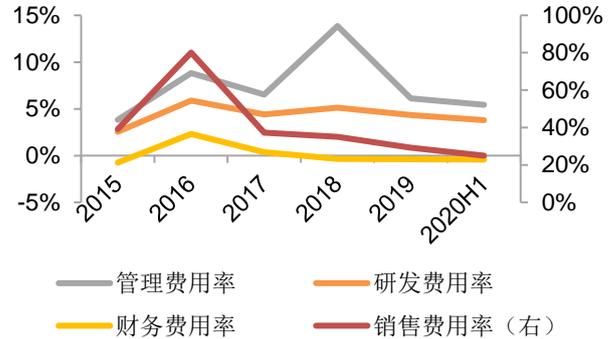


资料来源：公司年报、东方证券研究所

受促销及产品结构变化影响，近年公司毛利率有所下滑，营收快速增长摊薄费用率，带动净利率提升。15 年至 19 年间，公司预调酒业务毛利率有所下滑，预计主要因为经销渠道调整，公司对经销商折扣力度加大；此外公司近年罐装预调酒占比有所提升，罐装酒毛利率低于瓶装酒。随着公司收入规模扩大、费效比提升，销售费用率、管理费用率等均有所下降，因此预调酒净利率在 18 年以来持续上升，19 年达到 16.7%，同比上升 7.6pct；20H1 达到 22.2%，同比提升 4.1pct。

图 38：公司预调酒业务毛利率和净利率情况


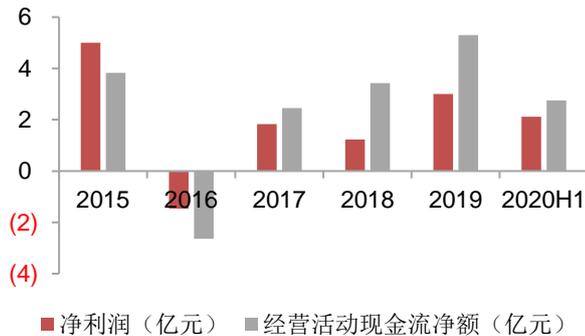
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 39：公司期间费用率情况


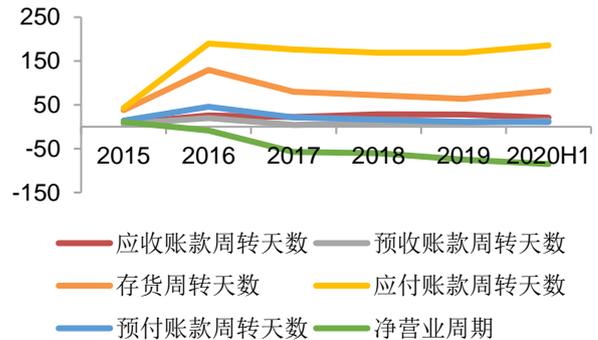
资料来源：公司年报、东方证券研究所

● 经营活动现金流表现优异，营运能力持续提升

公司经营活动现金流自 17 年来即明显好转，17 年至 20H1，经营活动现金流净额平均是净利润的 1.8 倍，现金流情况优秀。公司近年来营运能力持续改善，净营业周期从 17 年的-57.5 天下降到 19 年的-75.0 天，主要得益于：1) 存货周转天数大幅下滑，渠道和公司库存明显去化；2) 预收账款周转天数从 4.3 天增加到 9.1 天，公司对下游经销商的话语权有所增强。

图 40：公司净利润与经营活动现金流净额情况


资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 41：公司营运天数情况


资料来源：公司年报、东方证券研究所

4.2 营销宣传卓有成效，精准投放重点突出

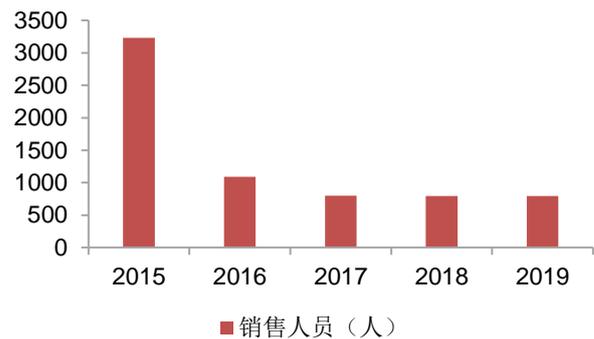
● 营销模式调整收效明显，加强重点地区培育

调整营销策略，聚焦沿海地区和发达市场。2015 年来预调酒行业过热使得渠道发展过快，行业断崖式回落后公司重新审视营销模式并主动进行调整，核心思路在于：分层次、分地区实施差异化营销策略，对预调鸡尾酒接受度较低的内陆低线城市减少投入，集中力量巩固发展对预调酒接受程度较高的沿海、发达市场。

避免激进稳字为先，新策略执行效果显著。为执行新策略，公司采取以下主要措施：1)16年开始，公司将销售大区进行缩减，将原来的9个大区重新划分成5个大区，重点聚焦一、二线城市，采取一级经销商制度，削去分销商；2)减少销售人员数量，降低营销成本，公司销售人员从15年的3231人大幅下降到19年的796人；3)加强线上渠道建设，新品推广采取先线上后线下模式，并推出线上独享产品。在新策略的带动下，公司销售费用管控加强，从15年的9.22亿元下降到近三年的4.3亿元左右；同时销售额实现稳步回升，费效比显著提升。此外，在聚焦重点区域的同时，公司并未放弃下沉市场，也在培育低线城市预调酒的消费需求、稳步推进消费者教育。

图 42：公司销售费用情况


资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 43：公司销售人员数量情况


资料来源：公司年报、东方证券研究所

● RIO 营销重点：注重年轻消费者和女性消费者

由于快消品生命周期短、产品更新换代快，公司十分重视广告营销，广告投放主要集中在年轻消费者易接触的媒介，包括目标定位年轻人的电视剧、综艺节目、网剧等，并通过微博、微信、小红书和B站等社交平台的KOL引领消费潮流。

表 7：RIO 广告投放整理

类别	植入对象
电视剧	何以笙箫默、杉杉来了、步步惊心、冰与火的青春、青年医生、Doctor 异乡人、你们被包围了、加油吧实习生、神犬小七、两生花、把爱带回家、相爱穿梭千年
综艺	天天向上、奔跑吧兄弟、Big Brother、非诚勿扰、我们都爱笑、流行之王、星厨驾到、创造 101、极限挑战、奇葩来了
电影	恶棍天使
网剧	微醺恋爱物语
KOL	微博、微信、小红书、Bilibili

资料来源：公司官网、东方证券研究所

RIO 营销强调打造女性饮用的场景。RIO 近年来的代言明星主要以女性为主，通过强调“女生也可以喝”来拓展性别界限，适应了目前女性酒精饮料消费需求增加的趋势，为 RIO 增加了重要的消费群体。

表 8: RIO 近年来代言明星整理

时间	代言明星	传达内容
2012	周迅	活力多彩、轻松自在
2015	杨洋、郭采洁	阳光向上，青春活力，超自在
2017	小 S	全场焦点
2018	周冬雨	一个人的小情绪与多变
2019	邓伦	多彩青春、轻松自在、健康饮酒

资料来源：公司官网、东方证券研究所

- **微醺打造“一个人的小酒”，成为公司重要大单品**

微醺系列自上市以来，经过口味升级以及品牌塑造，逐步成为 RIO 品牌下的重要大单品，是近年重要的销量增长点。微醺定位“一个人的小酒”，产品酒精度数低至 3 度，包装升级为罐装，将消费场景延伸到家中，向消费者传递居家独饮的概念。公司围绕该场景对微醺系列进行营销，并邀请 90 后明星周冬雨进行代言，使女性群体有更强的代入感。目前微醺在原有产品基础上又衍生出微醺美好生活系列、微醺 S 罐线上专享系列等，加大对细分市场的渗透。

图 44: 周冬雨代言微醺广告图


资料来源：公司官网、东方证券研究所

4.3 产能充足保障生产，研发投入高举高打

- **公司产能充足生产无忧，营收增长将有效提升资产周转率**

公司产能规模较大，可完全满足市场需求。为实现全国化布局，公司近年来稳步推进产能建设，先后完成了上海、天津、成都、佛山四大生产基地的产能建设，至 2020 年预调鸡尾酒产能已达 6600 万箱。同时公司在成都基地扩充基酒产能，加强基酒自供能力。百润作为国内预调酒龙头企业，决策主要基于产能布局规划、国内预调酒行业增长趋势及降低物流成本的考虑，利好中长期发展。

表 9: 公司产能建设情况

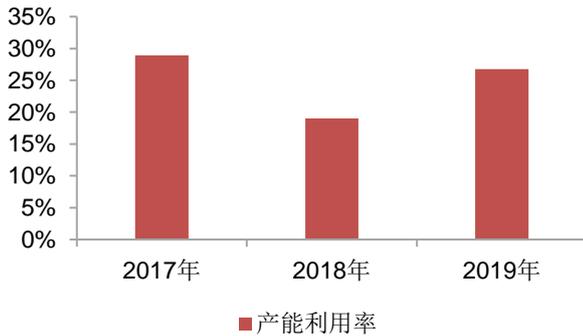
基地位置	投资额（亿元）	生产项目	产能	投产时间
------	---------	------	----	------

上海	0.6	预调酒	600 万箱	2015
天津	5	预调酒	2000 万箱	2016
成都邛崃	3.5	预调酒	2000 万箱	2018
		基酒	3.6 万吨	2021
佛山	4	预调酒	2000 万箱	2020

资料来源：公司公告、东方证券研究所

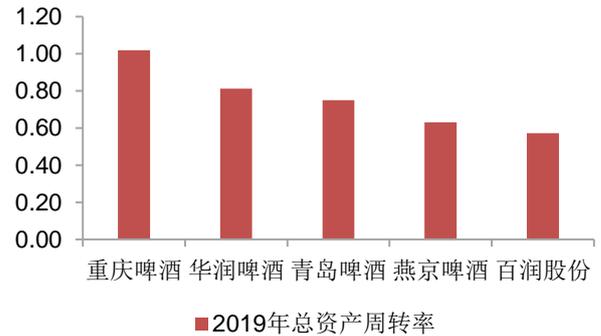
公司目前产能利用率偏低，未来提升空间大，营收增长有望提升资产周转率。目前公司产能利用率仍相对较低，2019 年仅 26.7%，未来仍有较大的提升空间。由于产能利用率较低，公司总资产周转率也相对较低，2019 年仅为 0.57，明显低于生产流程相近的啤酒上市公司。随着公司产销规模逐步扩大，总资产周转率的提升将有效拉动公司整体 ROE 的提升。

图 45：公司产能利用率情况



资料来源：公司公告、东方证券研究所

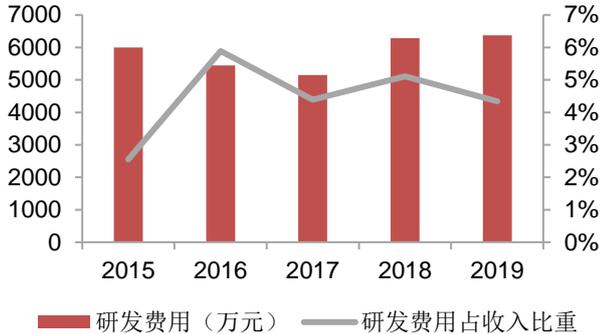
图 46：公司总资产周转率与啤酒厂商对比



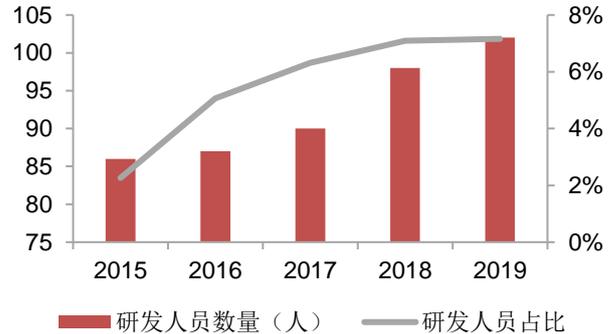
资料来源：公司公告、东方证券研究所

● 持续投入研发，保障长期增长动力

作为预调酒的领军品牌，公司研发能力处于行业前列。公司研发团队稳步扩张，19 年达到 102 人，资深的高级调香师有 5 位以上，领先全国。公司每年投入较大的研发费用，19 年研发费用率达到 4.3%，在行业中处于领先地位。公司的香精香料业务为预调鸡尾酒的口味研发保驾护航，百润对口感研究较为深入，可以较为精准地把握国内消费者口味偏好，也拥有较多的储备产品，未来有望逐步推出。

图 47：公司研发费用及占比


资料来源：公司年报、东方证券研究所

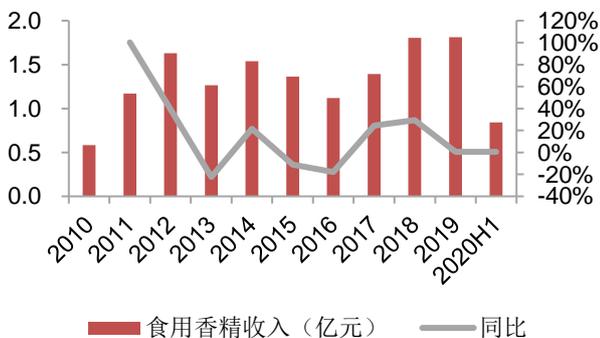
图 48：公司研发人员数量及占比


资料来源：公司年报、东方证券研究所

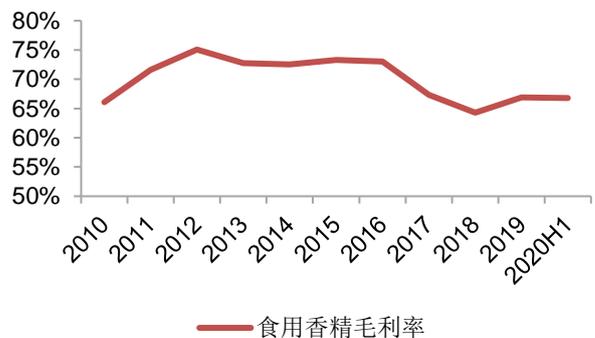
五、香精业务区间浮动，贡献正向现金流

香精业务收入区间浮动，贡献正向现金流。公司食用香精业务主要从事“百润 (BAIRUN)”牌香精香料的研制销售，下游主要应用于乳制品、饮料、烟草、糖果、烘焙等行业。自 12 年来，公司食用香精业务收入在 1.1 至 1.8 亿元之间浮动，平均在 1.5 亿元左右；毛利率在 64%至 75%之间浮动，平均为 70%左右。17 年和 18 年，公司食用香精业务毛利率出现下滑，预计主要受丙二醇等原材料价格大幅上升影响；19 年随着原材料价格下降，毛利率逐步恢复。

拆分量价来看，12 年来，食用香精销量保持在 1500 吨至 1900 吨之间，单价在 7.4 万元/吨-10 万元/吨之间。食用香精业务下游行业分布广泛，公司经营以 B2B 大客户模式为主，同时公司持续加大在细分市场的投入，为下游市场提供多元化产品，预计未来收入盈利整体较为稳定，为预调酒业务贡献正向现金流；此外，香精香料业务也有望与预调酒形成协同，加深市场壁垒。

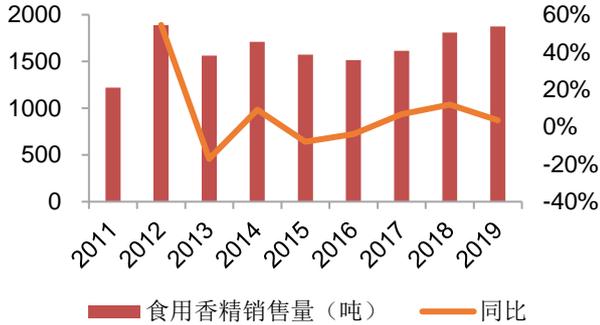
图 49：公司食用香精业务收入及增速


资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 50：公司食用香精业务毛利率


资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 51: 公司食用香精销量及增速



资料来源: 公司年报、东方证券研究所

图 52: 公司食用香精单价及增速



资料来源: 公司年报、东方证券研究所

六、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设:

- 1) 受益于国内预调酒消费氛围恢复、渗透率提升、厂商加码推广，公司微醺等罐装系列产品快速放量，预计 20-22 年预调鸡尾酒收入分别增长 33.7%、31.4%、26.9%。分量价看，公司罐装产品增速更快，但罐装酒售价较低，因此收入增长将主要由量升推动。预计 20-22 年预调酒销量分别提升 37.5%、34.2%、28.1%，单价分别下降 2.8%、2.0%、0.9%。
- 2) 食用香精业务基本保持稳定，预计未来收入三年稳中微升，预测 20-22 年收入分别同增 3.0%、2.0%、1.0%。
- 3) 公司目前罐装酒比例已较高，前期制约毛利率的因素逐渐消除，未来产品结构有望步入稳态。此外随着产能利用率提升、规模效应体现，预调鸡尾酒毛利率有望逐步企稳。预计 20-22 年预调酒毛利率分别为 68.7%、68.6%、68.5%。
- 4) 在经历行业下滑的挫折后，公司对于费用管控更加严格，注重费效比。叠加收入的快速增长，预计销售费用率将逐步下降，预测 20-22 年公司销售费用率分别为 24.98%、24.57%、24.14%；20-22 年管理费用率分别为 4.95%、4.55%、4.26%。
- 5) 预测 20-22 年公司营业所得税税率均为 23.78%。

盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
预调鸡尾酒					
销售收入 (百万元)	1,045.0	1,279.3	1,710.7	2,248.6	2,853.4
增长率	1.6%	22.4%	33.7%	31.4%	26.9%
毛利率	69.5%	68.6%	68.7%	68.6%	68.5%
食用香精					

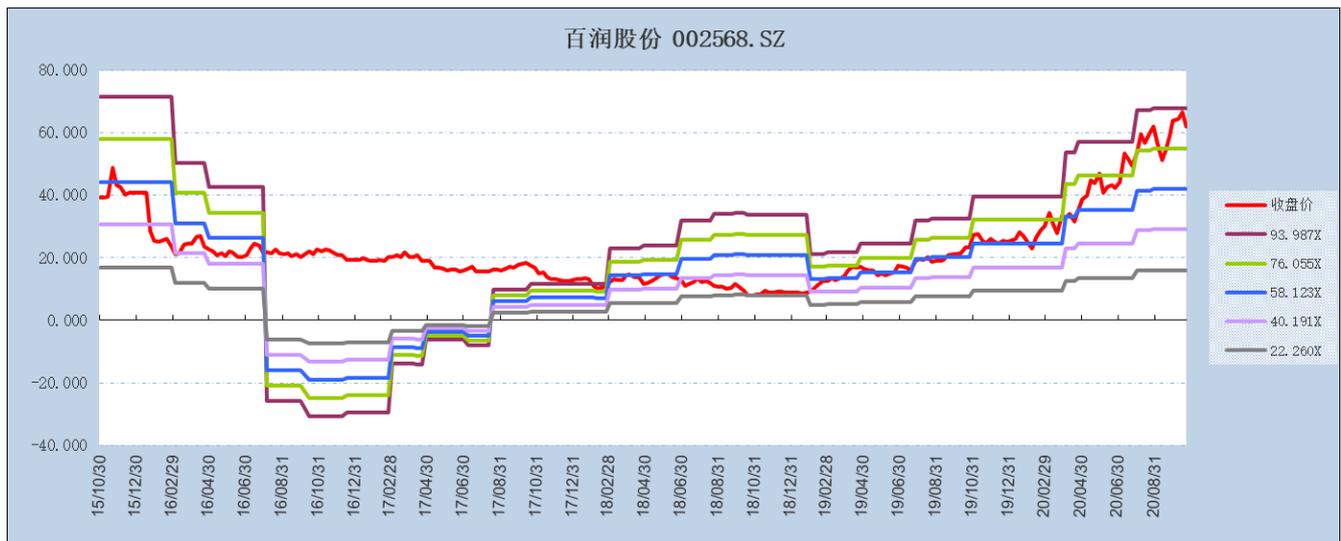
销售收入（百万元）	180.3	181.0	186.4	190.2	192.1
增长率	29.4%	0.4%	3.0%	2.0%	1.0%
毛利率	64.3%	66.9%	68.9%	69.0%	70.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	4.7	8.1	9.7	10.7	11.3
增长率	33.7%	74.4%	20.0%	10.0%	5.0%
毛利率	65.4%	52.9%	62.0%	62.0%	62.0%
合计	1,230.0	1,468.4	1,906.9	2,449.5	3,056.7
增长率	5.0%	19.4%	29.9%	28.5%	24.8%
综合毛利率	68.7%	68.3%	68.7%	68.6%	68.6%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

6.2 投资建议

我们预测公司 20-22 年 EPS 分别为 0.92、1.20、1.52 元。公司作为预调鸡尾酒行业唯一的上市公司，缺乏可比公司，故采用历史平均法给予估值。在剔除负值后，公司近 5 年历史平均估值为 64 倍。给予 21 年 64 倍市盈率，对应目标价为 76.80 元，首次覆盖给予增持评级。

图 53：百润股份历史 PE Band



资料来源：Wind、东方证券研究所

七、风险提示

- **疫情冲击宏观经济影响。**上半年受疫情影响，国内宏观经济在一季度出现下滑，目前海外疫情仍在延续，进入秋冬季后新冠疫情可能出现反复，如果再次大规模传染可能对公司预调酒销售产生不利影响。
- **产品营销推广不及预期。**RIO 基本主导了国内预调酒行业的发展，公司产品销售主要依赖于自身营销推广，如果营销推广不利可能导致自身产品销售及预调酒行业渗透率提升不及预期。

- **费用投放大幅增加风险。**公司目前仍处于扩张期，近年来通过营销模式调整成功提升了费效比，但随着RIO在沿海、发达城市的渗透率提升，公司在往内陆、三四线城市拓展过程中可能导致费用投放大幅增加，从而对整体盈利产生不利影响。
- **原材料成本大幅上涨风险。**公司基酒、包装材料等成本占比较高，若原材料采购成本大幅提升，公司产销规模扩大带来的规模效应无法完全覆盖成本涨幅，将对毛利率带来负面影响。
- **估值水平较高风险。**公司调整期后基本面持续复苏，近年股价和估值持续提升。若未来业绩出现波动，可能对估值形成一定压力。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	643	488	653	892	1,183	营业收入	1,230	1,468	1,907	2,449	3,057
应收票据、账款及款项融资	107	118	150	188	228	营业成本	385	466	596	768	960
预付账款	16	13	17	22	27	营业税金及附加	57	72	94	120	150
存货	76	90	112	142	173	营业费用	432	429	476	602	738
其他	95	101	94	106	114	管理费用及研发费用	233	153	155	184	217
流动资产合计	938	809	1,026	1,349	1,725	财务费用	(4)	(5)	(6)	(8)	(10)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	2	1	0	0	0
固定资产	877	1,180	1,251	1,332	1,396	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	155	93	150	167	161	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	197	192	187	183	179	其他	42	39	35	39	38
其他	259	288	287	276	282	营业利润	166	391	627	821	1,040
非流动资产合计	1,488	1,752	1,875	1,958	2,018	营业外收入	7	2	3	4	3
资产总计	2,425	2,562	2,901	3,307	3,743	营业外支出	0	12	5	6	8
短期借款	10	0	0	0	0	利润总额	173	381	625	820	1,035
应付票据及应付账款	168	270	345	445	556	所得税	49	81	149	195	246
其他	271	225	215	252	255	净利润	124	300	476	625	789
流动负债合计	449	494	560	697	811	少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	124	300	476	625	789
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.24	0.58	0.92	1.20	1.52
其他	53	64	57	58	59						
非流动负债合计	53	64	57	58	59	主要财务比率					
负债合计	502	558	617	755	870		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	2	2	2	2	2	成长能力					
实收资本(或股本)	532	520	520	520	520	营业收入	5.0%	19.4%	29.9%	28.5%	24.8%
资本公积	1,192	1,191	1,204	1,204	1,204	营业利润	-29.1%	135.2%	60.1%	31.1%	26.6%
留存收益	197	290	558	826	1,146	归属于母公司净利润	-32.2%	142.7%	58.5%	31.2%	26.3%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,923	2,003	2,284	2,552	2,872	毛利率	68.7%	68.3%	68.7%	68.6%	68.6%
负债和股东权益总计	2,425	2,562	2,901	3,307	3,743	净利率	10.1%	20.5%	25.0%	25.5%	25.8%
						ROE	6.7%	15.3%	22.2%	25.9%	29.1%
						ROIC	5.9%	15.5%	22.1%	25.6%	28.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	20.7%	21.8%	21.3%	22.8%	23.3%
净利润	124	300	476	625	789	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	69	71	83	92	100	流动比率	2.09	1.64	1.83	1.94	2.13
财务费用	(4)	(5)	(6)	(8)	(10)	速动比率	1.92	1.46	1.63	1.73	1.91
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	101	28	14	53	28	应收账款周转率	12.7	13.0	14.2	14.5	14.7
其它	53	137	(6)	11	(5)	存货周转率	5.0	5.6	5.9	6.0	6.1
经营活动现金流	342	530	562	773	902	总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
资本支出	(164)	(300)	(207)	(185)	(154)	每股指标(元)					
长期投资	1	1	(1)	0	0	每股收益	0.24	0.58	0.92	1.20	1.52
其他	(7)	(67)	(0)	0	(0)	每股经营现金流	0.64	1.02	1.08	1.49	1.74
投资活动现金流	(170)	(366)	(208)	(184)	(154)	每股净资产	3.70	3.85	4.39	4.91	5.52
债权融资	(0)	(0)	0	(0)	(0)	估值比率					
股权融资	78	(13)	13	0	0	市盈率	317.7	130.9	82.6	62.9	49.8
其他	(220)	(308)	(202)	(349)	(458)	市净率	20.5	19.6	17.2	15.4	13.7
筹资活动现金流	(143)	(321)	(189)	(349)	(458)	EV/EBITDA	167.6	84.9	55.1	42.8	34.4
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	239.2	100.6	62.5	47.7	37.7
现金净增加额	30	(156)	165	239	291						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有百润股份(002568)股票达到相关上市公司已发行股份 1% 以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

