

公司研究

多元化的饮酒市场，进击的预调酒巨头

——百润股份（002568.SZ）投资价值分析报告

要点

预调酒弥补细分酒饮消费空白，中国预调酒市场潜力巨大：1) 根据欧睿国际，2020年预调酒全球市场规模为319.85亿美元，Mark Anthony Brands 凭借爆品 White Claw，三得利凭借爆款产品和乐怡、-196 度市占率分别位居第一/第二；2) 分区域看，亚太地区是预调酒赛道的主要市场（2020年销量占比30.94%），然而相较美日澳等预调酒成熟市场，我国在人均消费和品类占比上均处于较低水平。随着我国人均GDP突破1万美元，以及消费者对啤酒之外个性化/多样化饮酒需求的不断增加，中国预调酒市场存在巨大潜力。

聚焦美国日本大单品，满足细分消费需求是关键：预调酒的兴起，为消费者提供了更丰富的选择，填补了部分不喜欢啤酒/烈酒消费者的饮酒空白。美国日本大单品的盛行正是由于自身独特的产品定位满足了细分消费人群的饮酒需求，趁势而起从而获得了快速发展。1) 主打低糖低卡的 White Claw 满足了对健康有要求的消费者；2) 和乐怡为逐步扩大的女性饮酒群体提供了丰富的选择；3) Strong Zero 则为不习惯啤酒口味的年轻人群提供了新的选择。

百润“一人独饮+女性向”打造微醺单品：经历过2012-2018年预调酒从放量、到调整、再到复苏的一轮周期后，百润作为国内预调酒龙头企业，成功打造出了大单品[微醺]，2020年微醺对公司的营收贡献比已超过50%。公司当前以家庭饮用第一品牌、女性饮酒第一品牌、年轻人的第一口酒为目标进行产品矩阵打造。随着低度酒赛道的不断扩容，越来越多的参与者加入其中，赛道竞争激烈程度边际加剧。然而我们认为，对于一个新兴赛道，找准消费人群、消费场景的能力远大于推出一款产品。经历锤炼的百润，当前在产品打造上重视且有能力做到将人、货、景三者匹配，在丰富的消费者调研数据支撑下百润有能力持续推出大单品。

展望未来，高度预调酒+威士忌进一步打开空间：根据测算，我国预调酒市场规模有望达到300-500亿元，足以容纳多场景、多样化的产品。微醺之外，百润亦布局了8度强爽系列，定位男性消费人群主打“一罐到位”，强爽有望为公司带来新的增长点。此外公司的嵊州酒厂拥有伏特加、威士忌产线，威士忌生产有很强的壁垒性，公司抢先进行布局，远期发展空间有望进一步被打开。

盈利预测、估值与评级：我们预测百润股份2021-2023年EPS分别为1.07/1.46/1.97元。预调酒是食品饮料赛道中的优质赛道，百润作为行业龙头，具备长期增长潜力。首次覆盖，给予“买入”评级，目标价99.5元。

风险提示：行业边际竞争激烈程度高于预期；原材料成本上涨高于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,468	1,927	2,657	3,609	4,749
营业收入增长率	19.39%	31.20%	37.89%	35.85%	31.59%
净利润(百万元)	300	536	806	1,093	1,474
净利润增长率	142.67%	78.31%	50.46%	35.61%	34.92%
EPS(元)	0.58	1.00	1.07	1.46	1.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.01%	16.65%	21.46%	22.54%	23.32%
P/E	143	83	77	57	42
P/B	21.4	13.7	16.5	12.8	9.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-06-08

买入（首次）

当前价/目标价：82.49/99.5元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsec.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

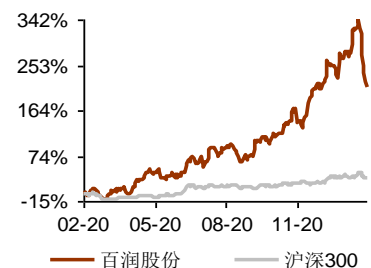
021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	7.50
总市值(亿元)	618.50
一年最低/最高(元)	40.50/143.37
近3月换手率	33.35%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-35.19	-7.47	65.45
绝对	-2.20	37.38	176.33

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

我们针对公司主营项目预调酒的两个核心品类，即微醺以及炫彩瓶分别进行预测，我们估计 2020 年微醺/炫彩瓶和其他品类的收入分别为 10.0/4.0/3.2 亿元，预计 2021-2023 年微醺/炫彩瓶的营收增速分别为 60%/50%/40%以及 10%/10%/10%。由此预计公司 2021-2023 年预调酒整体收入增速分别为 41%/38%/33%。

我们的核心观点

我们认为预调酒赛道将继续快速扩容，远期市场规模有望达到 300-500 亿元：

1) 预测方法一：根据预调酒与啤酒比例预测

预调酒的出现，填补了部分不喜欢啤酒的消费者的饮酒空白。相对预调酒，包括日本、美国、中国在内国家的啤酒市场已迈入成熟阶段，市场进入总量横盘阶段。我们用啤酒这一成熟品类作为基准去估算预调酒潜在量的空间。中性假设下（预调酒/啤酒量=4.5%），**市场规模有望达到 442 亿元。**

2) 预测方法二：根据核心 kol 进行预测

20-34 岁女性群体是预调酒消费的主力军，我们通过预测核心消费群体数量得出可能形成的预调酒市场规模，再对其进行男性/非核心消费群的系数扩充，**预测中性情形下市场规模约为 325 亿元。**

一个增速快、远期有空间的赛道势必会吸引新进入者的加入。当越来越多的参与者加入其中时，赛道竞争激烈程度边际加剧。参考和乐怡/Strong Zero/ White Claw 的成功经验，我们认为在新兴的预调酒赛道找准消费人群、消费场景的能力的重要性远大于推出一款产品。

历经锤炼的百润，当前在产品打造上重视且有能力做到将人、货、景三者匹配。公司当前以家庭饮用第一品牌、女性饮酒第一品牌、年轻人的第一口酒作为目标。前期已成功打造出了大单品[微醺]，2020 年微醺对公司的营收贡献比超过了 50%。微醺之外，百润于 2016 年推出 8 度强爽产品布局高度预调酒赛道。此外公司于 2017 年开始兴建峡州酒厂，酒厂拥有威士忌产线，威士忌生产具有较强壁垒，公司的提前布局进一步打开了长期空间。

股价上涨的催化因素

我们认为长期来看，百润股份超预期的部分可能来自于：1) 切入高度预调酒和威士忌酒基市场，威士忌酒基业务获得额外增量；2) 借鉴 RIO 微醺大单品的成功模式，继续细化消费需求，打造新的大单品，“大单品”有望实现跨越式增长。

投资评级

我们预测百润股份 2021-2023 年 EPS 分别为 1.07/1.46/1.97 元。预调酒是食品饮料赛道中的优质赛道，百润作为行业龙头，具备长期增长潜力。首次覆盖，给予“买入”评级。

目 录

1、全球预调酒概况	6
1.1、酒饮市场进入存量时代，预调酒细分赛道增速显著	6
1.2、大单品的兴起——踏准细分人群的需求	11
1.2.1、Strong Zero 酒精缓解上班族的日常压力	11
1.2.2、和乐怡——女性饮酒量的提升	12
1.2.3、White Claw：健康化的社交新选择	14
2、中国行业发展——低酒精饮料引领微醺时代	16
2.1、国内预调酒市场经历冲击后，恢复增长态势	16
3、涅槃重生的预调酒巨头	19
3.1、回溯：硬广植入打响品牌，强势营销遭遇困境	19
3.2、再塑：打造微醺大单品：强化场景认知，拓展品类空间	22
3.3、高度预调酒，探寻细分场景诉求的又一尝试	26
4、未来低酒精饮料市场展望	29
4.1、预调酒市场——市场空间与发展方向	29
5、盈利预测和估值	31
5.1、关键假设及盈利预测	31
5.2、历史估值法	32
5.3、相对估值	32
5.4、估值结论与投资评级	32
6、风险提示	33
7、附录	34

图目录

图 1: 2006-2025E 全球预调酒销售额及增长率	6
图 2: 2006-2025E 全球预调酒销量及增长率	6
图 3: 2020 年全球预调酒主要销售渠道 (销售量口径)	7
图 4: 全球主要地区 2015-2020 年预调酒销量 (万千升)	7
图 5: 全球主要地区预调酒占比 (2020 年,销售量口径)	7
图 6: 美国 1960-2020 人均 GDP (美元) /女性劳动参与率/食品、饮料和烟草占比/食品生产指数	8
图 7: 日本 1960-2020 人均 GDP (美元) /女性劳动参与率/食品、饮料和烟草占比/食品生产指数	8
图 8: 中国酒精饮料市场规模 (销量, 万千升)	9
图 9: 中国酒精饮料市场规模 (销售额, 亿元)	9
图 10: 中国预调酒市场规模 (销量, 万千升)	9
图 11: 中国预调酒市场规模 (销售额, 亿元)	9
图 12: 2020 年部分国家酒饮市场和 RTD 市场规模 (万千升)	10
图 13: 2020 年部分国家酒饮/RTD 年人均消费量 (L/人)	10
图 14: 2020 年各类酒精饮料市场规模 (万千升) 及占比 (%)	10
图 15: 中国已步入中等成熟市场序列 (人均饮品消费)	11
图 16: Strong Zero 品牌推广	11
图 17: 2010-2021E 日本 RTD 不同酒精度数产品消费量 (万箱)	12
图 18: 日本 2020 年相较于疫情爆发前家庭饮酒场景中 RTD 占比提高的调研占比	12
图 19: 相较于 2017 年, 2019 年女性饮酒频次和比例增加	13
图 20: 日本和乐怡经典口味	13
图 21: White Claw 产品系列	14
图 22: White Claw 单品爆款之路	14
图 23: 美国 2011-2020 年头部预调酒品牌市占率 (销售量口径, %)	15
图 24: 2020 年美国预调酒市场份额 (销售量口径, %)	15
图 25: 中国预调酒市场发展历程	16
图 26: 百润市占率逐步提升至 80% 以上	17
图 27: 2019 年中国酒类消费者类型	17
图 28: 酒类消费人群年龄分布 (2019)	18
图 29: 酒类消费人群性别分布 (2019)	18
图 30: 气泡酒百度指数	18
图 31: RIO 最早定位于“小姐妹聚会的青春小酒”	19
图 32: 2014 年 RIO 在电视剧&综艺节目的部分广告植入	19
图 33: 2014-2020 年公司广告费用投放及广告费用率	20
图 34: 2014 -2020 年公司营业收入及同比增速	20
图 35: 茅台推出预调酒“悠蜜”	20
图 36: 百威英博推出预调酒“魅夜”	20
图 37: 2014-2020 年公司销售费用率及存货周转率	21
图 38: 2014-2020 年公司营业利润	21
图 39: 周冬雨代言 RIO 微醺, 打造“一个人的小酒”	22

图 40: 年轻消费者对不同类型酒的偏好程度 (2020 年)	23
图 41: 女性年轻消费者人数提速增长	23
图 42: 关键词搜索主要集中在 20-29 岁年轻群体	23
图 43: 关键词搜索“微醺+预调酒”女性显著多于男性	23
图 44: 百润 2018-2020 年预调酒分类营收 (亿元)	24
图 45: 百润 2020 年预调酒分类营收占比 (%)	24
图 46: 强爽系列主打高酒精度数	26
图 47: 强爽系列产品增强聚餐属性	26
图 48: 2006-2025E 中国威士忌销售额及同比增速变化	27
图 49: 国内外知名酒商在国内布局威士忌业务	27
图 50: 2015-2017 年饮用威士忌的频率的变化	27
图 51: 2018-2020 年饮用威士忌的频率的变化	27
图 52: 崆州酒厂效果图	28
图 53: White Claw 8 度新品	30
图 54: 2021 年 6 月 4 日 (权益分派前) PE 估值略高于近一年平均水平	32

表目录

表 1: 2020 年酒类销售额及销售量	6
表 2: 全球预调酒品牌	7
表 3: 中国不同类别酒精饮料市场规模 (万千升) 及增速 (%) (2020)	9
表 4: 2020 年美国预调酒 TOP5 公司/品牌 (销售量口径, %)	15
表 5: 中国预调酒市场情况 (2020 年)	17
表 6: 百润股份与部分啤酒厂商部分指标对比 (2020)	21
表 7: RIO 主要产品系列	21
表 8: 微醺与炫彩瓶对比	24
表 9: 各品牌推出主打女性消费产品	25
表 10: 品牌消费场景具体化案例	25
表 11: 中国预调酒市场规模预测 (根据预调酒与啤酒比例预测)	29
表 12: 中国预调酒市场规模预测 (根据核心 KOL 预测)	29
表 13: 百润预调酒板块主要业务营业收入 (亿元) 及 yoy (%) 预测	31
表 14: 百润主要业务营收 (亿元) 及毛利率 (%) 预测	31
表 15: 啤酒/饮料行业主要公司估值表	32

1、全球预调酒概况

预调酒作为低酒精饮料的代表，诞生于上世纪 90 年代。因其丰富的口感和新鲜的模式迅速受到年轻消费群体的喜爱。根据欧睿国际，2020 年预调酒全球市场规模为 319.85 亿美元，预计到 2025 年将达到 564.94 亿美元，全球预调酒进入增量扩容阶段，各大饮料厂商纷纷布局。

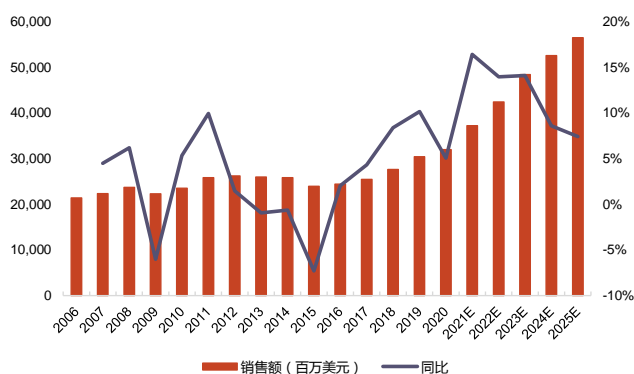
- 预调酒细分赛道增速明显，尽管整体酒精饮料的增速放缓，但预调酒这一细分赛道呈现出强劲的增长势头。究其原因，我们认为预调酒填补了未被传统酒精饮料满足的特定群体的饮酒空白。如主打低糖低卡的 White Claw 满足了对健康有要求的消费者、和乐怡为逐步扩大的女性饮酒群体提供了丰富的选择、Strong Zero 则为不习惯啤酒口味的年轻人群提供了新的选择。
- 分区域来看，亚太地区已成为预调酒赛道的主要市场，未来仍有较大增长空间，尽管当前中国的预调酒市场规模在亚太地区占比较低（2020 年销量占比 7.2%），但未来发展潜力巨大。日本预调酒市场发展较为成熟，是亚太乃至全球最大的预调酒市场，市场大单品以三得利旗下的和乐怡、Strong Zero 为代表，精准定位特殊消费人群。

1.1、酒饮市场进入存量时代，预调酒细分赛道增速显著

根据 Euromonitor，2020 年全球预调酒市场规模达到 58.40 亿升，同比增长 15.77%；其中，销售额达到 319.85 亿美元，同比增长 5.07%，平均每升售价 5.48 美元。按销售量计，目前预调酒在全球酒精市场中占比 2.42%，仍然属于小众品类，但其每升价格高于啤酒以及果酒品类。

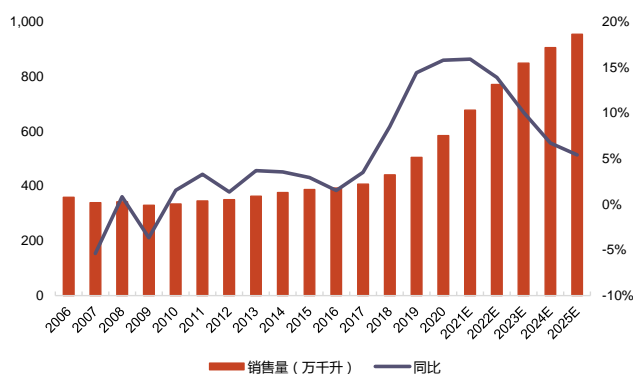
2016-2020 年，全球预调酒市场销量复合增速达 10.43%，其中 2020 年增速为 15.77%。根据 Euromonitor，预计 2021-2025 年销量复合增速预计为 8.97%。在整体酒饮市场进入存量横幅震荡阶段，预调酒赛道表现优异，增速显著优于行业平均水平。

图 1：2006-2025E 全球预调酒销售额及增长率



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

图 2：2006-2025E 全球预调酒销量及增长率



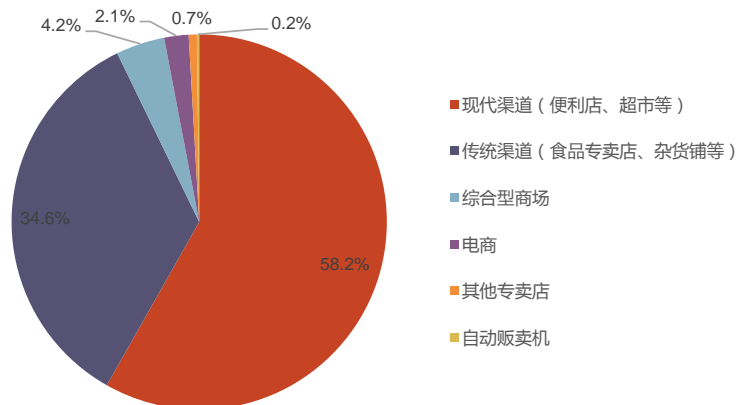
资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

表 1：2020 年酒类销售额及销售量

品类	销售额 (亿美元)	销售量 (亿升)	ASP(美元/升)
酒类	13860.50	2409.09	5.75
啤酒	5784.80	1876.98	3.08
果酒	105.21	21.65	4.86
RTD	319.85	58.40	5.48
烈酒	4850.58	195.52	24.81
红酒	2800.06	256.54	10.91

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理 注：均为 2020 年数据。

图 3：2020 年全球预调酒主要销售渠道（销售量口径）

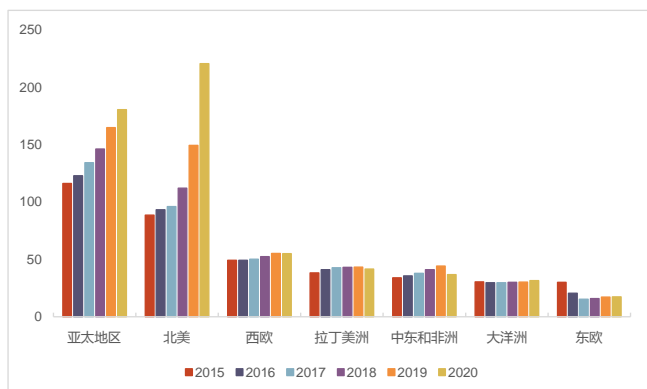


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

分区域看，北美地区是全球预调酒占比最高的区域，亚太地区紧随其后，2020 年销售量占比达到 30.94%。

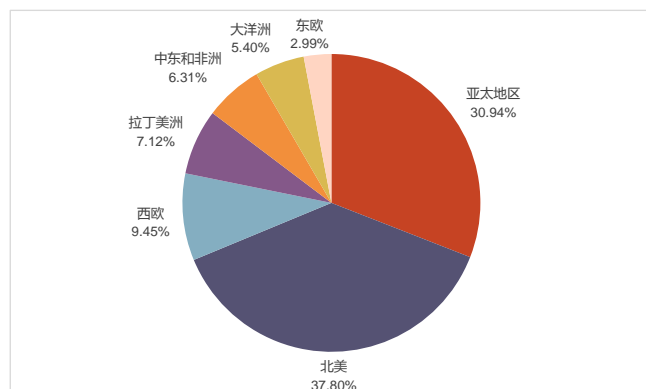
从竞争格局看，Mark Anthony Brands 凭借爆品 White Claw，三得利凭借爆款产品[和乐怡]、[-196 度]市占率分别位居第一/第二，2020 年市占率达到 14.2% 和 12.4%。成功打造出 RIO 品牌的百润市占率为 1.9%。

图 4：全球主要地区 2015-2020 年预调酒销量（万千升）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

图 5：全球主要地区预调酒占比（2020 年,销售量口径）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

表 2：全球预调酒品牌

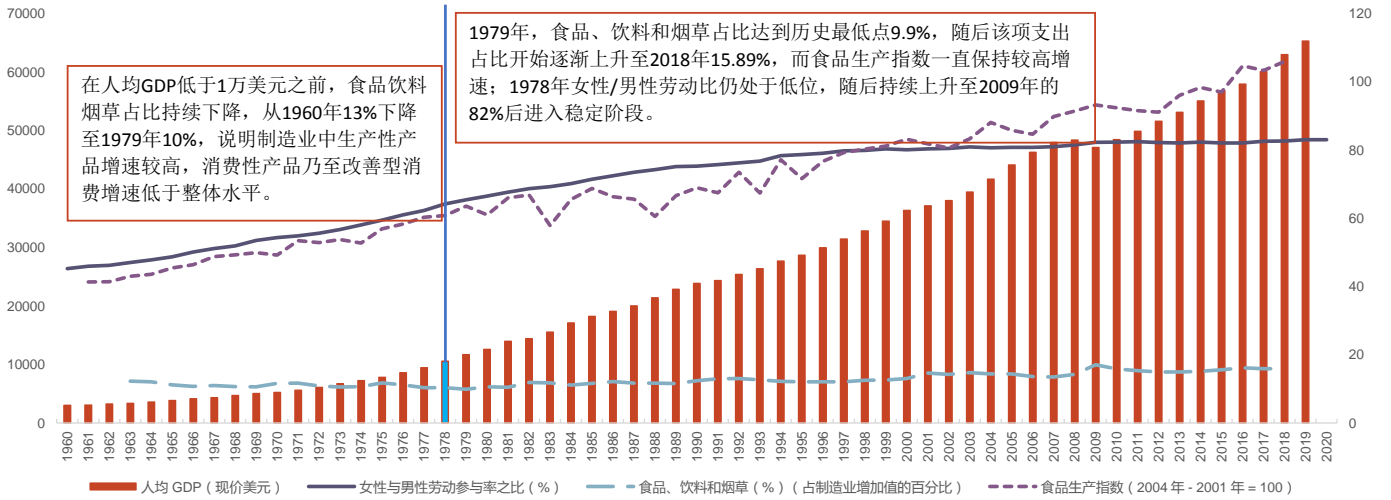
公司	主要产品	主要销售区域	全球市占率（销量，2020 年）
Mark Anthony Brands	White Claw、mike's	美国	14.2%
三得利	-196 度、和乐怡	日本	12.4%
波士顿啤酒	Truly	美国	7.8%
帝亚吉欧	Jeremiah Weed、Smirnoff Ice	美国	6.9%
麒麟	冰结	日本	6.6%
百威英博	Bud Light Lime-a-Rita	美国	5.0%
朝日	贅沢搾り	日本	4.0%
宝酒造	Takara	日本	2.8%
百富门	Jack Daniel's Cola	欧美	2.7%
百润股份	RIO	中国	1.9%
保乐力加	MALIBU	欧美	1.8%
百加得	冰锐	美国	1.6%

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

➤ 人均收入增长推动酒饮需求多元化

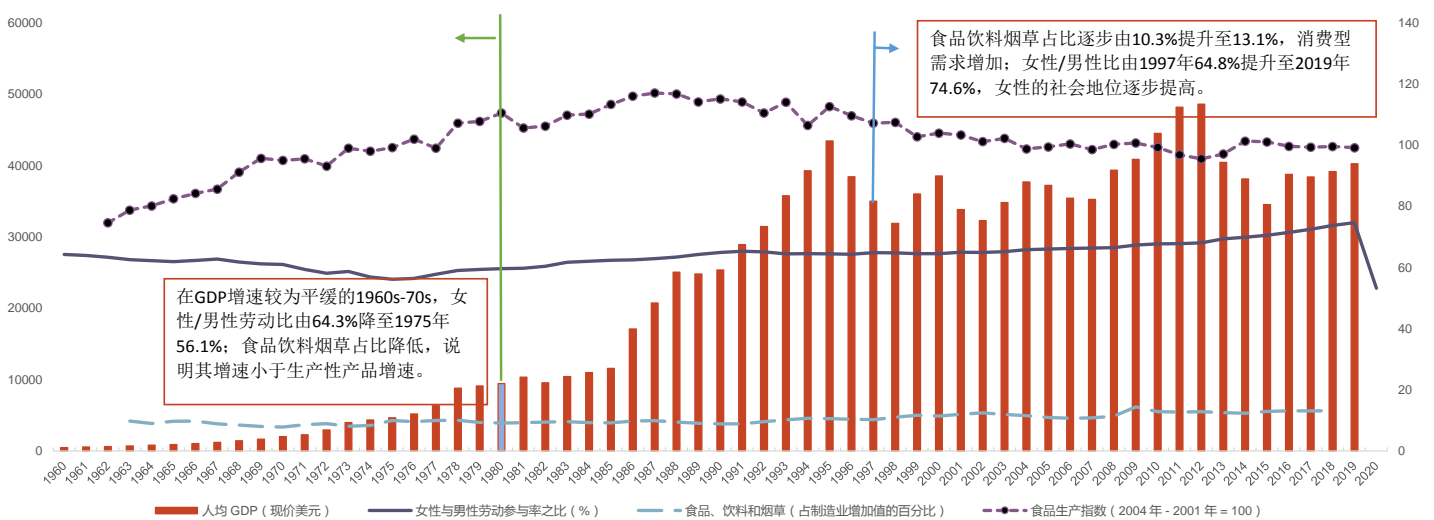
根据世界银行 2018 年的标准，如果一国的人均 GDP 超过 12055 美元则踏入高等收入国家行列，根据发达国家的发展经验，人均 GDP 超过 1 万美元后，其经济结构会加速转变，直接表现为 GDP 中工业比重逐步下降，服务业比重提升显著，最终反映到国民消费行为中的物质性的高端消费、改善型消费和个性化消费比重提升。预调酒行业作为酒饮市场中极具个性化和改善型产品特色的细分市场，在美国、日本等国逐步获得发展并成熟。中国于 2019 年人均 GDP 迈入 1 万美元大关，近年来我们看到高端啤酒以及包括预调酒、果酒在内的细分赛道快速扩容。未来伴随着酒饮市场个性化、改善型、高端化的消费结构升级，中国预调酒市场将有望迎来新一轮的增长。

图 6：美国 1960-2020 人均 GDP (美元) /女性劳动参与率/食品、饮料和烟草占比/食品生产指数



资料来源：世界银行，光大证券研究所，1978 年为 1 万美元人均收入分水岭

图 7：日本 1960-2020 人均 GDP (美元) /女性劳动参与率/食品、饮料和烟草占比/食品生产指数

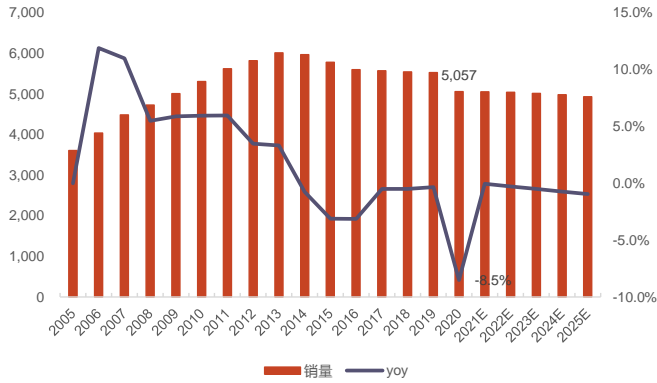


资料来源：世界银行，光大证券研究所，1980 年为 1 万美元人均收入分水岭

根据 Euromonitor，2020 年中国酒精饮料市场实现销量 5056.6 万千升，yoy-8.5%，销售额 20756.5 亿元，yoy-7.5%，尽管酒饮市场的销售额在未来几

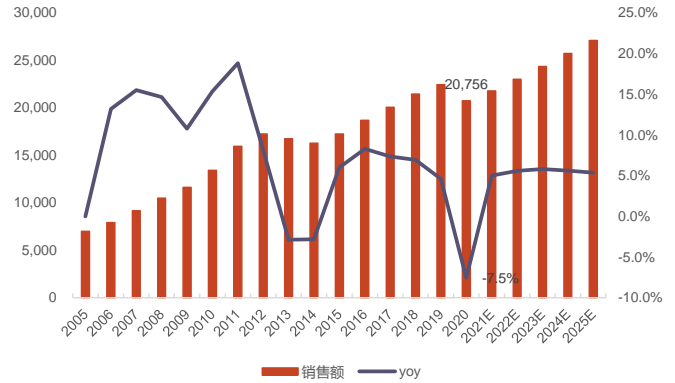
年预计呈现增长态势，但销量或将呈现轻微下调，中国酒饮市场进入存量调整阶段。具体来看，2020年啤酒以4269.4万千升销量占据酒饮市场主要份额，但整体行业的量处于总量横盘阶段，2020年RTD市场实现销量12.9万千升，yoy+13.5%，占啤酒销售量的0.3%，销售额51.34亿元，yoy+6.7%；果酒和预调酒虽然占比较低，但根据Euromonitor，2021-2025年销量复合年均增长率预计分别为+12.4%/+15.6%。

图 8：中国酒精饮料市场规模（销量，万千升）



资料来源：Euromonitor 预测，光大证券研究所

图 9：中国酒精饮料市场规模（销售额，亿元）



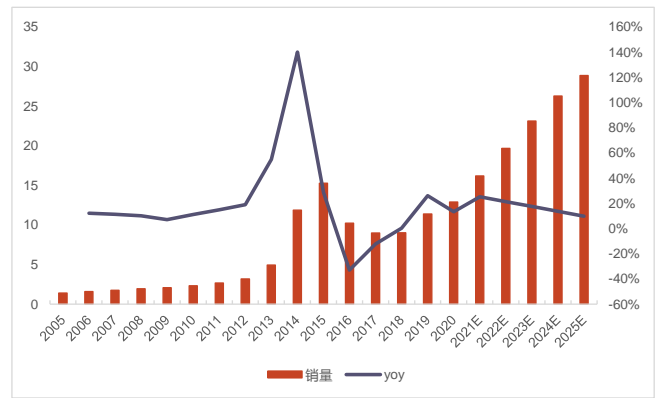
资料来源：Euromonitor 预测，光大证券研究所

表 3：中国不同类别酒精饮料市场规模（万千升）及增速（%）（2020）

类别	市场规模 (万千升)	增速 (%)	2016-2020 年 CAGR	2021-2025 年 CAGR
啤酒	4269.4	-7.0%	-1.6%	-0.3%
果酒	0.1	0.4%	11.8%	12.4%
预调酒	12.9	13.5%	6.0%	15.6%
葡萄酒	445.8	-13.5%	-6.0%	-2.6%

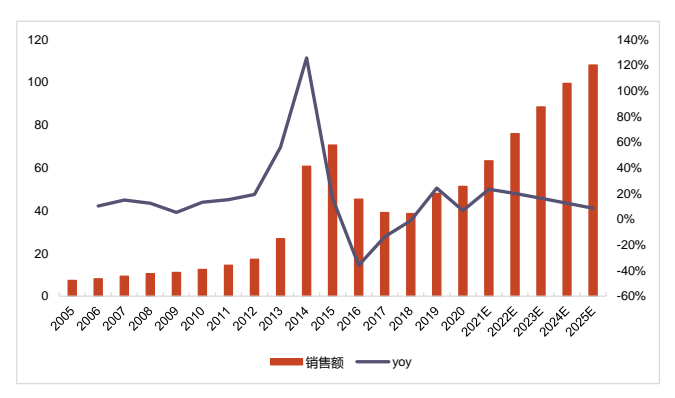
资料来源：Euromonitor，光大证券研究所；注：2021-2025 CAGR 为 Euromonitor 预测

图 10：中国预调酒市场规模（销量，万千升）



资料来源：Euromonitor 预测，光大证券研究所

图 11：中国预调酒市场规模（销售额，亿元）



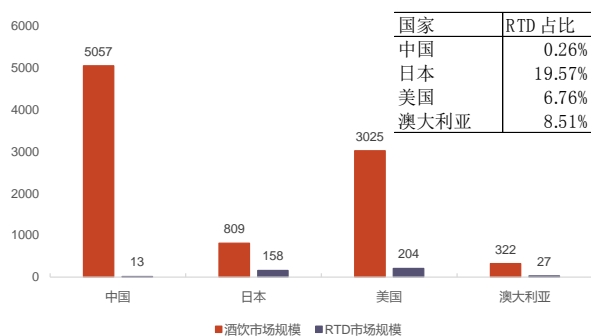
资料来源：Euromonitor 预测，光大证券研究所

相较于日本/澳大利亚/美国等成熟的预调酒市场，我国的预调酒市场在市场规模、人均消费和预调酒占比上都存在较大差距，我国的预调酒市场未来仍存在较大发展空间和潜力。

- **市场规模** 2020年我国酒饮市场规模为5056.57万千升，相较于其他国家，总量优势明显，其中RTD为12.92万千升，占比为0.26%，相比较而言，日本/美国/澳大利亚的RTD占比分别为19.57%/6.76%/8.51%。

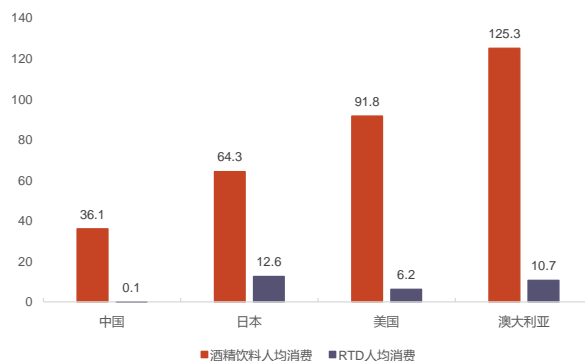
- **人均消费** 我国由于人口基数较大，人均饮酒量显著低于日韩美澳等国家，同时我国预调酒人均消费量为 0.1 升/年，与韩国持平，显著低于日本、美国和澳大利亚，说明我国的预调酒市场尚处于发展初期，未来仍有较大的发展空间。
- **品类多元化提升** 根据百威亚太的市场成熟度模型，中国已步入中等成熟市场序列。中等成熟市场下消费者开始寻求包括预调酒在内的多元化消费选项，非即饮渠道的购买量将有望增加，饮酒人群以及消费场景也将进一步丰富化。

图 12: 2020 年部分国家酒饮市场和 RTD 市场规模 (万千升)



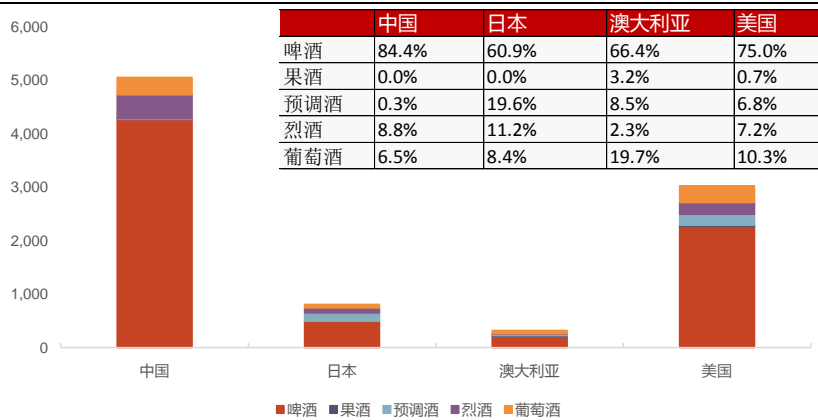
资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

图 13: 2020 年部分国家酒饮/RTD 年人均消费量 (L/人)



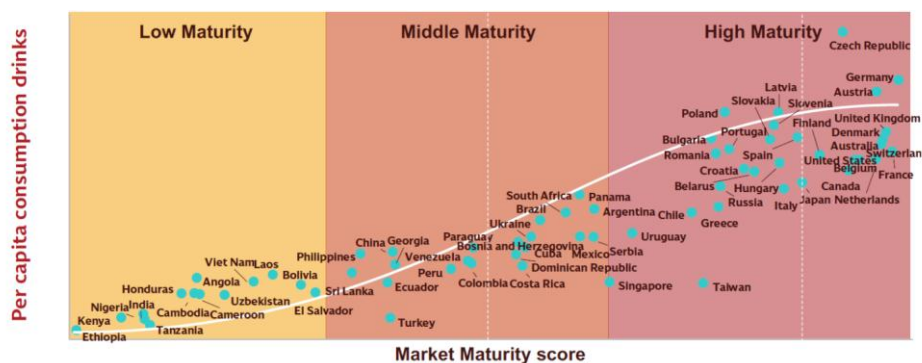
资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

图 14: 2020 年各类酒精饮料市场规模 (万千升) 及占比 (%)



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

图 15: 中国已步入中等成熟市场序列 (人均饮品消费)



资料来源: 百威英博官网, 光大证券研究所

1.2、大单品的兴起——踏准细分人群的需求

预调酒的兴起, 为消费者提供了更丰富的选择, 填补了部分不喜欢啤酒/烈酒消费者的饮酒空白。

我们观察到类似 Strong Zero、White Claw 这样大单品的兴起, 正是由于自身独特的产品定位满足了细分消费人群的饮酒需求, 踩准消费人群痛点+未被满足的需求空白, 趁势而起从而获得了快速发展。

1.2.1、Strong Zero 酒精缓解上班族的日常压力

日本的预调酒龙头企业三得利通过精准定位不同的消费人群和消费场景营造独特的单品文化实现特定消费人群的消费共情。其中 Strong Zero 被誉为“便利店之魂”: Strong 代表着酒精度数更高, 瓶身上的 9% 非常醒目, Zero 代表糖分为 0, 大大减轻了果汁酒带来的甜美感, 再加上更强的气泡感增加了入口的清爽感。

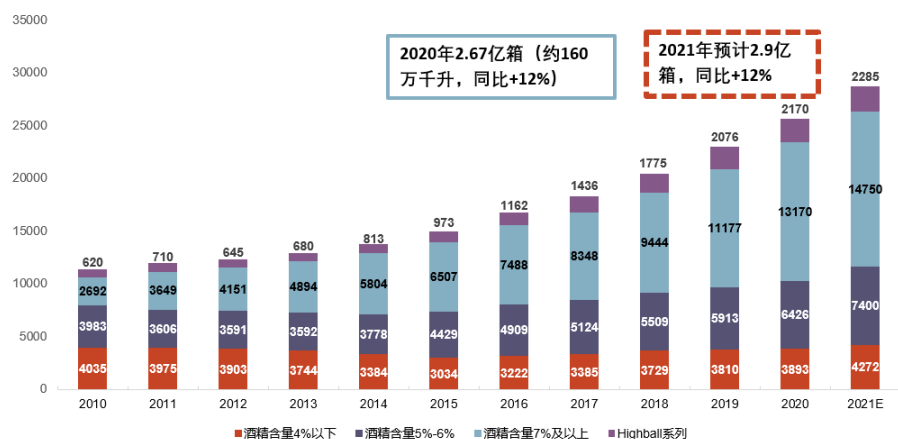
根据 Euromonitor, 2019 年三得利的 Strong Zero 销量为 4100 万箱, 是 RTD 饮品中市占率第一的品牌 (具体排名情况详见附录 1)。Strong Zero 为去不起居酒屋的年轻上班族提供了一个居家饮酒、差异化于啤酒的替代选择。

图 16: Strong Zero 品牌推广



资料来源: 三得利官网

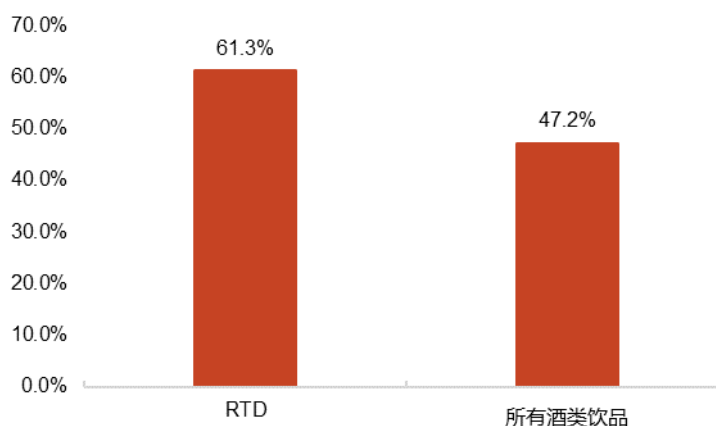
图 17: 2010-2021E 日本 RTD 不同酒精度数产品消费量 (万箱)



资料来源: 三得利官网, 光大证券研究所整理; 注: 2021 年数据为三得利预测

2020 年疫情对各国的消费者行为都产生了深远的影响, 以日本预调酒市场为例, 消费者增加线上消费的同时, 也增加了居家饮酒场景的消费, 在居家饮酒场景中 RTD 的份额增长最为显著。

图 18: 日本 2020 年相较于疫情爆发前家庭饮酒场景中 RTD 占比提高的调研占比



资料来源: 三得利官网, 光大证券研究所

1.2.2、和乐怡——女性饮酒量的提升

和乐怡主要目标人群是女性, 女性消费者已经成为酒饮市场特别是低度潮饮赛道的主力军。根据 2019 年日本清酒酿造协会《日本饮酒趋势》, 日本女性饮酒率达 72.9%。根据 2019 年日本 Clear 公司的调研报告, 2019 年 20+/30+ 的女性每周超过 4 天饮酒的比例相较于 2017 年分别增加 8pcts/6pcts, 分别是 2017 年占比的 2/1.5 倍, 年轻女性消费者成为[和乐怡]等低度数预调酒产品的主要消费群体。

图 19: 相较于 2017 年, 2019 年女性饮酒频次和比例增加



资料来源: 株式会社 Clear 官网, 光大证券研究所

- **产品定位** 三得利推出的和乐怡主要定位女性市场, 主打低度数微醺, 即满足了女性对于酒精摄入的需求, 又不会形成强烈的醉感影响日常生活, 适合初次尝试酒精饮品的女性, 或者居家独酌场景。
- **渠道** 在渠道上和乐怡避开传统的餐饮渠道, 定位日常饮用场景, 在便利店铺设渠道, 从而使得消费者可以通过在便利店购买, 居家消费, 精准定位家庭消费场景的预调酒需求提升, 打破了普通酒饮的消费场景, 也符合日本越来越多年轻人轻社交、宅的趋势。
- **产品推新** 产品将水果味融入酒中, 且口感清爽怡人适合女性饮用。此外和乐怡的推新速度非常快, 符合女性尝新、需要新鲜感的特点。

图 20: 日本和乐怡经典口味



资料来源: 三得利官网

1.2.3、White Claw: 健康化的社交新选择

2016年推出的 White Claw 作为后起之秀迅速蹿红，并在一定程度上做到了 White Claw = 酒精气泡水。我们认为 **White Claw 在美国的成功在于品牌抓住了年轻人对于健康化的要求**；其独特的口味填补了不喜欢传统啤酒麦芽口味年轻人的饮酒空白；同时，中性的品牌形象、适当的定价非常适合社交场景。

2020年 White Claw 在美国的销售收入达到 22.5 亿美元，同比增长 98%；销量约为 5.87 亿升，同比增长 138%。2019 年，公司入选尼尔森全球发布的年度消费领域突破性创新产品 TOP25。

- **低卡健康的产品定位：**White Claw 系列产品主打低卡、低碳水化合物、不包括谷物蛋白成分，契合 Z 世代消费者的极简、健康生活模式。我们在美国饮料市场亦发现了这种健康化的趋势：无糖茶、高浓度果汁饮品细分赛道扩容迅速。
- **独特的口味研发，为不喜欢麦芽口感的年轻人提供新的饮酒选择：**White Claw 研发出“纯粹酿造法(BrewPure)”酿造流程，与一般的谷物酿造法不同，“纯粹酿造法”运用纯天然谷物成分，相较而言，口感更清新自然，还使得酒中的水果风味更好的融合，有很强的清爽感。
- **中性的品牌调性，适合社交的属性：**和传统酒精气泡水拥有强烈的女性向品牌调性不同，White Claw 的品牌形象更为中性化。此外产品定价和普通啤酒价位相当，适合囊中羞涩的年轻消费人群。

White Claw 非常重视品牌形象的打造，品牌不断加强在年轻消费群体中的粘性。线上，White Claw 在 YouTube 上和 KOL 合作视频，将品牌个性化、健康理念、极简主义的概念进一步强化并输出给核心目标消费群体；线下，通过体验式活动如抓娃娃机，来强化消费者的体验感。

图 21: White Claw 产品系列



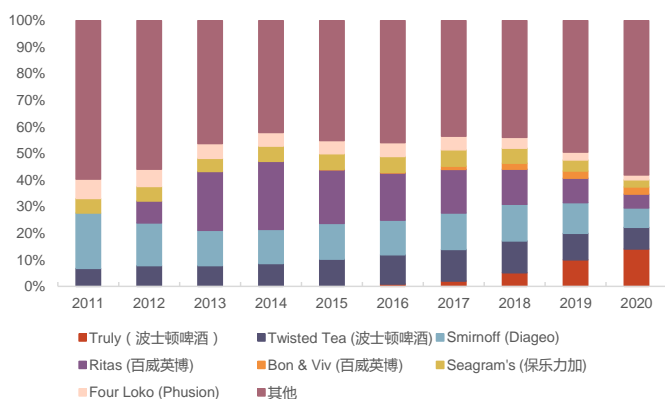
资料来源：White Claw 公司官网

图 22: White Claw 单品爆款之路



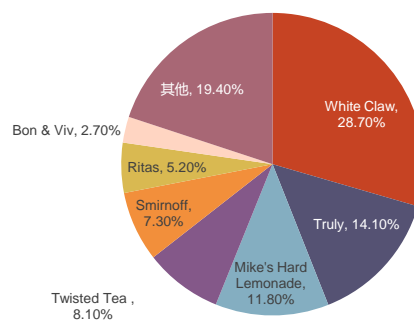
资料来源：White Claw 官网，光大证券研究所整理

图 23: 美国 2011-2020 年头部预调酒品牌市占率 (销售量口径, %)



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

图 24: 2020 年美国预调酒市场份额 (销售量口径, %)



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

表 4: 2020 年美国预调酒 TOP5 公司/品牌 (销售量口径, %)

Company	% Share	Brand	% Share
Mark Anthony Brands Ltd	40.6	White Claw Hard Seltzer	28.7
Boston Beer Co Inc, The	22.2	Truly Spiked & Sparkling	14.1
Anheuser-Busch InBev NV	9.7	Mike's Hard Lemonade	11.8
Diageo Plc	7.3	Twisted Tea	8.1
Pernod Ricard Groupe	2.8	Smirnoff	7.3
Total	82.6	Total	70.0

资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

2、中国行业发展——低酒精饮料引领微醺时代

2.1、国内预调酒市场经历冲击后，恢复增长态势

2014-2015年国内预调酒迎来快速增长，提前入局的百润迅速占据细分赛道龙头，2016年开始行业回调，出清市场，市场规模出现下跌，2018年行业开始复苏，2020年预调酒市场实现销量12.92万千升，yoy+13.5%，实现销售额51.34亿元，yoy+6.7%。随着国民消费力的不断提升、新一代年轻人对于饮酒多元化需求的提升、女性社会地位及饮酒量的提升，预调酒市场有望持续扩容。

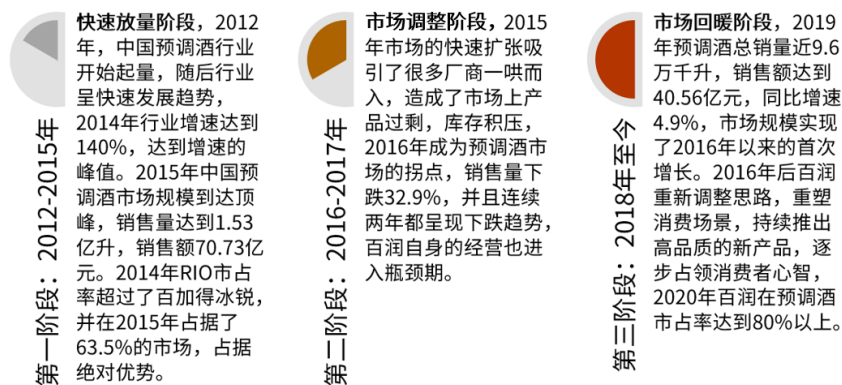
国内预调酒行业发展经历的三个阶段：

- **第一阶段：2012-2015年，快速放量阶段。**2012年，中国预调酒行业开始起量，随后行业呈快速发展趋势，2014年行业销量增速达到140%，达到增速的峰值。2015年中国预调酒市场规模到达顶峰，销售量达到1.53亿升，销售额70.73亿元。

在这一阶段中，百润市占率逐步提升，最终在市场中占据绝对优势。2012年百加得冰锐市占率达到65.6%，占据绝对领先，然而因为百加得的经销商策略错误，且窜货严重、价格体系出现混乱，导致KA渠道失利，再加上RIO营销中采取高曝光、高投放策略，占据了消费者心智，在此期间百加得市场份额被RIO逐渐蚕食。2014年RIO市占率超过了百加得冰锐，并在2015年占据了63.5%的市场，占据绝对优势。

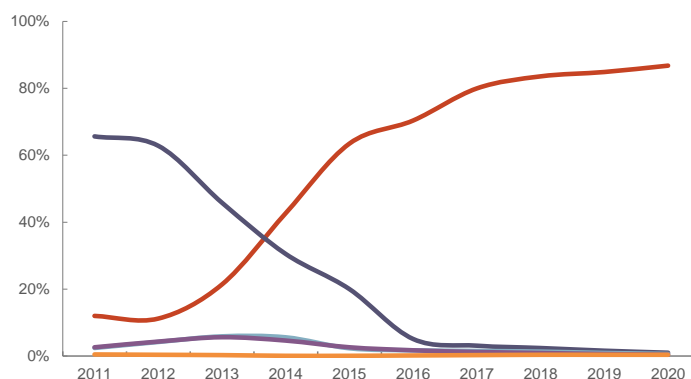
- **第二阶段：2016-2017年，市场调整阶段。**2015年市场的快速扩张吸引了很多厂商加入，造成了市场上产品过剩，库存积压，2016-2017年市场进行调整，市场销量和销售额都有所下降。2016年百润已经占据70%以上市场份额，但自身经营水平也进入瓶颈期，营收同比下降60.64%，百润开始积极调整自身经营战略，适应全新的消费场景和需求。
- **第三阶段：2018年至今，市场回暖阶段。**2016年后百润重新调整思路，重塑消费场景，持续推出高品质的新产品，逐步占领消费者心智，同时伴随着市场上众多竞争对手的陆续退出，国内预调酒市场有所回暖。2019年预调酒总销量同比增速6.2%，比上年提升5.8pct，销售额同比增速4.9%，市场规模实现了2016年以来的首次增长。2020年预调酒市场实现销量12.92万千升，同增13.5%，实现销售额51.34亿元，同增6.7%。

图 25：中国预调酒市场发展历程



资料来源：Euromonitor，百润官网，光大证券研究所整理

图 26: 百润市占率逐步提升至 80%以上



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所整理

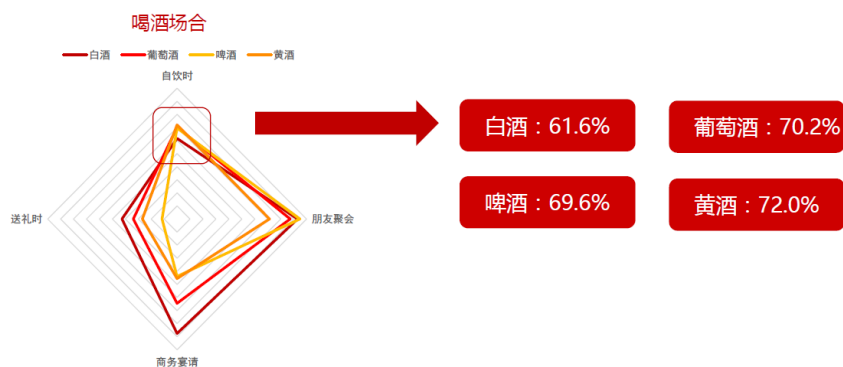
表 5: 中国预调酒市场情况 (2020 年)

公司	2020 年市占率	主打品牌	产品定价	单位价格 (元/升)	主要销售渠道
百润	86.8%	RIO	7.2 元/330ml	21.82	现代、传统、电商、餐饮
百加得	1.0%	冰锐	11.8 元/275ml	42.55	KTV、酒吧
Halewood	0.6%	红广场	63 元/700ml	90	酒吧、KTV
Vanguard	0.4%	动力火车苏打酒	13 元/300ml	43.33	酒吧
百富门	0.4%	杰克丹尼	39 元/330ml	118	酒吧、线上

资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所整理

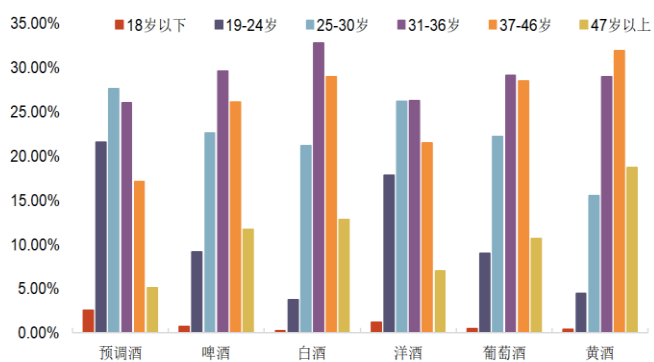
- 从消费场景看, 预调酒的消费场景和啤酒的重合度较高, 自饮以及朋友聚会是重要的消费场景。
- 从消费者画像看, 预调酒的消费群体年纪更轻: 预调酒消费人群 24 岁以下的占比在各酒类中最高; 此外女性消费者在预调酒中的占比最高。

图 27: 2019 年中国酒类消费者类型



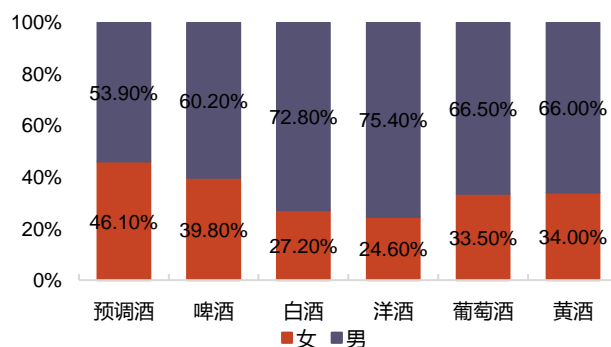
资料来源: 《网易酒行业奢享生活报告》, 光大证券研究所整理

图 28: 酒类消费人群年龄分布 (2019)



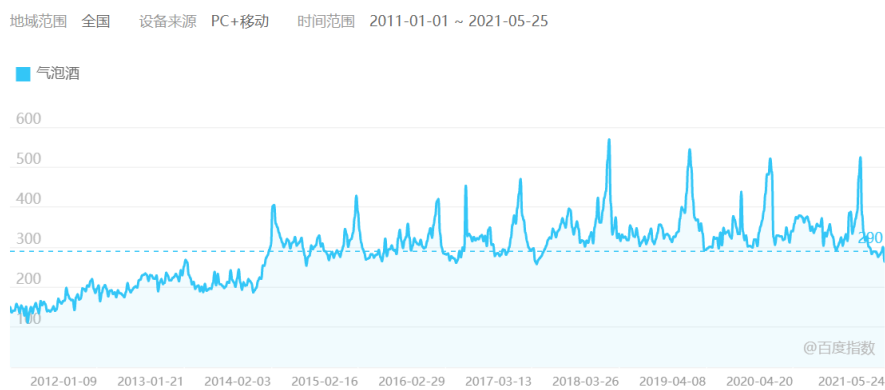
资料来源: 苏宁易购酒类消费数据, 光大证券研究所整理

图 29: 酒类消费人群性别分布 (2019)



资料来源: 苏宁易购酒类消费数据, 光大证券研究所整理

图 30: 气泡酒百度指数



资料来源: 百度指数, 光大证券研究所

3、涅槃重生的预调酒巨头

回顾百润股份的发展，我们看到经历过一轮预调酒周期的百润不断积累经验，从最初的乘风行业红利，到当前抓住了女性饮酒量提升的趋势推出新一代大单品“微醺”。涅槃重生的预调酒巨头明白了抓住社会/消费者的变化才能取得更持久的发展。

当前的百润以：1) 家庭饮用第一品牌（居家场景）；2) 女性饮酒第一品牌；3) 年轻人的第一口酒为目标。2021 年公司会进一步加速数字化转型，以终端消费者为核心，做到人、货、场的匹配，将消费者与对的渠道、对的场景进行匹配。将研发、消费者研究、传播链打通，以增强预调酒的消费黏性以及新品的成功率。

- 百润旗下 RIO 经典产品于 2003 年上市，在预调酒迅速扩容的 2013-2015 年，百润通过强势营销策略迅速扩大了品牌知名度，获得了市占率的迅速提升。
- 快速增长的赛道吸引了其他玩家的注意，随着白酒、啤酒巨头切入预调酒赛道，行业竞争格局边际恶化。2016 年，过高的广告费用支出、未能预判行业格局边际变化导致的库存管理问题让百润的发展受到了严重挑战。
- 随后公司进入调整阶段，开始大幅削减广告费用投放，战略重新回归到了产品本身。大单品“微醺”抓住了女性消费者酒精饮用量提升的趋势，通过持续的口味创新不断提供给消费者更丰富的选择。

3.1、回溯：硬广植入打响品牌，强势营销遭遇困境

➢ 强势营销，公司业绩激增。

RIO 经典产品于 2003 年上市，2010 年后公司将品牌进一步定位为“小姐妹聚会的青春小酒”，直接把产品定位为年轻女性专用，并且宣称这是白场(相对夜场而言)鸡尾酒。2012 年，公司更换产品包装，同时推出了铝罐装。

图 31：RIO 最早定位于“小姐妹聚会的青春小酒”



资料来源：RIO 官网

图 32：2014 年 RIO 在电视剧&综艺节目的部分广告植入



资料来源：RIO 官网

2013-2015 年，公司开始了强势营销策略，铺天盖地的广告接踵而来。以 2014 年为例，RIO 亮相《何以笙箫默》、《奔跑吧兄弟》、《爱情公寓》、《天天向上》，进行硬核广告植入，市场反应良好，RIO 预调鸡尾酒品牌深入人心。与此同时，在竞争对手冰锐在线下渠道存在窜货严重，价格体系混乱的时候，公司快

速攻占 KA 渠道，在渠道推动与营销加持下，RIO 品牌市占率快速提升，从 2013 年的 21.4% 扩张到 2015 年的 63.5%，2015 年公司完成对巴克斯酒业的收购。

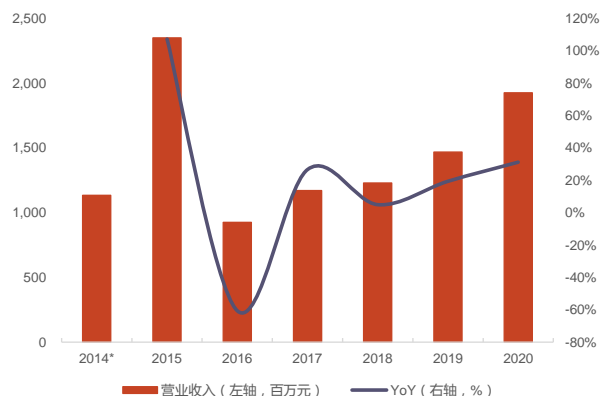
这一时期，公司进行了大量广告投放，2015 年广告费高达 3.30 亿元，同比增速 75.11%，广告费用占营收的 14.50%，销售费用率达 39.22%，大量的广告费用支出帮助 RIO 品牌迅速占领消费者心智，但也为之后埋下了隐患。

图 33: 2014-2020 年公司广告费用投放及广告费用率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理; 注: *表示 2014 年为调整后可比数据

图 34: 2014-2020 年公司营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理; 注: *表示 2014 年为调整后可比数据

➤ 发展陷入瓶颈，内忧外患，问题集中爆发

国家严厉反腐、限制三公消费，加上进口葡萄酒严重冲击本土红酒市场，一些白酒企业选择进军预调酒行业，市场竞争加剧。洋河推出“滴诱”品牌的发展计划；茅台在内的其他白酒企业也推出了自己的产品。洋酒企业和啤酒企业不久也快速跟进：2015 年百威英博则推出主要针对夜场的“魅夜”预调酒。同时由于预调酒市场的快速崛起，很多小厂商也进入市场，产品粗制滥造，并且往往采用低价策略，不但威胁了 RIO 的价格体系，而且破坏了消费者对预调酒的印象。

图 35: 茅台推出预调酒“悠蜜”



资料来源: 贵州茅台官网

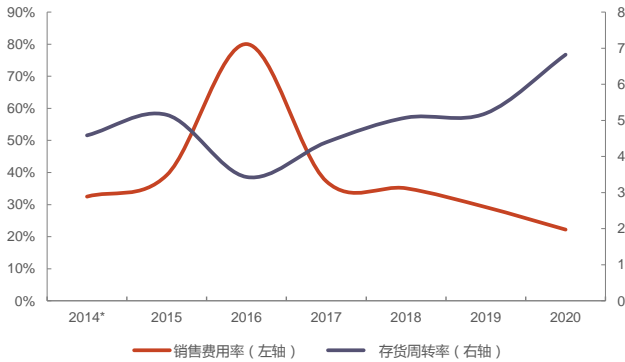
图 36: 百威英博推出预调酒“魅夜”



资料来源: 百威英博官网

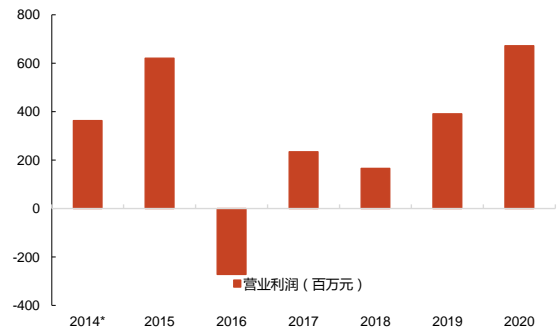
同时公司内部也存在战略失误，高昂的营销费用与大库存积压，导致公司业绩下滑陷入困境。2015 年的辉煌业绩，让公司在之后持续加大营销投入，其中 2015 年公司销售费用支出 9.22 亿元，销售费用率高达 39.22%，2016 年销售费用 7.41 亿元，其中广告费用就高达 2.47 亿元，销售费用率高达 80.08%。同时公司的库存管理也存在严重失误，公司在 2015 年业绩刺激下，进行了大量“提前灌装”，而 2016 年预调酒市场下滑严重，导致公司存货周转率达到最低点 3.43，大量产品积压在经销商仓库。市场竞争加剧加上公司战略失误，最终导致公司 2016 年营业利润-2.72 亿元陷入困境。

图 37: 2014-2020 年公司销售费用率及存货周转率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理; 注: *表示 2014 年为调整后可比数据

图 38: 2014-2020 年公司营业利润



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理; 注: *表示 2014 年为调整后可比数据

➢ 大幅削减营销费用, 精准营销, 业绩逐步恢复。

2017 年开始, 公司开始精简营销费用, 销售费用同比下降 41.03%至 4.37 亿元。公司销售业绩开始缓慢复苏, 销售趋于稳定, 2017 年公司净利润为 1.83 亿元。与啤酒厂商相比, 公司广告费用率与啤酒公司相当, 同时公司还具备高毛利的优势, 因此在未来市场竞争中也具备一定优势。





表 6: 百润股份与部分啤酒厂商部分指标对比 (2020)







	毛利率	净利率	ROE	销售费用率	管理费用率	财务费用率	广告费用率	毛销差
百润股份	65.50%	29.32%	20.53%	22.22%	8.55%	-0.41%	5.85%	43.28%
重庆啤酒	50.61%	17.21%	107.47%	21.06%	7.02%	0.06%	9.30%	29.55%
燕京啤酒	39.19%	2.88%	1.49%	12.65%	13.63%	-0.74%	4.63%	26.53%
青岛啤酒	40.42%	9.11%	11.06%	17.96%	6.12%	-1.70%	3.29%	22.46%

资料来源: WIND, 光大证券研究所

在降低广告费用的同时, 公司最终选择了回归产品本身, 目前它的在售产品涵盖了 3%-13.5%不同酒精度的 7 个系列, 提供 40 多种口味选择。而在 2018 年推出的微醺系列, 更是拉动 RIO 这几年业绩增长的重要动力。其主打女性“独处”的消费场景, 精准了 RIO 的女性产品画像, 定义了“一个人的小酒”的品类特性。

表 7: RIO 主要产品系列

产品系列	主要产品口味	酒精度	上市时间	单价 (元)	产品定位	图片
RIO 经典系列	蓝玫瑰威士忌; 水蜜桃/紫葡萄白兰地; 青柠朗姆; 橙子伏特加; 混合果味伏特加	3.8%vol	2003 年	13.3	年轻消费群体, 交友聚会, 个人独饮。	
微醺系列	白桃白兰地; 乳酸菌伏特加; 葡萄白兰地; 柠檬朗姆; 西柚伏特加	3%vol	2016 年; 2018 年产品更新包装	7.2	主打“一个人的小酒”, 精准定位个人独饮, 新的代言注重女性消费群体。	
本味系列	柠檬伏特加; 西柚伏特加; 青柠伏特加; 青梅伏特加	5%vol	2016 年	12.9	以 85-90 后为 KOL, 定位追求品质生活的成熟男女。	
强爽系列	柠檬伏特加; 西柚伏特加; 卡曼橘伏特加	8%vol	2016 年	7.5/330ml、9.9/500ml	酒精含量高, 酒劲十足, 一步到位, 定位追求醉感的男性消费群体。	

经典 500	白桃白兰地; 葡萄白兰地; 柠檬朗姆; 西柚伏特加	3%vol	2017 年	12.5	年轻消费群体, 聚会交友。	
本榨系列	芒果伏特加; 菠萝伏特加; 红西柚伏特加	3.5/4.1/5.5 %vol	2017 年	11	果汁含量高达 20-40%, 内含果肉沉淀。	
COOL 系列	紫色混合莓味; 金色能量口味	2.8%vol	2019 年	-	专为崇尚前卫潮流的年轻人打造专属的“高颜值夜店鸡尾酒”。	
夜狮系列	橙标; 黄标	3.6%vol	2019 年 (2019 年上海夜狮酒业有限公司注册成立)	-	高品质果汁与纯净伏特加基酒共同调配, 主打清爽不甜腻的口感。	
微醺小美好系列	白桃接骨木花、香槟、香草冰淇淋、黄金奇异果、白葡萄	3%vol	2020 年	7.5	主打陪伴独居年轻人, 在家也可以轻松享受低度数小酒。	
强爽 0 糖系列	柠檬伏特加; 西柚伏特加;	9%vol	2021 年	13.5	在强爽的基础上酒精度再+1, 零糖轻负担, 主打健康牌。	

资料来源: RIO 官网, 光大证券研究所整理 注: 其他系列包括微醺/本榨/强爽的 S 系列以及限定款

3.2、再塑：打造微醺大单品：强化场景认知，拓展品类空间

➢ 广告投放：强调消费场景化，实现共情，提高营销效率

RIO 微醺系列最早于 2016 年上市，2018 年更换产品包装，邀请新生代女演员周冬雨作为代言人，广告宣传一改过去的硬广疯狂植入风格，主打“一个人的小酒”消费场景，定位空巢青年、年轻女性核心消费群体，营造场景共情，并通过小红书、微博、快手等线上渠道实现推广，提高营销效率，获得消费者一致好评，同时广告创意荣获 2018 年大中华区艾菲奖银奖、金投赏创意奖银奖和 2019 年上海国际广告奖金奖。我们估计 2020 年微醺系列收入占公司预调酒收入比例约 58%，成为拉动 RIO 这几年业绩增长的重要动力。

图 39：周冬雨代言 RIO 微醺，打造“一个人的小酒”



资料来源: RIO 官网

➤ 微醺定位“女性向”，开拓新消费场景

1) 产品定位：锁定年轻女性 KOL，扩展品类空间

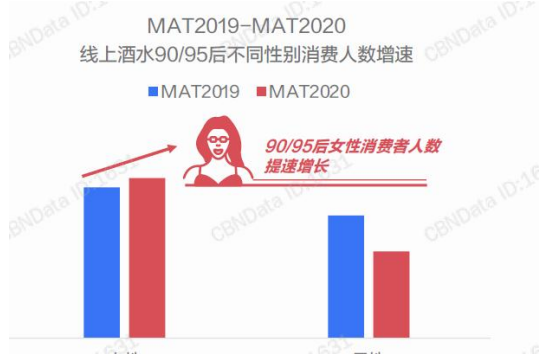
根据 2019 年苏宁易购公布的酒类消费数据，预调酒消费中男性占比 46.1%，女性占比 53.9%，当前女性消费者是预调酒的主要消费群体，传统酒精饮料有较为明显的男性色彩，而预调酒则为女性消费者提供了一个新的选择。CBNData 数据指出，果酒、配制酒、露酒等低度数酒受到年轻消费群体的偏爱，尤其是对 95 后消费者，其对于低度数酒类偏好显著高于其他品类。90/95 后线上酒水消费人群中，2020 年女性消费者平均占比 50%，相较于 80/85 后的 44% 及 48% 有明显提升，表明了女性消费者在年轻一代酒水消费者中表现更为显著，且 90/95 后女性酒类消费者人数增速显著高于男性消费者。

图 40：年轻消费者对不同类型酒的偏好程度（2020 年）



资料来源：CNBData，光大证券研究所整理

图 41：女性年轻消费者人数提速增长

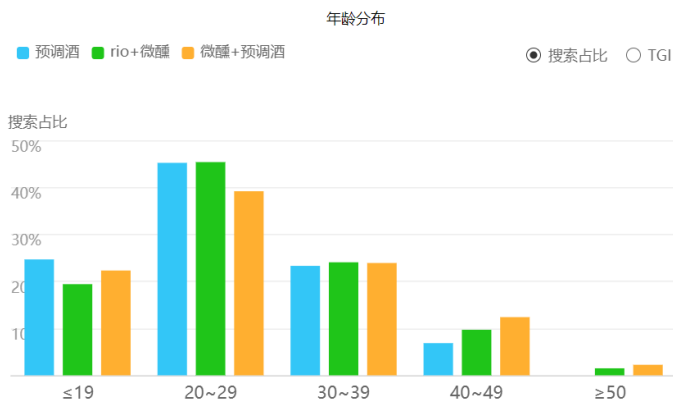


资料来源：CNBData，光大证券研究所整理

随着世界范围内的反对性别、种族歧视以及女权主义的兴起，女性的诉求开始得到更多的表达和满足，女性饮酒率持续提升。以日本为例，根据日本清酒酿造协会中央协会在 2017 年进行的“日本饮酒趋势调查”，与 30 年前相比，女性的饮酒率提高了约 20%；根据日本 Clear 公司 2019 年的调研数据，相较于 2017 年，20+/30+ 每周饮酒 4 天以上的比例分别是原先的 2/1.5 倍。而三得利旗下的大单品和乐怡预调酒的消费群体也以年轻女性为主。

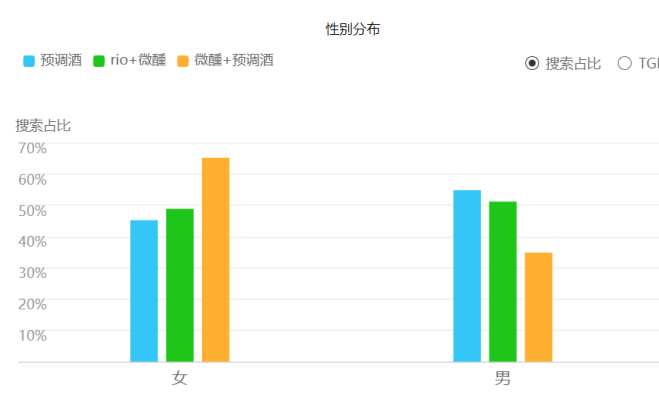
但是，不同于男性，女性对于低度酒和微醺的偏好显著高于男性，百度搜索指数显示，女性对于“微醺+预调酒”的搜索指数显著高于男性。说明 RIO 微醺系列在 KOL 中获得更高程度的认知和感同身受。

图 42：关键词搜索主要集中在 20-29 岁年轻群体



资料来源：百度指数，光大证券研究所整理 统计时间：2021 年 5 月 20 日

图 43：关键词搜索“微醺+预调酒”女性显著多于男性



资料来源：百度指数，光大证券研究所整理 统计时间：2021 年 5 月 20 日

2) “她经济” 开拓崭新消费场景

微醺系列与之前的经典炫彩瓶产比相比，定位更加精确，锁定于女性年轻消费群体，并且强调独居属性，从单纯的依靠时尚、潮流感讲故事的方式转变到了针对细分人群讲故事，同时“她经济”的消费力日渐增强，随着中国女性受教育水平不断提升，女性自我独立意识觉醒，越来越多女性积极参与就业，积极推动了女性消费的升级。根据艾媒数据显示，2020年中国“她经济”市场规模将达到4.8万亿元，女性已经成为消费领域中不可忽视的主力军。围绕女性这一庞大消费群体，RIO在未来有机会挖掘更多的日常消费场景，延续微醺系列产品的成功。

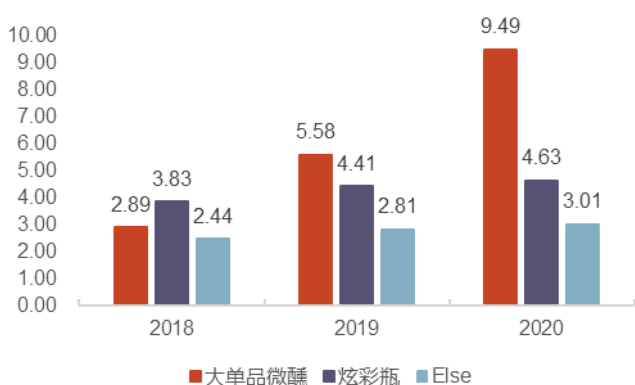
表 8：微醺与炫彩瓶对比

	炫彩瓶	微醺
推出时间	2003年	2016年推出，2018年更换包装
规格	275ml	330ml
酒精度数	3.8%vol	3%vol
价格(元/瓶)	13.3	7.2
目标人群	年轻消费群体	年轻消费群体，注重女性、独居人群
消费场景	小姐妹聚会的青春小酒	一个人的小酒
推广方式	在各大热门综艺、热门电视剧中植入广告，比如《爱情公寓》系列、《步步惊心》、《杉杉来了》、《何以笙箫默》、《奔跑吧，兄弟》、《天天向上》《奇葩来了》等	以互联网做载体，宣布周冬雨为代言人、广告片首发、平面广告首发、后续明星、网红加持都是以互联网作为主阵地

资料来源：百润官网，光大证券研究所

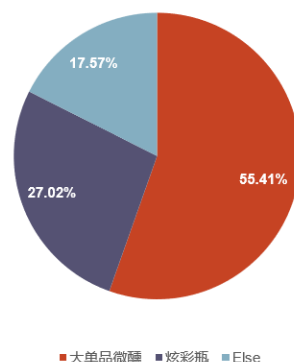
根据我们调研及测算数据，2020年百润微醺系列实现营收9.99亿元，占预调酒营收约58%，2018年-2020年微醺系列保持较高增速，并逐步超过炫彩瓶系列，微醺大单品的成功正是源于其更加清晰的场景和消费人群定位。

图 44：百润 2018-2020 年预调酒分类营收（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

图 45：百润 2020 年预调酒分类营收占比（%）



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

3) “一个人的小酒” 定位，抓住当代“空巢”青年场景诉求

相对于男性来说，女性酒类消费的丰富度并不高，各大品牌陆续推出女性向的酒精产品，以女性消费者偏爱的果酒、低酒精度、包装色彩缤纷等作为吸引女性消费者的产品标签。而RIO在强化“微醺”概念的基础上，推出“一个人的小酒”场景定位，更加深入人心。

表 9：各品牌推出主打女性消费产品

品牌	女性向产品	价格	推出时间	图片
百威英博	Ritas	-	2017 年正式定位为女性向产品	
RIO	微醺系列	7.2 元/330ml	2018 年更换包装主打女性 KOL	
三得利	和乐怡	16.8 元/350ml	2018 年 12 月在中国上市 (女性消费者居多)	
Johnnie Walker	Jane Walker	\$34.99/750ml	2018 年 2 月	
福佳白	玫瑰口味	12.8 元/248ml	2019 年	
泸州老窖	桃花醉	229 元/500ml	2016 年 10 月	
1664	桃红小麦啤	15.8 元/330ml	2017 年 9 月	
江小白	梅见	38 元/330ml	201 年 8 月	
旺旺	莎娃酒	16 元/240ml	2018 年 6 月	

资料来源：各品牌官网，光大证券研究所整理

公司大单品由“炫彩瓶”转为“微醺”，其定位场景也表现出由夜店转为了独居场景。微醺系列“一个人”的场景主打的就是单身经济。艾媒咨询数据显示，2018 年中国单身成年人口达到 2.4 亿，而中国独居成年人口突破 7700 万人。大量的单身人口形成了万亿级的单身经济，成为重要经济增长点。

通过前期的硬广植入使得消费者形成“RIO=预调鸡尾酒”品牌烙印后，作为行业绝对龙头的 RIO 开始通过消费品场景化来锁定 KOL(核心消费者群体)，以扩展整个品类的空间。而这其中又以打出“一个人的小酒”具体消费场景的微醺系列表现最为亮眼。

表 10：品牌消费场景具体化案例

品牌	广告语	产品场景定位
王老吉	怕上火，就喝王老吉	火锅、聚餐怕上火场景
自嗨锅	自嗨一人食，好食材造就好口味	精准定位一人食经济，KOL 锁定为那些特立独行、拒绝恪守常规的互联网原住民。
红牛	困了，累了，喝红牛	精准定位工作需要补充精力场景，抢占了白领、货运司机、搬动工群体的市场
RIO 微醺	一个人的小酒	精准定位一人独饮场景，迎合当下空巢青年孤独时情感表达的诉求，同时主打女性消费

资料来源：王老吉官网，自嗨锅官网，红牛官网，RIO 官网，光大证券研究所

3.3、高度预调酒，探寻细分场景诉求的又一尝试

➤ 未来单品打造——强爽：一场酒劲十足的挑战

2016年为了定位不同场景的消费人群，公司除微醺系列，还推出8度强爽系列，定位家庭消费场景。在微醺时代，乌苏啤酒凭借“量大、酒劲足”成为网红品牌，说明在低酒精度层酒饮产品中，相对高度的酒饮深受男性消费者的喜爱，满足追求醉感的消费诉求。强爽系列主打8度偏高度的预调酒定位，“一罐就到位”有利于占据男性消费者的心智，塑造开怀畅饮的消费场景。同时高酒精度数有助于消费者提升复购，增强消费粘性，是未来公司提升业绩的新的增长点。

图 46：强爽系列主打高酒精度数



资料来源：品牌官网，光大证券研究所整理

解腻、解辣：延伸至火锅等餐饮场景。强爽系列，也带着解腻、解辣、无嘌呤等定位，可以延伸到对火锅、小龙虾等餐饮消费场景，在追求具体化消费场景的同时，拓宽产品受众和消费空间。其进一步拓展了消费场景，也是在增加酒的社交属性，也许会对公司未来市场空间进一步拓展有所助益。

图 47：强爽系列产品增强聚餐属性

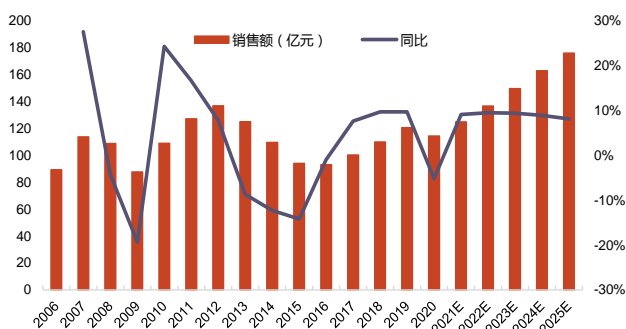


资料来源：品牌官网，光大证券研究所整理

➤ 威士忌系列的预调酒——聚焦未来

随着全球威士忌市场快速升温，中国威士忌消费增速较快，2016-2020年销售额复合增速达到5.3%，并且增速呈现上升趋势，市场越来越成熟。与此同时，国内外知名酒商开始纷纷在国内布局威士忌业务，如保乐力加（Pernod Ricard）已在中国峨眉山投资10亿元建设麦芽威士忌酒厂，帝亚吉欧（Diageo）与洋河股份成立合资公司开展中式威士忌品类创新等。

图 48: 2006-2025E 中国威士忌销售额及同比增速变化



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所整理

图 49: 国内外知名酒商在国内布局威士忌业务

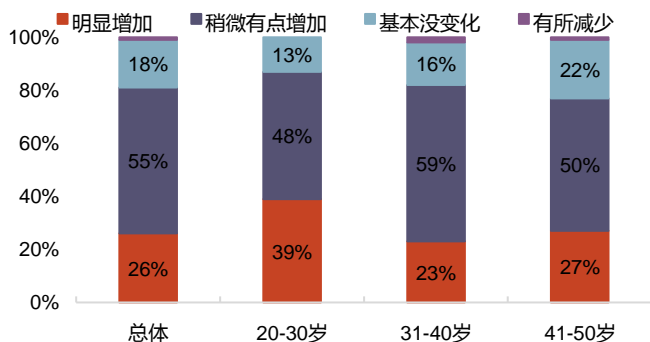


资料来源: 保乐力加官网

根据胡润 2017 年发布《中国威士忌消费报告》，威士忌在 30 岁以下年轻高净值饮用者中的消费涨幅更为明显，87% 的人 2015-2017 年增加了饮用频率，2018-2020 年仍会持续增加饮用频率的人群占比 78%。在国内常居的外国人以及归国留学生是威士忌的基础消费人群，未来随着威士忌的普及，威士忌的消费人群有望进一步扩大。

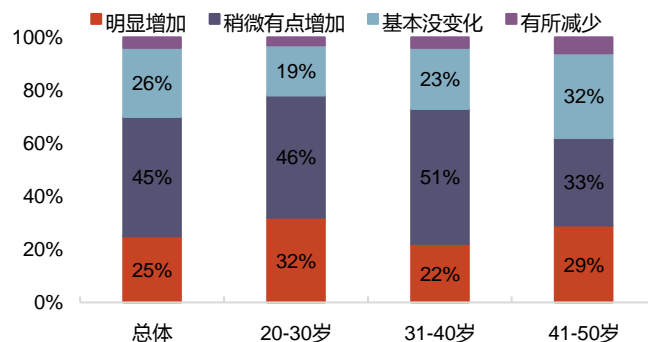
与威士忌酒相对比而言，威士忌系列预调鸡尾酒在价格、酒精度等方面更符合年轻消费群体的要求，预计会成为国内预调鸡尾酒市场的畅销产品。根据百润的发展规划和国内外烈酒供应状况，公司计划投资烈酒生产基地升级项目，为进入烈酒行业做好产品准备，并为预调鸡尾酒的发展预留更多的威士忌基酒。

图 50: 2015-2017 年饮用威士忌的频率的变化



资料来源: 胡润《中国威士忌消费报告》，光大证券研究所整理

图 51: 2018-2020 年饮用威士忌的频率的变化



资料来源: 胡润《中国威士忌消费报告》，光大证券研究所整理

2017 年，百润旗下的巴克斯酒业在横跨三大洲，走遍全球三十多个酒厂后，开始了崆州酒厂的建厂计划，截至 2020 年底，公司累计投资超过 5 亿元，酒厂已于 2021 年 5 月正式竣工，酒厂共分三期，二期是专门的威士忌和伏特加产线，总面积达 219 亩。

橡木桶是影响威士忌风味的重要因素之一，但是由于木桶难以获得，具备较高壁垒，同时储酒也需要一定时间，因此短期内威士忌较难投产。而公司通过双产线的协同布局，能够很好的缓解早期威士忌投产所带来的盈利压力。崆州酒厂将成为百润布局威士忌赛道，打造属于中国的优质威士忌酒基的重要推力。

图 52: 崂州酒厂效果图



资料来源: 百润官网

4、未来低酒精饮料市场展望

4.1、预调酒市场——市场空间与发展方向

➢ 市场规模预测——未来我国预调酒市场规模有望达到 300-500 亿元

1) 预测方法一：根据预调酒与啤酒比例预测

预调酒的出现，填补了部分不喜欢啤酒的消费者的饮酒空白。相对于预调酒，包括日本、美国、中国在内国家的啤酒市场已迈入成熟阶段，市场进入总量横盘阶段。我们认为可以用啤酒这一成熟品类作为基准去估算预调酒潜在量的空间。量的维度，2020 年日本/美国预调酒/啤酒分别为 32%/9%。假设保守/一般/乐观情景下我国预调酒/啤酒量的占比分别能达到 3.0%/4.5%/6.0%，则对应量有望达到 12.8/19.2/25.6 亿升，以 23,000 元/吨的吨酒价进行估算，分别对应 295/442/589 亿元的市场空间。

表 11：中国预调酒市场规模预测（根据预调酒与啤酒比例预测）

地区	预测情景	预调酒/啤酒量	啤酒市场量(亿升)	预调酒市场量(亿升)	吨酒价(元/吨)	预测市场空间(亿元)
日本	-	32%	49.23	15.8	37,032	586
美国	-	9%	226.90	20.4	32,333	661
中国	保守	3.0%	426.94	12.8	23,000	295
	中性	4.5%	426.94	19.2	23,000	442
	乐观	6.0%	426.94	25.6	23,000	589

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所预测

2) 预测方法二：根据核心 kol 进行预测

通过对日本预调酒市场的研究我们发现，20-34 岁女性群体往往是预调酒消费的主力军，也即核心消费群体，因此本文通过核心消费群体消费量*市场规模扩容系数的形式，首先预测核心消费群体最终可能形成的预调酒市场规模再对其进行男性及其他非核心消费群的系数扩充，并分为乐观/中性两种情形，最终对我国预调酒的市场规模预测分别为 488/325 亿元。

表 12：中国预调酒市场规模预测（根据核心 KOL 预测）

	乐观	中性
20-34 岁女性 (万人)	14,734	14,734
预测：年人均消费量 (L/人)	8.0	6.0
核心 KOL 销量 (万千升)	117.9	88.4
预调酒吨价 (万元/吨)	2.3	2.3
市场规模相对核心 KOL 扩容系数	1.8	1.6
预测市场规模 (亿元)	488.0	325.3

资料来源：CBNdata，光大证券研究所预测

➢ 预调酒酒精含量未来几何——3-5 度还是 7-8 度？

尽管预调酒在美日各国获得蓬勃发展，正是酒饮消费者特别是女性消费者对于低度微醺的需求增加所推动，但在预调酒产品内部，仍然存在不同酒精含量的分档和不同细分受众，各个预调酒厂商也积极布局高度预调酒，作为预调酒中极具特色的单品呈现给消费者。

2010 年以后，日本的预调酒发展较为成熟，以三得利为首的预调酒龙头推出了 Highball 产品（含威士忌的苏打水）和度数偏高的（7%-9%）的 strong 系列产品，高度数预调酒迅速成为推动日本预调酒行业进一步提速扩容的主要推动力，

行业发展焕发第二春。2019 年 Strong Zero 的销量是另一大单品和乐怡的 1.35 倍。

在美国，White Claw 进一步激活了预调酒市场，当前市场主流产品的酒精度数仍主要集中在 3%-5% 的“低度”区间。但作为美国预调酒市场的龙头企业，2021 年 4 月，White Claw 开始积极布局高度预调酒，推出“blood orange（血橙）”与“cranberry（酸蔓莓）”两种口味的 8 度新品，积极开拓消费者的潜在消费需求，以更好的弥补原有产品的市场缺位。

图 53：White Claw 8 度新品

WHITE CLAW® HARD SELTZER SURGE

8% alcohol, 2g sugar per 16oz can



BLOOD ORANGE

CRANBERRY

资料来源：White Claw 官网

未来中国预调酒的发展方向是无法预知的，但两种度数档位绝非相互替代，而是相互补充，共同满足覆盖消费者的口味和度数需求。以百润为首的预调酒厂商在紧跟 3-5 度微醺赛道的同时，也在积极布局 7-9 度高度预调酒以及威士忌预调酒产品，更丰富的产品有望进一步打开预调酒的整体市场。

5、盈利预测和估值

5.1、关键假设及盈利预测

我们对公司主营项目预调酒品类的两个核心品类，微醺以及炫彩瓶分别进行预测，我们估计 2020 年微醺/炫彩瓶和其他品类的收入分别为 10.0/4.0/3.2 亿元，我们认为大单品微醺有望继续保持较快增速，炫彩瓶有望继续保持稳定增长。我们预计 2021-2023 年微醺/炫彩瓶的营收增速分别为 60%/50%/40%以及 10%/10%/10%。由此得到预调酒整体 2021-2023 年收入增速预计分别为 41%/38%/33%。

表 13：百润预调酒板块主要业务营业收入（亿元）及 yoy（%）预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（预调酒）	12.8	17.1	24.1	33.3	44.3
yoy	22%	34%	41%	38%	33%
大单品微醺	5.9	10.0	16.0	24.0	33.6
yoy	87%	70%	60%	50%	40%
炫彩瓶	3.8	4.0	4.4	4.8	5.3
yoy	-9%	4%	10%	10%	10%
其他调味酒	3.1	3.2	3.8	4.6	5.5
yoy	0%	2%	20%	20%	20%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

我们分预调酒/食用香精/其他业务三个板块进行盈利预测，其中对公司营收贡献最大的预调酒业务 2021-2023 年的收入分别为 24.1/33.3/44.3 亿元。食用香精 2021-2023 年的收入分别为 2.2/2.4/2.6 亿元，其他业务收入分别为 0.2/0.4/0.5 亿元。

2021-2023 年公司整体收入预计分别为 26.6/36.1/47.5 亿元，同比增速分别为 37.9%/35.8%/31.6%。

表 14：百润主要业务营收（亿元）及毛利率（%）预测

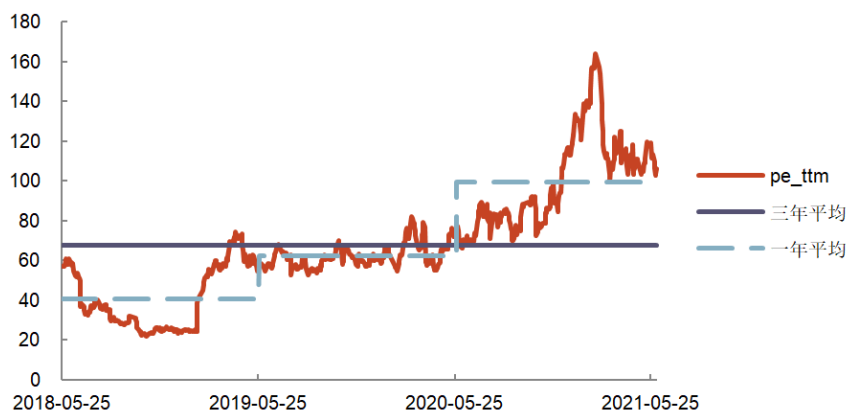
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	14.7	19.3	26.6	36.1	47.5
yoy	19%	31%	38%	36%	32%
预调酒（含气泡水）	12.8	17.1	24.1	33.3	44.3
yoy	22%	34%	41%	38%	33%
食用香精	1.8	2.0	2.2	2.4	2.6
yoy	0%	10%	10%	10%	10%
其他业务	0.08	0.16	0.24	0.36	0.54
yoy	74%	99%	50%	50%	50%
毛利率	68.3%	65.5%	65.9%	65.9%	65.9%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

5.2、历史估值法

截至 2021 年 6 月 4 日（权益分派前）百润股份的 PE 为 106x，略高于近一年平均 PE (ttm) 99x 水平。

图 54：2021 年 6 月 4 日（权益分派前）PE 估值略高于近一年平均水平



资料来源：WIND，光大证券研究所；截止日期：2021 年 6 月 4 日（权益分派前）

5.3、相对估值

参考啤酒/饮料行业巨头公司：重庆啤酒、华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、农夫山泉的估值水平，2021/2022 年平均 PE 分别为 60x/48x，2021 年 PEG 为 2.6x。百润股份的 PEG 略低于行业平均水平。给予百润股份行业平均 PEG 2.6x，则目标价为 99.5 元。

表 15：啤酒/饮料行业主要公司估值表

代码	价格	货币	EPS		PE		PEG	CAGR
			2021	2022	2021	2022		
	2021/6/8							
重庆啤酒 600132.SH	169.5	CNY	2.23	2.74	76	62	3.4	23%
华润啤酒 0291.HK	71.3	HKD	0.97	1.31	60	45	1.8	34%
青岛啤酒 600600.SH	110.2	CNY	2.03	2.46	54	45	2.5	22%
百威亚太 1876.HK	25.7	CNY	0.60	0.76	43	34	1.5	28%
农夫山泉 9633.HK	43.4	HKD	0.54	0.62	66	57	4.1	16%
Average					60	48	2.6	
百润股份 002568.SZ	82.5		1.07	1.46	77	57	2.2	36%

资料来源：WIND，光大证券研究所，HKD/CNY=0.82，USD/HKD=7.76，可比公司取自 WIND 一致预期，百润股份盈利数据为光大证券研究所预测

5.4、估值结论与投资评级

我们预计公司 2021-23 年的营业收入分别为 26.6/36.1/47.5 亿元，归母净利润分别为 8.06/10.93/14.74 亿元，对应 EPS 为 1.07/1.46/1.97 元。百润股份是预调酒市占率第一的品牌，公司穿越周期后锤炼出强大的消费品运作能力，以终端消费者为核心，做到人、货、场的匹配，成功打造出“微醺”大单品，并在积极布局下一个大单品。参考结合历史估值法和相对估值法，我们首次覆盖百润股份，给予“买入”评级，目标价 99.5 元。

6、风险提示

1、行业竞争激烈度边际加剧高于预期

行业当前正处于快速扩容阶段，如果出现边际竞争激烈度迅速增加，可能会影响百润作为头部企业的表现。

2、原材料价格上涨高于预期

包括包材在内的原材料价格如果出现了大幅上行，可能会对毛利率水平造成较大压制。

7、附录

附录 1: 2019 年日本 RTD 销量排行

排名	产品	产品特性	度数	制造商	图片	万箱	亿支(换算为350ml)	同比增长
1 (2)	Strong Zero	将新鲜水果急速冷冻到-196°C, 水果碎成粉末后, 再用来调酒, 尽可能保留水果本身鲜甜味道。	6-9	三得利		4100	7	7%
2 (1)	冰结	伏特加做基酒, 经典早摘系列柠檬口味采用幼期柠檬, 榨取成熟前的柠檬芳香, 尽量降低酸味。	4-9	麒麟		4034	6.9	4%
3 (4)	烧酎ハイボール	烧酒跟苏打水的组合, 甜度较低。	7	宝酒造		1810	3.1	15%
4 (3)	和乐怡	果汁、蒸馏酒和苏打水等原料混合而成, 加入水果等调味、酒精度更低, 在女性消费者中格外受欢迎。	3-4	三得利		1740	3	8%
5 (5)	本搾り	无添加, 不含糖、香料和酸化剂, 可以享受只有果汁和酒的本味。	4-6	麒麟		1200	2.1	11%
6 (new)	こだわり酒場のレモンサワー	精心挑选整个柠檬, 以独特的黄金比例混合多种原酒, 用酒的味道和口感增强柠檬的味道。	7	三得利		978	1.7	-
7 (7)	KIRIN The STRONG	烧酒和苏打水制成, 酒精含量为 9%, 用 2%柠檬汁进行调味, 降低了甜度, 让口感更加均衡。	9	麒麟		930	1.6	24%
8 (6)	もぎたて	选用新鲜采摘水果在 24 小时内挤压成汁制成, 酒精含量为 9%, 果汁含量为 1%, 可享受到水果的浓郁及特别的新鲜感。	9	朝日		578	1	-25%
9 (9)	99.99	纯度高达 99.99%的伏特加作基地调制而成的鸡尾酒, 有一股清新的柠檬味, 口感顺滑。	9	札幌啤酒		463	0.8	94%
10 (8)	贅沢搾り	奢侈果实烧酒, 主打一瓶酒使用 1/2 颗以上果实的果汁, 不添加人工甜味剂, 糖分和热量都很低。	4	朝日		418	0.7	-2%

资料来源: Euromonitor, 日本三得利官网, 光大证券研究所整理 注: 1 箱=24 瓶 X250ml

附录 2：百润股权结构集中，公司运营稳定（2021 年 5 月）



资料来源：WIND，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,468	1,927	2,657	3,609	4,749
营业成本	466	665	906	1,231	1,620
折旧和摊销	71	92	117	135	156
税金及附加	72	100	138	188	247
销售费用	429	428	505	686	855
管理费用	90	101	133	180	237
研发费用	64	64	80	108	142
财务费用	-5	-8	-3	-4	-4
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	391	672	1,002	1,361	1,838
利润总额	381	675	1,007	1,366	1,843
所得税	81	139	201	273	369
净利润	300	535	806	1,093	1,474
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	300	536	806	1,093	1,474
EPS(按最新股本计)	0.58	1.00	1.07	1.46	1.97

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	530	723	957	1,253	1,713
净利润	300	536	806	1,093	1,474
折旧摊销	71	92	117	135	156
净营运资金增加	139	167	457	638	711
其他	20	-71	-422	-613	-628
投资活动产生现金流	-366	-385	-277	-320	-320
净资本支出	-366	-385	-270	-320	-320
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	0	-7	0	0
融资活动现金流	-321	676	-264	4	4
股本变化	-12	16	214	0	0
债务净变化	-10	0	0	0	0
无息负债变化	67	110	181	199	291
净现金流	-156	1,014	416	936	1,397

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	68.3%	65.5%	65.9%	65.9%	65.9%
EBITDA 率	31.3%	39.3%	42.1%	41.4%	42.0%
EBIT 率	26.4%	34.5%	37.7%	37.7%	38.7%
税前净利润率	25.9%	35.0%	37.9%	37.8%	38.8%
归母净利润率	20.5%	27.8%	30.3%	30.3%	31.0%
ROA	11.7%	13.8%	17.5%	18.5%	19.2%
ROE (摊薄)	15.0%	16.6%	21.5%	22.5%	23.3%
经营性 ROIC	12.1%	17.4%	21.9%	24.3%	27.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	22%	17%	18%	18%	17%
流动比率	1.64	2.81	2.85	3.37	3.84
速动比率	1.46	2.65	2.68	3.18	3.65
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,562	3,887	4,606	5,897	7,662
货币资金	488	1,503	1,919	2,855	4,252
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	118	107	148	201	264
应收票据	0	3	0	0	0
其他应收款 (合计)	18	20	28	38	50
存货	90	105	145	197	259
其他流动资产	82	73	109	157	214
流动资产合计	809	1,827	2,369	3,476	5,077
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,180	1,125	1,241	1,405	1,543
在建工程	93	484	457	433	414
无形资产	192	234	249	264	279
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	74	25	33	33	33
非流动资产合计	1,752	2,060	2,237	2,421	2,586
总负债	558	669	849	1,048	1,339
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	269	371	505	687	904
应付票据	1	1	0	0	0
预收账款	32	0	0	0	0
其他流动负债	72	84	84	84	84
流动负债合计	494	651	831	1,030	1,321
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	64	18	18	18	18
非流动负债合计	64	18	18	18	18
股东权益	2,003	3,218	3,757	4,849	6,324
股本	520	536	750	750	750
公积金	1,329	2,382	2,249	2,340	2,340
未分配利润	165	311	769	1,770	3,245
归属母公司权益	2,001	3,216	3,755	4,847	6,321
少数股东权益	2	2	2	2	2

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	29.22%	22.22%	19.00%	19.00%	18.00%
管理费用率	6.11%	5.23%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用率	-0.37%	-0.41%	-0.11%	-0.10%	-0.08%
研发费用率	4.34%	3.31%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税率	21%	21%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.02	1.35	1.28	1.67	2.28
每股净资产	3.85	6.00	5.01	6.46	8.43
每股销售收入	2.82	3.60	3.54	4.81	6.33

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	143	83	77	57	42
PB	21.4	13.7	16.5	12.8	9.8
EV/EBITDA	94.7	58.2	55.2	41.1	30.5
股息率	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE