

百润股份 (002568. SH)

成长期远未结束

评级:

评级: 增持

目标价格:

最新收盘价: 68.22

股票代码: 002568

52 周最高价/最低价: 141.94/56.21

总市值(亿) 511.57

自由流通市值(亿) 349.35

自由流通股数(百万) 512.09



分析师: 寇星

联系人: 刘来珍

邮箱: kouxing@hx168.com.cn 邮箱: liulz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

主要观点

- ▶ **成功打造居家独饮场景引领RIO二次崛起。**2013-2015年RIO销售额快速增长以及此后迅速回落更多是大力度品牌营销形成的类“网红”现象。2019年以来RIO实现二次崛起的关键是成功塑造了居家独饮消费场景，打造了微醺系列。微醺系列的成功不是单一产品系列的偶然走红，而是涉及到消费场景塑造、子品牌精细化营销、有节奏的新品研发上市以及稳健的渠道覆盖的系统性能力提升。
- ▶ **RIO成长期远未结束，发展路径更加清晰。**借鉴日本经验，中国低度酒市场仍有较大可拓展空间，RIO的发展路径是围绕核心消费者分年龄段进行子品牌布局、场景教育和产品渗透。我们认为定位于18-23岁年龄段的微醺系列通过继续增加渠道覆盖和产品迭代将保持较快增长；定位于更高年龄段的清爽系列目前已处于渠道铺货阶段，借助高性价比以及气泡饮品的消费者培育有望实现较快发展；公司推出梅酒新品类，储备Highball、洋酒，品类多元化发展路径逐步清晰。结合渠道渗透和区域覆盖情况，RIO的成长阶段远未结束。
- ▶ **行业竞争属于良性。**2H19以来行业竞争者增多，但普遍较为谨慎，体现为低度酒细分领域百花齐放，避开与RIO在预调鸡尾酒领域的正面竞争。我们认为多数创业品牌并不具备长期发展潜力。大型饮料、酒企跨界进入更多是扩展产品线而非系统性大力投入，短期并不具备威胁。在低度酒领域，RIO仍然具备较深的护城河。
- ▶ **盈利预测：**预计2021-23年公司总收入27.1/35.8/46亿元，归母净利润8/10.4/13.29亿元，EPS 1.05/1.33/1.69元。2021/12/9股价68.22元对应2022年P/E为51倍，我们认为公司仍处于成长前期阶段，首次覆盖，给予增持评级。
- ▶ **风险提示：**新品销售不及预期；市场竞争加剧影响短期销售；食品安全事件。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,468	1,927	2,711	3,583	4,600
YoY (%)	19.4%	31.2%	40.7%	32.2%	28.4%
归母净利润(百万元)	300	536	789	999	1,269
YoY (%)	142.7%	78.3%	47.3%	26.6%	27.1%
毛利率 (%)	68.3%	65.5%	66.5%	67.3%	67.4%
每股收益 (元)	0.40	0.71	1.05	1.33	1.69
ROE	15.0%	16.6%	22.7%	27.1%	30.8%
市盈率	170.31	95.52	64.84	51.23	40.30



目录
CONTENTS

01 RIO “前半生”

02 何以二次崛起？

03 现处何处及未来前景？

04 盈利预测、风险提示

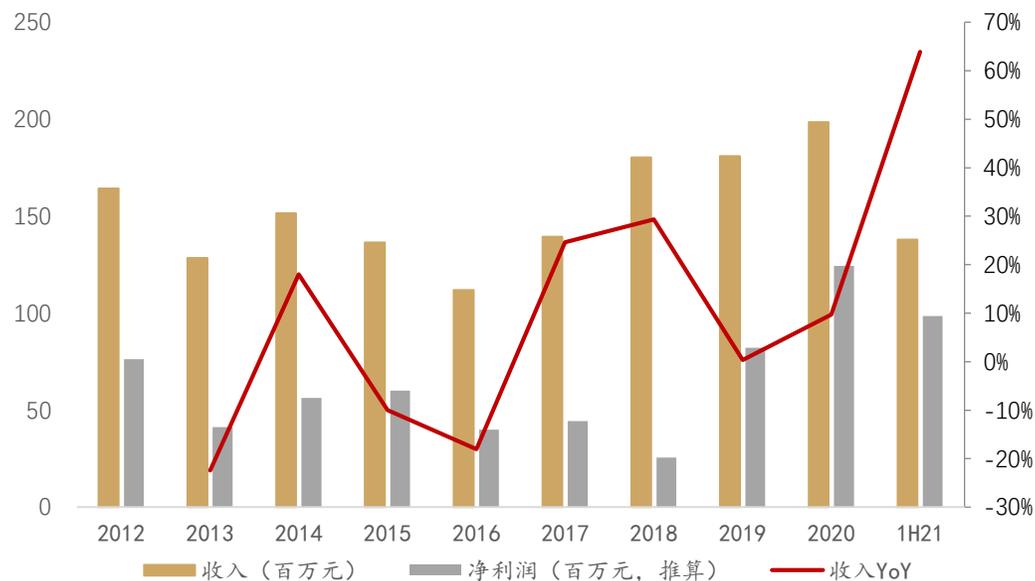


RIO的“前半生”

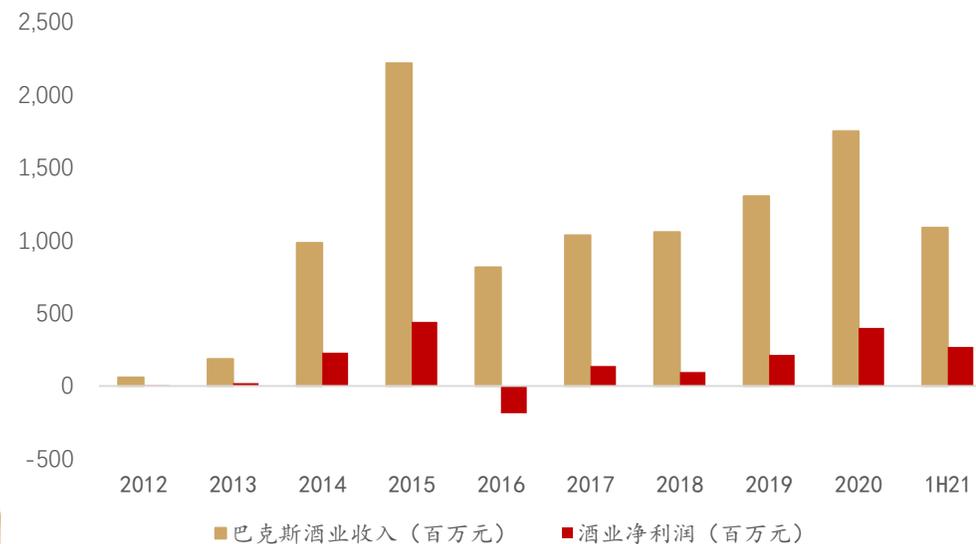
1.1 从2B模式走向2C

- 百润公司成立于1997年，总部位于上海，2011年上市。
- **香精香料业务**自公司创立经营至今，产品主要是食用香精，属于2B业务，下游客户包括食品工业企业和烟草企业。该业务专业化、细分化程度较高，近几来业务规模相对稳定、盈利水平较高。2020年香精香料业务在公司总收入占比10%、净利占比约23%，1H21因下游客户细分需求增强收入增加。
- 2015年以55.6亿元价格将经营**预调鸡尾酒业务**的巴克斯酒业重组进入上市公司。预调鸡尾酒业务属于2C业务，此后经历了一轮大幅销量波动。

图表1：公司香精香料业务收入和利润情况



图表2：巴克斯酒业收入和利润情况



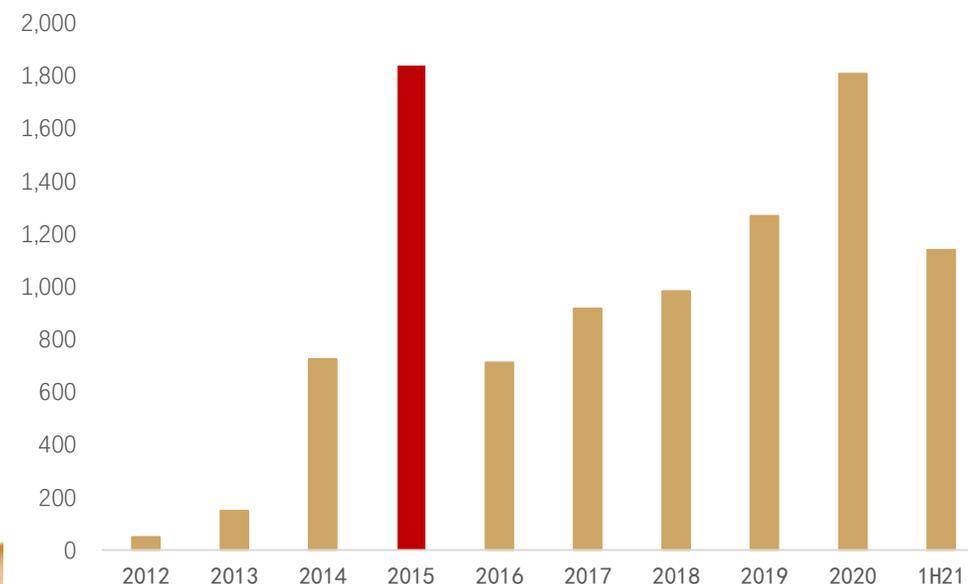
1.2 巴克斯酒业发展经历大幅波动

- ▶ 百润公司创始人刘晓东先生2002年创新推出灌装生产的鸡尾酒产品，2003年成立子公司巴克斯酒业经营预调鸡尾酒业务，创立锐澳（RIO）预调鸡尾酒品牌。
- ▶ 2009年由于预调鸡尾酒业务仍处于培育期、巴克斯酒业财务状况不佳、公司筹划上市等原因，公司将其剥离，以100元价格转让给公司股东刘晓东、柳海彬等17人。
- ▶ 2011年以后国内预调鸡尾酒市场进入快速成长期，巴克斯酒业销售规模在2013-2014年爆发式增长，2015年以55.6亿元价格重组进入上市公司，并设置业绩补偿条款。
- ▶ 在大力度广告营销助推下，尝鲜式需求主导的爆发式增长很快遇到复购问题，叠加市场无序竞争等因素，3Q15开始巴克斯酒业销售下降，渠道库存高企。2016-2018年公司着力消化渠道库存、收缩市场渠道。通过深度复盘上一轮失败经验，逐步提高产品力、调整品牌营销打法、夯实数字化系统建设、同时坚持产能建设等多方面内功修炼，2H19开始巴克斯酒业销售额开始环比提升，目前处于新一轮快速成长期。

图表3：巴克斯酒业业绩承诺补偿情况

(万元)	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
净利润预测数	22,166	38,308	54,434	70,644
实际净利润	22,300	41,394	-23,134	12,497
完成比例	101%	108%	-42%	18%
回购补偿股份数量 (万股)			23,080	18,050

图表4：预调鸡尾酒（含气泡水）销售量（万箱）



1.3 国内预调鸡尾酒行业发展历程

- ▶ 1997年古巴烈酒巨头百加得进入中国市场，在上海设厂推广**冰锐 (Breezer)** 品牌预调酒，在夜场销售
- ▶ 2000年起，**英国红广场 (RedSquare)** 等欧美品牌陆续进入中国
- ▶ 2003年底巴克斯酒业在上海成立，推出**RIO (锐澳)** 品牌预调酒，酒精度数3.8度，期初单瓶价格在20元，后调整至30元，在夜场销售
- ▶ 由于定价以及啤酒、饮料厂商的竞争，冰锐在夜场屡屡受挫，2008年百加得转向在**电商平台**销售，价格压至10元/瓶，2008年销量超过3000万瓶
- ▶ 2008年，RIO复制冰锐的电商策略，进驻淘宝、京东、苏宁等电商平台，并将产品定位为“**小姐妹聚会的青春小酒**”。2010年，RIO实现1000万元+销售额
- ▶ 2010年前后，RIO招募经销商，通过经销商**进入大卖场、便利店、进口高端超市**，RIO采取**一级经销原则**，1个城市1个经销商。同时，冰锐也进军卖场，冰锐采用区域大经销商、多级分销制。起初，冰锐多级分销制发展较快，迅速抢占一线城市卖场；RIO仅进入华润、家乐福等数量有限的卖场
- ▶ 2012年前后，由于冰锐多级经销商管理混乱，各地串货严重、假货难辨，销售额大幅下降。RIO抓住机会，抢占了全国商超渠道。冰锐则调整渠道，抢占夜场和大型餐饮渠道。当年RIO实现销售收入5881万元，冰锐约4.6亿元
- ▶ 2013年前后，RIO进行了口味扩充、开发了发光瓶等新SKU，**推出易拉罐装**，罐装为健力宝代工
- ▶ **五粮液、古井、山西汾酒、洋河、泸州老窖、汇源、黑牛等多家企业数十个品牌也进入鸡尾酒市场。同时有大量山寨产品。市场竞争混乱，产品价格下滑至5元、3元**
- ▶ 2013年-2014年，RIO开启品牌建设，**面向全国推出大学生广告节创意大赛**，聘请**周迅做代言人**，重金在东方卫视投放广告。RIO重金赞助综艺跑男，2014年收入猛增至9.82亿元。此后，RIO赞助了十余部电视剧
- ▶ 2015年3月，**百威英博推出“魅夜”预调酒**，聘请吴亦凡为代言人，首批在高级KTV与Club出售
- ▶ 2015年11月，**青岛道格拉斯洋酒公司**（英国威士忌生产商Douglas Laing & Co., Ltd在中国的合作伙伴）推出AK47，聘请跑男郑凯做代言，主打“男人鸡尾酒”

1.3 国内预调鸡尾酒行业发展历程

- 2016年10月，微酒报道冰锐已停产
- 2017年5月，青岛道格拉斯洋酒公司破产重组
- 2017年前后，杰克丹尼推出威士忌预调鸡尾酒
- 2018年6月黑牛食品重大资产重组，公司更名为维信诺
- 2018年12月，三得利旗下和乐怡（HORYOI）正式进入中国
- 古井贡酒2014年设立的百味露酒，目前公司状态为已注销

国外百年酒企

百加得冰锐



英国Halewood推出的红广场



杰克丹尼预调酒



百威英博魅夜



创业品牌

RIO



青岛道格拉斯推出的AK-47男人鸡尾酒



进口品牌

日本三得利和乐怡



食品、酒企跨界

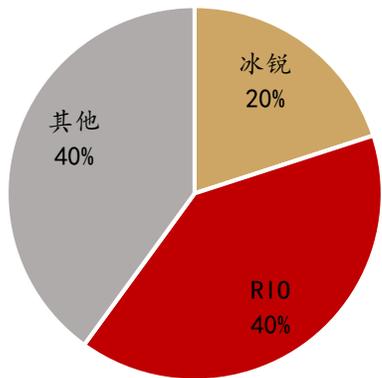
黑牛食品TAKI预调酒 泸州老窖超体



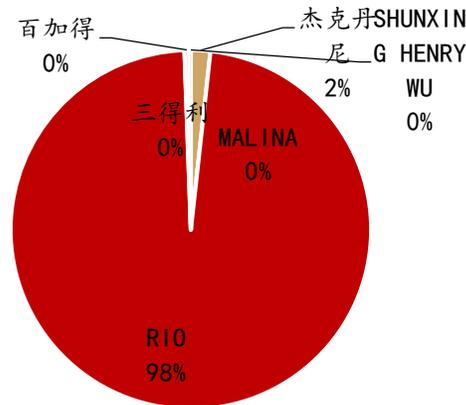
山寨产品



图表5: 2014-2015年初预调鸡尾酒市场份额



图表6: 2021年1-9月预调鸡尾酒市场份额



2

何以二次崛起？

2.1 如何定位预调鸡尾酒？

- ▶ 消费人群定位较为清晰。预调鸡尾酒是一种酒精饮料，RIO将目前消费群体其定位于18-25岁的年轻人，相对于成熟的白酒、葡萄酒、洋酒、啤酒的主要消费人群集中在30岁+、偏男性，消费人群定位差异是比较清晰的。
- ▶ 消费场景定位转换实现二次崛起。中国人主要是社交饮酒，RIO前期的定位也是按此思路定位于年轻人的聚会用酒，但并没有产生有效的复购。此后公司推出微醺系列，将其定位于居家独饮场景，才真正实现了RIO的二次崛起。

图表7：主要酒饮消费人群画像

白酒饮酒人群画像

性别分布	75% 男性 25% 女性
平均年龄	37岁
婚姻状况	92% 已婚
购买频率	28% 每月 30% 每季度 10% 每半年 31% 按需购买
平均消费价格	600元（五成以上集中在500-1,000元）
主要消费场景	宴请、送礼
重点考虑因素	口感、品牌、度数、年份
青睐的品牌	五粮液、茅台、剑南春

洋酒饮酒人群画像

性别分布	53% 男性 47% 女性
平均年龄	34岁
婚姻状况	85% 已婚
购买频率	14% 每月 28% 每季度 19% 每半年 38% 按需购买
平均消费价格	750元
主要消费场景	送礼、收藏
重点考虑因素	口感、品牌、洋酒种类、产地、价格
青睐的品牌	轩尼诗、人头马、芝华士

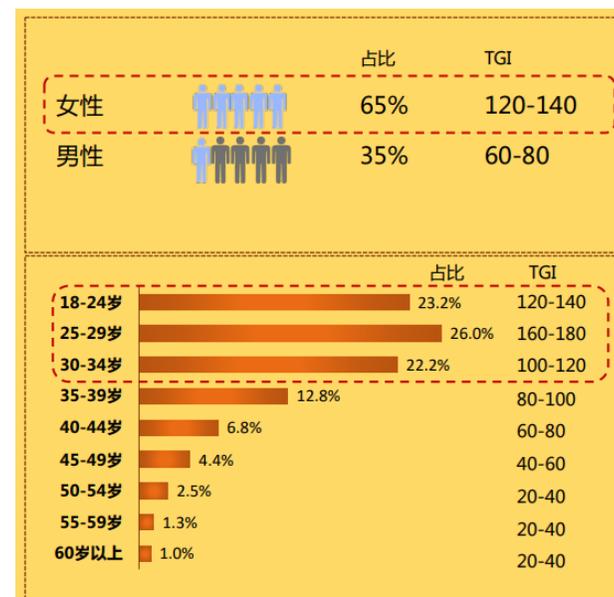
葡萄酒饮酒人群画像

性别分布	49% 男性 51% 女性
平均年龄	34岁
婚姻状况	86% 已婚
购买频率	42% 每月 29% 每季度 6% 每半年 23% 按需购买
平均消费价格	500元
主要消费场景	自饮、宴请、收藏、送礼
重点考虑因素	口感、品牌、葡萄种类、产地、年份
青睐的品牌	拉菲

啤酒饮酒人群画像

性别分布	55% 男性 45% 女性
平均年龄	34岁
婚姻状况	87% 已婚
购买频率	51% 每月 8% 每季度 6% 每半年 35% 按需购买
平均消费价格	21元
重点考虑因素	口感、品牌、麦芽汁浓度
青睐的品牌	百威、青岛、嘉士伯

图表8：2020天猫低度潮饮消费者画像（预调鸡尾酒、果酒等）

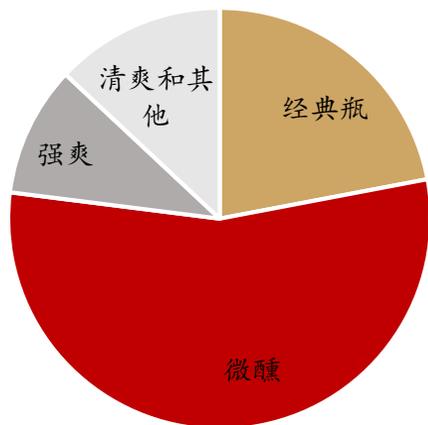


低度潮饮 Alco-pop VS. 啤酒 & 白酒

自主掌控：自发的选择，由自己掌控饮酒体验
 文化含义：Chill / 享：放松状态下的选择，可以一个人喝也可以与朋友一起，无需特殊理由
 饮用场合：好喝：甜，易入口的低门槛愉悦体验
 口味体验：VS. 被动营业：有时会迫于社交压力，喝多少、怎么喝是不完全可控的
 文化含义：局：需要由头，有一定的社交礼仪，有仪式，有规矩
 饮用场合：懂品：要懂酒才能品出好味道；对于饮酒小白而言尤为苦涩、刺激
 口味体验

2.2 RIO的产品线

图表9: RIO分产品收入占比预计 (2021E)



梅酒: 12.5度; 37元/150ml; 匠心口感



清爽系列: 5度; 5.8元/罐; 23-28岁, 下线城市



微醺系列: 3度; 7-8元/罐; 18-23岁年轻女生; 独处、放松场景; 微醺, 一个人的小酒



本味系列: 5度; 13.8元/瓶; 25-40岁, 轻熟女性、男性; 独饮; 高品质, 无添加



强爽系列: 8度、9度; 12-15元/罐; 30岁+男性、轻熟女性; 配餐场景; 一罐到位

RIO经典系列: 3.8-4.2度; 13-15元/瓶; 18-25岁年轻人; 聚会场景; 多彩, 潮流, 有逼格

2003年

2016年

2017年

2018年

2019年

2020年

2021年

2.3 RIO经典系列为什么遭遇挫折？

重要改款

2014年的RIO



2016年6月，RIO首次升级
(包装、口味)



2020年5月，RIO经典瓶全面升级
(新包装、新口味、新酒劲)



2021年9月，RIO经典霓虹焕新



花样创新

2014年10月
RIO×HelloKitty



2015年10月，RIO
咩咩瓶和果子瓶



2016年8月，RIO和里约
联名限量涂鸦瓶



2017年7月，“春风十里不如你”
“限量瓶”



2018年6月，RIO×六神
花露水味



2019年5月，RIO×英雄墨水
联名鸡尾酒



2019年8月，RIO榴莲新
口味



2.3 RIO经典系列：模糊的场景定位和粗放式品牌营销

图表11：历年大学生广告节艺术学院奖大赛RIO命题单

	第十一届（2013年）	第十二届（2014年）	第十三届（2015年）	第十四届（2016年）
产品名称	RIO 鸡尾酒	RIO 鸡尾酒	RIO 鸡尾酒	RIO锐澳鸡尾酒
广告主题	My Colorful World	My Colorful World, Let's Rio		RIO鸡尾酒 好喝 好玩
品牌调性	乐观自在、自由自我、时尚个性、随和善于社交	自由、时尚、口味多多、体形婀娜、有型健康、乐观阳光	轻松、自在、快乐、时尚、阳光、健康、打破常规、一点点小坏	轻松自在 年轻活力 丰富多彩 热力洒脱 时尚新潮
传播/营销目的	1. 鼓励消费者以乐观的心态去对待生活，活出一个多彩的自我人生； 2. 让RIO的多种创新口味和个性瓶形多彩外表成为一个新时尚的lifestyle，吸引厌恶老土单一没新意的啤酒客； 3. 让RIO成为展示他们自我的个性饮料； 4. 让更多人爱上RIO。	想让我这不同口味的色彩和健康时尚的味道让顾客们喜欢，然后能让大学生小伙伴们感受到我年轻、阳光的感觉，然后再能带动她们在不同的场合让我陪伴跟我玩游戏	通过不同的方式与受众群进行真正的深度沟通交流（平台交互、打入不同兴趣圈、线上线下活动、装置、广告等），使目标群对品牌产生立体式体验。	1. 感到考试、生活有 压力 ？不能随心所欲？开瓶锐澳吧，不管是挂科烦恼，失恋烦恼还是工作烦恼，多彩美味的RIO都能帮你把各种 烦恼 通通都抛掉。 2. 随时随地，想到了RIO 就想到了“你”，想到RIO就想到了“嗨”，独嗨嗨不如和“你”一起品味美酒，一起嗨。 3. 聚会非要在酒吧？餐厅？还是哪里？从现在起，只要有 RIO哪里都是聚会场地 ，锐澳就是这样超自在，小酒喝起来，趴地搞起来，随时随地，随心所欲，好喝好玩。 4. 让每一个拥有RIO的人都有“RIO好喝 好玩”的感觉。
企业/产品简介	年轻的代言者；国内 低度休闲酒 的领军者； 时尚 的创造者；国内低度休闲酒唯一的专业生产者；即将成为中国第一个低度休闲酒传奇的缔造者，我们是RIO，JUST RIO!我们有： 覆盖全国的拥趸 ，充满 color 的 产品线 ，安全可信的质量认证。我们要：Color my world, Color your world, Color all the world!!!	国内预调鸡尾酒品牌的缔造者和领军者，拥有众多口味！ 选材了世界顶级洋酒 作为酒基；洋酒与果汁的黄金配比混搭， 3.8° 微微醉意	派对上的“Cheers!”压力后的“Relax!”独处时的“Peace!”恋爱时的“Sweetheart!”日常中的“break”奋斗时的“ganbade!”迷茫时的“be yourself”在人生任何处境中的“Stay positive!”；只要有RIO在的地方，都会充斥着 轻松满溢的氛围 ，身处其中的人们都感到自在与欢愉。	RIO是国内预调鸡尾酒品牌的缔造者及领导品牌。RIO致力于调制满足亚洲人口味的鸡尾酒，也在传递一种轻松多彩的生活态度。 RIO是果汁与洋酒的跨界产品，既具有果汁的清甜口味，碳酸饮料的清爽口感，酒精的微醺体感，是 年轻一代全新酒类选择 。 RIO根据消费者对不同口味的喜好，选材全球优质洋酒作为酒基，搭配指定产地的果汁，推出不同酒精度、不同水果、不同洋酒的 多种产品 ， 总有一款适合你 。
目标消费人群	佳人才子，年轻新势力，时尚引领者，乐于接受新事物，敢于尝试所有可能，希望彰显自我的 年轻众 卿家	八零、九零 的各位亲	18-25岁，90后 ，追求自我，乐观、勇于尝试新事物，引领 潮流的年轻人	18-25岁，90后 ，追求自我、热力、洒脱、积极阳光的消费群体
主要竞争者	啤酒	啤酒	相似竞争品类：啤酒、果汁、碳酸饮料（希望年轻人去尝试并拥抱一个全新的品类） 直接竞品：百加得冰锐、Taki、卡波纳	百加得冰锐

2.3 RIO经典系列：模糊的场景定位和粗放式品牌营销

➤ 2012年：电视剧植入

- ✓ 2012年11月，RIO赞助热门青春喜剧《爱情公寓》

➤ 2013年：品牌代言人、综艺赞助

- ✓ 2013年7月，聘请周迅为代言人，拍摄色彩主题广告片
- ✓ 赞助深圳卫视推出的明星真人秀综艺节目《男左女右》

➤ 2014年：新媒体合作，电视剧植入，校园活动，综艺赞助，电影赞助

- ✓ 2014年2月，RIO购买爱奇艺首页广告banner给消费者作为告白平台；5月，买赠爱奇艺会员活动
- ✓ 2014年3月，第12届大学生广告艺术节学院奖命题单位（从2011年开始连续赞助至今）
- ✓ 2014年4月，植入韩国刑侦剧《Three Days》
- ✓ 2014年5月，巴西世界杯期间，RIO鸡尾酒在全国2000所大学派送彩色足球
- ✓ 2014年7月，赞助电视剧现代爱情穿越剧《步步惊情》（吴奇隆、刘诗诗、孙艺洲、蒋劲夫主演）、都市爱情偶像剧《杉杉来了》（赵丽颖主演）、医学爱情谍报韩剧《Doctor异乡人》、刑侦韩剧《你们被包围了》
- ✓ 2014年7月，赞助热门综艺快乐大本营
- ✓ 2014年8月，赞助湖南卫视综艺《我们都爱笑》，江苏卫视偶像团综访谈节目《最强天团》
- ✓ 2014年9月，植入都市爱情剧《把爱带回家》
- ✓ 2014年10月，RIO特约播出浙江卫视热门综艺《奔跑吧兄弟》第一季；2015年4月，又合作了第二季
- ✓ 2014年11月，植入赵宝刚执导的青春医疗职业剧《青年医生》
- ✓ 2014年12月，赞助校园爱情电影《匆匆那年》（彭于晏、倪妮、郑恺等主演）

图表12: RIO植入电视剧《爱情公寓》



图表13: RIO植入电视剧《何以笙箫默》



图表14: RIO赞助综艺《奔跑吧, 兄弟》



2.3 RIO经典系列：模糊的场景定位和粗放式品牌营销

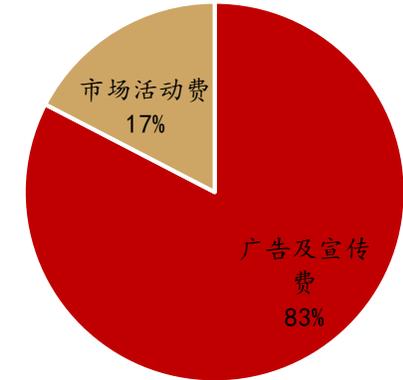
► 2015年：电视剧植入、综艺赞助、品牌代言人、新媒体合作

- ✓ 2015年1月，赞助热门电视剧都市情感剧《何以笙箫默》（钟汉良、唐嫣主演）
- ✓ 2015年6月，植入浙江卫视都市情感剧《两生花》（刘恺威、王丽坤主演）
- ✓ 2015年7月，赞助湖南卫视综艺《天天向上》；植入江苏卫视都市情感剧《加油吧实习生》
- ✓ 2015年7月，与百度输入法合作
- ✓ 2015年8月，签约杨洋、郭采洁启动双代言人模式。这次RIO鸡尾酒一改以往单纯的colourful印象，强调轻松自在的品牌调性“RIO在，超自在”；9月新广告片上线

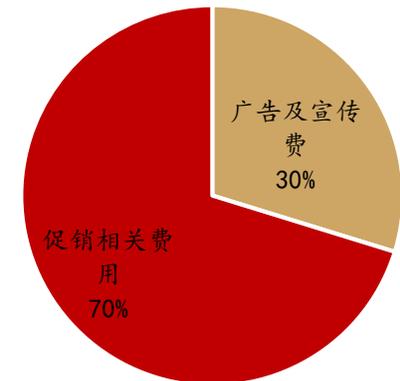
► 2016年：冠名新媒体综艺、品牌代言活动、电视剧植入、大学生活动

- ✓ 2016年1月，RIO冠名爱奇艺出品的热门说话类真人秀综艺《奇葩来了》
- ✓ 2016年4月，里约奥运会杨洋为中国首棒火炬手、郭采洁也受邀参加奥运会圣火传递，作为品牌代言人，RIO借势宣传
- ✓ 2016年7月，RIO与优酷合作，“中国新歌声，优酷免广告，RIO来买单”。8月，买赠优酷7天。
- ✓ 2016年8月，赞助品牌代言人杨洋主演的热门青春言情剧《微微一笑很倾城》
- ✓ 2016年12月，植入韩国爱情奇幻剧《孤单有灿烂的神-鬼怪》、时尚都市爱情剧《放弃我、抓紧我》（王凯、陈乔恩主演）、湖南卫视金鹰剧场都市职场爱情剧《亲爱的翻译官》（杨幂、黄轩主演）

图表15：百润2015年广告宣传及市场活动费用投入结构



图表16：青岛啤酒2015年广告宣传及市场活动费用投入结构

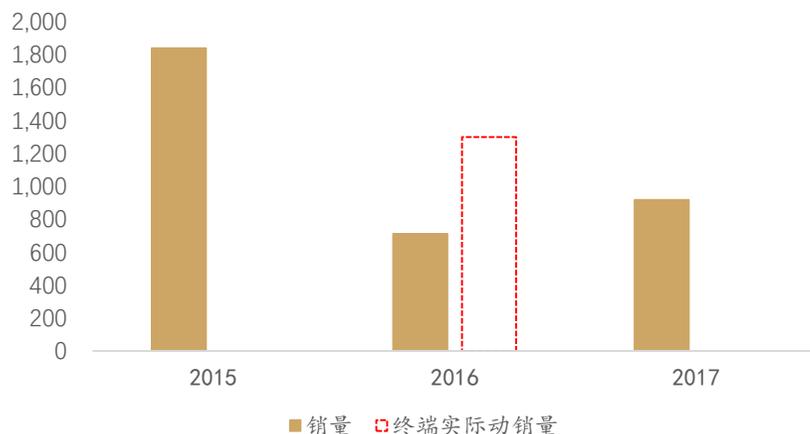


2.4 本味系列为什么没有成功？

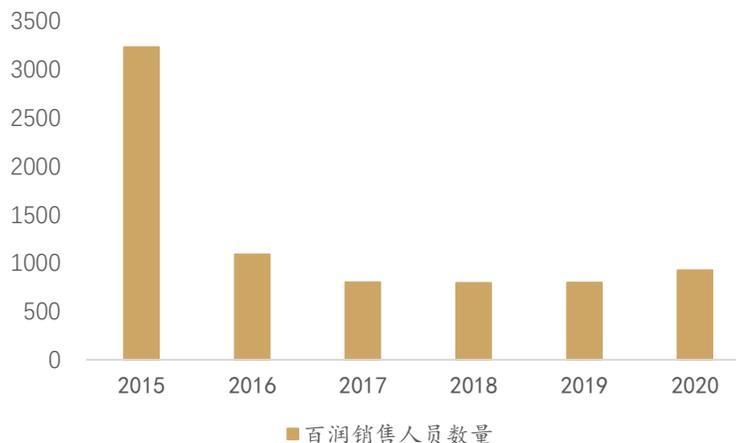
➤RIO本味系列是2016年4月推出，包含2种口味，灵感源自于1920年的螺丝起子鸡尾酒。螺丝起子是一款配方简单、口感纯正细腻、非常畅销、适合女性饮用的鸡尾酒。本味系列产品强调高品质的好喝感，主打独处场景。RIO从本味系列开始有意识打造独处饮酒场景，但RIO本味未能走出日后如微醺系列的成功，目前在RIO收入中占比不足5%。其中最主要的原因是2016年-2017年公司整体处于收缩调整过程中，包括：

- ✓ **渠道收缩调整。**2015下半年开始RIO销售遇冷，导致渠道库存高企，2016年公司处于艰难的去库存和渠道调整过程中。2016年公司出货量712万箱，实际终端动销在1300万箱左右。2013-2015年伴随大力度广告投放，公司快速推进渠道下沉，下沉到四五线城市及以下市场，高峰期全国销售网点达到约80万家。2016年开始收缩市场至一二线城市，收缩流通渠道重点放在效率高的现代渠道。在渠道库存高企、渠道收缩调整的过程中，推新品难度较大。

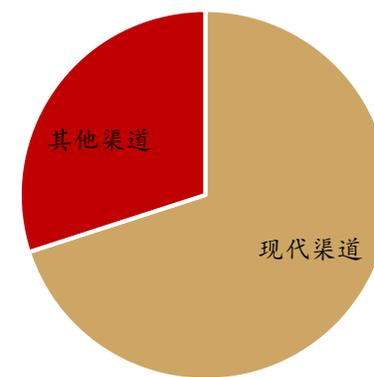
图表17：2016年RIO处于去库存过程中（单位：万箱）



图表18：公司销售人员数量变化



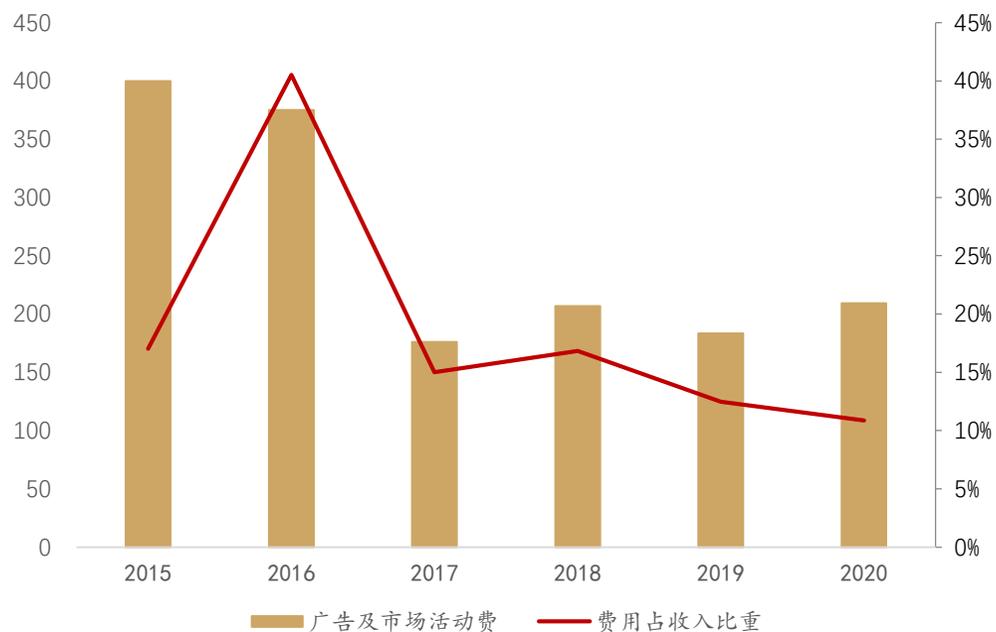
图表19：2017年公司分渠道收入占比



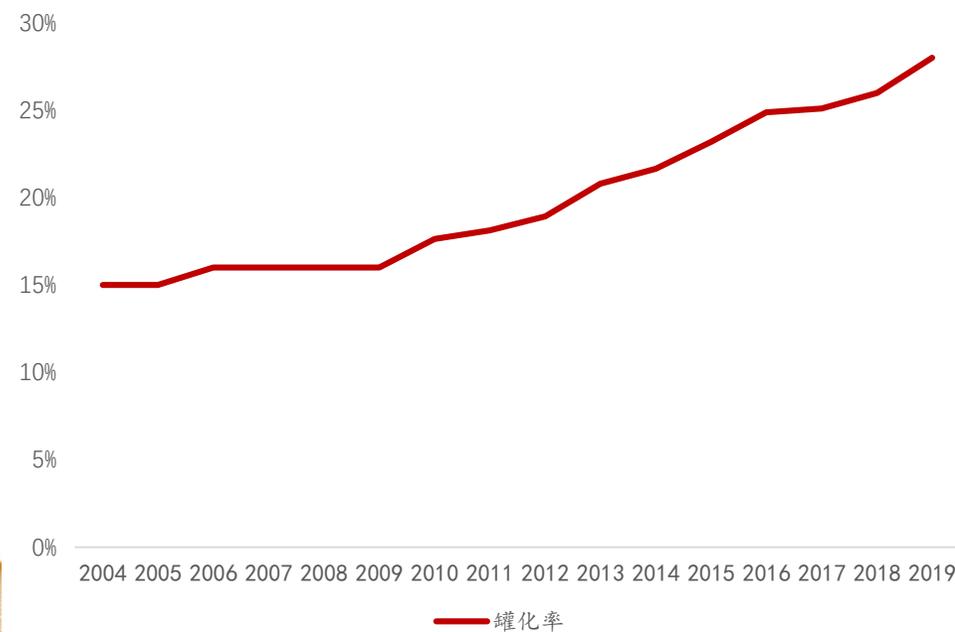
2.4 本味系列：开始探索独饮场景，但时机未到

- ✓ **广告营销费用缩减。**2015年公司销售费用9.22亿元，费用率达39.2%，其中广告宣传及市场活动费用4亿元。2016年广宣及市场费用下降至3.75亿元，2017年进一步降低至1.76亿元。费用收缩影响本味系列的推广，本味系列仅在赞助的少量综艺和电视剧有露出，并未单独找代言人拍摄广告宣传。我们认为更重要的是，本味系列要开辟独饮新场景，而公司对于这个场景的消费者教育尚未形成系统性的思路。
- ✓ 除此之外，瓶装、口味少、较竞品价格高等也限制了日常饮用习惯的形成，向成熟女性的消费群体延展也缺乏积累和投入。

图表20：公司广告及市场活动费用投入



图表21：中国啤酒罐化率



2.5 强爽系列：餐饮渠道开拓任重道远

- 2016年4月，RIO推出强爽系列，起初的定位是“这是属于男人的够味鸡尾酒”。2017年针对餐饮市场推出了9°强爽瓶装，主打“解油、解腻、解辣、低糖，陪餐超棒”概念，2017年年中进驻了20个城市试点，但推广效果一般。此后强爽调整了定位，转向零售渠道跟随微醺系列铺货，自然动销，2020年-今保持了较快增长，目前强爽系列在RIO收入占比约为10%。
- RIO在餐饮渠道多次试水。2015年8月在部分城市试点，11月逐步扩大试点范围，但到2016年餐饮渠道基本没有量。2017年通过强爽又进行了尝试，效果依然一般。我们认为餐饮渠道是一个进入门槛相对较高的渠道，需要专门的团队、足够的投入，同时面临啤酒的强劲竞争。2016-2017年公司处于调整收缩期，通过强爽开拓餐饮渠道难度较大。目前餐饮渠道在RIO收入占比中不足5%，餐饮渠道的开拓任重道远。

发展脉络

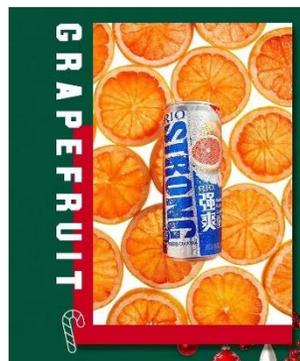
2016/4/6，RIO强爽系列京东首发，8度



2017年7月，针对餐饮市场推出瓶装



2018年12月，口味升级，入口超爽



2019年6月，包装和口味升级，强调“一罐顶两罐啤酒”



2021年5月，推出全新苹果西达口味；包装变身；1000+消费者参与调研



2021/6/1，RIO强爽首款0糖产品，提升至9度，采用11塔基酒过滤



2.6 RIO微醺系列为何成功？

发展脉络

2016年6月，炫彩升级，名为微醺罐装



2017年推出全新的微醺系列



2018年5月，周冬雨代言RIO微醺，首次打造为RIO微醺子品牌



2021年，RIO微醺（不含小美好系列）已有10个口味



产品创新

2019年3月首次推出季节限定款，RIO微醺樱花风味限定



2020年3月，微醺樱花风味限定，口味和包装均有更新



2020年12月，RIO微醺冬季限定热红酒风味



2019年4月，RIO微醺玫瑰荔枝白兰地风味上市，经5000位粉丝票选



2019年12月，RIO微醺果茶新趣系列上市，经近千名消费者票选，200天测试研发



2020年8月，RIO微醺小美好系列上线，专供电商



2021年8月，微醺小美好系列上新口味，走萌宠路线



2.6 RIO微醺系列：清晰定位独饮场景

	第十五届 (2017年)	第十六届 (2018年)	第十七届 (2019年)	第十八届 (2020年)	第十九届 (2021年)
产品名称	RIO本味系列、RIO微醺系列	RIO微醺系列 (罐装)、RIO经典系列 (瓶装)	RIO微醺系列 (商超版粗罐 & 电商版细罐皆可以)	RIO微醺	RIO微醺
广告主题	高品质、好喝、轻松悦己	RIO微醺系列：RIO微醺，一个人的小酒	RIO微醺，一个人的小酒	RIO微醺，一个人的小酒	RIO微醺，一个人的小酒
品牌调性	轻松自在	轻松、自在、日常感	放松愉悦、日常陪伴、轻松小美好	放松愉悦、日常陪伴、轻松小美好	放松愉悦、日常陪伴、轻松小美好
传播/营销目的	推广全新上市的锐澳本味鸡尾酒。突出产品高品质，好喝感；进行饮酒场景教育，以独处场景为主，取悦自我。	<p>RIO微醺系列</p> <p>1、RIO微醺品牌知名度打造 (和RIO以及RIO经典瓶拉开差异)。</p> <p>2、RIO微醺，一个人的小酒，微醺系列针对年轻人在家独饮的场景进行教育，凸显年轻人在家一罐微醺带给他们的属于自我的轻松愉悦时光。</p> <p>RIO经典系列</p> <p>1、凸显产品更年轻感、更潮、更好玩的感觉。</p> <p>2、提升整个品牌时尚潮流，年轻有逼格的形象，主打聚会场景。</p>	<p>RIO微醺系列</p> <p>1、RIO微醺品牌知名度打造 (和RIO经典瓶拉开差异)。</p> <p>2、RIO微醺，一个人的小酒，微醺系列针对年轻人在家独饮的场景进行教育，陪伴年轻人享受一个人放松时光的小酒。</p>	<p>1. 家饮心智：建立年轻消费者，透过一罐小酒，陪伴日常在家放松的时光，并且达到适度的舒压及放松。</p> <p>2. 打造陪伴感的品牌：聚焦透过情感传播，陪伴年轻人日常生活，并以开启一罐小酒创造生活美好感</p> <p>3. 建立初饮者共鸣：大学生是刚接触饮酒文化的阶段，RIO微醺期望能提供年轻人初饮的时候有更好且更合适的选择。如何让初饮人群的第一口酒、第一次买酒，选择微醺，且被微醺打动。</p>	(同2020年)
企业/产品简介 (要点)	2016年，推出全新的本味系列鸡尾酒。区别于原来的微醺系列，本味系列产品将会针对更加成熟的人群，同时在口感上也追求更加高品质的好喝感。RIO在未来还会不断推出针对不同人群偏好的产品。	<p>RIO是国内预调鸡尾酒品牌的缔造者及领导品牌。</p> <p>首创高颜值3.8度彩色磨砂瓶经典系列产品，时尚潮流，有逼格，主打聚会场景，成为年轻人喜爱的潮流饮品。</p> <p>2016年推出纵享无添加的RIO本味系列产品。</p> <p>2016年同时推出零嘌呤更健康，主打配餐场景的RIO STRONG系列产品。</p> <p>2017年，RIO微醺系列鸡尾酒全新上市，与经典彩瓶系列完全区分，主打独饮场景，有RIO微醺陪伴，虽一个人却不孤单，享受自我的世界，是更适合年轻人回到家中，独处放松时刻的小酒。</p>	<p>2017年，RIO微醺系列鸡尾酒全新上市，与经典彩瓶系列完全区分，主打独饮场景，有RIO微醺陪伴，虽一个人却不孤单，享受自我的世界。从提高日常饮用场景机会点，实现RIO品牌额外的销售增长。是更适合年轻人回到家中，独处时刻享受自我的放松小酒。</p> <p>(其他同2018年)</p>	<p>RIO一直以来力于陪伴年轻人放松及休闲的时光，并随着时代的改变，RIO一直努力打造新的“悦己式饮酒”文化，倡导喝自己喜欢的酒，为自己饮酒。而非过往普遍的社交型饮酒、盲从型饮酒文化。</p> <p>•2003年，RIO推出透过彩色瓶装的鸡尾酒，获得全国年轻人的好评，成功打响第一代网红酒。</p> <p>•2017年，推出全新品牌「RIO微醺」，以易拉罐的形式，注入微甜好喝的3度小酒，搭配微碳酸口感，让年轻人在家有更合适的放松选择。</p> <p>•2018年，暑期首次启动传播，由周冬雨担任代言人，以生活化的方式演绎当代年轻人下班回家来罐小酒放松的新生活方式，推广「一个人的小酒」一经上市便受到年轻用户的欢迎。</p>	(同2020年)
目标消费人群	25-40岁泛人群，轻熟男女，女性偏多。	整体：22-26岁，一线城市22-28岁。初入职场1-4年，社会新鲜人、高速成长期；单身或未婚。	整体销售人群：18-35岁泛年轻人，中性偏女性；主要目标传播人群：22-26岁职场新鲜人，未婚。	整体销售人群：18-35岁泛年轻人，中性偏女性；主目标传播人群：18-26岁职场新鲜人及大学生人群；重点推广人群：18-21岁初饮大学生群体	(同2020年)
主要竞争者	百加得冰锐、魅夜	百加得冰锐、魅夜	百加得冰锐、魅夜	其他年轻人饮酒选择：精酿啤酒、果酒、米酒	其他年轻人饮酒选择：精酿啤酒、果酒、米酒

资料来源：根据历届大学生广告艺术学院奖大赛公告整理，华西证券研究所

2.6 RIO微醺系列：清晰定位独饮场景

图表22: RIO×周冬雨广告片《微醺恋爱物语》



图表23: RIO×周冬雨广告片“终于，我把自己还给自己了”



图表24: RIO×周冬雨广告片“那些微不足道的小事，微醺知道”



➤ 微醺系列:

- ✓ 2018年3月，微醺×春纪（丸美旗下大众护肤品牌）大礼包
- ✓ 2018年4月，RIO微醺小酒馆（线上消费者互动专区）开业
- ✓ 2018年5月28日，周冬雨（金马奖影后）代言RIO微醺，广告片和微电影《微醺恋爱物语》上线，广告词“RIO微醺，一个人的小酒”
- ✓ 2018年6月，微醺小酒馆×自如，RIO微醺小酒馆×美食视频短片《日食记》
- ✓ 2018年6月，RIO微醺×女团青春成长节目《创造101》孟美岐、吴宣仪、YAMY、紫宁广告片
- ✓ 2018年7月，RIO微醺×Bilibili开屏广告：2233娘手拿肥宅快乐酒云干杯
- ✓ 2019年8月，RIO微醺广告植入邓伦主演的都市情感励志剧《加油，你是最棒的》
- ✓ 2019年8月，RIO微醺植入古装奇幻剧《九州缥缈录》（刘昊然、宋祖儿主演）
- ✓ 2019年12月，RIO微醺×Bilibili旗下手办品牌ACTOYS推微醺猫咪盲盒
- ✓ 2020年4月，RIO微醺×乐纯Oneshot咖啡
- ✓ 2020年5月，周冬雨（金马奖、金像奖影后）RIO微醺全新品牌TVC上线，“终于，我把自己还给自己了”，展示微醺果茶小酒系列
- ✓ 2020年5月，RIO微醺冠名爱奇艺推出的独居生活治愈系观察综艺《我要这样生活》（周笔畅、邓紫棋、范丞丞、小鬼、颜如晶）
- ✓ 2020年6月，RIO微醺×乐乐茶推联名果茶，并拍摄素人广告
- ✓ 2021年5月，RIO微醺周冬雨（三金影后）RIO微醺全新品牌微电影上线，“那些微不足道的小事，微醺知道”
- ✓ 2021年8月，RIO微醺×都市职场电视剧《理想之城》（孙俪、赵又廷领衔主演）唯一指定植入低度酒

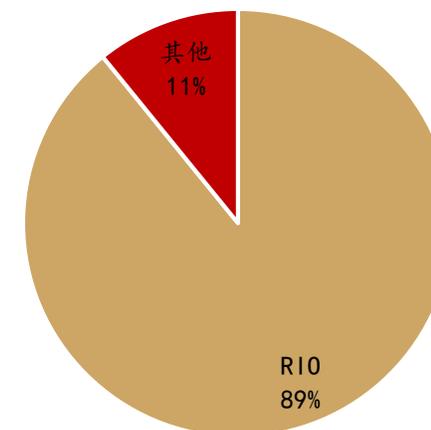
2.6 RIO微醺系列：谨慎推进渠道下沉

- **2018年推微醺更具“地利”。**2013-2015年上一轮高速增长期采用饮料的人海战术快速推动渠道下沉，2016-2017年消化库存、调整渠道。微醺系列全新上市时渠道已基本调整完毕，渠道库存消化至低位，渠道收缩至一二线、现代渠道为主的高效率渠道，此时再推新产品成功概率较大。
- **新一轮渠道下沉更为谨慎。**2016年6月公司电商渠道开始运营，成为新品上市的首发渠道。RIO微醺系列前期先在电商渠道试销验证；2018上半年进行第一轮线下铺货，在重点城市的大型商超推广；2018下半年开启第二轮铺货。新产品铺货的过程同时改造升级渠道，与常规铺货相比持续时间更长。微醺的铺货主要围绕校园渠道开展。
- **外部环境方面，行业经历一轮淘汰，大部分参与者退出，RIO“胜者为王”，**客观上也可以相对从容地推进公司的铺货计划。

图表25：百润销售渠道组织架构与饮料、啤酒企业对比

	百润 (2020)	东鹏 (2020)	农夫 (2019)	青岛啤酒 (2020)	百润 (2015)
销售人员数量	926	4,749	10,896	11,491	3,231
经销商数量	1,578	1,600	4,280	14,417	
终端网点数 (万个)	约50万+	90	237	约400	约80万+
营收 (百万元)	1,927	4,959	24,021	27,338	2,351
单个销售人员贡献营收 (万元)	208	104	220	238	73
单个经销商贡献营收 (万元)	122	310	561	190	
单个网点贡献年收入 (元)	<3,854	5,509	10,135	6,834	2,939
单个销售人员管理经销商数量	1.7	0.3	0.3	1.3	
单个经销商覆盖网点数 (个)	317+	563	554	277	

图表26：2018年1月预调鸡尾酒行业市场格局



3

现处何处及未来空间？

3.1 年轻人、女性饮酒驱动国内低度酒市场发展

- 税收优势驱动日本“第三类啤酒”市场发展。**日本啤酒市场销量自1994年达到742万吨的历史高位之后逐步被发泡酒、利口酒（包含RTD）蚕食，至2020年日本RTD年销量达154万吨、啤酒年销量仅239万吨。出现此趋势主要因日本税改使得使用麦芽作为原料的啤酒（含67%+麦芽）税率较高（税收/零售价约35%），因此企业推出了低麦芽含量的起泡酒（税收/零售价约29%）和不含麦芽的“第三类啤酒”（税收/零售价约20%），因价格低、口感清爽逐步被消费者接受。
- 年轻人、女性饮酒驱动中国低度酒市场发展。**国内市场上RTD相对于啤酒并无税收优势，但RTD销量近两年仍然保持了较快的增长，啤酒销量则延续下滑趋势，根据IWSR数据，2020年中国RTD销量占啤酒销量不足1%。趋势差异的背后主要是核心消费饮酒人群的差异，RTD作为除啤酒以外的低度酒品类，现阶段主要消费群体是年轻人、女性。口味多样化且不断创新迭代、易入口的特点使RTD成为年轻人“第一口酒”的首选品类，特别是在追求潮流文化、在口味丰富的现制茶饮培育下成长起来的“Z世代”。根据中国酒业协会调查，2017年中国男、女饮酒比例为84.1%、29.3%；根据《1919女性用户购酒大数据》，2017-2019年酒类直供平台1919上的女性用户年均增幅+64.5%。随着工作生活节奏加快，以及企业推出更多适合女性饮酒的低度酒品类，女性饮酒人群和频次快速提升，这是现阶段支撑中国低度酒市场发展的重要因素。

图表27：中国各品类酒消费量

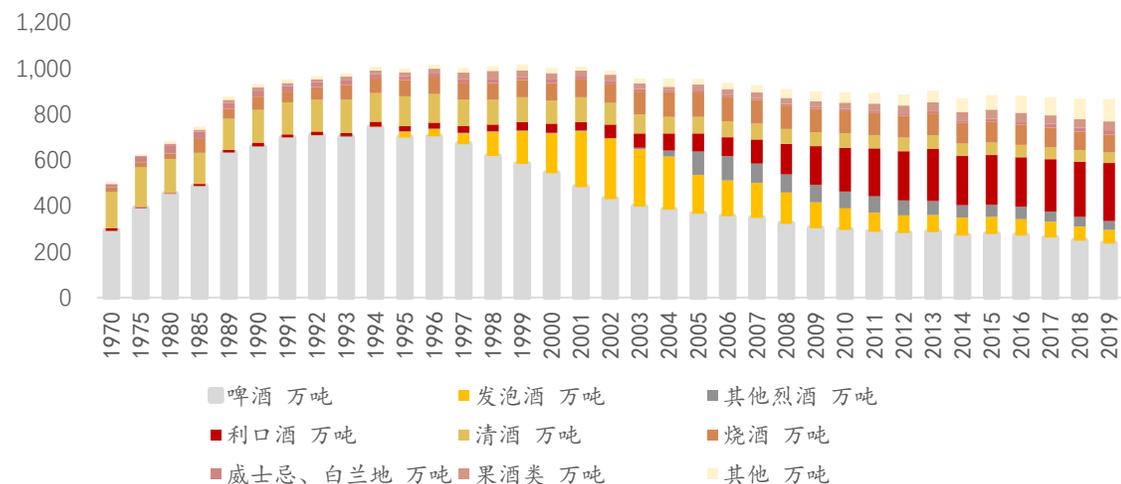
Market Summary

'000s nine-litre cases

Category	2019	2020	CAGR 2019 to 2020	CAGR 2015 to 2020	CAGR 2020 to 2025
Total Beverage Alcohol	5,659,937.21	5,309,228.32	-6.2%	-4.1%	0.8%
- Wine	511,593.50	413,833.00	-19.1%	-4.3%	0.0%
- Spirits	867,993.75	827,774.25	-4.6%	-7.2%	-1.9%
- RTDs	15,150.00	19,560.00	29.1%	1.3%	17.0%
- Beer	4,264,999.96	4,047,833.29	-5.1%	-3.4%	1.4%
- Cider	200.00	227.78	13.9%	23.1%	7.9%

Source: The IWSR

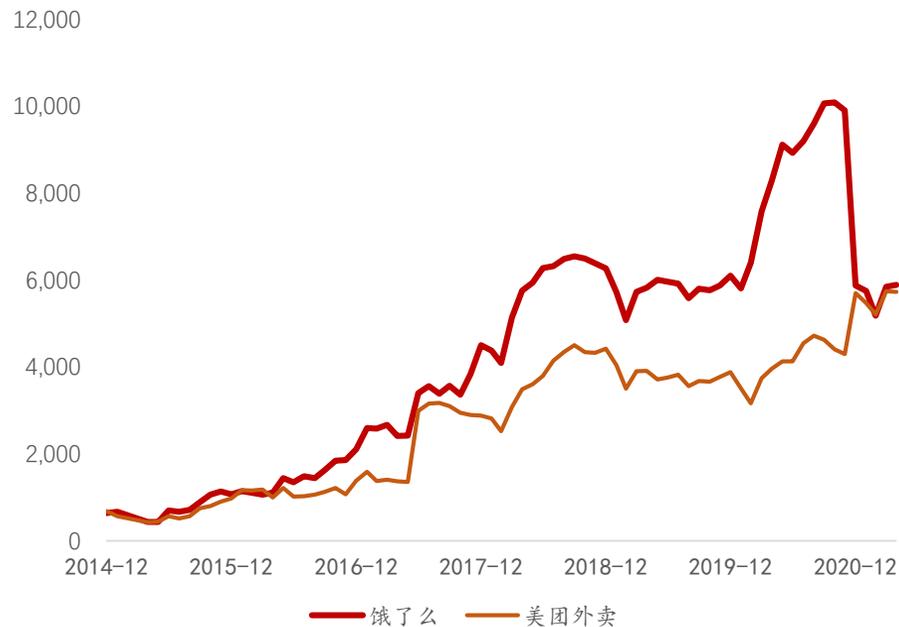
图表28：日本酒类销量变化（万吨）



3.2 独饮场景尚未充分渗透

- ▶ **独饮场景逐步扩容。**互联网、疫情、单身化使国内年轻人宅家、独居场景越来越普遍，中国消费市场逐步进入类似日本的“第三消费时代”（消费主义：私有主义、重视个人）。RIO微醺现阶段主打的“一个人的小酒”消费场景符合此消费趋势，尽管部分竞品开始使用“微醺”的概念，RIO微醺系列仍牢牢占据消费者心智。
- ▶ **现有产品系列创新空间较大。**鸡尾酒是一个创新空间极大的品类，有围绕不同基酒、不同酒精度数形成的多种产品系列，同一系列有众多款不同配方的单品，同一款单品又有多种做法。调酒犹如做菜，从消费者体验角度，是一个千人千面的品类。预调鸡尾酒秉承这个产品属性，并且可以在包装设计层面做更进一步的多样化。对于RIO而言，产品系列、各系列SKU数量均有拓展空间，新品带动尝鲜、长线产品沉淀保证复购，借助数字化、消费者互动不断降低新品失败风险，RIO微醺可以依靠产品端的创新对居家独饮场景做更充分的渗透；渠道层面，终端的SKU陈列数量有进一步提升空间。

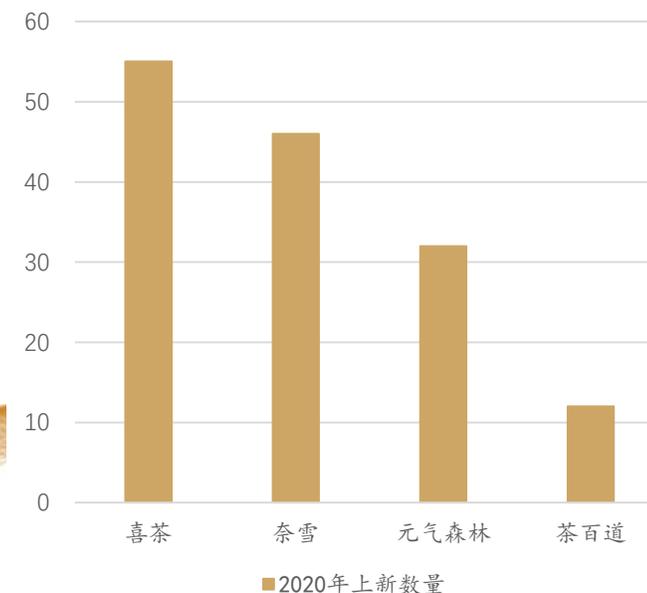
图表29：主要外卖平台的移动月活用户数量（万人）



图表30：RIO分产品系列SKU数

RIO产品系列	SKU数
经典瓶系列	6
微醺系列	10
微醺系列-茶系列	2
微醺系列-小美好系列（线上专供）	7
强爽系列-8度	6
强爽系列-9度0糖	2
清爽系列	3
500ml大罐	4
本味系列	3
本榨系列	3
梅酒	1

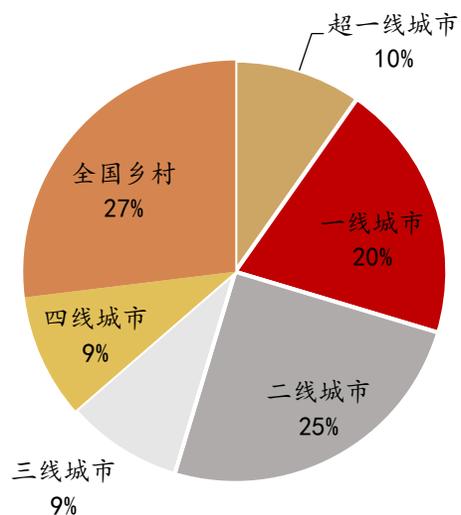
图表31：茶饮品牌上新频率



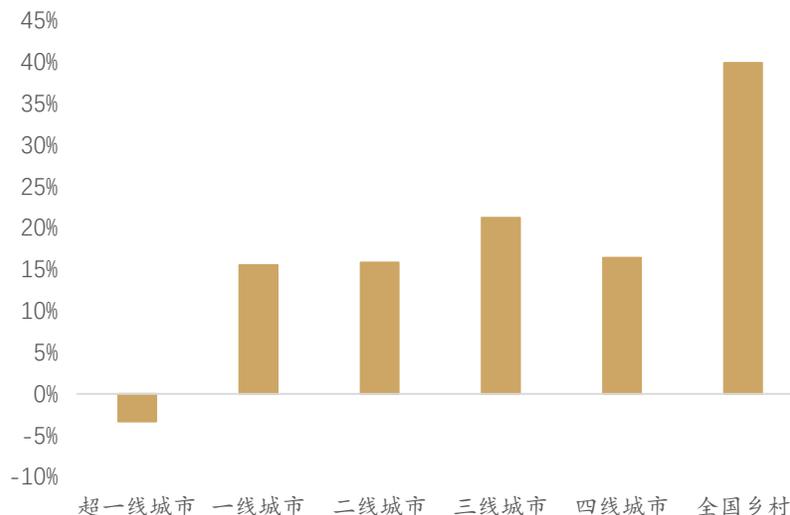
3.3 销售渠道尚未充分布局

- 渠道渗透尚未充分。**根据终端观察RIO渠道已经下沉到乡镇市场，但本轮根据网点动销情况选择性进行渠道布局，网点总数量尚不及上一轮高峰期。但是RIO产品力、产品组合较上一个阶段已有明显优化，渠道竞品、仿冒品较上一个阶段少，以及消费能力进一步提升（近几年同价位区间的精酿啤酒在国内销售增长较快），预计可铺货网点数量仍有增长空间。公司最早从一家2B的企业经过多年发展出经验丰富的2C业务员工和经销商队伍，但对比大型食品企业对渠道的管控成熟度仍有差距。2020年公司布局发展二级经销商体系，以类深度分销模式进一步渗透渠道。2021年公司推出清爽系列，价格带下移，可以更好地匹配下沉市场需求。
- 销售全国化仍有空间。**华东是RIO大本营市场，截止1H21华东收入占比仍有49%，华西等市场增长较快，华北市场占比较低。公司在上海、天津、成都、佛山均建有工厂，我们认为未来产品线继续丰富可以为渠道提供更符合当地口味的产品组合，将有助于销售全国化。

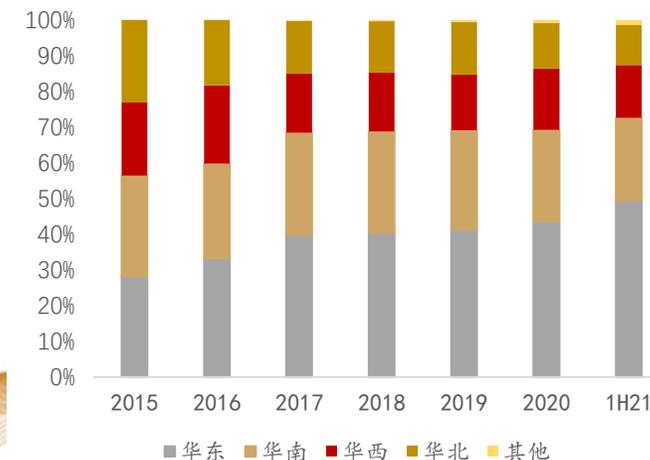
图表32：2021年1-9月RIO分城市零售额占比



图表33：2021年1-9月RIO分城市零售额同比增速



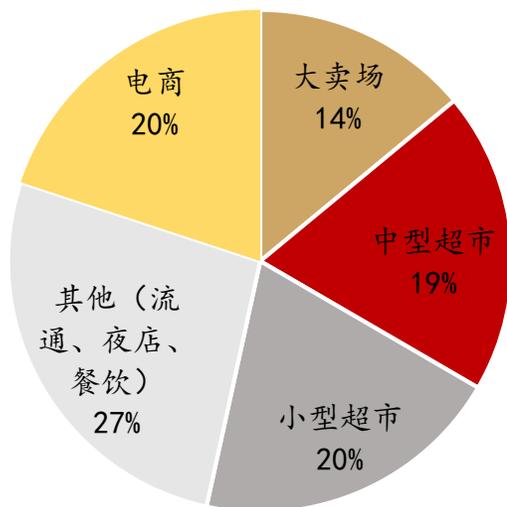
图表34：2021年1-9月RIO分市场占比



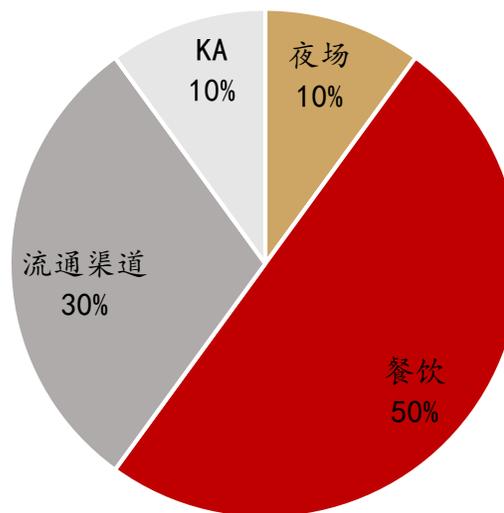
3.3 销售渠道尚未充分布局

- **电商渠道具有成长性。**2020、1H21数字零售渠道收入分别同比+55.8%、+59.5%，增速高于R10线下渠道。电商渠道是R10新品首发阵地，同时线上还有专供系列，产品丰富度相较于线下更胜一筹，与线上偏年轻的消费群体更为匹配，预计线上渠道仍将保持快速增长。
- **配餐场景/餐饮渠道有待拓展。**餐饮是低度酒饮品类重要消费场景或销售渠道，例如日本RTD更多是配餐饮用，青岛啤酒约50%销售收入来自于餐饮渠道。餐饮渠道自带场景，因此不需要做过多的场景教育，需要合适的产品以及充足的渠道利润，以及专业的团队负责此渠道的运营。前期几次试水餐饮渠道更多因时机不对、公司尚不具备开拓餐饮渠道的资源基础。我们认为当前阶段往后看，去开拓餐饮渠道更具天时地利，一方面微醺系列成功后公司实力增强，渠道管控能力提升；另一方面，疫情引起餐饮行业洗牌，餐饮酒水供应链也有更多新品牌切入机会。

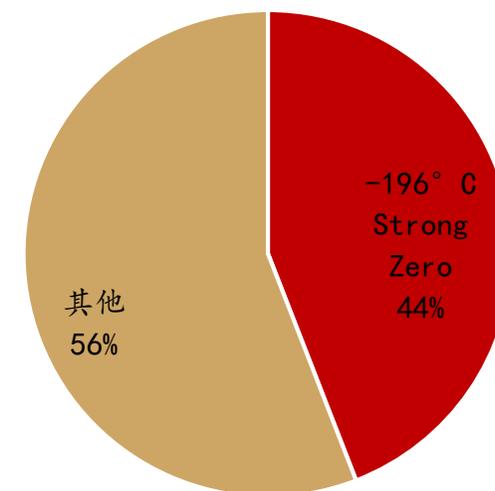
图表35：2021年1-9月R10分渠道类型占比



图表36：青岛啤酒渠道类型



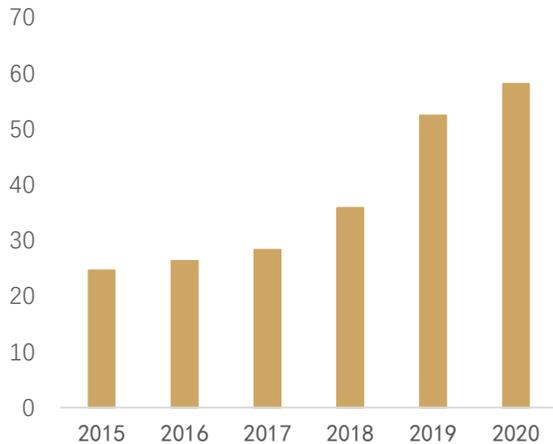
图表37：三得利R2019年RTD产品收入结构



3.4 清爽系列未来可期

- ▶ 公司于2021年4月上市推出RIO清爽系列气泡鸡尾酒，酒精含量5度，盒马线下零售价格5.8元/罐，主要目标群体是23-28岁的消费者。8月31日官宣新品牌代言人为人气男团INTO1-周柯宇，拍摄主题为“清清爽爽心晴朗”的TVC广告片，渠道方面预计年底完成第一轮线下铺货。我们认为清爽系列未来发展值得期待：
 - ▶ ①**承接气泡饮料消费者饮酒需求。**中国气泡水市场在过去几年经历了快速发展，培育了一批忠实的年轻消费者，这批消费者人与RIO的目标消费群体较为契合，借助气泡概念，可以更好地承接这部分消费者需求。
 - ▶ ②**RIO清爽定价较低。**目前气泡酒主要的品牌有空卡（盒马线下零售价9.9元）、十点一刻（盒马线下零售价12.9元）、JOJO（淘宝线上零售价16.9元）等，RIO清爽系列定价5.8元明显低于主竞品，将有效支持渠道下沉。
 - ▶ 在具体做法上，我们认为将会借鉴微醺系列成功经验，对23-28岁主目标群体做充分的渗透。目前来看，渠道铺货基本同微醺前期铺货，采用阶段铺货→活动推广拉动动销→下一轮铺货这样较为稳健的做法，对比微醺，较低的价格将使得强爽系列进入更为下沉的市场；产品宣传卖点强调“强爽”口感，消费场景尚无明确指向性（初步观察不局限于独饮场景），我们认为后续伴随铺货，有望进一步明确场景定位并加大宣传投入。

图表38：中国气泡水市场规模



资料来源：欧睿，《元气森林用户报告》，华西证券研究所

图表39：元气森林的消费者画像



图表40：清爽现阶段“泛场景”定位



3.5 开始进入拓展新品类阶段

➤ 进入果酒赛道：

- ✓ 公司于2021年10月上线了“梅之美”品牌梅子酒，酒精含量12.5度，线上容量150ml单品售价29.9元、500ml定价78元，主要卖点是“三三三重匠心”工艺、口感，目前是代工生产。
- ✓ 俏雅是日本品牌，1995年在中国出资设厂，目前年销售额在国内年销售额约10亿元。目前国产品牌较为领先的是江小白2019年推出的梅见，2020年销售额突破1亿元，主打佐餐场景。其余的梅子酒品牌基本是地方品牌。
- ✓ 梅子酒与RIO的消费群体契合度较高，目前线上测试消费者反馈较好，梅之美有望成为下一个全国化的国产梅酒品牌。
- ✓ 从公司产品矩阵角度考虑，梅之美的推出也意味着公司突破预调鸡尾酒领域，开始拓展果酒领域，随着目标消费人群年龄增长，为其提供更多样化、更具品质感的低度酒。

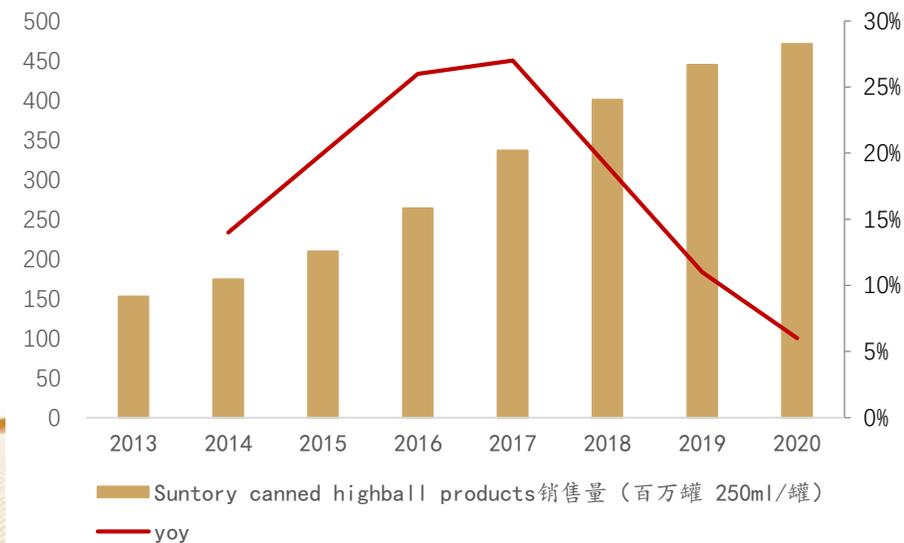
➤ 储备Highball、洋酒产品：

- 2021年定增募投项目烈酒（威士忌）陈酿熟成项目拟投入11.7亿元，为未来推以威士忌为基酒的Highball系列产品做准备。2021年11月嵊州蒸馏厂威士忌开始灌桶。
- 2021年可转债募投项目麦芽威士忌陈酿熟成项目拟投入15.6亿元，为将来做成品威士忌做准备。

图表41：第13届华樽杯中国酒类品牌价值（亿元）

排名	类别	区域	品牌名称	2021 价值
72	预调酒	上海	上海锐澳 (RIO) 集团股份有限公司	147.14
147	果酒	重庆	梅见青梅酒	41.96
193	果酒	上海	蝶矢梅酒 (上海) 有限公司	27.37
194	果酒	宁夏	宁夏红枸杞产业集团公司	27.24

图表42：三得利预包装Highball销量



3.6 股权激励激发组织团队活力

- 2021/12/4公司推出2021年限制性股票激励计划。计划首次授予300万股限制性股票，约占股本0.4%，授予价格30.34元/股，股票来源为A股回购。授予对象总人数277人。业绩考核目标：以2021年为基数，2022-24年营收增速不低于+25%、+53.75%、+84.5%。换算为年同比为+25%、+23%、+20%。预计2022-24年摊销总费用4584.05万元。
- 公司在2017年底推出过首期股权激励，但因资本市场环境和公司股价低迷在2018年底终止了此次股权激励。当前时点再推股权激励，我们认为意义在于：
 - ✓ RIO经历多年积累，在预调鸡尾酒领域占据较大市场份额，形成类似于低度酒领域的“黄埔军校”。当前低度酒市场较为活跃，外部创业机会较多。公司推出股权激励，更多覆盖核心骨干员工，有利于吸引和留住优秀人才。
 - ✓ 当前公司发展机会较多。微醺系列的成功已经沉淀下一套较为系统的子系列打法，当前又培育出多个业务增长点，包括清爽系列、梅之美梅子酒品类，以及公司的强爽系列也在持续培育，餐饮渠道有待开拓。公司未来发展空间大，新业务需要更具活力的组织推动。推出股权激励计划有望激发员工积极性，激发组织活力，加快新产品的发展。
 - ✓ 在股权激励目标指引下预期公司中长期将保持成长状态。

4

新一轮竞争态势如何？

4.1 新一轮竞争：低度酒领域百花齐放

- ▶ 随着预调鸡尾酒销售稳定并呈现复苏趋势，从2H19开始低度酒领域逐步有新厂商进入。2020年，低度酒行业总融资规模近十亿元。
- ▶ 这一轮的竞争特点：①不再聚焦于预调鸡尾酒单一赛道，而是在更为宽广的低度酒领域百花齐放、差异化定位。②有上一轮前车之鉴，这一轮参与的玩家做法更为谨慎。③参与方包括老牌RTD企业例如RIO，新锐品牌（主要做品牌，产品多数为代工，起初借助电商渠道销售），饮料、酒企跨界。

图表43：低度酒细分领域百花齐放



预调鸡尾酒 · 硬苏打酒

梅酒 · 果酒 · 花酒 · 米酒 · 含乳酒 · 露酒 · 茶酒

果啤 · 西打酒 · Highball

预调鸡尾酒：市场集中度较高
 阿里成交指数排行：
 1、RIO
 2、和乐怡(2003)
 3、Four loko(2005)
 4、杰克丹尼

硬苏打酒：市场集中度较高
 阿里成交指数排行：
 1、Blue Hour(2020)
 2、空卡(2020)
 3、动力火车(2000)

梅酒：市场集中度中等
 阿里成交指数排行：
 1、梅见(2019)
 2、梅乃宿(1893)
 3、三得利(1899)
 4、俏雅(1995)
 5、狮子歌歌(2018)

果酒：市场集中度较低
 阿里成交指数排行：
 1、慕拉(2018)
 2、落饮(2018)
 3、RIO
 4、Miss Berry(2014)

米酒：市场集中度中等
 阿里成交指数排行：
 1、米婆婆(2003)
 2、花田巷子(2013)
 3、苏州桥(2008)
 4、米客(2014)
 5、桃园春村(2014)

露酒：市场集中度较高
 阿酷成交指数排行：
 1、劲牌(1997)
 2、椰岛(1993)
 3、致中和(2011)
 4、古岭神(2005)
 5、鹿归春(2001)

果啤：市场集中度较高
 阿里成交指数排行：
 1、百威
 2、1664
 3、福佳
 4、海伦斯(2009)
 5、林德曼(1809)

资料来源：《2020年年轻人低度潮饮酒品类文化白皮书》、《2021年低度潮饮趋势报告》、华西证券研究所。备注：1. 内为成立时间。

4.1 新一轮竞争：低度酒领域百花齐放

图表44：2021前三季天猫低度潮饮品类销售额占比



	细分市场格局	主要品牌	产品价格区间 (330ml)	自产/代工	细分市场发展分析
预调鸡尾酒	RIO一家独大，线下市占率93%	RIO, 和乐怡, 杰克丹尼	5-18元	RIO为自产, 和乐怡为进口, 杰克丹尼为代工	市场较为成熟, SKU逐步丰富
果酒	市场较为分散	贝瑞甜心, 夏日纷, 落饮	30-60元	多数为代工	供应链不成熟, 产品品质、口味难统一。品类天花板预计10-20亿元
果啤	主要是啤酒大厂进行的产品线延伸	百威ME3, 1664, 福佳, 海伦斯	5-20元	多为自产	-
苏打酒		空卡, 十点一刻, Blue Hour	10-20元	基本为代工	品类处于培育期, 主打健康概念, 但口感单一, 消费者对口味接受度不强
梅酒	俏雅铺市率较高, 梅见销售额突破亿元, 第三名尚不明确	梅见, 俏雅, 本味寒造, 梅之美 (RIO)	30-500元	梅见为自产; 俏雅有进口版和国产版, 目前进口版较少; 本味寒造为代工; 梅之美目前为代工	梅酒是一个历史较久的果酒品类, 日本梅酒在果酒中占比50%+, 品类类有大单品潜力
米酒	市场较为分散	米客, 桃园眷村, 米婆婆	6-40元	代工、自产均有	在中国南方有饮用习惯, 女性消费者接受度高, 未来有望往新鲜短保方向去做

4.1 新一轮竞争：低度酒领域百花齐放

品牌	成立时间	创始人	创始人简介	主打产品	产品定位	投资时间	投资金额	融资轮次	投资方
圃田冰青	2014/4/30	陈涛	创始人陈涛，1990年本科毕业于广东外语外贸大学，获经济学学士之后获北京大学国家发展研究院BIMBA商学院工商管理硕士。曾服务世界五百强企业中粮集团长达21年，其中有11年的时间担任央企二级公司一把手，2011年9月出任新丝路时尚机构总裁。	冰青	青梅酒	2017/12/13	未披露	Pre-A轮	千树资本、唐德影视、京东数科
						2018/7/3	数千万人民币	A轮	千章资本、宝海投资、德商资本、君洋投资
						2019/8/20	千万级人民币	A+轮	亲亲食品、王睿
						2021/5/13	未披露	A++轮	壹叁资本
米客	2014/9/12	姜巧云	创立米客之前，姜巧云曾在酒水行业工作多年，有着丰富的品牌营销经验。	东方特色米酒	发酵型原酿米酒	2017/5/1	150万人民币	种子轮	海丰至诚
						2018/1/21	300万人民币	天使轮	英诺天使基金
CleanCo	2015/2/6	Spencer Matthews	Spencer Matthews，电视名人和企业家，在杜松子酒协会前总监Justin Hicklin的帮助下创立CleanCo	CleanGin, CleanRum	低度烈酒	2015/9/14	未披露	天使轮	尚势资本
						2016/9/1	600万元	Pre-A轮	清华DNA基金
						2017/1/1	2000万元	A轮	真格基金、真成投资
						2018/7/13	未披露	A+轮	中海投资
						2020/6/24	10000万元	B轮	中海创投、真成投资、真格基金、清创纪元、尚势资本
						2021/1/18	700万英镑	天使轮	Ursula Burns、Stonebridge PLC
醉鹅娘	2017/5/25	王胜寒	葡萄酒主编，贝丹特梭（葡萄酒中的米其林）酒评人。美国布朗大学历史系毕业，法国蓝带葡萄酒管理专业毕业。《彭博商业周刊中文版》专栏作者，土豆周播脱口秀《醉鹅红酒日常》主持人。在纽约米其林三星餐厅Eleven Madison Park有过工作经验；曾制作过总点击率上亿的自媒体视频“纽约留学女”系列。	红鸟梅洛葡萄酒	葡萄酒	2014/1/1	未披露	种子轮	真格基金
						2015/8/19	未披露	天使轮	PreAngel、真格基金、传媒梦工场
						2017/1/1	1500万人民币	A轮	传媒梦工场
						2017/1/9	1500万元	Pre-A轮	真格基金、青骢资本、36氪、上海曙夕、伽利略资本、萤火虫创业工场
						2018/5/8	未披露	/	真格基金、伽利略资本、青骢资本
						2021/6/11	1000万元	A轮	洋途资本
谷小酒	2018/1/11	刘飞	刘飞，谷小酒创始人，曾就职于金山、阿里巴巴、小米，小米公关与市场部负责人。拥有15年互联网、软件硬件产品品牌推广经历。	米粒系列	白酒	2018/3/1	3000万元	天使轮	真格基金、汇财私人资本、网信集团
						2018/12/24	6300万元	Pre-A轮	博将资本、汇财私人资本、王帅
WAT	2019/5/8	赵欣荣	曾就职于WI Harper VC中经合集团做投资，工作领域在硅谷、北京台北，2010-2018涉足科技领域，任Sequel Technology CEO。	玻璃瓶装鸡尾酒	预调酒	2021/2/19	1000万元	Pre-A轮	贝塔斯曼亚洲投资基金
梅见	2019年	陶石泉	重庆江小白酒业董事长，重庆市人大代表，江记酒庄董事长。2011年，创造了面向新青年群体的酒品牌——“江小白”。曾获得过“2013年中国酒业年度人物”、“2015年重庆青年五四奖章”等荣誉。	青梅酒	青梅酒	2021/9/1	未披露	C轮	华兴新经济基金、正心谷资本、Baillie Gifford、招银国际
响杯	2019/5/14	陈汉树	CHIME威士忌创始人&CEO，线上内容-网剧，电子体育，娱乐和咨询行业创立公司的连续创业者，家族基金-Sinocap 任事股东 全国青联委员（香港界别），前瑞信（香港）IBD能源团队，毕业于英国伊顿公学和牛津大学。	BUF2系列	以威士忌为基酒的预调酒	2021/4/13	1000万元	天使轮	复朴投资、IMO VENTURE
玛丽雪莱	2019/5/22	翟辉	曾任职于贝塔斯曼传媒集团，后连续创业，先后创办高端棋类礼品品牌博圣，以及桌游与手游产品公司，有多年品牌塑造与互联网领域的经验。	贵腐酒	女性低度甜酒	2020/12/29	数百万人民币	种子轮	吴伯凡

资料来源：天猫，新闻，草根调研，华西证券研究所

图表45：近几年低度酒领域融资梳理

4.1 新一轮竞争：低度酒领域百花齐放

品牌	成立时间	创始人	创始人简介	主打产品	产品定位	投资时间	投资金额	融资轮次	投资方
万木枝	2019/9/10	尚慧鑫	拥有十余年互联网品牌营销经验，曾任职360商业市场策划总监，负责整体品牌营销策略、商业化营销推广。曾就职于百度移动事业部，负责十余款产品品牌营销、公关宣传、产品运营。在互联网产品运营领域有深厚积淀。	桑椹酒、玫瑰花酒、青梅酒	果酒	2020/8/13	未披露	天使轮	取势资本
贝瑞甜心	2019/9/20	唐慧敏	前RIO鸡尾酒数字零售事业部总监。2010-2019年先后任多家知名上市公司电商负责人，构建电子商务体系，促进企业转型升级。2016年加入RIO鸡尾酒，全面负责电子商务、新零售的战略及落地，致力于探索数字化营销及零售转型。	小方瓶系列瓶装果酒、罐装气泡果酒	果酒	2020/3/31	未披露	股权融资	康之诚电商
						2020/8/28	数千万人民币	A轮	经纬中国、新世相、尚承投资
						2021/5/28	过亿人民币	A+轮	CPE源峰、C资本、经纬中国、尚承投资
						2021/9/23	数千万人民币	战略投资	碧桂园创投、沧澜资本、中信产业基金、CPE源峰基金
利口白	2020/4/8	于信	原ofo联合创始人，毕业于北京大学信息管理学院。		低度酒	2020/5/12	数百万美元	种子轮	真格基金
马力吨吨	2020/6/12	陈一诚	陈一诚，男，中国国籍，1996年8月11日出生，无境外永久居留权，2014年1月-2016年3月毕业于美国宾夕法尼亚州立大学，国际政治经济本科。2016年4月至今担任北京东方略生物医药科技公司董事长助理。	苏打酒	苏打酒	2020/12/31	1000万元	天使轮	u家会基金
						2021/6/12	未披露	Pre-A轮	开牛投资
空卡	2020/7/10	胡轩文	诚壹泰合（北京）科技有限公司CEO。	苏打酒	苏打酒	2020/9/7	未披露	天使轮	金沙江创投、经纬中国、德迅投资
						2021/2/26	未披露	Pre-A轮	字节跳动
兰舟	2020/8/18	郑博瀚	原YOOZ电子烟产品合伙人、原狐狸金服移动业务负责人。	果酒（青梅、桃子、薄荷、桑葚）	果酒	2020/11/23	未披露	天使轮	天使湾创投
						2021/8/25	5000万人民币	A轮	传化控股领投、天使湾跟投
十点一刻	2020/8/31	刘喆	福祿电子烟前高管，上海羽量酒业法人	无糖气泡酒	无糖气泡酒	2020/12/1	未披露	天使轮	壹叁资本、黑桃资本、真格基金
						2021/5/18	未披露	股权融资	虎扑
落饮	2020/9/7	金鑫、徐彦钧	金鑫，人才易市场负责人。徐彦钧，落饮联合创始人，曾任职于天津四季酒店、北京璞瑄酒店，在团队中负责研发及生产，另有光良酒业负责供应链及线下渠道扩张	茶果酒	茶果酒	2020/12/9	数百万人民币	天使轮	XVC、天图投资
赋比兴	2020/10/15	杨哲	赋比兴酒业创始人&执行董事&总经理	鲜果精酿啊呜果酒	新酒饮定制代工	2020/11/26	未披露	天使轮	宽窄创投、东方创投
						2021/1/8	未披露	A轮	银河系创投、社区连锁咖啡、and me coffee
						2021/4/20	1000万元	A+轮	银河系创投、宽窄创投、钟鼎资本
走岂清酿	2021/1/28	刘硕	曾在比利时百威英博全球总部以全球管理培训生的身份进入酒行业，而后在喜力啤酒、卡夫亨氏负责全国营销及销售管理工作。	纯天然发酵酒	纯天然发酵酒（100%天然花果茶原料酿造）	2021/8/25	近亿人民币	B轮	钟鼎资本、银河系创投、彬复资本
						2020/12/1	千万级人民币	天使轮	德迅投资
						2021/3/16	未披露	股权融资	智盈投资
						2021/6/18	数千万人民币	Pre-A轮	复星锐正资本、德迅投资

4.1 新一轮竞争：低度酒领域百花齐放

➤ 饮料、酒企巨头跨界进入低度酒领域，时间集中在2020年-2021年，目前仅仅作为其产品线的一个延伸，收入占比较小，判断短期内不构成威胁。



可口可乐中国气泡酒产品线



- ✓ 2021/6/1，托帕客硬苏打气泡酒中国市场上市。这是可口可乐首次进军中国含酒精饮料市场。
- ✓ 可口可乐在2017年收购墨西哥气泡水品牌托帕客（成立于1895年），在进入中国前，托帕客硬苏打气泡酒率先在拉丁美洲和欧洲推出。
- ✓ 期初在天猫旗舰店发售，后续将陆续登陆更多电商和新零售渠道。330ml，原价10元/罐，双11促销价6.4元/罐。湖北奥瑞金代工。
- ✓ 消费者评价（结合网络评价和草根调研）：接受度差



- ✓ 2021年9月，可口可乐中国推出柠檬道日式柠檬气泡酒。
- ✓ 2018年5月可口可乐在日本九州地区发售含酒精饮料“柠檬堂”，上市后反馈较好，2019年推广至日本全国。
- ✓ 330ml，天猫渠道售价13.3元/罐，双11促销价10元/罐。湖北奥瑞金代工。



嘉士伯中国市场果酒、果啤产品线



- ✓ 2020/8/5，嘉士伯集团旗下Somersby夏日纷苹果味酒（露酒）在中国大陆市场上市，4.5度，自产
- ✓ 夏日纷是2008年嘉士伯在丹麦推出的品牌，目前已销往全球60多个国家和地区
- ✓ 330ml，夏日纷天猫价格13元/瓶，促销后8.8元/瓶。



- ✓ 1664果啤啤酒，1664年诞生于法国。2008年被嘉士伯收。白啤较为畅销。
- ✓ 330ml，天猫平台原价13.7元/瓶，促销后11.4元/瓶



- ✓ 2019年，怡乐仙地（果啤）出现在超市和便利店货架上
- ✓ 品牌创立于1986年的香港，2007年嘉士伯将其收购
- ✓ 线上平台显示销量较小



- ✓ 2019年5月，嘉士伯推出风花雪月特酿啤酒

➤ 百威：2020年9月将旗下预调酒品牌Mikes麦克斯引入中国市场（目前线上平台显示销量显示一般）；2020年9月推出百威ME3果啤

4.2 RIO的护城河不断加宽

- **主品牌影响力、消费人群的积累。** RIO是以年轻人为主要消费群体切入的低度酒品牌，且在预调鸡尾酒领域占据绝对消费者心智。随着主要消费群体年龄增长，公司可逐步进行产品线延伸，打开品类空间。
- **产品研发创新能力。** RTD是产品创新空间较大的酒精饮料品类，相对单一产品线公司，RIO产品研发创新能力强，产品推新成功率逐步提升，同时逐步沉淀长线产品。公司产品端竞争力领先于竞争对手。
- **对渠道的精细化管理。** 低度酒产品线丰富，不同SKU针对不同的消费者有不同的适饮性，渠道商选品能力会逐步得到加强，公司对渠道的精细化管理能力不断提升。
- **自有产能优势。** 现阶段行业大部分仍是代工，RIO预调酒均为自产。RTD是一个需要不断调和、不断提升产品力的品类，自产是提升产品力的重要前提。公司即使在低谷期坚持产能建设，实现产能全国化布局，对于提升产品力、降低运输成本非常重要。

5

盈利预测&风险提示

4 盈利预测

- ▶ 我们预计2021-2023年：①RIO鸡尾酒业务方面，微醺系列、强爽系列保持较快增长，渠道下沉推动清爽系列快速增长，其他系列方面例如梅酒等产品增长前景值得期待。②香精香料业务保持稳健快速增长。③公司整体盈利能力预计保持稳定。
- ▶ 预计2021-23年公司总收入27.1/35.8/46亿元，归母净利润8/10.4/13.29亿元，EPS 1.05/1.33/1.69元。

图表46：2021-2023年百润股份拆分业务盈利预测表（百万元RMB）

		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
巴克斯酒业收入		1,045	1,279	1,712	2,386	3,199	4,169
	YoY	1.6%	22.4%	33.8%	39.4%	34.0%	30.3%
其中：经典系列				533	549	549	549
	YoY			13.0%	3.0%	0.0%	0.0%
微醺系列				907	1,360	1,904	2,476
	YoY			60.0%	50.0%	40.0%	30.0%
强爽系列				119	215	301	391
	YoY			80.0%	80.0%	40.0%	30.0%
清爽系列					100	250	500
	YoY					150.0%	100.0%
其他系列				153	162	195	253
				-25.5%	0.0%	20.0%	30.0%
巴克斯酒业毛利		726	877	1,119	1,590	2,166	2,826
	毛利率	69.5%	68.6%	65.4%	66.6%	67.7%	67.8%
食用香精业务收入		180	181	199	293	337	371
	YoY	29.36%	0.37%	9.68%	47.60%	15.00%	10.00%
食用香精业务毛利		116	121	132	195	224	247
	毛利率	64.3%	66.9%	66.3%	66.4%	66.5%	66.5%
公司总收入		1,230	1,468	1,927	2,711	3,583	4,600
	YoY	5.0%	19.4%	31.9%	41.9%	33.7%	30.1%
公司总毛利		845	1,002	1,262	1,802	2,412	3,102
	毛利率	68.7%	68.3%	65.5%	66.5%	67.3%	67.4%
归母净利润		124	300	536	802	1,041	1,329
	净利率	10.1%	20.5%	27.8%	29.6%	29.1%	28.9%

4 盈利预测

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,927	2,711	3,583	4,600	净利润	535	788	999	1,269
YoY (%)	31.2%	40.7%	32.2%	28.4%	折旧和摊销	93	95	95	95
营业成本	665	909	1,170	1,498	营运资金变动	70	197	162	198
营业税金及附加	100	139	179	230	经营活动现金流	723	1,107	1,309	1,615
销售费用	428	536	717	920	资本开支	-385	-823	-927	-937
管理费用	101	130	172	221	投资	0	0	0	0
财务费用	-8	-7	53	74	投资活动现金流	-385	-823	-927	-937
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	994	214	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	100	1,128	0	0
营业利润	672	998	1,264	1,609	筹资活动现金流	676	564	-844	-881
营业外收支	3	2	3	3	现金净流量	1,014	847	-462	-203
利润总额	675	1,000	1,267	1,612	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	139	212	269	343	成长能力 (%)				
净利润	535	788	999	1,269	营业收入增长率	31.2%	40.7%	32.2%	28.4%
归属于母公司净利润	536	789	999	1,269	净利润增长率	78.3%	47.3%	26.6%	27.1%
YoY (%)	78.3%	47.3%	26.6%	27.1%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.71	1.05	1.33	1.69	毛利率	65.5%	66.5%	67.3%	67.4%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	27.8%	29.1%	27.9%	27.6%
货币资金	1,503	2,350	1,889	1,686	总资产收益率ROA	13.8%	14.2%	16.5%	18.6%
预付款项	15	20	26	33	净资产收益率ROE	16.6%	22.7%	27.1%	30.8%
存货	105	149	192	246	偿债能力 (%)				
其他流动资产	203	254	313	381	流动比率	2.81	2.93	1.99	1.52
流动资产合计	1,827	2,774	2,420	2,346	速动比率	2.62	2.75	1.81	1.34
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	2.31	2.48	1.55	1.09
固定资产	1,125	1,835	2,645	3,455	资产负债率	17.2%	37.6%	39.1%	39.5%
无形资产	234	244	259	284	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2,060	2,790	3,625	4,470	总资产周转率	0.50	0.49	0.59	0.67
资产合计	3,887	5,564	6,045	6,816	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.71	1.05	1.33	1.69
应付账款及票据	372	499	643	823	每股净资产	4.29	4.63	4.91	5.50
其他流动负债	279	448	574	721	每股经营现金流	0.96	1.48	1.75	2.15
流动负债合计	651	947	1,217	1,544	每股股利	0.00	1.00	1.05	1.10
长期借款	0	1,128	1,128	1,128	估值分析				
其他长期负债	18	18	18	18	PE	95.52	64.84	51.23	40.30
非流动负债合计	18	1,146	1,146	1,146	PB	24.31	14.74	13.90	12.40
负债合计	669	2,093	2,363	2,690					
股本	536	750	750	750					
少数股东权益	2	2	2	2					
股东权益合计	3,218	3,471	3,682	4,127					
负债和股东权益合计	3,887	5,564	6,045	6,816					

风险提示

- **新品销售不及预期。**预调鸡尾酒产品适饮性因人而异，虽然公司通过线上渠道测试提高新品成功概率，但能否实现预期销售额仍有较大不确定性。
- **市场竞争加剧影响短期销售。**2H19以来行业新进入者增多，虽然多数小品牌不具备长期发展实力，但短期挤占货架资源，对RIO的销售仍会造成短期影响。
- **食品安全事件。**

分析师与研究助理简介

- **寇星**：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。
- **任从尧**：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。
- **卢周伟**：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。
- **刘来珍**：华西证券食品饮料行业分析师，4年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验，上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。
- **王厚**：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

- 华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。
- 本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。
- 在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。
- 本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。