

时来天地皆同力

——百润股份 (002568.SZ)

食品饮料/饮料制造

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

预调酒全行业增长迅速且市场空间仍然巨大。

- ◆ 我国预调酒消费量/市场规模近 3 年复合增速 19.7%/15.2%，全行业高增速。
- ◆ 虽然我国预调酒在全部酒精饮料的消费量占比迅速提升，近 3 年复合增速 24.5%，但 2020 年占比也仅为 0.247%，而同期日本为 11.9%，我国仍有较大提升空间。
- ◆ 我国预调鸡尾酒市场消费量尚不及美日的 1/10。
- ◆ 2020 年我国预调酒人均年消费量 0.09 升，仅有美/日的 1.45%/0.72%，渗透率提升潜力巨大。

行业整合出清，竞争格局良好，百润一骑绝尘。

- ◆ 高增长的行业曾引来众多竞争对手，经过数年的震荡洗牌，行业整合出清，进入寡头垄断阶段，杀出重围的百润市占率超 80%，具有规模优势、定价能力。
- ◆ 摆脱了单纯依赖营销的阶段，2018-2020 年销售费用率降低 12.9pct 至 22.2%，同期营收/净利复合增速 25.16%/108%。
- ◆ 盈利能力遥遥领先，公司 2018-2020 年毛销差提升 9.7pct 至 43.3%，超过饮料制造业均值 13.8pct。

品牌、产品、渠道样样领先，护城河稳固。

- ◆ 经过多年品牌建设和消费者培育，公司 RIO 品牌几乎已成为预调鸡尾酒的代名词，具有牢不可破的品牌护城河。
- ◆ 产品品质优异，超过 50 种口味满足客户需求，巧妙打造消费场景，精准营销个性化产品。
- ◆ 线下渠道经销商量增质优，线上渠道快速增长，即饮渠道潜力巨大。

股权激励激发员工活力，产品提价后业绩愈加可期。

- ◆ 公司向管理层及员工 277 人授予股权激励，极大程度上保证了管理层、员工与股东的利益一致性。
- ◆ 上市以来首次提价线下预调酒。因公司市占率高，具有行业定价权。
- ◆ 经销商库存合理，对提价反馈乐观积极。

投资建议: 预测公司 2021-2023 年实现营业收入 27.6/36.3/44.2 亿元，同比增长 43%/31.6%/21.9%；实现归母净利润 7.82/11.02/13.39 亿元，同比增长 46%/40.9%/21.5%；预期 EPS 分别为 1.04 元/1.47 元/1.79 元，对应 PE 为 59.5/42.3/34.8 倍，给予“增持”评级。

风险提示: 行业竞争加剧，食品安全风险，商标侵权及假冒伪劣风险，行业声誉风险。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,468.44	1,926.64	2,755.65	3,627.45	4,422.67
增长率 (%)	19.39%	31.20%	43.03%	31.64%	21.92%

评级

增持 (首次)

2021 年 12 月 23 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001
caoxute@shgsec.com

张弛

研究助理

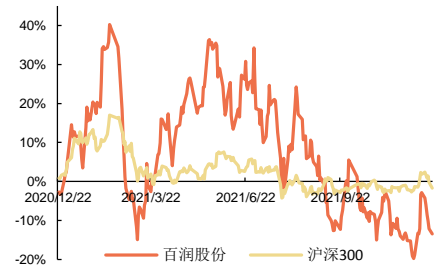
SAC 执业证书编号: S1660121120005
Zhangchi03@shgsec.com
17621838100

交易数据

时间 2021.12.22

总市值/流通市值 (亿元)	462.77/316.06
总股本 (万股)	74,978.51
资产负债率 (%)	17.38
每股净资产 (元)	4.68
收盘价 (元)	61.72
一年内最低价/最高价 (元)	56.21/101.03

公司股价表现走势图



资料来源: wind, 申港证券研究所

归母净利润 (百万元)	300.33	535.51	782.02	1,102.03	1,338.50
增长率 (%)	142.67%	78.31%	46.03%	40.92%	21.46%
净资产收益率 (%)	15.01%	16.65%	23.33%	29.48%	30.84%
每股收益(元)	0.40	0.71	1.04	1.47	1.79
PE	155.03	86.95	59.54	42.25	34.79
PB	23.27	14.48	13.89	12.46	10.73

资料来源：公司财报、申港证券研究所

注：历史每股收益及相关指标已根据当前股本数追溯调整。

内容目录

1. 发轫于香精 兴盛于预调	5
1.1 营收一度起落 如今屡创新高	5
1.2 稳态增长 盈利能力持续提升	6
1.3 预调酒业务：一骑绝尘 方兴未艾	6
1.3.1 市场地位：遥遥领先	6
1.3.2 品牌认知：消费者高度认可 已形成行业壁垒	8
1.3.3 产品优势：品类丰富 适应多种消费场景	10
1.3.4 销售渠道：结构不断优化 终端持续增长	11
1.4 香精香料业务：稳定发展 历久弥香	13
2. 时来天地皆同力：预调市场持续扩大 渗透率仍有海量空间	13
2.1 发展历程：不经历风雨 怎能见彩虹	14
2.2 市场格局：海外市场巨头纷争 国内市场一家独大	16
2.3 潜在空间：渗透率相较日本尚有百倍空间	18
2.4 行业机会：“她经济”、年轻化等	22
3. 大鹏一日同风起：公司发展天时地利人和皆备	24
3.1 股权激励 员工、股东、公司利益高度一致	24
3.2 产品提价 彰显竞争优势	24
3.3 全产业链布局 实现新的产品增长点	24
3.3.1 自建基酒产能 降低原材料成本。	24
3.3.2 布局烈酒类产品酒 扩充全新品类	25
3.4 自有产能充足 供应链保障能力强	25
3.5 动销良好 渠道间差异超过地域间差异	26
4. 盈利预测	26
4.1 基本假设条件	26
4.2 盈利预测	27
5. 风险提示	27

图表目录

图 1： 公司上市以来收入及增速情况	5
图 2： 近年来公司利润、现金流以及利润、收入的增速对比	6
图 3： 近年来公司毛利率及净利率情况	6
图 4： 公司各板块收入贡献（百万元）	6
图 5： 公司各板块毛利润贡献（百万元）	6
图 6： 预调酒业务收入及毛利润的增长曲线	7
图 7： 预调鸡尾酒行业近年来市场消费量情况	7
图 8： 近 10 年我国预调鸡尾酒行业各品牌的市占率（%）	8
图 9： 预调酒终端和出厂端市场规模同步提升	8
图 10： 百润股份销售费用率已降至合理水平	9
图 11： 百润股份毛销差持续提升，已显著高于同业	9
图 12： 公司各渠道营收占比（2021H1）	11
图 13： 公司各渠道毛利润占比（2021H1）	11
图 14： 百润股份各区域经销商数量	12
图 15： 百润股份各区域收入情况	12

图 16: 百润股份线上销售额情况.....	12
图 17: 公司线上销售额占营收的比例	12
图 18: 公司线上销售额与营收增速的对比	12
图 19: 公司自 18 年后营收和现金流稳步增长.....	15
图 20: 18 年后利润增速快于收入	15
图 21: 预调酒产量自调整期后稳步增长	15
图 22: 预调酒库存保持在合理水平	15
图 23: 加特纳成熟度曲线	16
图 24: 全球预调酒产量及中国占世界的比例.....	17
图 25: 全球预调酒行业集中度变化趋势.....	17
图 26: 2020 年各国预调鸡尾酒人均消费量.....	18
图 27: 百润股份各区域经销商销售额情况	19
图 28: 各国预调鸡尾酒 (RTD) 及酒精饮料 (换算纯酒精) 消费量情况	19
图 29: 中美日三国预调酒消费量及终端市场规模.....	20
图 30: 中日两国人均 GDP 增速.....	20
图 31: 中日两国人均酒饮消费额增速	20
图 32: 中日两国人均酒饮消费额对比	21
图 33: 中日两国人均酒饮消费额在人均 GDP 的占比之对比.....	21
图 34: 日本预调酒销售额及其在酒精饮料中的占比变化.....	21
图 35: 中国酒精饮料及预调酒销售额	22
图 36: 中国预调酒销售额及其在酒精饮料中的占比变化.....	22
表 1: 公司的品牌营销活动.....	8
表 2: 公司部分预调鸡尾酒产品与三得利产品的对比	10
表 3: 低价格+低酒精度+口味柔和 预调酒更符合青年及女性消费者偏好	13
表 4: 世界主要预调鸡尾酒生产企业	16
表 5: 股权激励分配情况	24
表 6: 伏特加及威士忌生产建设项目	25
表 7: 威士忌陈酿熟成项目	25
表 8: RIO 预调鸡尾酒动销情况草根调研	26
表 9: 公司盈利预测表.....	28

1. 发轫于香精 兴盛于预调

预调鸡尾酒业务已成为公司核心业务。

- ◆ 百润股份成立于 1997 年 6 月，成立之初主要从事香精的研发、生产与销售。
- ◆ 2003 年 12 月设立子公司巴克斯酒业，2004 年推出了预调鸡尾酒产品，因该业务尚处在培育期，财务状况不佳，公司剥离该业务。
- ◆ 2011 年 3 月百润在深交所上市，并于 2015 年通过收购巴克斯酒业 100% 股权，获得锐澳 (RIO) 预调鸡尾酒的相关业务。预调鸡尾酒业务的并表使公司的营业收入经历了过山车式的波动，在 2018 年重新步入良性发展的轨道。至 2020 年，预调酒业务营收 17.12 亿元，占公司营收的 88.86%，是公司的核心业务。

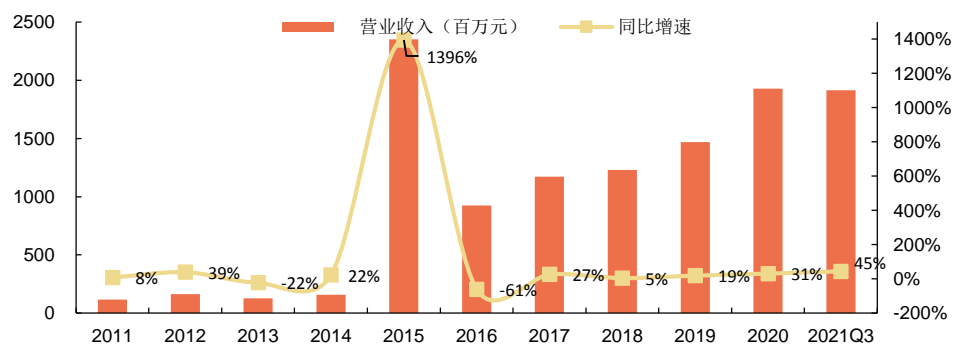
1.1 营收一度起落 如今屡创新高

并表预调酒业务，营收同比大增。2015 年，公司以 49.45 亿元收购巴克斯酒业。预调鸡尾酒业务的并表，使得 2015 年公司营收同比大增 1396% 至增至 23.51 亿元（其中预调鸡尾酒业务 22.13 亿元，占比 94%）。该年预调鸡尾酒业务自身也实现了 125% 的大幅度增长。

透支增长，业绩一度下滑。较为激进的营销策略催生了大量的一次性尝鲜需求，并一度导致终端渠道库存紧张甚至卖断货；但部分客户未能转化为长期客户，随着尝鲜热潮逐渐淡去，渠道前期为应对高销量形成的备货库存又加重了去化压力，使得渠道商进货意愿较低，拖累公司 2015 年下半年及 2016 年的营收，2016 年营收下滑 61%。

供给出清，竞争格局优化，重回良性增长轨道。经过 2016 年、2017 年的调整，预调鸡尾酒行业众多参与者退出，百润股份也主动推进消化渠道库存，调整品牌营销策略，通过不断开拓细分市场、深耕渠道、推进产能布局等方式提高了市场份额。随着部分竞争者出清，市场竞争格局优化，百润股份也重回了良性增长的轨道，公司收入的增速自 2018 年起也持续走高，至 2021Q3 已高达 45%。

图1：公司上市以来收入及增速情况



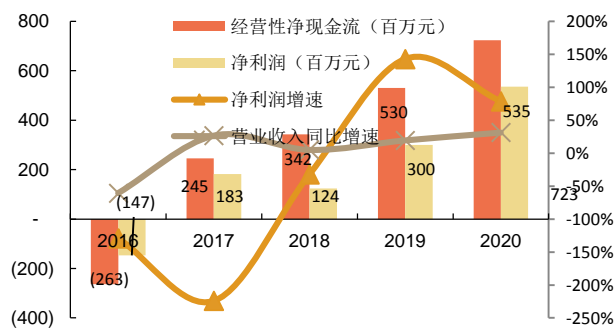
资料来源：wind，申港证券研究所

1.2 稳态增长 盈利能力持续提升

利润稳步增长且含金量很高。公司营收的增长也伴随着净利润、经营性净现金流的持续增长。2018年后，公司净利润增速超过了同期营业收入的增速，且净现比每年均保持在1.3以上，公司的净利润含金量很高。公司健康的收入利润/现金流比例主要得益于预调鸡尾酒、香料香精两项业务健康的商业模式。

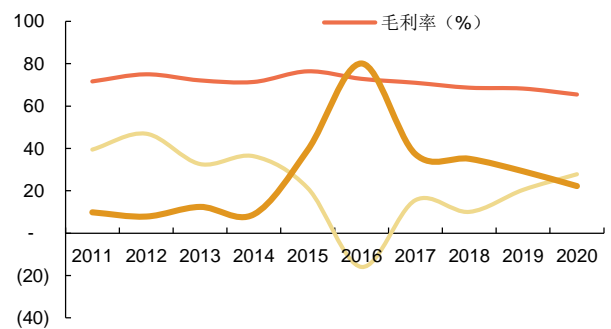
毛利率略降，净利率提升。2016年以来，公司毛利率略有下降但总体仍保持在较高的水准。2020年受新收入会计准则将“销售费用-运输费”调整至营业成本影响，公司预调鸡尾酒业务毛利率降低4.28%，香料香精业务毛利率降低1.19%，整体毛利率降低3.92%。若以可比口径计算，公司2020年毛利率为69.4%，较前一年提升约1.1pct。受益于对销售费用的良好控制，公司在毛利率略有下降的前提下仍然实现了净利率的提升。

图2：近年来公司利润、现金流以及利润、收入的增速对比



资料来源：wind，申港证券研究所

图3：近年来公司毛利率及净利率情况



资料来源：wind，申港证券研究所

注：2020年因运输费调入营业成本至当年毛利率下滑，若以同比口径计算，该年毛利率同比提升1.1pct。

1.3 预调酒业务：一骑绝尘 方兴未艾

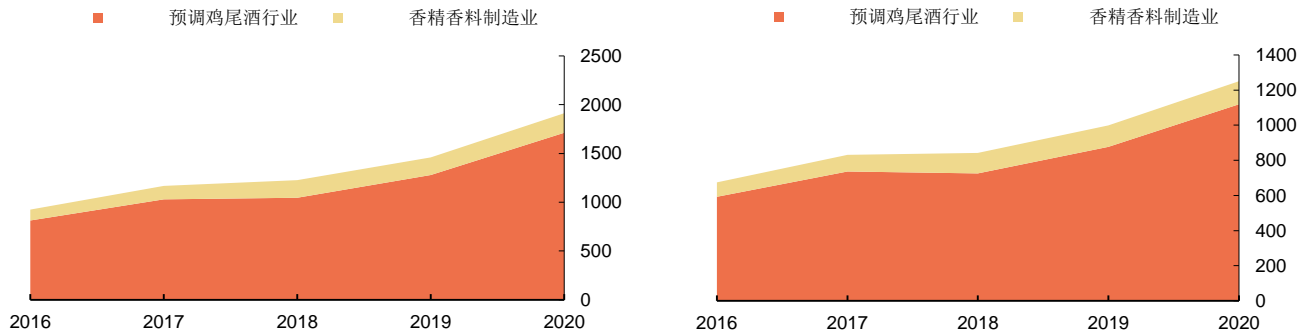
1.3.1 市场地位：遥遥领先

公司是国内预调鸡尾酒行业的龙头企业。巴克斯酒业自2003年12月设立起，一直致力于预调鸡尾酒的研发、生产和销售，是中国较早进入预调鸡尾酒行业的企业之一。经过多年发展，公司预调酒业务遥遥领先于市场同业，成为百润股份收入和利润支柱。

◆ 预调酒业务权重重大，收入利润贡献高，增速快。自2015年并表巴克斯酒业以来，预调酒一直是公司的第一大业务板块，贡献了公司营业收入和利润的大部分。2020年，预调酒业务贡献了公司88.86%的营收和88.68%的毛利润。不仅收入占比高，近年来预调鸡尾酒业务也持续高速增长，2016至2020年的5年营收复合增速20.46%，销量复合增速26.24%。2021年上半年，预调鸡尾酒业务再创佳绩，实现营收同比增长50.56%，销量同比增长56.44%。

图4：公司各板块收入贡献 (百万元)

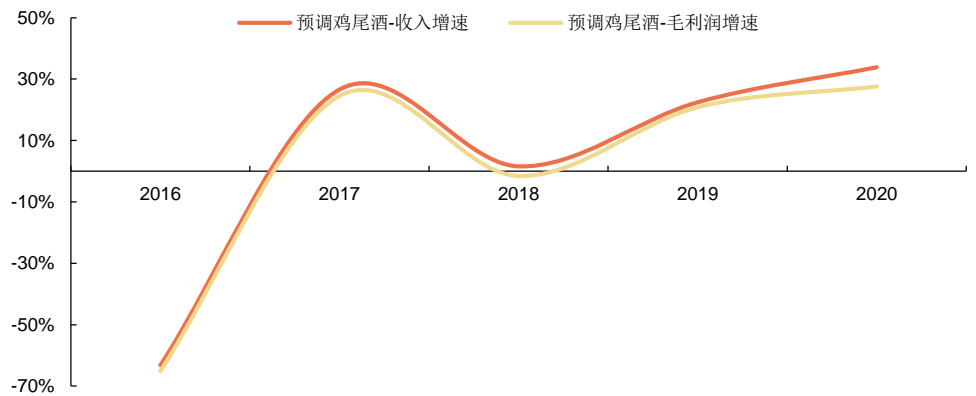
图5：公司各板块毛利润贡献 (百万元)



资料来源: wind, 申港证券研究所

资料来源: wind, 申港证券研究所

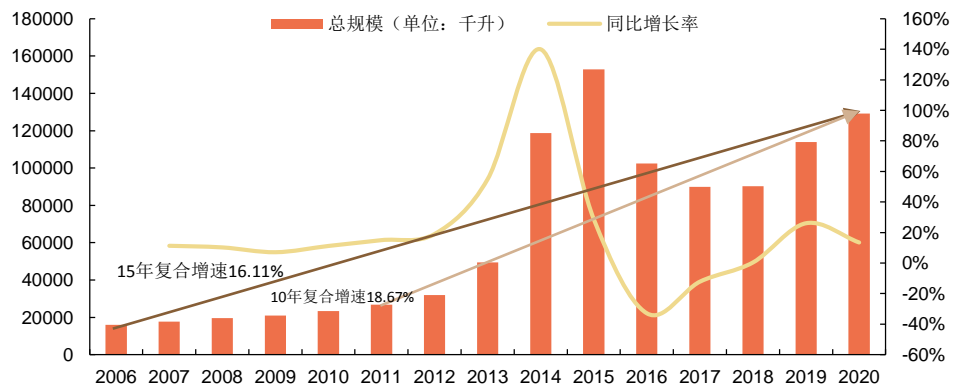
图6: 预调酒业务收入及毛利润的增长曲线



资料来源: wind, 申港证券研究所

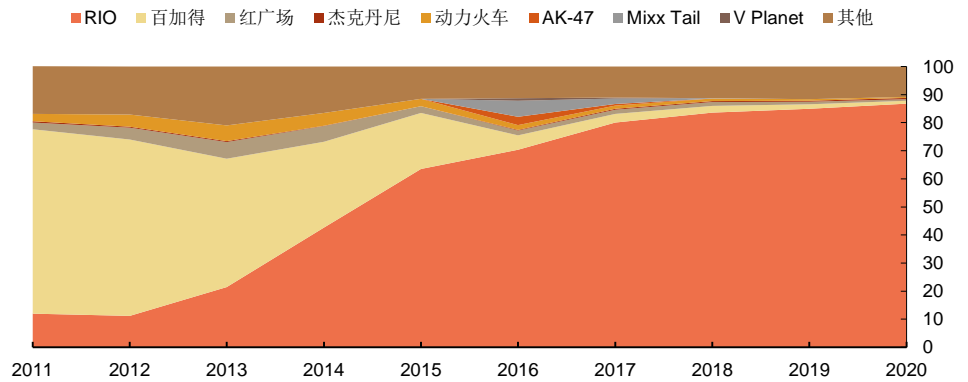
- ◆ 公司预调酒业务的大发展，主要受益于我国预调酒消费量的增加，以及公司在该行业市占率的提高。市场规模方面，据 Euromonitor 统计，2011 年我国预调酒行业的消费量 2.68 万千升，至 2020 年已增至 12.92 万千升，近 10 年的行业复合增速达到 18.67%。而在行业的市占率方面，经过多年发展，公司市占率从 2011 年的 12% 提升至 2020 年的 86.8%，并自 2014 年起即保持着市场第一名的市占率。

图7: 预调鸡尾酒行业近年来市场消费量情况



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

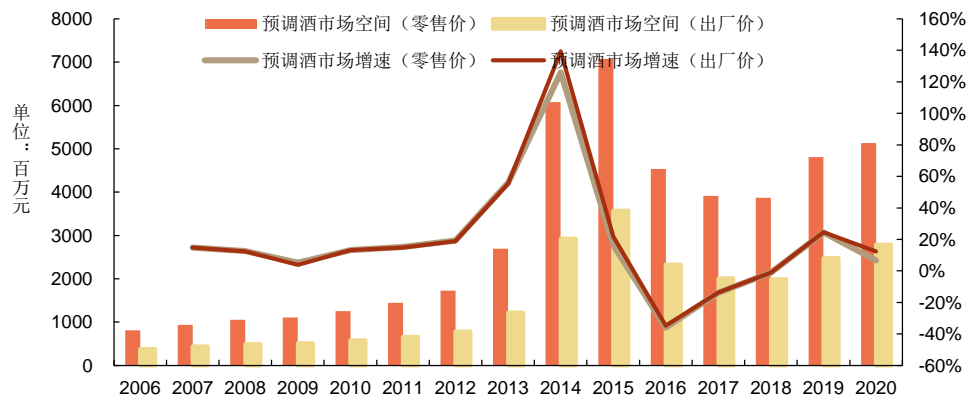
图8: 近 10 年我国预调鸡尾酒行业各品牌的市占率 (%)



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

- ◆ **市场规模持续提升, 厂家/渠道共同受益。**中长期来看, 预调酒行业消费量的提升并没有以牺牲产品价格为代价, 而是在消费量增长的同时, 同步提升了其市场销售额。在此过程中, 出厂端和终端的市场规模保持高度一致的增长速度, 渠道端经销商和厂家共同受益, 分享盈利成果, 也提高了其对厂商的忠诚度和营销的驱动力。

图9: 预调酒终端和出厂端市场规模同步提升



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

1.3.2 品牌认知: 消费者高度认可 已形成行业壁垒

经过持续不断的消费者教育, 公司的“RIO”品牌已经成为预调鸡尾酒的代名词, 在本行业形成了品牌壁垒。

- ◆ 品牌认可度是快消品行业公司发展的重要基石。巴克斯酒业的“RIO (锐澳)”品牌的知名度较高, 为中国驰名商标、上海市著名商标, 被评为长三角名优食品、上海市名牌产品、上海名优食品。
- ◆ 为了强化 RIO (锐澳) 品牌的知名度, 公司采用多种方式进行品牌推广, 包括线上投放、影视剧植入、明星合作、内容营销及品牌跨界等, 近年来主要实施如下:

表1: 公司的品牌营销活动

项目	具体内容	实施案例
----	------	------

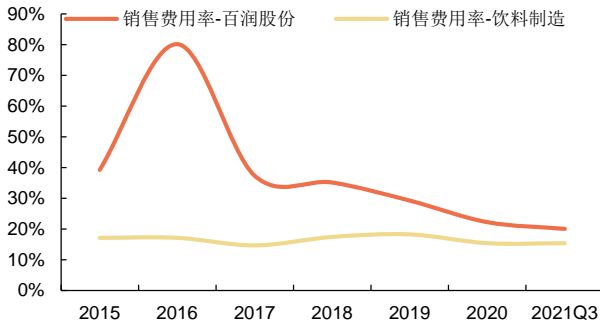
1	线上投入 电视投放: CCTV、全国性卫视、省级电视台、地方电视台的硬广投放, 栏目合作。 网络投放: 在网络平台进行网络广告投放, 形式有综艺节目身份合作、贴片广告、开机屏等形式, 同时会与平台联合进行线下推广。	浙江卫视:《奔跑吧, 兄弟》; 湖南卫视:《天天向上》、《我们都爱笑》; 江苏卫视:《非诚勿扰》; 东方卫视:《极限挑战》; CCTV3/6/8: 硬广合作; 另有天津卫视、山东卫视、湖北卫视、辽宁卫视、东南卫视等多家平台合作。 优酷:《微微一笑很倾城》、《火星情报局》; 爱奇艺:《奇葩来了》、《流行之王》、《我要这样生活》; 腾讯:《创造 101》、《全职高手》、《让生活好看》等; 芒果 TV:《朋友请听好》等; Bilibili: 品牌种草、线下项目合作&开屏投放; 小红书: 品牌种草; 抖音平台: 产品种草、直播、硬广投放、竞价投放等。
2	影视剧植入 通过电视剧或电影植入相关产品, 将产品与明星进行绑定, 对饮用场景深度教育。	植入电视剧:《何以笙箫默》、《步步惊情》、《杉杉来了》、《青年医生》、《幕后之王》、《我的真朋友》、《加油你是最棒的》、《三十而已》、《二十不惑》、《理想之城》等; 植入电影:《恶棍天使》、《爱情公寓》等。 品牌代言人: 针对不同产品不同人群进行代言人选择, 精准对应各年龄层消费者, 建立“RIO(锐澳)”家族概念。明星短期合作: 基于品牌目标, 选择不同明星进行轻量级合作。
3	明星合作 品牌代言人: 针对不同产品不同人群进行代言人选择, 精准对应各年龄层消费者, 建立“RIO(锐澳)”家族概念。明星短期合作: 基于品牌目标, 选择不同明星进行轻量级合作。	品牌代言人: 周冬雨、邓伦、杨洋、郭采洁、小 S、周迅; 短期合作明星: 何炅、邓超、范丞丞、费启鸣、Papi 酱、薇娅、王大陆、杨迪、王子文等。
4	内容营销 通过更打动人心的内容, 将“RIO(锐澳)”所带给消费者的丰富情绪传递给消费者。	2021 年,《那些微不足道的小事, 微醺知道》内容营销; 2020 年,《空巢独饮万岁》内容营销, 重点推广 RIO 微醺小美好系列产品; 2018 年 RIO 微醺上市推出《微醺恋爱物语》; 2018 年 Chinese New Year (春节) 与天天 P 图联合推出“把年过年轻”活动; 与上海动感 101 联合推出《感恩季》活动。
5	品牌跨界 通过和不同品牌合作, 借助各自的品牌力量, 为 RIO 品牌加分, 同时将对方品牌的粉丝转化为 RIO 粉丝。	合作过的品牌有: Hello kitty、Line、肯德基、周黑鸭、自如、百草味、VIVO、六神花露水、英雄墨水、好利来等多个品牌。

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

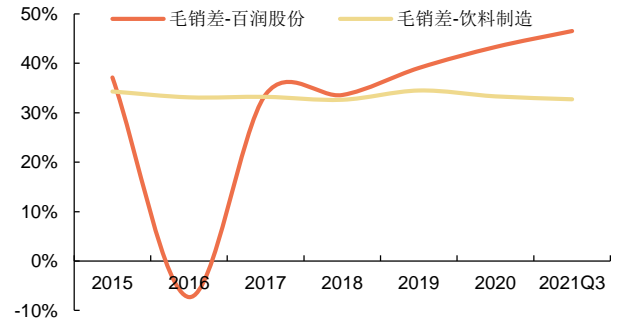
- ◆ **这次不一样: 不依赖营销费用的销售增长。**2014、2015 两年随着大量竞争者涌入预调鸡尾酒赛道, 通过大量的线上广告、线下营销活动以及向经销商压货等手段促销在行业内较为普遍。铺天盖地的广告为公司当年创造了大量收入, 但同时也对经销商库存造成较大压力, 在 2015 年下半年已经初露端倪, 并直接造成了 2016 年的厂家出货量同比下滑。此后, 公司营销更为克制, 销售费用在 2017 年以后趋于稳定, 广告费用基本没有增长。2018 年以来, 公司在**产品端**不断扩充产品矩阵, 满足高中低档各类消费者需求; 在**渠道端**合理优化, 提高渠道效能, 并加强线上渠道、社区团购渠道建设; 在**定位方面**更加精准, 打造“微醺”大单品, 在不依赖堆叠营销投入的前提下, 实现了业绩的稳健增长和市场占有率的提升。**近 3 年销售费用率下降 12.9pct, 毛销差提升 9.7pct。**

图10: 百润股份销售费用率已降至合理水平

图11: 百润股份毛销差持续提升, 已显著高于同业



资料来源: wind, 芝士财富, 申港证券研究所



资料来源: wind, 芝士财富, 申港证券研究所

1.3.3 产品优势: 品类丰富 适应多种消费场景

不断扩充产品品类, 占领细分市场。目前, 公司预调鸡尾酒在售产品涵盖了不同酒精度的微醺系列、经典系列、清爽系列、强爽系列、夜狮系列、限定/联名/定制系列等多个系列, 包括 275ml、330ml、500ml 等不同容量的玻璃瓶装和易拉罐装, 可以满足不同消费者和不同消费场景的需求。

- ◆ 公司依托自身在香精、香料行业多年来的技术储备和经验积累, 通过旗下的消费者中心进行调研, 持续推出符合消费者口味偏好的新产品。至今, 公司产品口味类型已经超过 50 种, 也满足了部分消费者尝新的心理。
- ◆ 公司的产品线对标三得利, 各款成功的单品从定位、目标客群、包装、口感、酒精及果汁含量等均有所借鉴, 但又有所创新。

表2: 公司部分预调鸡尾酒产品与三得利产品的对比

对比公司	三得利	百润股份
产品	HOROYOI 和乐怡	微醺系列
定位	面向女性市场, 强调女性自我、独立的一面。定位日常饮用场景, 围绕独饮、取悦自己这一点上进行渠道铺设, 在日本便利店非常常见, 可以说打破了普通酒饮的消费场景, 也符合了日本越来越多人轻社交、宅的趋势。酒精度 3 度。	针对 18-35 岁泛人群在独处场景下饮用, 受到女性消费者欢迎。酒精度 3 度, 爆款大单品, 广告语“一个人的小酒。”主要包括 330ml 易拉罐系列的 10 个长线口味, 2 个限定口味, 5 个电商专供口味。
产品	Kokushibori	本榨系列
定位	浸渍酒, “升级版和乐怡”含有 15%-28% 的果汁, 口感更加浓郁, 并且有果粒感, 在包装和营销中也更倾向于体现价值感和享受感。	果汁含量高达 29%, 包装为 330ml 易拉罐, 共有 3 种口味, 水果味更加浓郁, 酒精度 3.5/4.1/5.5 度。
产品	-196°C Strong Zero	强爽系列
定位	产品名的含义分别为: -196°C: 将水果急速冷冻至-196 度, 粉碎后用以调酒; Strong: 酒精度最高, 达到 9 度; Zero: 零糖分; 包装风格硬派, 成熟、霸气的魅力。	酒精度 8-9 度, 主要针对有一定酒精饮用习惯的年轻男性, 满足其在家放松休闲以及配餐时刻的饮用需求。 产品主要包括 330ml 8 度含糖罐装系列 6 个口味、500ml 8 度含糖罐装系列 5 个口味、500ml 9 度零糖罐装系列 2 个口味。

资料来源: 三得利公司官网, 百润股份公司官网, 申港证券研究所

持续优化产品口味, 提升客户忠诚度。口味是决定预调鸡尾酒复购率的重要因素,

日本三得利品牌在日本本土的成功经验表明，迎合消费者口味偏好，有针对性的研发适口性好的产品，才能持续获得市场的认可。对于预调鸡尾酒的口味配方、适口度的调整不可能一步到位，而是需要通过一系列研发、试制、调查、推广和调整的过程，以逐步达到消费者最认可的口感。这一过程不仅对于预调鸡尾酒企业的研发技术、资金实力等提出较高的要求，更是需要时间的积累，不断探索。公司已经成功打造多款畅销产品和口味，形成了一定的优势。

精准定位，贴合消费场景。近年来，公司通过持续优化品牌定位，根据更加精准的定位开展更有针对性的营销手段。如 2010 年公司提出的“小姐妹聚会的青春小酒”，将目标精准定位于传统酒企缺乏关注度的女性消费者。在经济增速下行，酒吧、KTV 等即饮渠道增速欠佳的时候，及时拓展居家休闲、个人独酌等消费场景，提出“一个人的小酒”的新定位。

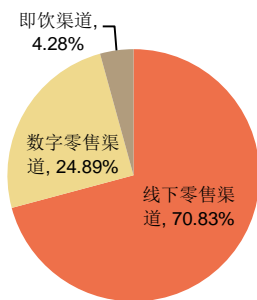
对品牌的定位日益精准和完善离不开不断扩展丰富的产品矩阵。公司建设“微醺-强爽-清爽”等产品线，如：2016 年起推出微醺系列，主打“一个人的小酒”，对应女性消费者，酒精度仅为 3 度。2016 年推出的强爽系列酒精度为 8 度，酒味更浓，主打解油腻，配合重油重辣食品的佐餐酒，目标男性消费者。2021 年推出清爽系列，加入气泡口感，主打清爽、纯净的口感，更加面向年轻消费者。

1.3.4 销售渠道：结构不断优化 终端持续增长

经过多年发展，公司预调鸡尾酒业务已建立了全国性的销售网络。公司拥有过千家经销商，并与全国多个大型连锁商超保持合作。经过多年的发展，公司在国内预调鸡尾酒市场具有渠道竞争优势，已建立完善的线下零售渠道、数字零售渠道、即饮渠道。目前，公司以线下零售渠道为主，与经销商维持着稳定、持久、互利互惠的合作关系。

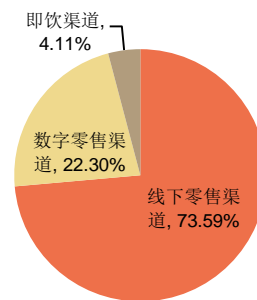
预调鸡尾酒产品主要采取快消品的推广销售模式，需要建立兼具覆盖广度和深度的营销网络来实施和推进产品的销售工作。建设营销网络需要一定的时间，同时在渠道费用支出、营销人员培养、营销渠道管理等多个方面均有较高的要求。

图12：公司各渠道营收占比（2021H1）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图13：公司各渠道毛利润占比（2021H1）

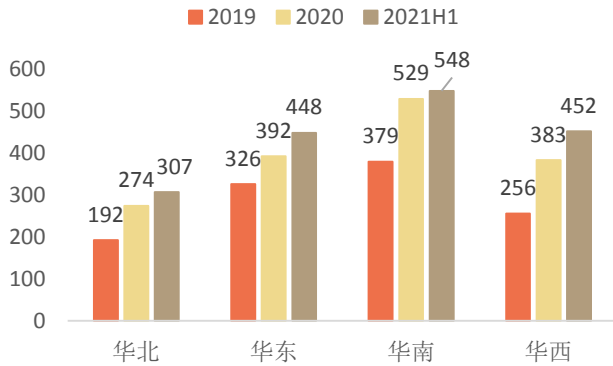


资料来源：Wind，申港证券研究所

- ◆ **线下零售渠道：区域优化，数量增长，是公司业绩支柱。**线下零售渠道包括现代零售渠道、传统零售渠道，主要为经销模式，公司通过在全国主要城市建立完善的经销商体系，将其产品延伸至零售终端领域，形成了成熟的经销商网络；同时，通过在国内大型连锁商超（如沃尔玛、大润发、苏果等）、大型连锁便利店（如7-11、全家、可的、好德、捷强等）直接面向终端消费者进行销售，公司传统零售

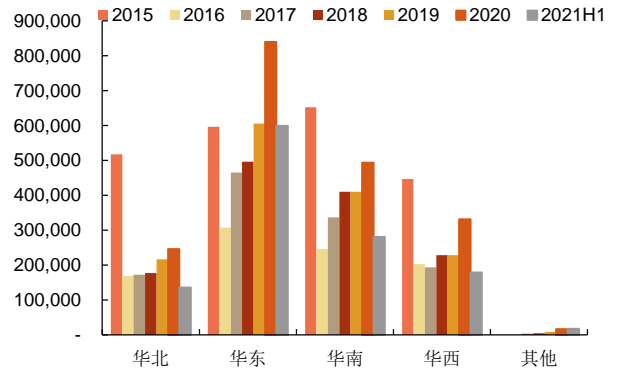
渠道已覆盖全国超过近千个城市。线下渠道贡献了公司约七成的收入和利润，是公司最主要的销售渠道。经渠道调研，经销商对于销售目标反馈积极乐观，表示完成压力不大。

图14：百润股份各区域经销商数量



资料来源：公司公告，申港证券研究所

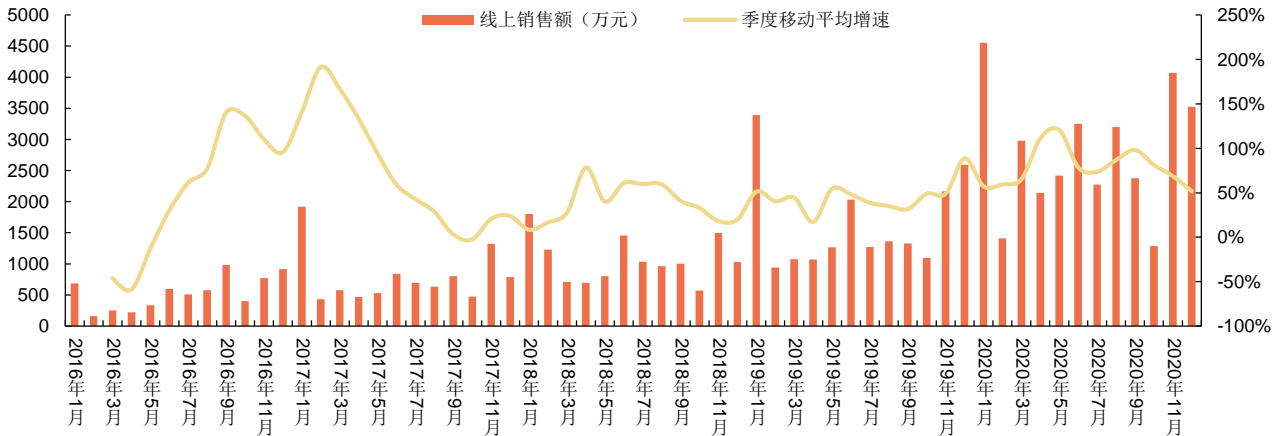
图15：百润股份各区域收入情况



资料来源：公司公告，申港证券研究所

- ◆ **数字零售渠道：占比偏小但增速较快。**除了经销商渠道的优化和增长外，公司在在线上渠道（即数字零售渠道）也取得较好的业绩。该渠道主要通过包括天猫、京东等在内的第三方网络销售平台进行直接销售。2018年以来，公司线上渠道每个月的销售额都保持了同比正增长，且目前销售额增速中枢约在 50%左右。2020年公司单月线上销售额在 1000-4500 万之间。

图16：百润股份线上销售额情况



资料来源：wind，申港证券研究所

图17：公司线上销售额占营收的比例

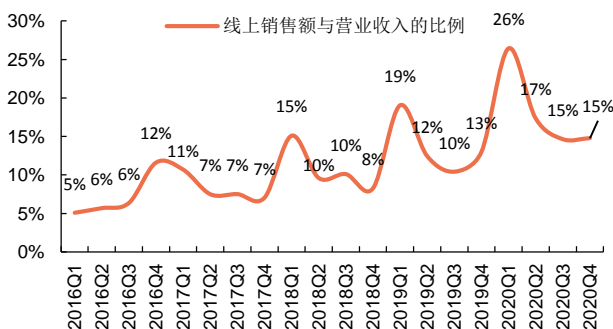
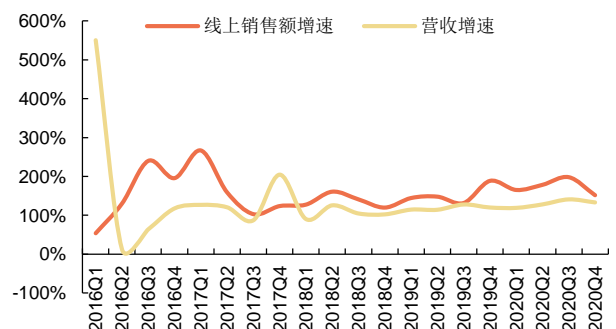


图18：公司线上销售额与营收增速的对比



资料来源: wind, 申港证券研究所

资料来源: wind, 申港证券研究所

- ◆ **即饮渠道：潜在空间巨大，将成为重要增长点。**即饮渠道主要包括酒吧、KTV、餐厅等，公司不断丰富即饮渠道产品线，积极向三、四线城市拓展，已逐步建立系统有效的即饮终端。当前公司通过即饮渠道实现的收入利润均不足 5%，经销商也表示公司当前侧重创利润，对于即饮渠道的营销投入、线下活动虽然远超预调酒行业竞品，但对比精酿啤酒、白酒等竞争者仍显不足。随着近年来产品丰富，KA、商超渠道不断做大，势必会提振即饮渠道。目前预调鸡尾酒在即饮渠道还有较大的市场空白，或将成为未来重要的增长点。

1.4 香精香料业务：稳定发展 历久弥香

公司的香精香料产品具有品种多、用量小、作用大、专业性强的特点，主要包括食品香精、日化香精、化工原料等三大类。公司香精香料业务主要包括“百润(BAIRUN)”牌香精香料的研发、生产、销售和服务。公司的香精香料产品主要是食用香精。食用香精广泛应用于食品工业，包含果汁饮料、冰品乳品、烘焙类食品等众多食品领域，也应用于烟草行业。

香精香料市场成熟度较高，竞争格局稳定。公司自上市以来，该项业务的发展较为稳定，近 5 年该项业务的收入复合增速为 6.33%，毛利率保持在 66%-74%之间，能够较稳定的为公司提供收入和利润支持。

2. 时来天地皆同力：预调市场持续扩大 渗透率仍有海量空间

低酒精时尚饮料，剑指青年女性客群。相比传统酒，预调酒酒精度低、添加果汁口味更似饮料、且品牌时尚，能更好地满足年轻人及女性休闲用酒需求。与白酒、威士忌、白兰地等烈性酒（蒸馏酒）比，预调酒酒精度低，虽用烈性酒做基酒，但通过添加果汁等使口感更易被接受，产品形象也决定其适用于餐饮、聚会、个人休闲等更多的饮用场景。葡萄酒、啤酒、黄酒（酿造酒）等虽然酒精度低，但预调酒口感和品牌形象更具多样性，也更易受年轻人和女性欢迎。尼尔森咨询估计，预调酒 83%的消费者处于 18-30 岁年龄段，女性占比可能达到 60%-70%。

表3：低价格+低酒精度+口味柔和 预调酒更符合青年及女性消费者偏好

品类	原料	主流价格带（元/瓶）	规格（ml）	酒精度	主要目标消费者	代表品牌
白酒	小麦、高粱等	5-1000	500	18-68	35-45 岁	茅台、五粮液、泸州老窖、洋河、
威士忌	麦芽	100-1000	700	40	平均 38 岁	芝华士、杰克丹尼
白兰地	葡萄	100-1000	700	40	平均 38 岁	轩尼诗、马爹利、人头马
葡萄酒	葡萄	100-1000	750	7-18	19-30 岁	张裕、长城、ASC
黄酒	大米	5-30	500	8-17	35-50 岁	和酒、石库门、古越龙山
啤酒	大麦芽	5-30	600	2-5	18-35 岁	百威、雪花、哈尔滨
预调酒	洋酒、果汁	10-30	275	3-5	18-35	RIO、Breezer、冰结

资料来源: 天猫商城, 京东商城, 公司公告, 申港证券研究所

2.1 发展历程：不经历风雨 怎能见彩虹

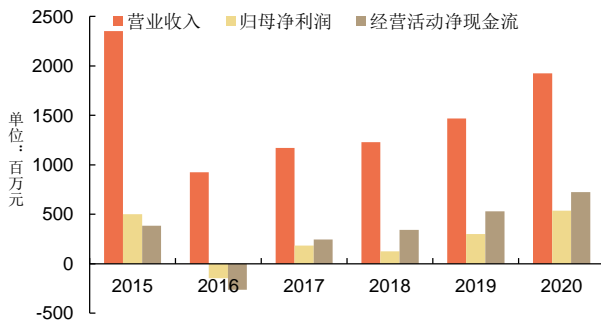
行业经过近 30 年发展，风雨波折后重回正轨，走向良性发展。预调鸡尾酒自 20 世纪 90 年代初引入我国后，经历十余年的启蒙、培育，于 2011 年迎来快速发展期。随后几年中，无论是全球酒业巨头，还是食品企业，纷纷竞相涌入预调酒赛道，市场销售额高增伴随的是销售费用高企、渠道存货积压，并在 2015 年下半年出现危机。经过 2016、2017 年两年整理，2018 年后行业重回良性发展轨道。

- ◆ 1997 年，酒业巨头百加得进入中国市场，推出预调酒品牌冰锐 (Breezer)。
- ◆ 2000 年，英国红广场等欧美品牌进入中国。
- ◆ 2003 年，巴克斯酒业成立，推出 RIO (锐澳)，在夜场销售，期初单瓶价格在 20 元，后调整至 30 元。
- ◆ 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 进驻多家线上平台，提出“小姐妹聚会的青春小酒”的产品定位。2 年后，RIO 销售额超千万。
- ◆ 2010 年前后，RIO 和冰锐同步进军卖场。RIO 采取一级经销原则，1 个城市 1 个经销商，发展相对较慢，仅进入华润、家乐福等数量有限的卖场；冰锐采用区域大经销商+多级分销制度多级分销制，进而在此阶段实现较快增长。
- ◆ 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 年左右，五粮液、古井、山西汾酒、洋河、泸州老窖、汇源、黑牛等多家企业进入鸡尾酒市场，同时有大量山寨产品，市场竞争混乱，产品价格下滑至 3-5 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，在东方卫视投放广告，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”预调鸡尾酒，主要定位酒吧、夜店等即饮渠道。
- ◆ 2015 年 11 月，青岛道格拉斯洋酒公司推出 AK47，聘请跑男郑凯做代言，产品定位“男人鸡尾酒”。(2017 年 5 月，该公司破产重组)
- ◆ 2016 年 10 月，微酒报道冰锐已停产。
- ◆ 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。

调整后的渠道库存健康，利润含金量十足。2015-2016 年的业绩波动，主要由于 2014 年下半年及次年春节动销旺盛，行业及渠道商对短期业绩误判，盲目加大发货量。待一次性尝鲜需求退散，渠道库存积压严重，部分渠道积压的预调酒货龄达到 7-14

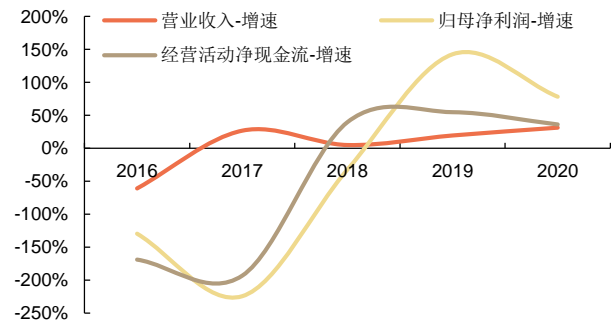
个月(产品保质期只有 18 个月),作为对比,同期可口可乐等软饮料的货龄仍保持 1-2 个月的健康水平。百润股份在 2015 年 3 季度开始主动减少发货量,助力渠道商去库存,造成公司当年下半年及次年收入利润业绩下滑。在此期间,黑牛旗下的达奇、百加得旗下的冰锐等都逐步淡出,行业进入调整期。经过两年多的调整,经销商库存趋于合理。对应的,自 2018 年至今百润股份营收、归母净利润、经营性净现金流均持续增长,且经营性净现金流持续大于净利润,业绩含金量十足。

图19: 公司自 18 年后营收和现金流稳步增长



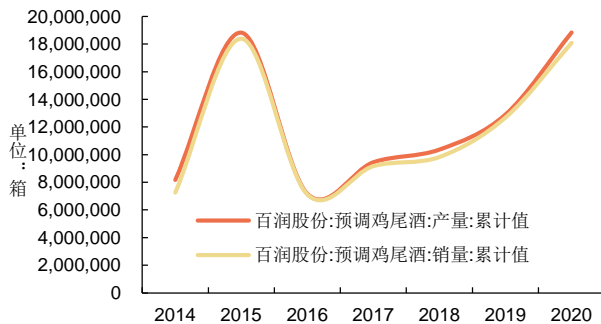
资料来源: wind, 申港证券研究所

图20: 18 年后利润增速快于收入



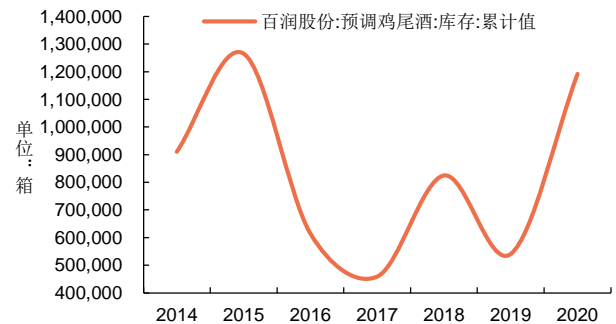
资料来源: wind, 申港证券研究所

图21: 预调酒产量自调整期后稳步增长



资料来源: ifind, 申港证券研究所

图22: 预调酒库存保持在合理水平



资料来源: ifind, 申港证券研究所

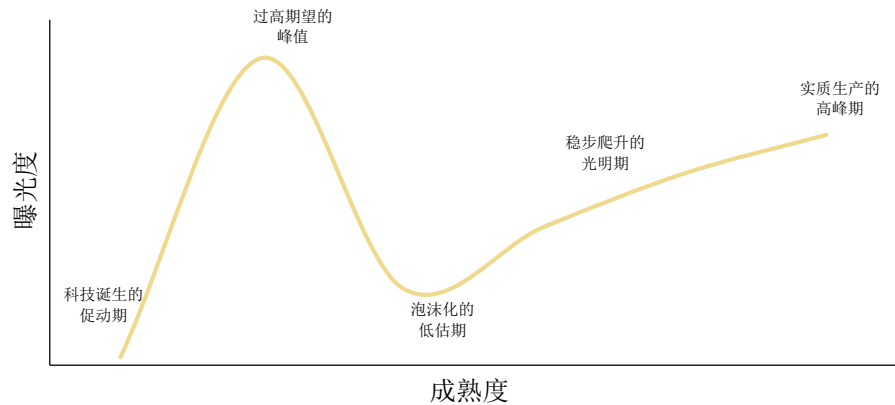
预调鸡尾酒行业进入恢复性爬坡期及普及期,兼具高成长性和高确定性。公司近年来的产销量变化、所处的行业发展阶段,均较为符合加特纳曲线。2014-2015 年是行业进入过高期望峰值的标志性时刻,随后泡沫破灭,2016 年至 2018 年进入低估期,自 2018 年后,行业进入爬升期,至今仍属于该阶段。鉴于此,未来预调鸡尾酒行业仍是兼具高成长性和高确定性的优质行业。

加特纳曲线全名“加特纳技术成熟度曲线”,是指新技术、新概念在媒体上曝光度随时间的变化曲线。1995 年开始,Gartner 咨询公司预测新技术、新产品的成熟演变需要经历 5 个阶段:

- ◆ 科技诞生的促动期: 在此阶段,随着媒体大肆的报道过度,非理性的渲染,产品的知名度无所不在,然而随着这个科技的缺点、问题、限制出现,失败的案例大于成功的案例,例如:.com 公司 1998~2000 年之间的非理性疯狂飙升期。
- ◆ 过高期望的峰值: 早期公众的过分关注演绎出了一系列成功的故事。

- ◆ 泡沫化的低谷期：在历经前面阶段所存活的技术经过多方扎实有重点的试验，而对此科技的适用范围及限制是以客观的并实际的了解，成功并能存活的经营模式逐渐成长。
- ◆ 稳步爬升的光明期：在此阶段，有一新科技的诞生，在市场上受到主要媒体与业界高度的注意，例如：1996 年的 Internet，Web。
- ◆ 实质生产的高峰期：在此阶段，新科技产生的利益与潜力被市场实际接受，经营模式的工具、方法论经过数代的演进，进入了非常成熟的阶段。

图23：加特纳成熟度曲线



资料来源：Gartner.com，申港证券研究所

2.2 市场格局：海外市场巨头纷争 国内市场一家独大

海外市场，酒业巨头均积极布局预调鸡尾酒赛道。预调鸡尾酒脱胎于鸡尾酒。为了便于在酒吧之外的场所如家庭、餐馆饮用鸡尾酒，20 世纪 80 年代欧洲诞生了预调鸡尾酒（简称 RTD，Ready to Drink）。预调鸡尾酒降低了年轻人的饮酒门槛，可以较低价格享用酒精饮料，是入门酒品。世界上主要的烈酒巨头如帝亚吉欧、保乐力加，以及啤酒巨头如百威英博等都有预调鸡尾酒产品。

表4：世界主要预调鸡尾酒生产企业

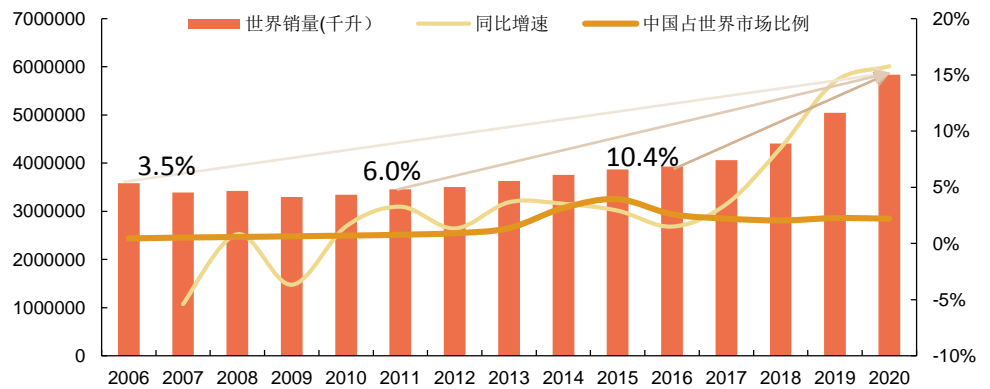
国家	厂家	简介
英国	帝亚吉欧	全球最大洋酒公司，拥有横跨蒸馏酒、葡萄酒和啤酒等一系列顶级酒类品牌。包括 Johnnie Walker、JJ&B、Windsor 等威士忌系列；以及 Baileys、Captain Morgan、Tanqueray、Guinness 等洋酒品牌，另有水井坊白酒品牌及 Snirnoff Ice 预调酒。
英国	百加得	源于古巴，私营烈酒公司，世界酒类公司巨头，主要生产 Bacardi Carta Blanca、Bacardi8、Bacardi limon、Bacardi black、Bacardi gold、Bacardi15`朗姆酒以及 Breezer 预调酒。
英国	VK	Vodka Kick 在 1999 年由英国 GBL 全球品牌有限公司创利。2007 年，Vodka Kick 预调鸡尾酒系列诞生，产品选取伏特加及朗姆酒为基酒，以纯净苏打水取代蒸馏水，并加入天然果汁调配而成。VK 连续多年在英国即饮渠道销量保持前列。
法国	保乐力加	全球烈酒喝葡萄酒集团巨头，拥有 Martell、Royal Salute、Chivas Regal、Ballantine's、Absolut Vodka 等洋酒品牌以及马利宝（Malibu）预调酒。
日本	三得利	三得利是全球第三大烈酒饮料公司，旗下 Chu-hi（包括-196°C，和乐怡等）为主要的预调酒品牌。在日本市场的预调酒占有率超过 35%。
日本	麒麟	麒麟是日本老牌啤酒商，于 2001 年推出即饮预调酒冰结，打开日本预调酒市场

美国	百富门	美国最大的酒业公司，拥有 Jack Daniels 威士忌预调鸡尾酒，主要口味包括苹果味、柠檬味和可乐味。
美国	百威英博	2012 年百威英博旗下淡啤酒品牌 Bud Light 推出 RITAS 啤酒风味鸡尾酒，市场大幅度增长。
泰国	SPY	Spy Wine Cooler 在泰国预调鸡尾酒市场份额超过 50% 以上，每年销量超过一亿六千万瓶。以前葡萄酒为基酒，不选用食用酒精为基酒。

资料来源：产业信息网，申港证券研究所

全球预调酒市场增速提升，远未触及天花板。全球预调酒市场自 2010 年起至今每年都保持正增长，最近 15 年/10 年/5 年复合增速分别为 3.5%/6%/10.4%，市场规模不断增长的同时增速也有所提高，行业远远没有触及天花板。而中国市场在全球市场所占的比例保持在 4% 以内，与中国人口/经济规模/人均收入等并不匹配，在全球预调酒市场持续增长的背景下，渗透率偏低的中国市场具有巨大的潜在市场空间。

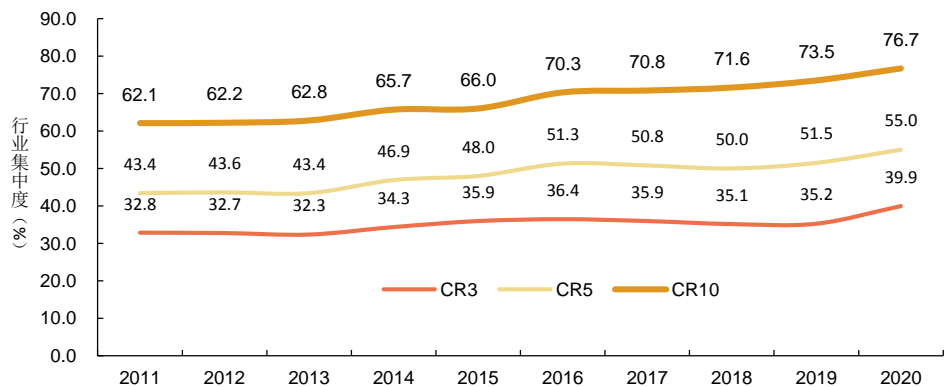
图24：全球预调酒产量及中国占世界市场的比例



资料来源：Euromonitor，申港证券研究所

全球市场参与者众多，竞争格局较为分散。根据 Euromonitor 统计的数据，2020 年全球预调酒市场中市占率超过 1% 的酒企有 16 家，该年度市场前 3 名企业加拿大 Mark Anthony Brands、日本三得利、美国波士顿啤酒公司的市占率分别为 14.2%、12.4%、7.8%，CR10 为 76.7%。行业集中度有所提升，但进程缓慢。历经 10 年时间，预调酒行业 CR3 提升 14.6pct，CR10 提高 7.1pct。行业集中度呈现逐步提升的状况，但进程十分缓慢。

图25：全球预调酒行业集中度变化趋势



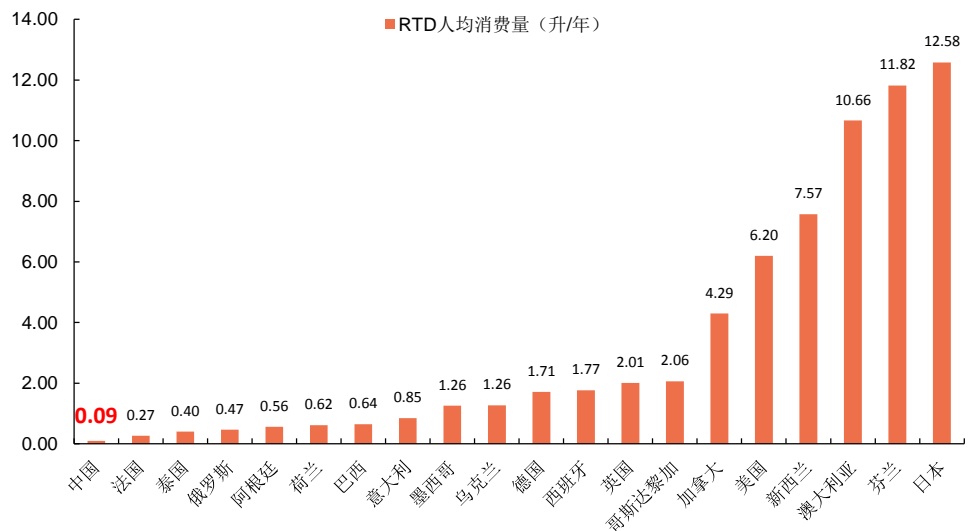
资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

国内市场垄断明显, 百润股份一骑绝尘。目前, 国内预调鸡尾酒市场上主要品牌包括“RIO (锐澳)”、“Bacardi Breezer (百加得冰锐)”、“Jack Daniel’s (杰克·丹尼)”、“Horoyoi (和乐怡)”等。作为先发者, 百润股份的 RIO 品牌在预调酒行业具有品牌、渠道、研发、品控、产能等多方面的优势, 2020 年市场占有率高达 86.8%, 处于绝对领先地位。(国内各品牌市占率情况详见上文 1.3.1 “市场地位” 部分)

2.3 潜在空间: 渗透率相较日本尚有百倍空间

中国人均销量显著偏低, 渗透率提升空间巨大。根据 Euromonitor、各国统计局、世界银行等口径统计推算, 2020 年中国预调鸡尾酒人均消费量仅有 0.09 升, 仅相当于美国/日本的 1.5%/0.7%。世界各国的经济发展水平有差异, 不同地区、民族的饮食习俗有不同, 但在各区域、各经济发展水平的国家间对比, 无论与何种国家相比, 我国人均预调酒的销量都显著偏低, 具有巨大的渗透率提升空间。

图26: 2020 年各国预调鸡尾酒人均消费量



资料来源: Euromonitor, Wind, 各国统计局, 世界银行, 申港证券研究所

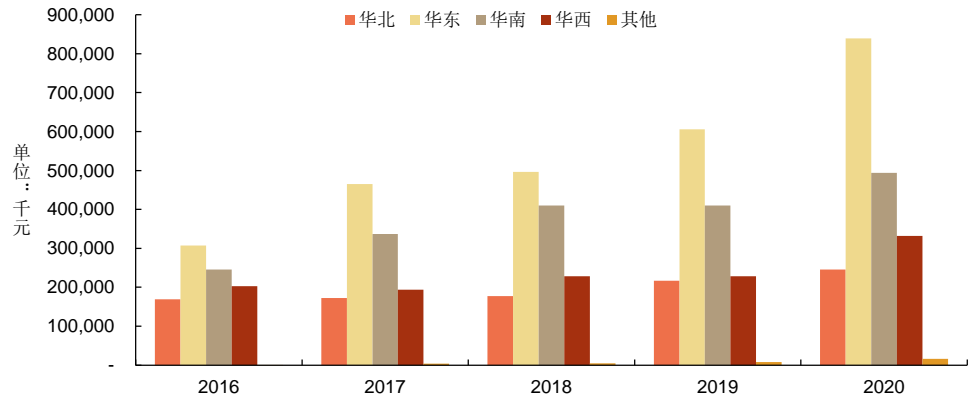
注: 人均消费量由“各国市场总消费量/当年该国人口数”推算, 其中市场总消费量数据来自 Euromonitor, 人口数据来自该国家统计局或世界银行披露的 2020 年数据。

各国间横向对比来看, 经济发展水平、人均饮酒量等指标都不是预调酒销量的决定性因素。

- ◆ 无论是在世界其他国家, 还是在我国不同区域间, 经济发展水平都无法决定预调酒的销量高低。国际层面, 哥斯达黎加、乌克兰、墨西哥、泰国等国的人均 GDP 均低于我国, 但上述国家的人均预调酒销量均远远高于我国。国内层面, 百润股份在我国的各区域渠道商销售情况并不与当地经济水平呈正相关, 如: 华西区域虽经济水平弱于华北区域, 但华西区域的销量持续高于华北区域。经济发达的华东区域虽然销量最高, 但是该优异的业绩并不单纯由经济发展水平所决定, 而是由于百润股份的公司总部、最早的预调酒工厂都坐落在华东区域, 百润已对该区域深耕多年。此外, 在草根调研中, 我们发现诸如新疆乌鲁木齐等较偏远地区、

河南部分县城乃至乡镇等较下沉地区均有RIO的产品，且货龄甚至短于深圳、上海等地的部分商超渠道。因此，我国的城乡二元结构、区域经济差异等因素，并不能直接决定预调酒的销量。

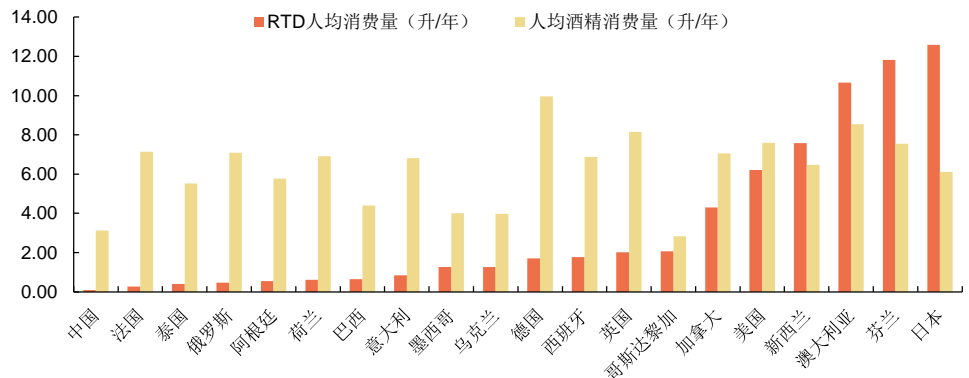
图27：百润股份各区域经销商销售额情况



资料来源：公司年报，申港证券研究所

- ◆ 国民的饮酒量也不对预调酒销量产生决定性作用。由于各国消费者对酒类的偏好不同，若单纯对比各国饮酒量数据，低酒精度的消费量将推高整体人均酒精饮料消费量。因此，我们将 Euromonitor 统计的人均酒精饮料中纯酒精消费量数据，作为各国国民饮酒量的指标。对比可见，预调酒的人均消费量和各国人均酒精消费量缺乏相关性。

图28：各国预调鸡尾酒 (RTD) 及酒精饮料 (换算纯酒精) 消费量情况



资料来源：Euromonitor，申港证券研究所

相比较而言，合理定价、餐饮习俗、消费者教育等因素对预调酒销量影响较大。

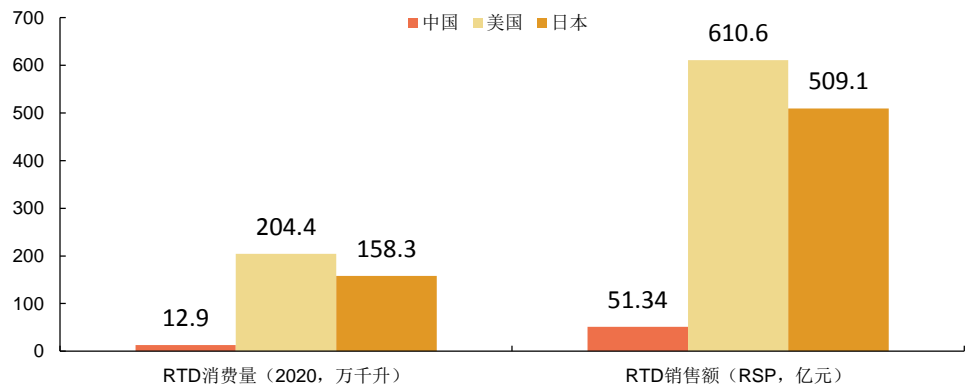
- ◆ 以日本为例，预调酒的价格相比其他酒类具有较大优势。经济增速放缓、人口老龄化和就业率走低的背景下，日本消费者更愿意选择价格更加低廉的酒精饮料。由于日本啤酒承担了较高的税负，预调鸡尾酒在酒精饮料中具有一定的价格优势，迅速吸引了一部分消费者。
- ◆ 即饮渠道占比降低，也有利于预调鸡尾酒的销售。更多的消费者选择购买酒后带回家，作为家庭小聚、佐餐、独酌等场景引用，即饮渠道的占比逐年降低。

美国、德国等欧美国家的预调酒人均饮用量低于澳大利亚、日本、新西兰，主要是由于预调鸡尾酒等酒精饮料在欧美国家的酒类消费占比很低，远低于日本、澳大利亚等国。形成该现象的原因包括：

- ◆ (1) 欧美国家酒吧文化盛行，消费者更倾向于去酒吧饮用口味新鲜的现调鸡尾酒；
- ◆ (2) 帝亚吉欧等欧美酒企更倾向于生产高端烈酒，因为高端烈酒单瓶价值高、利润率水平高于预调鸡尾酒，且销售渠道不完全重合；
- ◆ (3) 欧美国家部分在家饮酒的消费者有自己调酒的习惯。

中国市场规模尚不及美、日的 1/10。近 3 年，我国预调鸡尾酒行业的销售规模实现了较快增长。2018 年，我国预调酒总消费量 9 万千升，零售市场规模 38.69 亿元，至 2020 年，我国预调酒总消费量达到 12.9 万千升，零售市场规模达到 51.34 亿元，2018-2020 年的 3 年消费量/销售额复合增速分别为 19.7%/15.2%；然而，仍与美日等国有较大差距。2020 年美国、日本预调酒总消费量分别达到 204.4 万千升、158.3 万千升，零售市场规模分别为 95.8 亿美元/9075 亿日元，约合人民币 610.6 亿元/509.1 亿元。目前中国市场规模总消费量、零售市场规模基本不足美、日的 1/10，行业空间很大。

图29：中美日三国预调酒消费量及终端市场规模

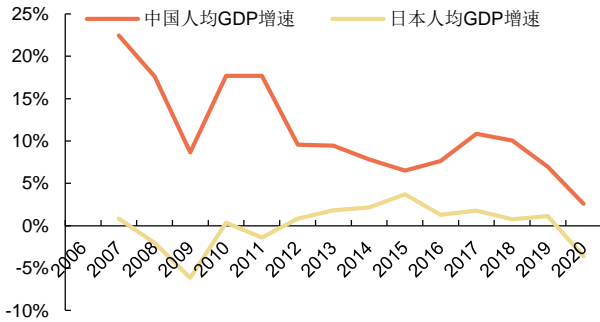


资料来源：Euromonitor，申港证券研究所

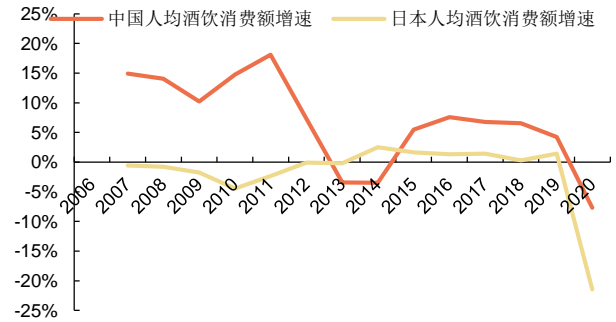
日本可以作为我国预调酒行业发展的参照国。相比较其他国家而言，中日两国有着相似的传统文化、饮食习惯和消费特点，且两国在最近 15 年来的人均 GDP 增速、人均酒饮消费额增速、人均酒饮消费额在人均 GDP 的对比等指标皆具有趋同性；因此日本预调酒市场的发展进程可以为我国预调酒行业提供一定的参考。

图30：中日两国人均 GDP 增速

图31：中日两国人均酒饮消费额增速

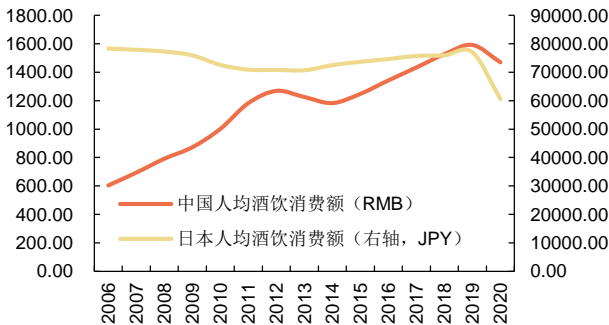


资料来源：中国统计局，日本统计局，日本内阁府，wind，申港证券研究所



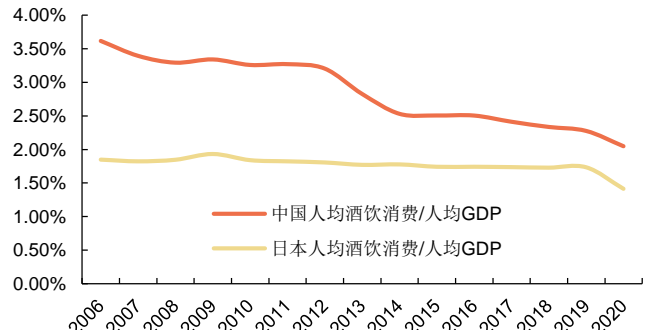
资料来源：Euromonitor，中国统计局，日本统计局，申港证券研究所

图32：中日两国人均酒饮消费额对比



资料来源：Euromonitor，中国统计局，日本统计局，申港证券研究所

图33：中日两国人均酒饮消费额在人均GDP的占比之对比



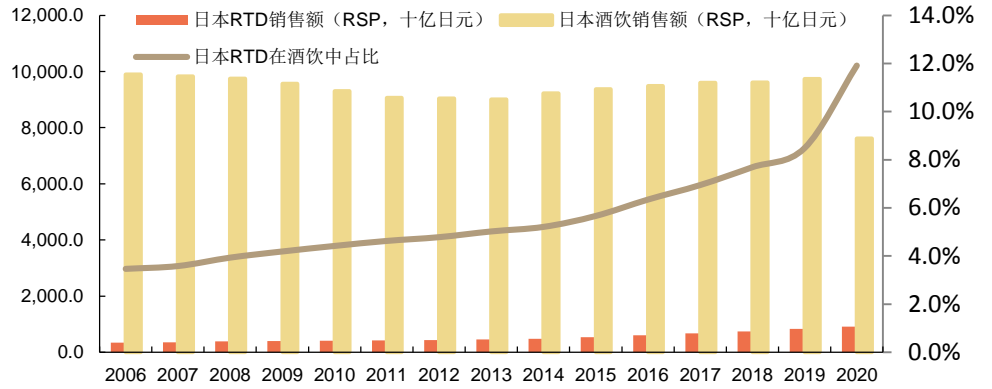
资料来源：Euromonitor，中国统计局，日本统计局，日本内阁府，Wind，申港证券研究所

以日本为鉴，我国预调酒市场空间至 2025 年或将接近 150 亿元。

- ◆ 经过多年发展后，日本预调鸡尾酒(RTD)销售额在所有酒精饮料中的占比于 2020 年达到 11.9%，该占比仍在提升，且有持续提速的趋势，最近 15/10/5 年该占比的复合增速分别达到 9.2%/11.1%/17.1%。
- ◆ 2020 年中国预调酒销售额在全部酒精饮料中占比仅为 0.25%，且最近 5 年该占比的复合增速持续提升，近 3 年复合增速达到 24.5%。
- ◆ 假定未来 5 年预调酒在酒精饮料中的销售额占比持续以 20% 的年复合增速提高，预计至 2025 年，我国预调酒占酒饮的比例将达到 0.615%。
- ◆ 2020 年中国酒精饮料市场规模为 20756 亿元，近 5 年中国酒精饮料市场的年复合增速为 2.65%，因此预测 2025 年中国酒精饮料市场规模达到 23659 亿元，根据对 2025 年预调酒占酒饮的预测比例，预测 2025 年中国预调酒零售市场规模达到 145.6 亿元¹。

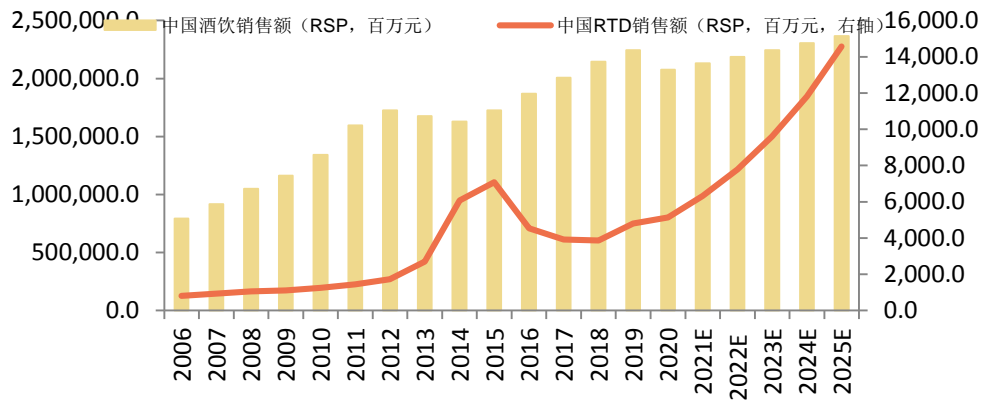
图34：日本预调酒销售额及其在酒精饮料中的占比变化

¹ 此为零售市场规模 (RSP)，根据 2016-2020 年数据，出厂价市场规模 (MSP) 约是零售市场规模 (RSP) 的 51.3%-54.3%。
敬请参阅最后一页免责声明



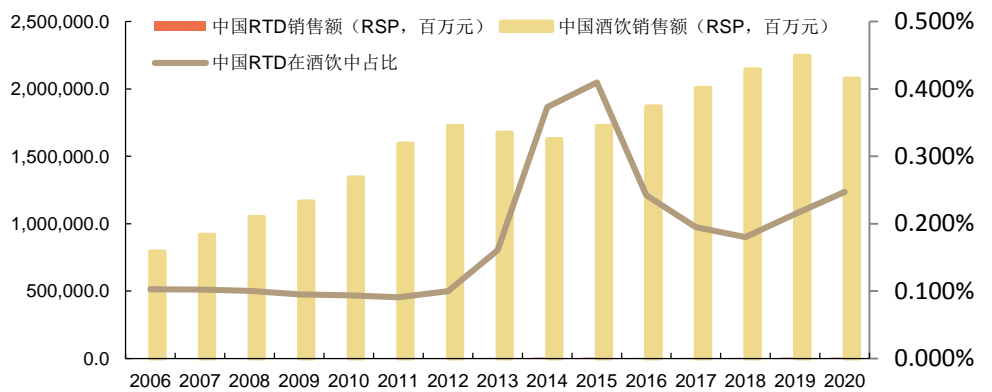
资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

图35: 中国酒精饮料及预调酒销售额



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

图36: 中国预调酒销售额及其在酒精饮料中的占比变化



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

2.4 行业机会：“她经济”、年轻化等

女性消费者成为低度酒发展新动能。

- ◆ 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%; 根据酒类直供平台 1919 发布的《1919 女性用户购酒大数据》, 2017-2021 年该平台的女性用户占比由 4.79% 提高至 19.02%。
- ◆ 伴随着女性饮酒人群数量增长的, 还有其消费能力和消费意愿的提升。根据该报告统计, 女性用户客年均贡献由 2017 年的 1645.93 元增至 2020 年的 2228.24 元, 3 年复合增速 10.62%。
- ◆ 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。

消费习惯转变, 客群较为年轻化。传统白酒尤其是高端白酒主要客群的年龄以 35 岁以上为主。随着 90 后甚至一部分 00 后逐渐成为酒精饮料的主要消费群体, 抓住该年龄群体的客户就是抓住下一波市场机遇。

- ◆ 预调鸡尾酒消费群体主要集中在 20-35 岁, 代表了当代部分年轻人的饮酒偏好发生转变, 即将在该细分市场创造更大的市场空间。预调鸡尾酒的主要消费对象包括办公室人员、城市白领、自由职业者、大学生以及追求年轻、时尚的其他人士。年轻的消费群体逐渐成为社会的主流, 将有助于国内预调酒鸡尾酒饮用习惯的养成。
- ◆ 此外, 相比上一代钟爱白酒、啤酒等, 新生代消费群体对于鸡尾酒、威士忌、伏特加等酒精饮品的接受度更高, 且更愿意尝试各种小众、新品类产品。

产品地域性低, 便于异地扩张。部分传统白酒具有一定的地域性, 即使满足了本地市场的需求, 却因为口味差异、品牌认可度等原因无法在异地顺利复制。而预调鸡尾酒作为一种更为年轻的酒精饮料, 尚没有形成明显的低于固有偏好, 也没有明确的酱香、浓香等分类, 反而不断扩充产品口味, 可以迅速适应各地消费者的口味偏好, 便于异地扩张。

出台行业标准, 发展更加健康有序可持续。2018 年 7 月, 中国酒业协会发布了《预调鸡尾酒》团体标准, 该标准由上海市酿酒专业协会负责起草, 由上海巴克斯酒业等公司协助起草。该标准规定了预调鸡尾酒的要求、检验方法、检验规则及标签、包装、运输和贮存等。

- ◆ 《预调鸡尾酒》团体标准的出台, 有效解决了预调鸡尾酒行业的技术标准问题, 适当提高了行业准入门槛。
- ◆ 同时, 预调鸡尾酒作为可供消费者直接饮用的重要细分饮品之一, 产品质量是消费者在选购时的重要考虑因素之一。统一的行业标准更有利于企业生产规范的制定, 进一步完善产品质量管理。
- ◆ 从长远来看, 《预调鸡尾酒》团体标准的出台, 有助于提升消费者对预调鸡尾酒行业的整体认知, 为预调鸡尾酒行业的稳步发展提供了更加健康、有序、规范的市场发展环境。

3. 大鹏一日同风起：公司发展天时地利人和皆备

3.1 股权激励 员工、股东、公司利益高度一致

2021年12月4日，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%。股权激励计划的推出，有利于留住优秀人才，激发员工和管理层的主观能动性，加快公司业务的发展。在股权激励目标指引下，预期公司中长期将保持成长状态。

表5：股权激励分配情况

类别	获授予限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总量的比例	占公司总股本的比例
核心管理人员、核心技术人员、骨干业务人员合计227人	240	80%	0.23%
预留部分	60	20%	0.08%
合计	300	100%	0.4%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

3.2 产品提价 彰显竞争优势

提价反馈良好，预计对需求影响极为有限。2021年12月9日，公司公告对主要产品的出厂价格上调4-10%，新价格自当年度12月25日起陆续执行。本次提价对单罐价格影响仅几毛钱，预计对市场的影响极为有限。渠道调研中也反馈认为提价是好现象，对于厂家、经销商均有好处，RIO的产品多年未曾提价（近2020年进行过线上调价，以确保和线下终端零售价一致），把握时机进行适度提价有利于维持产品的定位。

行业地位强势，具备定价权。好的生意是能提价的生意，具备定价权的企业能够在成本上涨时顺势提价，因此，成本上涨并不必然导致企业利润率下调，只是带来利润在产业链的重新分配。强势企业将利用成本变动的机会，在产业链中获取更多的利润。公司在预调酒市场占有率超过80%，定价能力强。

3.3 全产业链布局 实现新的产品增长点

公司全产业链布局已具一定规模，战略性协同效应充分显现。公司预调鸡尾酒业务和香精香料业务，在基础技术研究、新产品开发、供应链管理等方面共享资源、协同增效，共同提升双品牌知名度和市场占有率，实现业务协同发展，提升公司整体价值。

3.3.1 自建基酒产能 降低原材料成本。

烈酒基酒是公司预调鸡尾酒产品的重要原料，目前公司的烈酒基酒以外购为主，成本较高。2017年公司投资5亿元在四川邛崃建设伏特加及威士忌烈酒生产线，原计划2020年投产，因疫情影响，目前仍在加紧建设。四川邛崃项目投产后预计可年产3.1万吨伏特加和0.5万吨威士忌基酒。

由于威士忌需要在酒桶中陈酿熟成一段时间以提高品质，满足国标要求（麦芽威士忌、谷物威士忌 2 年，雪莉桶威士忌 4 年）；公司先后募资筹建威士忌陈酿熟成项目：

2020 年，公司定增募资 10.06 亿元，用于威士忌陈酿熟成。项目总投资 11.74 亿元，预计可实现 3.4 万吨威士忌原酒的储藏能力，该部分威士忌陈酿熟成后将用于预调威士忌基酒，预计 2023 年 7 月达到预定可使用状态。

2021 年 9 月，公司发行可转债，用于麦芽威士忌陈酿熟成项目，募资 11.28 亿元，总投资 15.6 亿元，预计实现 3.375 万吨威士忌原酒储藏。该部分用于生产威士忌产品酒。

表6：伏特加及威士忌生产建设项目

地区	投资额	产品	产能（万吨）	投产时间
四川邛崃	约 5 亿元	伏特加/威士忌	3.1/0.5	原计划 2020 年投产，因疫情延迟，2021 年加快建设

资料来源：公司公告，申港证券研究所

表7：威士忌陈酿熟成项目

项目名称	投资金额	规划产能	地点	项目实施周期	产成品及用途
烈酒（威士忌）陈酿熟成	11.74 亿元	3.4 万吨威士忌原酒储藏能力	四川邛崃	24 个月	麦芽威士忌及谷物威士忌基酒，作为威士忌鸡尾酒的基酒原料
麦芽威士忌陈酿熟成项目	15.60 亿元	3.375 万吨麦芽威士忌原酒储藏能力	四川邛崃	36 个月	麦芽威士忌原酒，用于生产麦芽威士忌或调和威士忌产品酒

资料来源：公司公告，申港证券研究所

3.3.2 布局烈酒类产品酒 扩充全新品类

从公司新建项目来看，有 3.375 万吨的麦芽威士忌陈酿熟成项目，明确用于麦芽威士忌产品酒。伏特加、威士忌等洋酒具有较高的毛利率，我国在 2018 年市场份额即已突破 380 亿元，具有一定的市场空间，但我国尚没有成规模的洋酒制造商，该市场目前仍被国外酒业巨头垄断。

3.4 自有产能充足 供应链保障能力强

通过对天津（2000 万箱）、佛山（2000 万箱）、成都（2000 万箱）、上海（600 万箱）四大预调鸡尾酒生产基地的布局，公司目前产能充足，自 2020 年起已不再需要对外委托加工预调鸡尾酒，全部实现自产，有利于产品品质的稳定。预调鸡尾酒产销率持续保持在 95% 左右。

2015 年市场调整后，公司产能利用率较低，至 2018 年跌至 18.99%，但自该年行业出清，进入新的增长阶段以来，公司产能利用率逐年上涨，至 2020 年达到 28.55%。未来随着预调鸡尾酒市场不断扩大，公司有望利用产能优势，及时占领市场并降低成本。但是，如果产能利用率持续过低，对公司经营也可能有一定的拖累。目前公司呈现出重资产的特点，固定资产占比超过 55%，需要尽快扩充市场规模。

3.5 动销良好 渠道间差异超过地域间差异

动销方面，通过对几个门店的抽样观察，市面上的锐澳预调鸡尾酒货龄在 2-5 个月为主，产品动销良好，基本没有存货积压的现象。对比而言，由日本三得利公司推出的竞品“和乐怡”的生产日期基本早于锐澳，货龄较长，竞争力偏弱。此外，调查还表明，鸡尾酒的动销周期受渠道的影响大于地域性影响。一线城市如上海，小超市等渠道也存在货龄 10 个月的锐澳产品，而偏远地区如新疆、贵州等地，货龄在 2-5 个月的渠道也比比皆是。

表8: RIO 预调鸡尾酒动销情况草根调研

调查时间	地点	渠道类型	生产日期	货龄
2021年9月24日	上海市浦东新区华佗路全家	便利店	7月中旬	2个月左右
2021年9月26日	上海市浦东新区陆家嘴金茂大厦 B3 罗森、B2 罗森	便利店	下架	下架
2021年9月26日	河南省郑州市管城区航海东路 32 号附近全家便利店	便利店	7月上旬	2个月左右
2021年9月26日	广东省深圳市南山区深圳湾科技生态园友琪便利店	便利店	3月中旬	6个月左右
2021年9月26日	贵州省遵义市怀仁市二转盘桥桥便利店	便利店	4月上旬	5个月左右
2021年9月26日	深圳市福田区中心一路 38 号美宜佳便利店	便利店	9月中旬	1个月以内
2021年9月27日	上海市浦东新区孙桥镇惠吃嗑零食店	零售商店	7月下旬	2个月左右
2021年9月27日	乌鲁木齐市新市区北京中路新中星花园八点半便利店	便利店	6月上旬	近4个月
2021年9月27日	乌鲁木齐市新市区北一路与北纬一路交叉口每日每夜便利店	便利店	21年4月下旬-20年8月中旬	5个月-13个月
2021年9月27日	乌鲁木齐市新市区北一路与北纬一路交叉口八点半便利店	便利店	7月下旬	2个月左右
2021年9月27日	上海市浦东新区张江镇高科苑小区门口超市	中小超市	20年11月-21年7月	2-10个月
2020年10月9日	江苏省苏州市虎丘区嘉业阳光假日门口小超市	中小超市		3-7个月

资料来源：草根调研，申港证券研究所

4. 盈利预测

4.1 基本假设条件

预调鸡尾酒业务方面：由于公司的预调鸡尾酒产能充沛，目前产能利用率在 30% 左右，因此对于销量的预测基本不会受产能不足的制约。且公司采取“以销定产”的方式制定预调鸡尾酒的生产计划，产销率较高，因此公司预调鸡尾酒业务收入主要取决于销售端销售情况，从销量和销售价格两个角度来分析：

- ◆ 销量方面，2021年，鉴于2021H1公司预调酒销量1138.95万箱，同比增56.44%，2021年1-3季度营收同比增速分别为52.9%、54.4%、31%，预测全年预调酒销量同比增45%，2022、2023年销量同比增速分别为30%、25%。

- ◆ 单箱价格方面，鉴于 2016-2020 年单箱推算价格（以预调酒收入/销售箱数推算）分别为 114、112、106、101、95 元，我们判断 2021 年单箱推算价格仍会有所降低。但是，根据公司披露 2018-2020 年及 2021 年的三大包装规格（275ML 罐装、330ML 罐装、500ML 罐装）单价来看，产品单价并没有显著降低。据此推测公司单箱价格的降低主要来自不同包装规格产品的销售结构调整，以及罐装逐渐代替瓶装产品带来的单价降低。同时，根据公司半年报数据推算，2021H1 单箱价格约为 92.76 元。因此，我们设定全年的单箱价格为 92.76 元。考虑到通过调结构带来的降价终有限度，预计降价幅度将逐渐放缓，我们假定 2022、2023 年的单箱价格分别为 90 元、89 元。加之公司公告产品提价 4-10%，取平均数 7%，我们预测 2022、2023 年单箱价格为 96.3、95.23 元。
- ◆ 成本方面，根据公司半年报数据推算单箱成本约为 30.26 元，考虑到下半年原材料、包材等的提价因素，我们推算 2021 年全年单箱成本 31.47 元。2022、2023 年预测包材及原材料价格回落，单箱成本预测皆为 30.26 元。鉴于公司基酒生产项目尚在建设期，且疫情对工期的影响具有不确定性，因此在成本预测中暂不考虑基酒基地投产后的成本降低。

香料香精业务方面：公司 2021H1 该业务营收同比增 59.68%，鉴于近 5 年该业务营收同比增速分别为-12.88%、17.28%、29.36%、0.37%、9.68%，且该行业已处于高度成熟化阶段，预测 2021 全年香料香精业务营收同比增 40%。2022、2023 年营收增速预测为 2%。毛利率方面，2016-2020 年公司该业务毛利率分别为 74.63%、67.32%、64.28%、66.93%和 66.27%，且 2020 年受会计政策变化影响，若以同比口径推算，该业务毛利率同比微增。因此，预测未来 3 年该业务毛利率均为 66.32%。

据上述分析，我们预测 2021-2023 年公司预调鸡尾酒业务营收分别为 24.77 亿元、33.44 亿元和 41.34 亿元；预测同期香料香精业务营收分别为 2.78 亿元、2.84 亿元和 2.89 亿元。

4.2 盈利预测

我们预期公司 2021-2023 年实现营业收入 27.56/36.27/44.23 亿元，同比增长 43.03%/31.64%/21.92%；实现归母净利润 7.82/11.02/13.39 亿元，同比增长 28.38%/30.38%/30.26%；预期 EPS 分别为 1.04 元/1.47 元/1.79 元，根据报告日股价，对应 PE 为 59.5/42.3/34.8 倍。预调鸡尾酒行业具有较大的市场空间，公司的行业市占率一骑绝尘。品牌定位优化，渠道不断扩张，在技术积淀、产品研发、消费者的品牌认知度等方面具有较大优势。首次覆盖，给与“增持”评级。

5. 风险提示

行业竞争加剧风险，食品安全风险，商标侵权及假冒伪劣风险，行业声誉风险。

表9: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1468	1927	2756	3627	4423	流动资产合计	809	1827	2059	2688	3558
营业成本	466	665	934	1146	1411	货币资金	488	1503	1560	2087	2859
营业税金及附加	72	100	136	179	218	应收账款	118	107	205	255	295
营业费用	429	428	496	653	796	其他应收款	18	20	29	38	47
管理费用	90	101	138	181	221	预付款项	13	15	14	15	17
研发费用	64	64	77	91	102	存货	90	105	171	204	244
财务费用	-5	-8	-8	-9	-9	其他流动资产	82	73	79	87	93
资产减值损失	0	0	0	0	0	非流动资产合计	1752	2060	2058	1884	1704
信用减值损失	-1	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	固定资产	1180	1125	1150	1157	1160
投资净收益	0	0	0	0	0	无形资产	192	234	211	190	171
营业利润	391	672	983	1386	1684	商誉	0	0	0	0	0
营业外收入	2	3	3	3	3	其他非流动资产	74	25	182	182	182
营业外支出	12	1	1	1	1	资产总计	2562	3887	4117	4572	5261
利润总额	381	675	985	1389	1687	流动负债合计	494	651	737	806	893
所得税	81	139	203	287	348	短期借款	0	0	0	0	0
净利润	300	535	782	1102	1338	应付账款	269	371	489	600	739
少数股东损益	0	0	0	0	0	预收款项	32	0	-32	-75	-126
归属母公司净利润	300	536	782	1102	1339	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
EBITDA	644	985	1134	1551	1855	非流动负债合计	64	18	27	27	27
EPS (元)	0.58	1.03	1.04	1.47	1.79	长期借款	0	0	0	0	0
主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	应付债券	0	0	0	0	0
						负债合计	558	669	763	832	920
成长能力						少数股东权益	2	2	2	2	2
营业收入增长	19.39%	31.20%	43.03%	31.64%	21.92%	实收资本(或股本)	520	536	750	750	750
营业利润增长	135.20%	71.70%	46.22%	41.04%	21.50%	资本公积	1204	2179	2179	2179	2179
归属于母公司净利	46.03%	40.92%	46.03%	40.92%	21.46%	未分配利润	165	311	117	75	156
获利能力						归属母公司股东权益	2001	3216	3352	3738	4340
毛利率(%)	68.27%	65.50%	66.10%	68.40%	68.10%	负债和所有者权益	2562	3887	4117	4572	5261
净利率(%)	20.44%	27.79%	28.38%	30.38%	30.26%						
总资产净利润(%)	11.72%	13.78%	18.99%	24.10%	25.44%						
ROE(%)	15.01%	16.65%	23.33%	29.48%	30.84%						
偿债能力						经营活动现金流	530	723	843	1235	1499
资产负债率(%)	22%	17%	19%	18%	17%	净利润	300	535	782	1102	1338
流动比率	1.64	2.81	2.80	3.34	3.98	折旧摊销	258.39	320.47	0.00	152.57	161.23
速动比率	1.46	2.65	2.56	3.08	3.71	财务费用	-5	-8	-8	-9	-9
营运能力						应收账款减少	0	0	-98	-50	-40
总资产周转率	0.59	0.60	0.69	0.83	0.90	预收账款增加	0	0	-32	-42	-52
应收账款周转率	13	17	18	16	16	投资活动现金流	-366	-385	-157	0	0
应付账款周转率	6.72	6.02	6.41	6.66	6.61	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.71	1.04	1.47	1.79	投资收益	0	0	0	0	0
每股净现金流(最新摊薄)	-0.30	1.89	0.08	0.70	1.03	筹资活动现金流	-321	676	-629	-708	-727
每股净资产(最新摊薄)	3.85	6.00	4.47	4.98	5.79	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	155.03	86.95	59.54	42.25	34.79	普通股增加	-12	16	214	0	0
P/B	23.27	14.48	13.89	12.46	10.73	资本公积增加	-78	975	0	0	0
EV/EBITDA	49.34	32.27	39.70	28.68	23.56	现金净增加额	-156	1015	57	527	772

资料来源: Wind, 申港证券研究所

注: 历史数据中股本数已按当期情况调整, 以确保估值指标的可比性。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

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

免责声明

本报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下作出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上