

2022年06月16日

公司研究

评级：买入(维持)

研究所
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 联系人：王尧 S0350121120031
 wangy26@ghzq.com.cn

预调酒如日方升，RIO 蓄力前行 ——百润股份（002568）公司深度研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
百润股份	-8.6%	-21.7%	-66.2%
沪深 300	7.4%	2.3%	-16.3%

市场数据	2022/06/16
当前价格(元)	27.83
52周价格区间(元)	26.18-95.35
总市值(百万)	29,227.12
流通市值(百万)	19,961.89
总股本(万股)	105,020.20
流通股本(万股)	71,727.96
日均成交额(百万)	502.41
近一月换手(%)	1.62

相关报告

- 《——百润股份（002568）年报及一季报点评：短期受疫情影响，内部组织变革适应长期发展（买入）*饮料制造*薛玉虎，刘浩铭》——2022-04-26
- 《——百润股份（002568）事件点评：长期发展趋势不变，回购彰显信心（买入）*饮料制造*薛玉虎，刘浩铭》——2022-03-23
- 《——百润股份（002568）事件点评：成本上涨驱动提价，利润弹性加大（买入）*饮料制造*刘浩铭，薛玉虎》——2021-12-09
- 《——百润股份（002568）事件点评：推出激励

投资要点：

- 1、新技术、新人群、新场景是预调酒行业发展的三大核心驱动因素：**预调鸡尾酒本质是工业化、标准化生产的鸡尾酒，方便消费者随时随地饮用。与啤酒、葡萄酒、白酒等传统酒类相比，预调酒的发展历史要晚的多，在上个世纪 80 年代才出现，目前还处于起步阶段。1) 预调鸡尾酒属于供给创造需求的行业，产品力的核心主要体现在基酒与果汁的完美结合，以及新口味的创新上。美国市场的硬苏打气泡水，日本市场的柠檬酸味高度预调酒，加拿大市场的调味杜松子酒的出现，都开启了本国预调酒行业的新成长阶段。2) 酒的口味具有粘性，Z 世代消费者成长于软饮料消费的普及阶段，更容易接受预调酒的口味，可以作为行业发展的切入点。3) 随着科技的进步，宅家时间明显增加，而预调酒比传统酒类更加适合居家饮酒场景。我们预计我国 RTD 行业空间有望达到目前的 5~15 倍。
- 2、公司的核心竞争优势主要体现在团队、产品和品牌。**1) 拥有对预调酒行业深刻理解的团队：公司 2003 年推出 RIO 预调酒，在行业深耕近 20 年，经过行业的大起大落之后，对产品研发，品牌塑造，渠道发展积累了丰富的经验。2) 全产业链优势：公司的原有主业香精香料业务就是专注于把握饮料口味趋势，具备坚实的技术研发基础。另外，公司烈酒生产基地已经投产，战略协同效应显现。3) 品牌优势：公司曾两次引领预调酒行业发展的潮流，RIO 已经成为预调酒品类的代名词。公司在品牌宣传上也持续投入，并且打造品牌调性，抓住快速变化的营销趋势。
- 3、预调酒行业参与者增加，共同做大品类蛋糕：**2019 年之后预调酒行业再次升温，涌现了不少新兴品牌，引发市场担忧。但也正因为行业增速快，发展前景广阔，才不断有竞争者涌入。对于预调酒行业来说，目前还处于成长期，最重要的是和其他酒水品类竞争，拓展消费群体，提高渗透率，提升铺货率，延伸消费场景。市场份额只是次要矛盾。在行业竞争者目前还不够多的情况下，公司摸着石头过河，从度数，口味，场景延伸等方向，推出新品，满足不同消费者的需求。在提升消费者触达方面，公司通过数字化转型，加强渠道下沉和精耕，提升渠道的覆盖率和提升产品在终端的陈列效果。预调酒行业参与者增加，共同做大品类蛋糕，有利于公司收入增长。

方案,与员工共享成长(买入)*饮料制造*刘洁铭,薛玉虎》——2021-12-05

- **4、匠心打造嵊州蒸馏厂,点亮中国产区:** 2021年公司正式启动以威士忌为主的烈酒业务板块。威士忌是全球销售额最高的烈酒,据SWA报告显示,近两年中国市场快速增长,2021年已经成为苏格兰威士忌的第五大出口目的地市场。近十年,单一麦芽威士忌概念的崛起,重塑了行业竞争,不少新兴国家产区和蒸馏厂崭露头角。公司旗下嵊州蒸馏厂已经建成,是中国规模最大的威士忌酒厂,未来有可能成为中国威士忌的代表,与公司的预调酒业务相互协同,共同成长。
- **5、盈利预测和投资评级:** 近期的疫情对公司短期业绩造成波动,但是我们认为,长期来看公司走在正确道路上,未来发展趋势不变。我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利 7.2/10.0/12.4 亿元,同比 +8.4%/+39.1%/+23.1%,EPS 分别为 0.96、1.34、1.65 元/股,PE 分别为 40/29/24。维持“买入”评级。
- **6、风险提示:** 1) 新产品推广不达预期; 2) 产能投放进度低于预期; 3) 行业竞争加剧,销售费用投放加大; 4) 疫情影响超预期; 5) 食品安全风险; 6) 国际发展经验不可完全复制,相关数据及资料仅供参考。

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2594	3251	4017	4893
增长率(%)	35	25	24	22
归母净利润(百万元)	666	722	1004	1236
增长率(%)	24	8	39	23
摊薄每股收益(元)	0.89	0.69	0.96	1.18
ROE(%)	18	15	17	18
P/E	67	40	29	24
P/B	12	6	5	4
P/S	17	9	7	6
EV/EBITDA	47	26	19	15

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、RIO 预调酒两次引领行业发展，打开成长空间	7
2、预调酒行业发展三大驱动因素：新技术、新人群、新场景	11
2.1、预调酒的本质	11
2.2、驱动因素之一：新技术.....	12
2.2.1、酒饮历史大复盘：预调酒是新兴酒种，是饮料行业技术进步的成果	12
2.2.2、技术创新推动预调酒行业发展	14
2.3、驱动因素之二：新群体.....	17
2.4、驱动因素之三：新场景.....	21
2.5、我国 RTD 行业空间有望达到目前的 5~15 倍	21
3、公司的核心竞争优势分析.....	22
3.1、竞争优势之一：对预调酒行业的深刻理解.....	22
3.2、竞争优势之二：全产业链布局已具有一定规模，战略协同效应显现	25
3.3、竞争优势之三：品牌即品类，消费者心智的强占有	27
3.4、如何看待低度酒的行业竞争	33
3.4.1、新竞争者对预调酒行业的发展利大于弊.....	34
3.4.2、目前行业发展的首要矛盾是扩大消费群体	35
4、嵊州威士忌，点亮中国产区	39
4.1、威士忌是全球消费金额占比最高的蒸馏酒.....	39
4.2、我国威士忌进口量增长强劲	41
4.3、单一麦芽威士忌的崛起，重塑威士忌行业格局	43
4.4、百花齐放，新兴威士忌产区涌现	48
4.5、匠心打造嵊州蒸馏厂，点亮威士忌中国产区	52
5、盈利预测和投资评级	55
6、风险提示	55

图表目录

图 1: 公司历史事件时间轴	7
图 2: 公司营业收入及增速	7
图 3: 公司归母净利润及增速	7
图 4: 公司香精业务收入及毛利	8
图 5: 公司股价复盘	10
图 6: 公司分季度预调酒业务收入及增速	10
图 7: 预调酒的本质是工业化灌装的鸡尾酒	12
图 8: 软饮料包装的发展阶段	14
图 9: 美国硬苏打水品牌 white claw 快速成长	14
图 10: 2018 年以来日本预调酒销量中柠檬味的销量贡献了更多增量	15
图 11: 加拿大烈酒和 RTD 销量	15
图 12: 预调酒制作流程	17
图 13: 我国饮料人均消费量变化	18
图 14: 我国软饮料产量及增速	18
图 15: 我国软饮料行业大单品的诞生时点	18
图 16: 低度潮饮酒以 34 岁以下年轻人为主	19
图 17: 低度潮饮酒的人群画像	19
图 18: 预调酒和传统的啤酒/白酒的区别	19
图 19: 包装盒广告主要吸引女性, 女性消费者占比高	20
图 20: 日本 RTD 行业不同酒精含量品类销量变化 (万箱)	20
图 21: 日本选择 RTD 的不同年龄段消费者占比	21
图 22: 日本不同性别酒类消费者的选择占比	21
图 23: 低度酒饮主要消费场景	21
图 24: 公司 2013 年起进行密集广告等宣传投入	23
图 25: 公司 2013 年起进行密集广告等宣传投入	23
图 26: 当时山寨 RIO 的预调鸡尾酒品牌	24
图 27: 公司预调酒销售量和同比增速	24
图 28: 酒水细分行业对比	25
图 29: 公司全产业链布局	26
图 30: 公司研发费用及增速	27
图 31: 食品企业研发费率对比 (2021 年)	27
图 32: 锐澳消费者心智占领历程	27
图 33: 锐澳出现在各种调酒视频中	28
图 34: 2012-2014 年 RIO 的广告	28
图 35: 2018 年之后 RIO 的广告	28
图 36: 2018 年公司与周冬雨合作的广告大片	29
图 37: 2020《走在雨中》广告片	29
图 38: 2020《空巢独饮万岁》广告片	29
图 39: 公司推出的“小美好”系列产品	30
图 40: 公司新代言人张子枫	30
图 41: RIO 的电视剧植入	31
图 42: 与电视剧《理想之城》的衍生话题	31
图 43: 大学生广告节优秀作品	31
图 44: 大学生广告节优秀作品	31

图 45: RIO 的野生代言人活动.....	32
图 46: RIO 在小红书, 抖音等平台的种草笔记/视频.....	32
图 47: 公司推出的限量款产品.....	32
图 48: RIO 孵化的新品牌“Lightly 从减”.....	33
图 49: 低度酒饮主要参与者.....	34
图 50: 食品制造业企业单位数&利润总额累计同比.....	34
图 51: 酒饮制造业企业单位数&利润总额累计同比.....	35
图 52: 农副食品加工业单位数&利润总额累计同比.....	35
图 53: 企业销售额增长来源拆解.....	35
图 54: RIO 所属的预调酒品类目前在货架上的陈列还比较少.....	36
图 55: 公司通过拓展产品线, 满足不同消费群体和消费场景的需求.....	36
图 56: 公司销售渠道布局.....	37
图 57: 公司经销商分地区数目变化.....	37
图 58: 公司分地区销售占比: 华东和华南占比较高.....	37
图 59: 公司的销售渠道占比 2013 年 VS 2021 年.....	38
图 60: 数字零售渠道收入及增速.....	38
图 61: 数字零售渠道占比变化.....	38
图 62: 低度酒饮竞品价格对比.....	39
图 63: 全球烈酒各品类消费额占比.....	40
图 64: 全球烈酒各品类消费量占比.....	40
图 65: 世界威士忌五大产区 and 代表品牌.....	40
图 66: 日本威士忌消费量 (百万升).....	41
图 67: 日本烈酒各品类消费量占比.....	41
图 68: 日本烈酒各品类消费额占比.....	41
图 69: 中国威士忌进口金额当月值 (美元) 及当月同比.....	43
图 70: 中国历年威士忌进口情况.....	43
图 71: 美国市场单一苏格兰威士忌进口量持续上升 (单位: 千箱).....	46
图 72: 麦卡伦 18 年 (1996 年之前生产) 价格 (欧元).....	46
图 73: 云顶 11 年 (2006 年之前生产) 拍卖价格走势 (欧元).....	46
图 74: 2014 年 12 月至 21 年 6 月各指数涨跌幅.....	47
图 75: 2014 年以来威士忌价格指数快速上涨.....	47
图 76: 售价大于 1 万英镑的威士忌瓶数.....	47
图 77: 销售前十的珍稀威士忌品牌市占率变化.....	47
图 78: 台湾噶玛兰酒厂.....	50
图 79: 台湾南投酒厂.....	50
图 80: 台湾噶玛兰酒厂的获奖产品.....	50
图 81: 保乐力加四川叠川酒厂内部.....	51
图 82: 帝亚吉欧洱源威士忌酒厂设计图.....	51
图 83: 公司旗下岷州蒸馏厂位于四川邛崃.....	53
图 84: 2021 年 10 月公司开元桶完成灌桶仪式.....	53
图 85: 公司购买的各种橡木桶.....	53
图 86: 壶式蒸馏器及双冷凝设备.....	53
图 87: 桶陈基地内的各种橡木桶.....	54
图 88: 二氧化碳回收储存装置.....	54
图 89: 岷州蒸馏厂参加国内威士忌展会.....	54
图 90: 岷州蒸馏厂供参展品鉴的威士忌实验阶段产品.....	54

表 1: 公司主要酒类产品矩阵	8
表 2: 几种典型的预调酒	11
表 3: 我国饮料酒的分类	12
表 4: 与历史悠久的其他酒类相比, 预调酒诞生的时间晚的多	13
表 5: 加拿大 RTD 鸡尾酒主要品牌	16
表 6: 公司的产能建设项目	26
表 7: 除白酒之外世界主要蒸馏酒品种	39
表 8: 中国 2021 年烈酒进口情况明细	42
表 9: 苏格兰威士忌 2021 年出口目的地总金额排名 (亿英镑)	42
表 10: 威士忌按照原料和调配方式划分	43
表 11: 威士忌不同类型的存放桶和特点	44
表 12: 单一麦芽威士忌价格一般高于调和威士忌 (京东零售价格)	45
表 13: 2022 年 4 月三得利对旗下威士忌产品提价	47
表 14: 威士忌风味轮的划分	48
表 15: 威士忌新兴产区发展的情况	49
表 16: 台湾噶玛兰威士忌的获奖记录	50
表 17: 帝亚吉欧和保乐力加在中国新建的威士忌酒厂情况	51
表 18: 国内威士忌酒厂建设情况	52

1、RIO 预调酒两次引领行业发展，打开成长空间

公司成立于 1997 年，2011 年 3 月上市，预调鸡尾酒和香精香料是公司的两大核心业务。公司 2011 年 3 月上市时，主要从事香精香料业务。由于公司在饮品口味创新上具备优势，于是在 2003 年成立了子公司巴克斯酒业，推出了 RIO 鸡尾酒。但是由于当时国内鸡尾酒行业发展较慢，公司在 2009 年将预调酒业务剥离。2015 年公司通过增发换股的形式，将原来剥离至体外的预调酒业务（巴克斯酒业旗下）重新装入上市公司。预调酒业务自 2012 年开始进入快速发展阶段，成为公司主要的收入和利润来源。

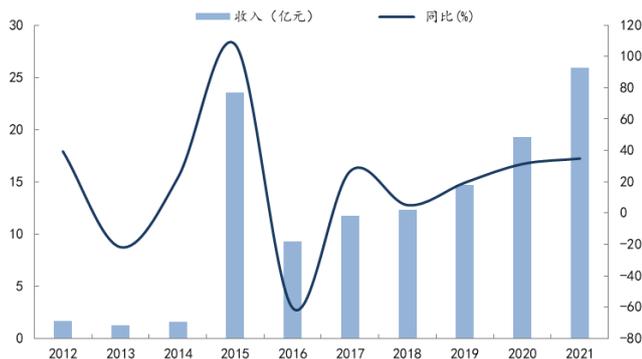
图 1：公司历史事件时间轴



资料来源：公司公告，公司官网，公司官方公众号，证券时报网，中国娱乐网，酒业新闻网，北京商报，美酒招商网，证券市场周刊，国海证券研究所

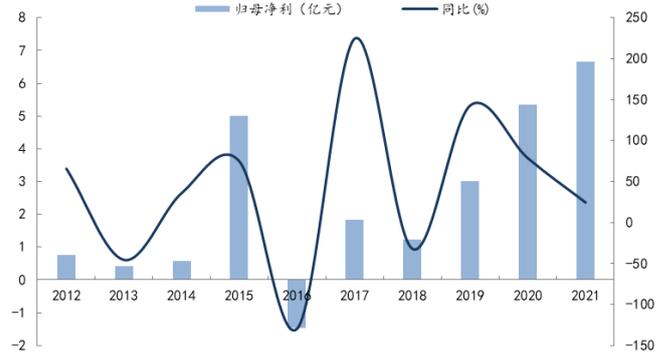
2021 年，公司营业收入达到 25.94 亿元，同比增长 34.66%，归母净利润 6.66 亿元，同比增长 24.38%。其中，2021 年公司香精香料业务收入 2.7 亿元，同比增长 37.7%。预调酒收入 22.85 亿元，同比增长 33.49%。

图 2：公司营业收入及增速



资料来源：wind，国海证券研究所

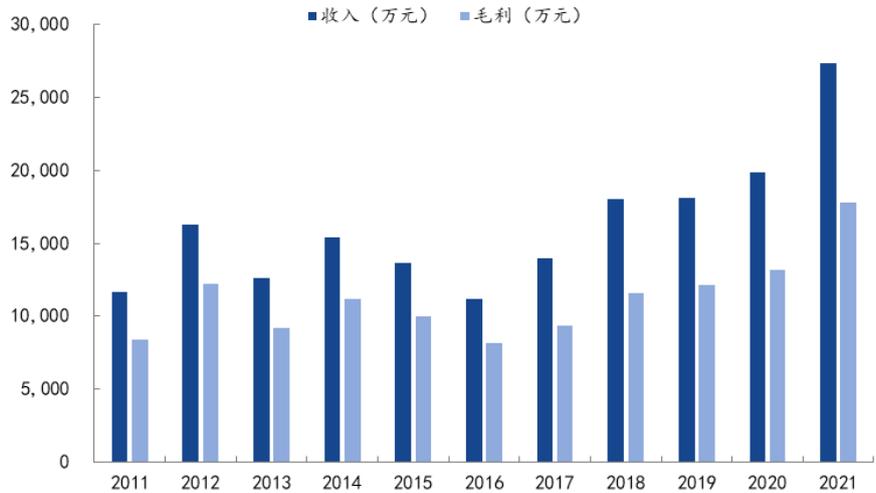
图 3：公司归母净利润及增速



资料来源：wind，国海证券研究所

公司香精业务和预调酒业务均是行业龙头。公司是国内最早将感官评鉴技术全面应用于调香的香精制造企业之一。公司产品研发技术行业领先，被中国轻工业联合会评定为中国轻工业科技百强企业、中国香料香精行业十强企业。

图 4: 公司香精业务收入及毛利



资料来源: wind, 国海证券研究所

公司 RIO 鸡尾酒品牌是预调酒行业的龙头品牌。预调鸡尾酒指预先调配并预包装出售的鸡尾酒产品, 主要由水、糖、果汁、酒基 (伏特加、威士忌、白兰地、朗姆等)、酸料等调制后, 充加二氧化碳制成, 属于低酒精度饮料, 是可供日常饮用的快速消费品。针对不同场景, 公司预调酒类产品从最早的经典炫彩瓶系列 (酒精度 3.8 度), 拓展到微醺系列 (酒精度 3 度), 清爽系列 (酒精度 5 度) 和强爽系列 (酒精度 8 度)。另外, 去年还推出了梅子酒梅之美 (酒精度 12.5 度), 以及起泡酒从减。

表 1: 公司主要酒类产品矩阵

产品系列	图片	说明
预调鸡尾酒 系列产品		最早推出的系列, 包括蓝玫瑰+威士忌, 水蜜桃+白兰地, 青柠+朗姆, 紫葡萄+白兰地, 香橙+伏特加, 混合水果+伏特加等 275ml, 15.7 元, 酒精度 3.8%, 果汁含量 ≥ 3%
		2017 年下半年推出, 包括白桃味、乳酸菌味、葡萄味、西柚味、柠檬味等常规口味, 另有樱花味、热红酒味等季节限定款 330ml, 9.9 元, 酒精度 3%, 果汁含量 ≥ 3%
		酒劲十足, 一罐就到位, 浓浓果味融合酒香。酒精度数提升, 再加上气泡, 强爽系列将带来更强烈的刺激感, 以男性为主要的消费群体。 330ml 7.5 元, 500ml 9.9 元左右 酒精度 8%, 果汁含量 ≥ 3%
		九塔蒸馏伏特加降低苦涩感, 5%酒精度和强烈的气泡带来清爽口感, 果味浓郁, 有草莓、青柠、苹果等口味。 330ml, 8.8 元左右 酒精度 5%, 果汁含量 ≥ 4%

	<p>强爽9度零糖系列</p>		<p>0糖轻负担，添加赤藓糖醇，在清爽感、酒劲、气泡感、酸感方面均较为强烈，果香和甜感较弱，适合酒精接受度较高的人群，有柠檬和西柚等口味。 500ml，13.3元 酒精度9%，果汁含量≥1.5%</p>
	<p>本味系列</p>		<p>灵感源于1920年螺丝起子鸡尾酒，锐澳将经典配方带入中国，包括柠檬，西柚、青柠和西梅四种口味 275ml，酒精度5%，果汁含量≥2%</p>
	<p>轻享系列</p>		<p>白桃白兰地、葡萄白兰地、柠檬朗姆、西柚伏特加 500ml，15元左右 精度3%，果汁含量≥2%~4%不等</p>
	<p>本榨系列</p>		<p>采用进口天然果汁，搭配高品质基酒，果香浓郁，含有西柚、芒果、菠萝三种口味 330ml，13元左右 酒精度3.5-5.5%，果汁含量20-40%</p>
	<p>夜狮系列</p>		<p>供应即饮渠道，选用高纯度伏特加基酒，有橙标和黄标两款，容量275ml玻璃瓶装，酒精度3.6%。</p>
<p>其他酒类</p>	<p>梅之美梅酒</p>		<p>3种基酒（伏特加、白兰地、青梅原酒）融合，添加20年陈年梅酒，0香精、0色素、0防腐剂。 500ml，102元，150ml，100元 酒精度12.5%</p>
	<p>气泡酒从减 lightly</p>		<p>全新OTO模式推出的0糖0卡气泡酒，使用赤藓糖醇，均以伏特加为基酒，酒精度在3.3%-3.8%之间。 330ml 8.8元左右</p>

资料来源：公司官网，官方旗舰店，官方小程序“一切从减 bar”，国海证券研究所

公司预调酒业务曾经两次引领行业发展，预调酒行业在我国属于新兴的酒种，目前还处于行业发展初期的摸索阶段，收入波动较大。同时也因为这一点，公司的股价波动也较大。公司自2011年上市以来经历过两次10倍股行情，其中2014-2015年的股价快速上涨，背后是伴随着公司预调酒业务收入从2013年的1.86亿元快速增长到2015年的22.13亿元。这一轮预调酒行业经历了泡沫化发展，根基并不扎实，公司2016年预调酒业务收入回落至8.13亿元，股价基本跌回起点。

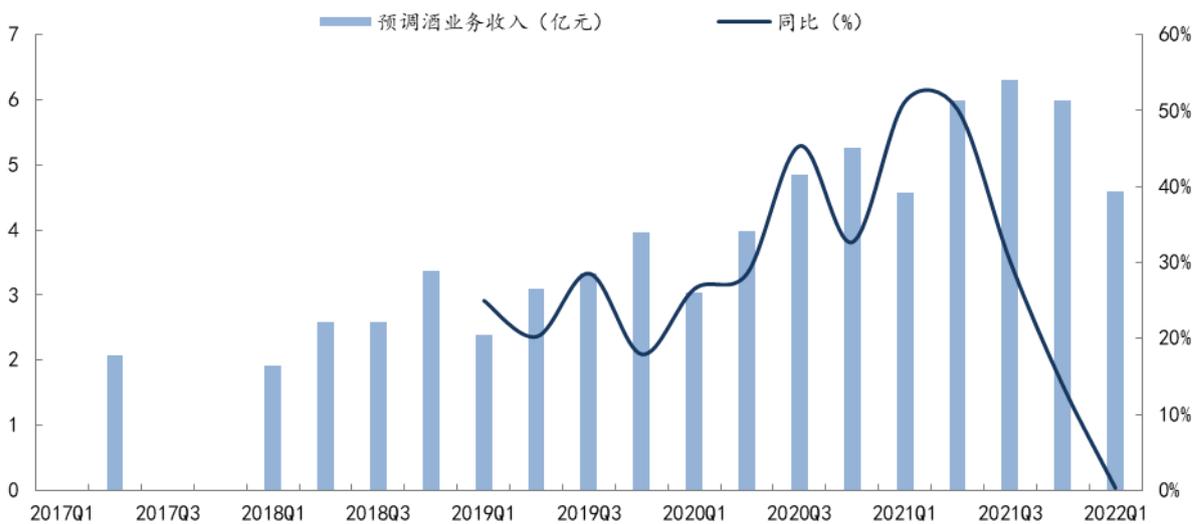
图 5：公司股价复盘



资料来源：wind，公司官网，国海证券研究所

2019年，公司推出了新微醺系列预调酒产品，预调酒业务收入从2018年的10.45亿元稳步上升到2021年的22.85亿元，股价又经历了一波最高16倍的上涨。但是由于疫情、宏观需求疲软，运输费用上升等因素，2021年下半年以来，公司收入和利润增速有所放缓。2021年2月高点至今，公司股价最大跌幅达70%（最大跌幅发生在今年5月6日）。

图 6：公司分季度预调酒业务收入及增速



资料来源：公司公告，国海证券研究所

在公司股价大幅下跌的过程中，市场开始担心公司预调酒业务发展的长期问题，包括行业发展空间，驱动因素，行业竞争格局是否恶化等。我们本篇报告重点对这些问题进行分析。

2、预调酒行业发展三大驱动因素：新技术、新人群、新场景

2.1、预调酒的本质

预调鸡尾酒指预先调配好并预包装出售的鸡尾酒产品(英文名为 Ready-to-drink, 简称 RTD), 是一种以朗姆、伏特加、威士忌、白兰地等洋酒做基酒, 加上橙、柠檬、苹果等各种果汁调配而成的低酒类饮料酒。

预调鸡尾酒脱胎于现调鸡尾酒。与中国的白酒不同, 国外的烈酒如威士忌、伏特加、朗姆酒、金酒等净饮较少, 经常加水, 冰块, 汽水, 果汁, 水果等饮用, 适当降低度数, 呈现出不同风味的口感。现调鸡尾酒就是这种混合饮品。鸡尾酒诞生于 18 世纪, 历史悠久, 是欧美等国家普遍流行的饮用烈酒的方式。不少鸡尾酒爱好者也喜欢在家里现场尝试调配鸡尾酒来饮用。

表2: 几种典型的预调酒

名称	外观	说明
莫吉托 (Mojito)		以朗姆酒为基酒的经典清新的鸡尾酒。原材料是薄荷叶、青柠汁, 再加上苏打汽水和碎冰。此外, 还有西瓜莫吉托、芒果莫吉托、凤梨莫吉托等口味, 果味与薄荷味结合起来, 再加上朗姆酒, 味道百变。
金汤力 (Gin Tonic)		金酒 Gin+汤力汽水 Tonic 的组合, 被尊为“英国国饮”。金酒和汤力汽水在单独喝的时候都是苦的, 而融合之后没有苦味。
马天尼 (Martini)		被称为“鸡尾酒中最佳杰作”, 鸡尾酒之王。马天尼酒的原型是杜松子酒加某种酒, 最早以甜味为主, 选用甜苦艾酒为副材料。随着时代变迁, 辛辣的味感逐渐成为主流。1979 年在美国出版了《马天尼酒大全》, 介绍了 268 种马天尼酒。
长岛冰茶 (Long Island Iced Tea)		是一类调和鸡尾酒的通称, 是以伏特加、朗姆酒、金酒、龙舌兰酒四种基酒再加入冰块、白薄荷酒、柠檬汁等配料调制而成的一款鸡尾酒。用酒来模拟茶的颜色和味道。

资料来源: 百度百科, 国海证券研究所

因此, 正如同果汁饮料对应于鲜榨果汁, 预调鸡尾酒其实是工业化、标准化生产的鸡尾酒。预调鸡尾酒方便消费者随时随地饮用。

图 7：预调酒的本质是工业化灌装的鸡尾酒



鸡尾酒诞生于18世纪，是一种混合饮品，由两种或两种以上的酒或饮料、果汁、汽水混合而成。

预调鸡尾酒诞生于1980年代的英国，20世纪90年代中期进入中国市场

资料来源：百度百科，公司公告，国海证券研究所

预调酒在我国酒类市场中属于小众产品。目前，白酒和啤酒占据了我国酒精消费绝大部分市场。按照中国酒业协会数据，2021年，我国白酒行业总收入6033亿元，啤酒行业总收入预计约1600亿元，而公司作为预调酒行业绝对龙头，2021年收入仅为22.8亿元。那么预调酒行业未来发展壮大背后的驱动因素是什么，未来行业发展空间有多大？

2.2、驱动因素之一：新技术

2.2.1、酒饮历史大复盘：预调酒是新兴酒种，是饮料行业技术进步的成果

预调酒和传统的酒类相比，发展的历史要晚的多。国际上将酒精饮料按生产工艺分为酿造酒、蒸馏酒、配制酒三大类，以白酒为代表的蒸馏酒酒精度数在28-68度之间；发酵酒中以葡萄酒和啤酒为代表，酒精度分别在8%-15%和3%-5%之间。

表3：我国饮料酒的分类

分类	定义	举例
发酵酒	以粮谷、水果、乳类等作为主要原料，经发酵或部分发酵酿制而成的饮料酒。	葡萄酒、啤酒、黄酒、果酒、奶酒
蒸馏酒	以粮谷、薯类、水果、乳类等作为主要原料，经发酵、蒸馏、勾兑而成的饮料酒。	白酒、威士忌、白兰地、伏特加、金酒、朗姆酒、龙舌兰酒
配制酒	以发酵酒、蒸馏酒或食用酒精为酒基，加入可食用或药食两用的辅料（或符合相关规定）或食品添加剂，进行调配、混合或再加工制成的、改变原酒基风格的饮料酒。	现调鸡尾酒、预调鸡尾酒、调香白酒、药酒、保健酒，浸渍酒（梅子酒等）

资料来源：《饮料酒术语和分类（征求意见稿）》，国海证券研究所

其中啤酒、红酒、黄酒都属于发酵酒。发酵酒的历史非常悠久，早在公元6000年前的美索不达米亚地区，苏美尔人就用大麦芽酿制成了原始的啤酒。人类甚至早在8000年前就开始酿造葡萄酒。公元4世纪时，啤酒传遍了整个北欧。约在

三千多年前，商周时代，中国人独创酒曲复式发酵法，开始大量酿制黄酒。

蒸馏酒的发展历史相对来说要晚一些。蒸馏酒与酿造酒相比，在制造工艺上多了一道蒸馏工序，关键设备是蒸馏器。大致在公元十世纪之后，蒸馏器才逐渐普及开来。蒸馏酒与酿制酒相比，保质期更长，同样的酒精度体积更小，更方便了酒的流通与贸易。随着大航海时代的到来，蒸馏酒在美洲新大陆也普及开来。

表4：与历史悠久的其他酒类相比，预调酒诞生的时间晚的多

	酒类	起源地	起源时间	起源历史
酿制酒	啤酒	美索不达米亚地区	公元前6000年	公元前6000年前，居住在美索不达米亚地区的苏美尔人用大麦芽酿制成了原始的啤酒。公元4世纪时，啤酒传遍了整个北欧。1516年，巴伐利亚公爵大威廉四世发布《德国啤酒纯酒法》规定啤酒只可以啤酒花、麦子和水做原料，同时是最早的食品法律。19世纪，有了冷冻机，人们开始对啤酒进行低温后熟的处理，这一发明使啤酒冒出了泡沫。1900年，俄罗斯技师首次在中国哈尔滨建立了啤酒作坊，中国人开始喝上了啤酒。
	葡萄酒	波斯	8000年前	人类可能早在8000年前就开始酿造葡萄酒。随着古代战争和商业活动，葡萄酒酿造的方法传遍了以色列、叙利亚、小亚细亚阿拉伯国家。后来葡萄酒酿造的方法从波斯、埃及传到希腊、罗马、高卢（即法国）。然后，葡萄酒的酿造技术和消费习惯由希腊、意大利和法国传到欧洲各国。西汉中期，中原地区的农民已得知葡萄可以酿酒，并将欧亚种葡萄引进中原。因此自西汉始，中国有了西方制法的葡萄酒人。
	黄酒	中国	商周时代	约在三千多年前，商周时代，中国人独创酒曲复式发酵法，开始大量酿制黄酒。公元前200年的汉王朝到公元1000年的北宋，历时1200年，是我国传统黄酒的成熟期。
蒸馏酒	白酒	中国	13-14世纪	根据明代李时珍《本草纲目》中的记载，“烧酒非古法也，自元时始创其法”，蒸馏酒始于元代。
	威士忌	苏格兰	15世纪	1494年，在苏格兰的书面历史文献中第一次提到了由大麦生产的“生命之水”（aqua vitae），这个“生命之水”被认为是苏格兰威士忌的始祖。
	白兰地	法国	16世纪中叶	约在16世纪中叶，为便于葡萄酒的出口，减少海运的船舱占用空间及大批出口所需缴纳的税金，同时也为避免因长途运输发生的葡萄酒变质现象，干邑镇的酒商把葡萄酒加以蒸馏浓缩后出口，然后输入国的厂家再按比例兑水稀释出售。这种把葡萄酒加以蒸馏后制成的酒即为早期的法国白兰地。
	伏特加	俄罗斯	15世纪	伏特加正式出现是伊凡三世在1478年确定了俄罗斯人爱喝的这种烈酒的国家垄断权。传说早在15世纪末的俄罗斯，有一群僧人制造出用于消毒的液体后，有人尝试饮用这种液体，并感觉很好，随后人们就用进口的酒精，和当地的谷物还有泉水酿制伏特加。
	朗姆	古巴	19世纪	1791年，由于海地黑奴的骚乱，制糖厂遭到破坏，于是古巴垄断了对欧洲食糖的出口。19世纪中叶，随着蒸汽机的引进，甘蔗种植园和朗姆酒厂在古巴共和国增多了，1837年古巴铺设铁路，引进一系列的先进技术，其中有与酿酒业有关的技术。引进新技术，古巴酿制出了一种含低度酒精的朗姆酒——醇绵芳香，口味悠长的优质朗姆酒。

资料来源：公司公告，百度百科，国海证券研究所

预调酒在酒类历史发展的长河中，出现的时间要晚的多。前面提到，预调鸡尾酒诞生于1980年代的英国，20世纪90年代中期才进入中国市场。预调酒是酒类生产技术和软饮料生产技术结合的跨界产品。而软饮料行业是在二战之后才迎来了大发展机遇。随着酒和软饮料行业的技术不断进步，预调酒的口感会不断优化。因此更多创新产品和口味是行业发展的驱动力。

软饮料行业需要解决的技术痛点，包括保鲜、口感优化、风味优化、包装成本优化、包装轻量化，环保化等。以包装技术为例，饮料行业的发展非常受制于包装技术。饮料的包装必须保证让饮料稳定保存不变质，成本不能太高，不能太重，也不能易碎或者渗漏，灌装过程的杀菌消毒不能影响口感和品质。饮料行业的包装从早期的玻璃瓶时代，再到金属容器、塑料容器、纸容器相继出现，饮料包装技术的不断进步，让饮料行业的成本不断降低，口感不断优化，外观不断升级，进一步推动了消费需求的增长。

图 8：软饮料包装的发展阶段

玻璃瓶时代
1880~1970年

- 1867年, 德国西门子兄弟把蓄热室连续熔化池窑应用于玻璃工业, 使玻璃瓶罐的大规模生产成为可能。
- 1880~1890年发明了吹一吹法制造小口瓶的成型技术。
- 1900年出现了第一台用电动机传动的制瓶机。
- 1925年, 美国哈德福一恩佩尔公司研制成功行列式制瓶机
- 玻璃的缺点: 贵、易碎, 运输成本高



金属罐装时代
1940~现在

- 1940年, 欧美开始售用不锈钢罐装的啤酒, 同一时期铝罐的出现也成为制罐技术的飞跃。
- 1963年, 易拉罐在美国得以发明, 在顶部设计了易拉环。这是一次开启方式的革命, 给人们带来了极大的方便和享受, 因而很快得到普遍应用。
- 1980年, 欧美市场基本上全都采用了这种铝罐作为啤酒和碳酸饮料的包装形式
- 随着设计和生产技术的进步, 铝罐趋向轻量化。



PET瓶时代
1970~现在

- 20世纪70年代, 纳桑尼尔·惠氏设计的塑料瓶首先为百事可乐公司所使用
- 高温热灌装技术
- 中温灌装+巴氏杀菌技术
- 无菌冷灌装技术
- PET瓶更轻量, 成本更低, 瓶型更加多样, 喝不完可以保存, 有大规格

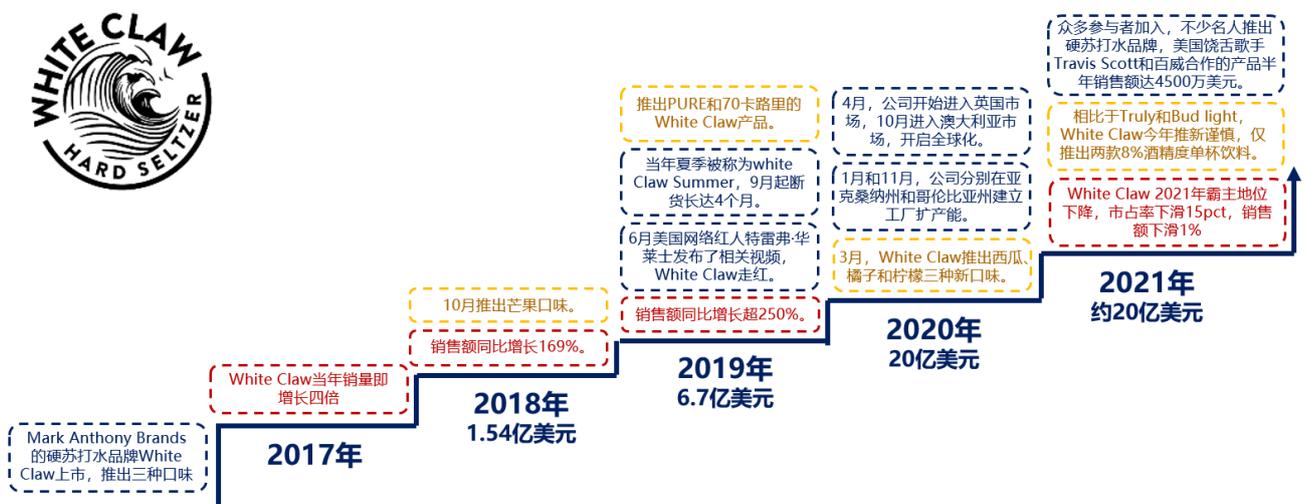


资料来源:《我国软饮料包装发展趋势》,《PET 塑料瓶》,《中国日用玻璃行业技术水平及技术特点分析》,《青雪啤酒: 易拉罐的发展史》,《PET 瓶装饮料中温热灌装技术的包材消毒方法》,《PET 无菌冷灌装与热灌装技术比较》, 国海证券研究所

2.2.2、技术创新推动预调酒行业发展

预调鸡尾酒生产技术水平主要体现在基酒与果汁的完美结合, 以及新口味的产品开发, 供给创造需求。以美国市场为例, 美国的消费者对气泡水的口感接受度较高, 喜欢气泡感足的产品。2013年, 硬苏打水(Hard seltzers, 又名 Hard Sparkling Waters)在美国诞生。硬苏打水(Hard Seltzers)采用的是一种全新的酿造工艺, 以蔗糖替代啤酒发酵过程中的麦芽, 并且在生产过程中加入二氧化碳气泡, 气泡感十足。对比啤酒, 具有低碳水、无麸质等特点, 口感更为清爽, 也更为低卡和健康。2016年开始, 硬苏打水成为 RTD 中增长最快的品类, 以 white claw 为代表的硬苏打水品牌在美国市场快速增长。

图 9：美国硬苏打水品牌 white claw 快速成长



资料来源: 维基百科, The brandgym, Vinepaire, Beveragedaily, Semisupervised, Cnbc, Businessinsider, Thespiritsbusiness, KJZZ, Abccolumbia, Fastcompony, 国海证券研究所

以日本市场为例，日本预调酒市场中柠檬味的销量占比不断提升，并且贡献了2018年以来的行业增量。从2010年到2021年的11年间，日本预调酒市场的整体销量复合增速8.4%，达到2.75亿箱，其中柠檬味预调酒的复合增速为12.9%。其中2018年以来，柠檬味产品加速增长，复合增速达到28%，而非柠檬味预调酒增速为-1.4%。

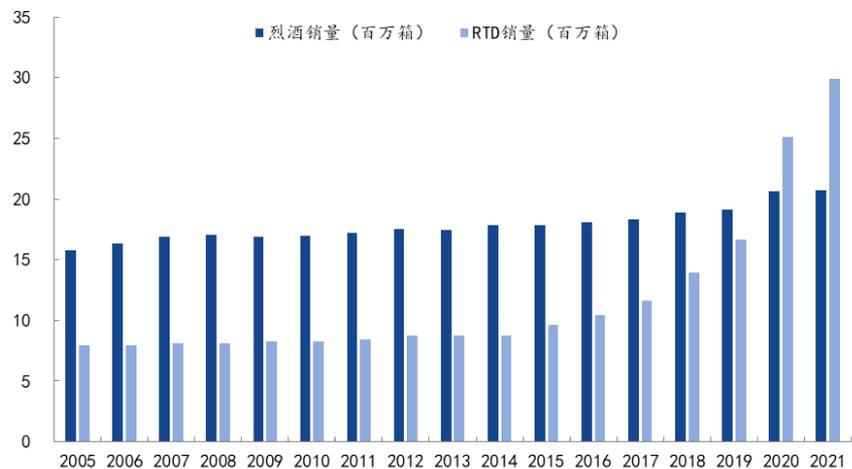
图 10: 2018 年以来日本预调酒销量中柠檬味的销量贡献了更多增量



资料来源:《三得利 RTD 报告》, 国海证券研究所

以加拿大市场为例，2015 年，加拿大 RTD 鸡尾酒的品牌主要是 Smirnoff Ice, Palm Bay 和 Mike's Hard Lemonade 等低酒精度的，以伏特加为基酒的产品，但是对于专业的预调酒鉴赏家来说，没有更多风味可供选择。2016 年，Georgian Bay Gin Smash 诞生，由手工制作的伦敦风味干杜松子酒制成，调和了柠檬，酸橙，橘子和一丝薄荷，风味层次更为复杂，清爽，同时具有一些甜味，获得了消费者的认可。此后加拿大的 RTD 市场口味创新层出不穷，销量也快速提升，2021 年已经超过传统烈酒行业的总销量。

图 11: 加拿大烈酒和 RTD 销量



资料来源: 加拿大烈酒协会, 国海证券研究所

表5: 加拿大 RTD 鸡尾酒主要品牌

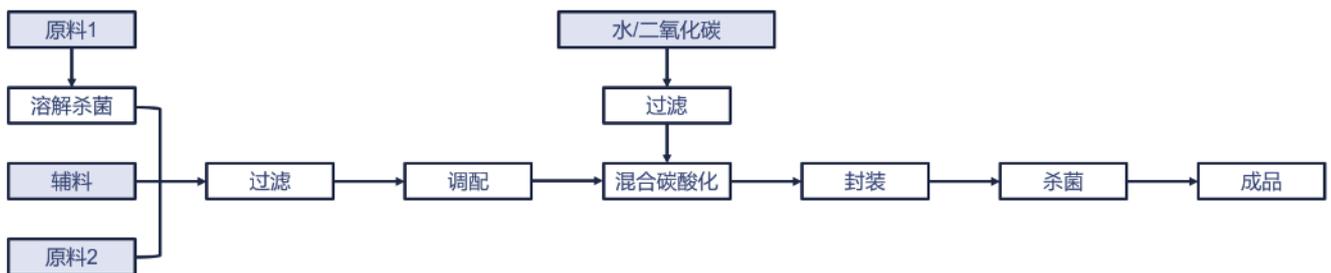
品牌名称	产品图片	出品公司	产品说明
Smirnoff Ice		Diageo Canada	玛格丽特酒(用果汁与墨西哥龙舌兰酒调制而成)、原味、草莓味、覆盆子味等 酒精度 4.5%，370ml，\$14.99/12 罐
Palm Bay		Anheuser-Busch InBev	蜜桃味、草莓菠萝味、菠萝橘子味、酸橙樱桃味、葡萄柚味等 酒精度 5%，355ml，\$16.49/6 罐
Mike's Hard Lemonade		Mike's Hard Lemonade Co.	除了柠檬水，还提供多种永久性和季节性口味，包括黑樱桃、草莓、西瓜等 酒精度 5%，344ml，\$15.99/12 罐
Georgian Bay		Georgian Bay Spirit Co.	Gin Smash 以柠檬、酸橙、橘子和淡淡的薄荷味调味，一炮而红；Smashed Tea 将原始 Gin Smash 配方与红茶和大吉岭茶相结合 酒精度 5%，473ml，\$3.09 左右
Zen Kombucha		Orchard City Distilling	将伏特加与康普茶和其他有机草药和植物混合:柠檬薰衣草味、浆果酸橙味、梨子生姜味 酒精度 5%，355ml，\$11.95/4 罐
Eau Claire		Eau Claire Distillery	来自艾伯塔省的烈酒: Equineox Mule、Gin Tonic、Cherry Gin Collins 等 酒精度 6%，355ml，\$3.62 左右
Dillon's		Dillon's Distillers	来自安大略省的高品质烈酒: 将芳香的迪隆杜松子酒与多汁的成熟橘子味、明亮的柠檬味和淡淡的薄荷味混合在一起 酒精度 5%，473ml，\$2.7 左右
Collective Arts		Collective Arts Brewing	与世界各地的艺术家合作，将艺术家的精美插画印在瓶罐上，即便同一款酒也会有多版不同酒标设计 酒精度 4.9%，475ml，\$4.25 左右

Little Buddha Cocktail		Little Buddha Cocktail Co.	用优质伏特加酿造，独特和新鲜的水果带来热带风味和完美甜度：烤菠萝和迷迭香味、天然桃茶味等 酒精度 4%，355ml，\$2.95 左右
------------------------	---	----------------------------	--

资料来源：维基百科，Target，Anbl，Pinterest，Mikes hard 官网，Muskoka411，Bcliquorstores，Zen kombucha 官网，Athlonliquorstore，Eau claire distillery 官网，Dillons 官网，Saq，Akincollective，Liquormarts，Little Buddha Cocktail 官网，Drinkobs，Beverage Master，国海证券研究所

但是不同国家的消费者口味偏好不同，并不能将国外的产品照搬至国内。我国消费者对预调酒的口味需求，不同于美国和日本市场。需要行业参与者不断地摸索，提升产品的香味、口感、色泽，提升包装的吸引力。公司的香精香料业务就是专注于为饮料企业研发新口味产品，具备坚实的技术基础。此外，对于行业进入壁垒方面，2018年7月，中国酒业协会发布了 T/CBJ5101《预调鸡尾酒》团体标准，为预调鸡尾酒行业提供了规范的发展环境。

图 12：预调酒制作流程



资料来源：公司公告，国海证券研究所

2.3、驱动因素之二：新群体

传统酒类的发展历史悠久，我国的酒文化源远流长，深深影响了一代又一代的消费群体。而由于酒精饮料的口味粘性高，预调酒要吸引白酒和啤酒的重度消费者是不现实的，如果从没有喝过酒，或者不喜欢和传统酒的群体切入更容易。Z世代消费者和女性则满足了这一条件。

Z世代消费者成长于软饮料消费的普及阶段，更容易接受预调酒的口味。根据天猫新品创新中心发布的《2020果酒创新趋势报告》，以预调酒为代表的低度潮饮酒主客群为18-34岁的年轻人。出生于95年之后的Z世代消费者，从小就接触到软饮料。随着Z世代开始逐步进入饮酒年龄，介于软饮料和酒之间的预调酒迎来了快速发展的机遇。

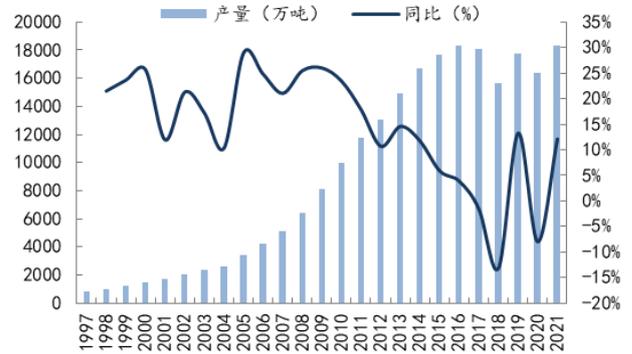
我国的软饮料行业起步晚于欧美，日本等发达国家。我国软饮料行业起步于1982年，当时的年产量较小，进入2000年，我国软饮料行业开始进入加速发展期，产量从2000年的1186万吨，发展到2021年的18334万吨。

图 13: 我国饮料人均消费量变化

	2000 kg/年/人	2020 kg/年/人
碳酸饮料	3.6	14
果汁饮料	0.8	10.8
其他饮料	3	28.5

资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 我国软饮料产量及增速



资料来源: wind, 国海证券研究所

对比人均消费数据, 在 1999 年, 我国人均碳酸饮料, 果汁饮料和乳饮料等其他饮料的消费量分别为 3.6kg/0.8kg/3kg, 到 2020 年分别增长到 14kg/10.8kg/28.5kg, 人均整体软饮料消费量增长了 14 倍。到 2000 年之后, 软饮料行业才真正进入普及发展阶段,

图 15: 我国软饮料行业大单品的诞生时点



资料来源: 各家官网, 羊城晚报, 中国经济网, 网易新闻, 南海新闻网, 南方都市报, 经济日报, 南方网, Maigoo, 华声在线, 百度百科, 国海证券研究所

预调酒的满足了 Z 世代消费者的酒饮需求:

1) 预调酒酒精度数低且口感好, 饮用方便, 为酒饮入门的绝佳选择, 也符合适度饮酒的健康化趋势。年轻人更容易接受融合了果汁、口感像碳酸饮料的预调酒产品。而且预调酒度数较低, 饮用负担较小。

图 16: 低度潮饮酒以 34 岁以下年轻人为主

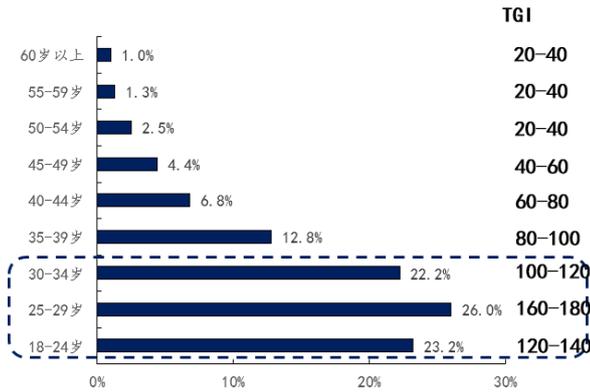
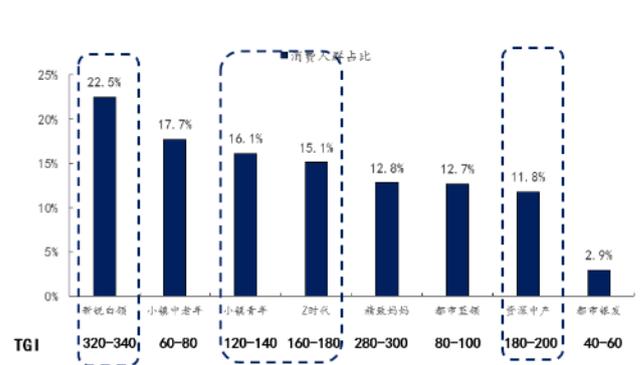


图 17: 低度潮饮酒的人群画像

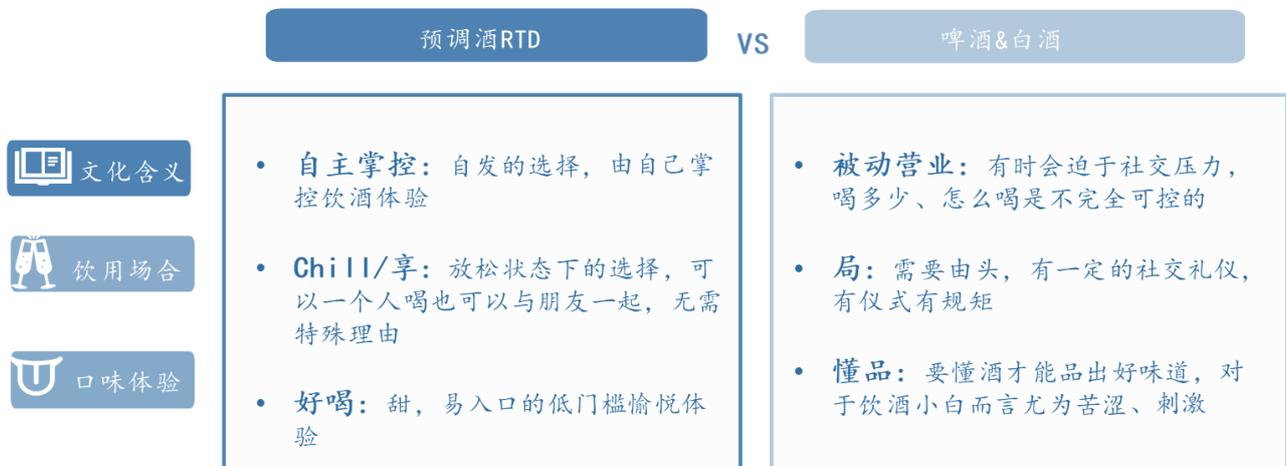


资料来源:《中国年轻人低度潮饮酒 Alco-pop 品类文化白皮书》, 国海证券研究所

资料来源:《中国年轻人低度潮饮酒 Alco-pop 品类文化白皮书》, 国海证券研究所

2) 预调酒符合年轻消费群体的新饮酒观: 传统的酒桌场景对年轻人来说是相对比较正式的场合, 是一种压力和负担。但是其实喝酒可以不是一种负担, 是一种犒赏。对 Z 世代消费群体来说, 喝酒更重要是取悦自己, 需要舒适饮酒, 健康饮酒。

图 18: 预调酒和传统的啤酒/白酒的区别



资料来源:《中国年轻人低度潮饮酒 Alco-pop 品类文化白皮书》, 国海证券研究所

3) 颜值即正义, 预调酒包装新颖多变。在包装设计上, 预调酒既拥有色彩鲜明绚丽包装, 也拥有“小清新”极简主义色彩搭配, 符合年轻人审美潮流, 吸引更具个性化、爱好新兴事物的年轻消费者。

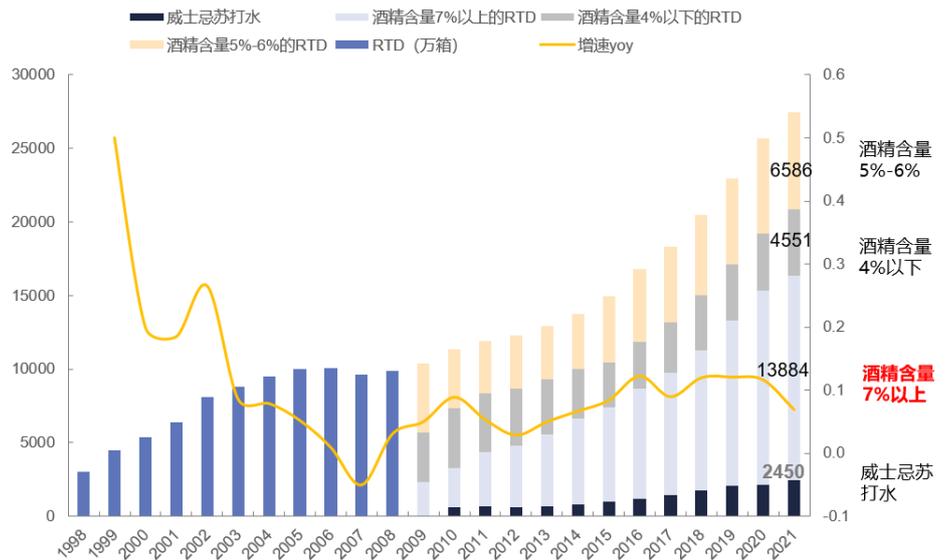
图 19: 包装盒广告主要吸引女性, 女性消费者占比高



资料来源:《中国年轻人低度潮饮酒 Alco-pop 品类文化白皮书》, 中华美食频道, 淘宝, 国海证券研究所

而且从日本的经验来看, 年轻消费者的习惯会随着年龄增大而继续保持。根据三得利 RTD 市场研究报告, 2021 年日本 RTD 预调酒销量 2.75 亿箱 (一箱 =24*250ml, 约 165 万千升左右), 连续 14 年保持正增长。2010-2021 年, 日本预调酒行业销量复合增速达到 9%。其中酒精度数超过 7% 的高度数预调酒销量占比 50.6%, 而酒精度数低于 4% 的低度数的预调酒销量占比仅为 16.6%。

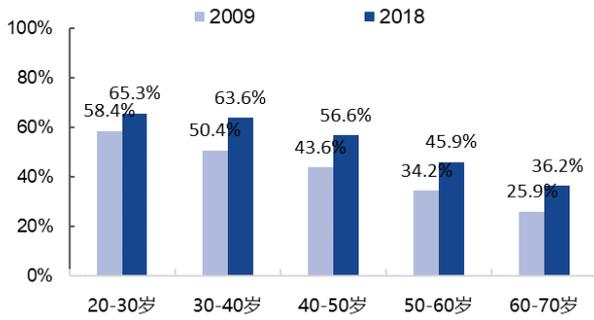
图 20: 日本 RTD 行业不同酒精含量品类销量变化 (万箱)



资料来源: 三得利官网, 国海证券研究所

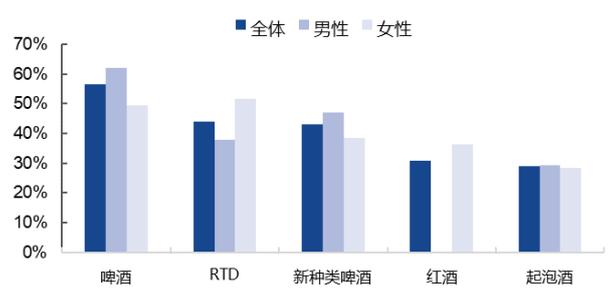
近年来, 日本的 RTD 消费人群从年轻人逐渐往 40 岁以上群体延伸, 而年龄较大的消费群体偏向于选择更高度数的预调酒。根据三得利的问卷调查: 一个月内在选择购买并且在家饮用的酒, 2009 年和 2018 年的消费者相比, 选择 RTD 的消费者在不同年龄层次都有提升, 30 岁以上人群的提升幅度尤为明显。

图 21: 日本选择 RTD 的不同年龄段消费者占比



资料来源: 三得利官网, 国海证券研究所

图 22: 日本不同性别酒类消费者的选择占比



资料来源: 三得利官网, 国海证券研究所

2.4、驱动因素之三: 新场景

随着科技的进步, 智能手机的普及, O2O 业态的发展, 现在的年轻消费者可以足不出户, 达到娱乐, 购物, 享受美食, 社交, 教育等目的, 宅家时间明显增加。

图 23: 低度酒饮主要消费场景



资料来源: 《中国年轻人低度潮饮酒 Alco-pop 品类文化白皮书》, 4A 广告网, 天猫超市, 风尚网, 新浪 VR, ZCOOL, 美篇, 全天候贸易网, 国海证券研究所

预调酒比传统酒类更加适合居家饮酒场景。我国传统的酒精饮品, 如白酒和啤酒, 都是以聚饮场景为主的。但是居家的个人饮酒时刻, 酒饮的需求会更偏向个性化, 易入口, 低度数, 同时单价要便宜, 而预调酒能够更好的满足上述的要求。

公司 2019 年以来, 公司通过打造微醺“一个人的小酒”的定位, 延伸了预调酒的消费场景, 迎来了新一轮成长。

2.5、我国 RTD 行业空间有望达到目前的 5~15 倍

目前, 我国的 RTD 市场规模还非常小。2021 年, 我国预调酒行业龙头品牌 RIO

的销售收入为 22.85 亿元。2021 年公司预调酒销量达到 2499 万箱（每箱按 7.9 升计算），则为 19.74 万千升。假设公司 2021 年市场占有率为 80%，则行业消费量为 24.7 万千升，行业总收入 28.6 亿元。

我们按照日本和美国预调酒市场发展情况，来测算我国 RTD 行业空间的下限。

1) 如果行业未来仅发展 3 度的低度预调酒，核心人群为女性群体为主。参照日本市场目前 3815 万箱的规模，未来我国人均消费量发展到日本的一半，则对应 1.9 亿箱（150 万千升）规模，是目前行业规模的 5 倍。未来行业总收入有望达到 150 亿元左右。

2) 假设我国 RTD 行业销量能够达到啤酒销量的 10%，即 3765 万千升*10%，对应目前 376 万千升的 RTD 市场，未来有 15 倍以上的发展空间。未来行业总收入有望达到 435 亿元。

那么在未来的发展中，公司具备哪些竞争优势，从而能保持领先优势呢？

3、公司的核心竞争优势分析

3.1、竞争优势之一：对预调酒行业的深刻理解

公司 2003 年推出 RIO 预调酒，在行业深耕近 20 年，在预调酒行业的产品研发，品牌塑造，渠道发展等方面积累了丰富的经验。公司的预调鸡尾酒业务，经过 2012-2015 年的快速增长、2016-2017 年的调整和整固后，2018 年重新开始健康，稳健增长的阶段。

20 世纪 90 年代中期之前，国内预调鸡尾酒市场处于启蒙阶段，预调鸡尾酒主要出现在沿海发达城市的 KTV、酒吧和休闲会所。2000 年前后，更多的预调鸡尾酒品牌逐步出现在中国市场，包括“爵士”、“冰锐”、“红广场”等进口品牌的产品；同时，以公司为代表的国内预调鸡尾酒企业也开始进行探索和发展。2005 年以后，预调鸡尾酒产品国内生产趋势增强，本土生产的预调鸡尾酒产品市场规模逐步超过了全进口的预调鸡尾酒品牌。

2011 年以后，我国预调鸡尾酒市场进入快速增长期。2013 年至 2015 年上半年，随着 RIO 预调酒在《爱情公寓》《奔跑吧兄弟》《何以笙箫默》等流行电视剧和人气娱乐节目进行植入，产生了良好的市场效果。同时，公司将 RIO 鸡尾酒从原有的 KTV、酒吧等夜场渠道扩展到 KA 卖场，流通等大众渠道，“RIO 锐澳”鸡尾酒消费人群快速提升，获得了年轻人的青睐，同时也引领了国内整个预调鸡尾酒的快速增长期。

图 24: 公司 2013 年起进行密集广告等宣传投入

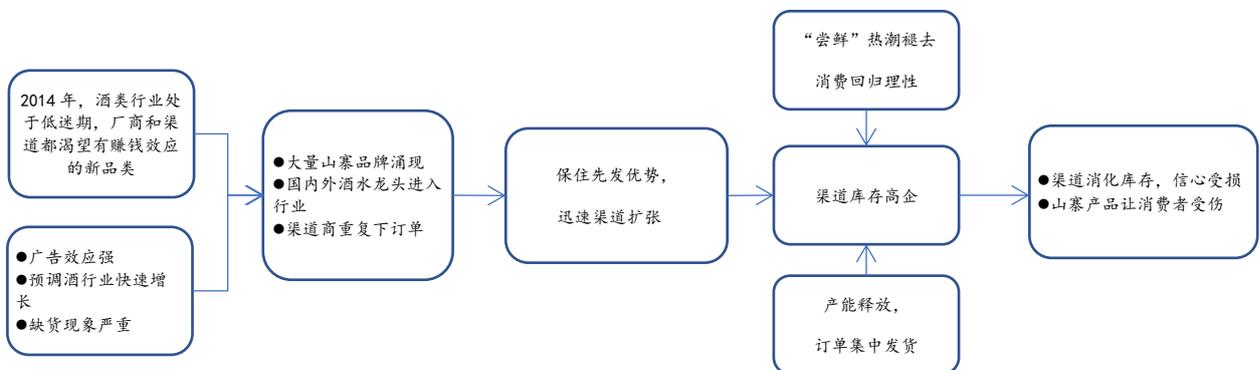


资料来源: 公司官网, 妆点网, 佳酿网, 中国娱乐网, 中国经营网, 央视新闻, 国海证券研究所

2013 年-2015 年 RIO 预调酒的销售量呈现快速增长的态势, 2013 年公司预调酒营业收入较 2012 年度同比增长 216.75%, 从 0.59 亿元上升至 1.86 亿元。而 2014 年 1-6 月营业收入与 2013 年度 1-6 月同比增长 524.38%。公司预调酒销量从 2012 年的 50.3 万箱, 快速上升到 2015 年的 1838.6 万箱。RIO 的在市场占有率由 2013 年的约 20%左右逐渐增加至 2014 年的约 40%左右。

但是由于需求增长的速度太快, 公司的产能建设跟不上发展速度, 在 2014 年下半年到 2015 年春节各地出现了严重缺货的情况。2014 年, 公司仅在上海拥有一条 150 万箱的瓶装鸡尾酒生产线。为了解决产能不足的问题, 公司只能采取委托加工的模式。2014 年上半年, 公司委托加工产量占到总产量的 73.08%。经销商基于高速增长预调鸡尾酒市场形势订货踊跃, 在缺货情况下重复下单, 提前下单。2015 年下半年, 经销商前期的非理性备货逐步形成了渠道库存的积压。

图 25: 公司 2013 年起进行密集广告等宣传投入



资料来源: 国海证券研究所

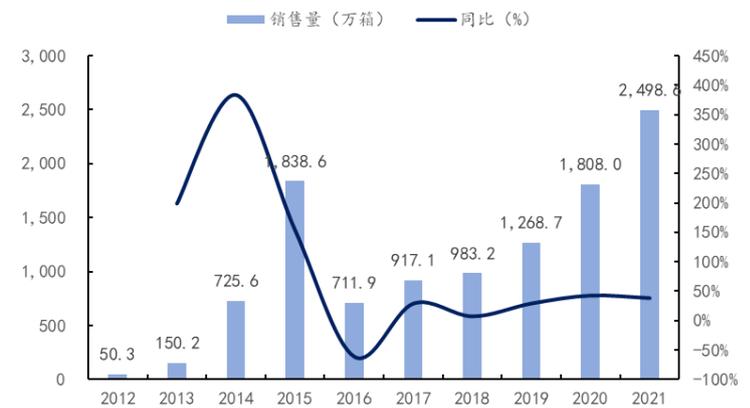
另外，随着公司“RIO”知名度迅速提升和销售规模快速扩大，渠道缺货严重，出现了为数众多的侵权厂家和产品，他们仿制与公司产品外观极其相似的劣质产品，通过各种渠道低价倾销。据公司不完全统计，市场上出现近 200 个山寨 RIO 鸡尾酒品牌，各种“RID”“RIQ”等山寨产品散布在三、四线城市以及一二线城市的城乡结合部、批发市场、小型商店、超市。这些山寨品牌严重影响了预调鸡尾酒行业的健康发展。

图 26: 当时山寨 RIO 的预调鸡尾酒品牌



资料来源：搜狐网，国海证券研究所

图 27: 公司预调酒销售量和同比增速



资料来源：wind，国海证券研究所

2015 年底开始，公司针对渠道库存问题进行主动调整，减少公司端出货量，并保持较高的销售费用，促进终端销售，减少渠道库存。2016 年公司收入同比下降 60.64%。整个过程中，渠道库存从 2015 年末的较高水平降低到 2017 年春节后的 50 万箱左右，渠道库存调整到较低的水平。

经过了预调酒行业发展的跌宕起伏之后，公司认识到预调酒独特的消费属性。预调酒具有较低的酒精度数，具备饮料的口感，但是又不是饮料，因为预调酒的消费场景明显少于软饮料。例如，酒精饮料仅供 18 岁以上成年人饮用，酒后不能开车等。传统酒水的渠道运作方式不能照搬，需要另辟蹊径。2017 年底，公司推出全新的微醺系列产品，通过“一个人的小酒”的定位，延伸了消费场景，再次引领预调酒行业新一轮的发展。

图 28: 酒水细分行业对比¹

	预调酒	白酒	啤酒	软饮料
				
行业规模(亿)	<30亿	5836	1469	5735
行业总产量(万千升)	<20	716	3562	18334
酒精度数	0~9	一般30~53	3~5	0
口味/产品特点	还处于口味探索发展阶段, 口味丰富, 产品创新要求高	历史悠久, 产品口味相对稳定	历史悠久, 产品口味相对稳定	进入成熟期的经典口味长盛不衰, 同时也有创新口味层出不穷
主要消费群体	18-30岁年轻人	35~60岁	18~35岁	所有群体
主要消费场景	居家消费, 年轻人聚会	商务宴请, 宴席, 偏正式场合	夜场, 餐饮	日常饮用, 场景广泛
渠道特点	面向年轻群体, 对网点的筛选要求高, 电商占比高	单瓶价值高, 适合团购, 聚焦核心意见领袖的公关	运输费用占比高, 区域聚焦, 餐饮投入大	随处可见, 随处可买, 渠道网点密集覆盖, 抢占终端冰柜资源, 终端高频拜访

资料来源: Wind, 酒说, 啤酒工业信息网, 界面新闻, 国海证券研究所

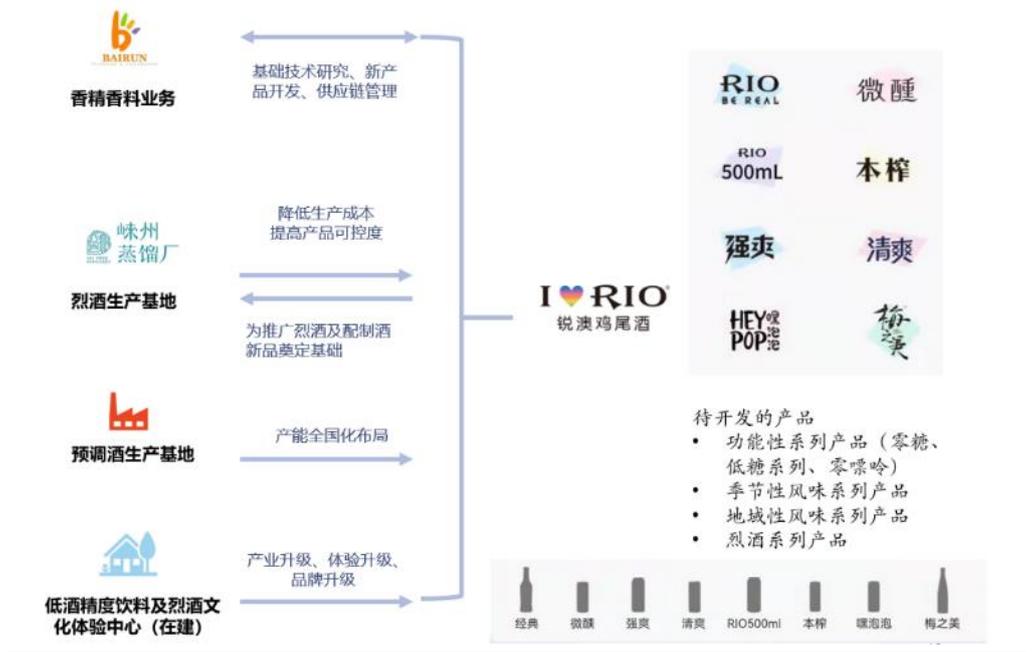
3.2、竞争优势之二: 全产业链布局已具有一定规模, 战略协同效应显现

公司全产业链布局已具有一定规模, 战略性协同效应逐步显现。**香精香料业务:** 公司深耕香精香料行业二十余年, 自 2003 年起就被认定为上海市高新技术企业, 对食品饮料口味发展趋势研究自成体系。预调鸡尾酒业务在产品新口感研发、适口度调整等方面, 能充分发挥香精香料业务已积累的产品、技术等优势, 针对性地研发符合消费群体口感需求的预调鸡尾酒产品, 带给消费者良好的饮用体验。

预调酒生产基地: 公司目前在上海、天津、四川邛崃, 广东佛山拥有四个预调酒生产基地, 总产能 6600 万箱。公司目前的产能利用率较低, 未来预调酒行业快速发展, 公司将有充足的产能保证, 以免再次重蹈 2015 年产能不够的覆辙。

¹ 注: 行业规模为 2020 年数据, 行业总产量为 2021 年数据

图 29: 公司全产业链布局



资料来源: 国海证券研究所

烈酒生产基地: 2017年,公司在四川邛崃投资5亿元开启烈酒生产基地项目的建设。烈酒生产基地(邛崃蒸馏厂)产能规划为3.1万吨伏特加和0.5万吨威士忌。2020年,公司对烈酒生产基地进行进一步升级,又投资建设了两期威士忌陈酿熟成项目,分别用于预调酒用的威士忌基酒和威士忌产品酒的陈酿熟成。另外,公司在四川烈酒生产基地还拟投资3亿元,建设占地15万平方米的烈酒体验中心,向大众消费者普及威士忌知识。(关于烈酒生产基地(邛崃蒸馏厂)的更多分析详见本报告第四部分)。

邛崃蒸馏厂的建成不仅降低预调鸡尾酒产品成本,保证基酒高质高效供应,更使产品可控度高、可追溯性强,产品安全更有保障;同时也为公司推广烈酒及配制酒新品奠定良好基础。低酒精度饮料及烈酒文化体验中心的建设,有助于公司实现产业升级、体验升级、品牌升级。

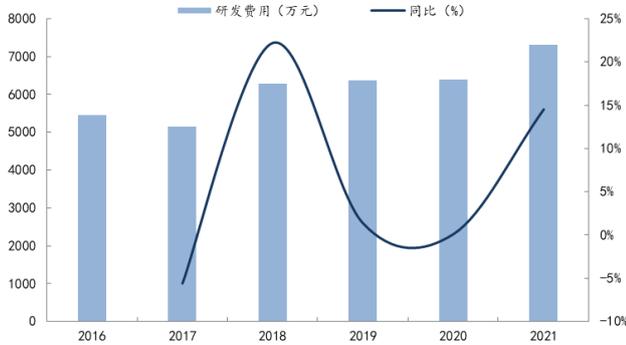
表6: 公司的产能建设项目

产能所在地	产能	投资规模(亿)	进度
上海	预调酒产能(万箱)	600	15年建成投产
天津		2,000	16年建成投产
四川邛崃		2,000	17年建成投产
广东佛山		2,000	19年底建成投产
邛崃烈酒基酒项目	3.1万吨伏特加, 0.5万吨威士忌	5	21年建成投产
邛崃威士忌陈酿熟成项目	3.4万吨威士忌原酒(酒精度数约为70度)的储酒能力	11.74	2020年增发募投项目, 建设期24个月
邛崃麦芽威士忌陈酿熟成项目	3.375kl 麦芽威士忌原酒(酒精度数约为70度)的储酒能力	15.6	2021年可转债项目, 建设期24个月
品牌文化体验中心	-	3	

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

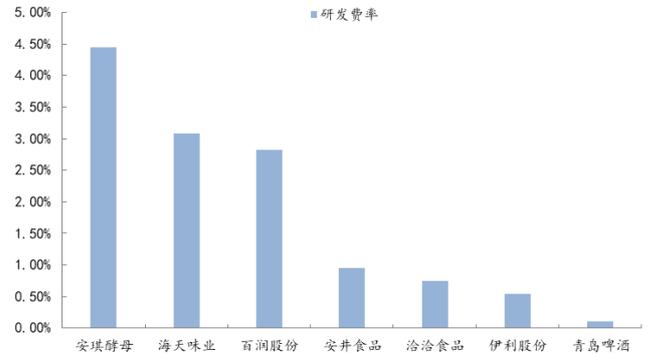
产品研发：公司内部打通基础研究、调香及应用、预调鸡尾酒研发、烈酒研发等各板块研发通道，研发创新，资源共享，是公司产品实现“人无我有，人有我优”的重要核心竞争力。

图 30：公司研发费用及增速



资料来源：wind，国海证券研究所

图 31：食品企业研发费率对比（2021 年）



资料来源：wind，国海证券研究所

3.3、竞争优势之三：品牌即品类，消费者心智的强占有

RIO 预调酒品牌自创立以来，经过近 20 年的发展，目前市场占有率超过 80%，已经成为预调酒品牌的代名词。类似于消费者会点名购买红牛，而不是要求购买牛磺酸功能饮料，会点名要求购买王老吉，而不是要求购买凉茶一样，消费者想买好喝的低度小甜酒，会直接想到要买 RIO。品牌和品类高度挂钩，是非常重要的先发优势。

图 32：锐澳消费者心智占领历程



资料来源：公司官网，国海证券研究所

公司曾经两次引领行业发展潮流，可以说在中国市场开创了预调酒品类。第一次在前面提到，2012-2015 年，将经典瓶装 RIO 推广成为现象级产品，RIO 成为新一代年轻人聚会用酒新选择。第二次是 2018 年至今，将预调酒从聚会场景延伸到居家场景。“一个人的小酒”的品牌定位深入人心。

图 33: 锐澳出现在各种调酒视频中



资料来源: 小红书

早期 RIO 的广告主打 “My Colorful World”，彩色的气球，彩色的酒瓶，欢动的聚会，让 RIO 的品牌形象脱颖而出。强调个性化的饮酒，多样化的文化包容。2018 年之后，RIO 微醺的广告更关注个人的饮酒体验和细腻的情感需求，“Be real” “微醺，就是把自己还给自己” 等广告语深入人心。“一个人的小酒” 的定位顺利将产品从热闹活泼的 home party 场景延伸至温馨的居家场景

图 34: 2012-2014 年 RIO 的广告

图 35: 2018 年之后 RIO 的广告



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

RIO 的营销投入决策流程更为迅速和灵活，有利于抓住目前快速变化的营销趋势。1) 与周冬雨合作连续三年打造高质量广告宣传片，将微醺的美好意境传达给消费者。2018 年推出《微醺恋爱物语》开启了与周冬雨的合作。在广告里，周冬雨的浪漫、少女、可爱、灵动都乘以产品和场景得到了最大化的释放。

图 36: 2018 年公司与周冬雨合作的广告大片



资料来源: 公司官网

2020 年, 公司又推出两只备受好评的 TVC 《走在雨中》《空巢独饮万岁》。2021 年, 推出《小事大片》, 延续微醺系列“一个人的小酒”这一概念, 片子通过恋爱里、职场中、和父母以及闺蜜间的日常, 来展现不足为外人道的小心事和小情绪。唯美精致的画面让 RIO 与美好的生活与细腻的情感相联系。帮 RIO 建立了明确的、带着沉浸式的消费场景。

图 37: 2020 《走在雨中》广告片



资料来源: 官方公众号, 国海证券研究所

图 38: 2020 《空巢独饮万岁》广告片



资料来源: 官方公众号, 国海证券研究所

2020 年, 公司推出的线上专属微醺“小美好”系列。Z 世代消费群体养宠物的比例明显增加, “小美好”系列让美好生活有了更具体的意向, 那就是有猫咪陪伴, 有 RIO 的生活是快乐惬意的。

图 39: 公司推出的“小美好”系列产品



资料来源: 天猫超市, 国海证券研究所

今年, RIO 微醺官宣了 00 后小花张子枫为亚太区品牌新代言人。张子枫自然舒服的邻家妹妹的长相, 和灵气活泼的性格特点, 与 RIO 的品牌形象贴合, 拉近了与新生代消费者距离。

图 40: 公司新代言人张子枫



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

2) 热门剧集和综艺植入, 普及预调酒消费场景: 公司十分擅长抓住时下年轻人的喜好, 通过年轻人乐于接受的方式进行创意营销。通过潜移默化的方式培育年轻人饮用预调鸡尾酒的习惯。公司特别具有精准投放的眼光, 历史上选择的电视剧和综艺节目发展成爆款的概率很高。在近两年热播的都市剧《三十而已》《二十不惑》《理想之城》《我们的婚姻》《心居》等电视剧中都有 RIO 的身影。

图 41: RIO 的电视剧植入



资料来源：官方微博，国海证券研究所

图 42: 与电视剧《理想之城》的衍生话题



资料来源：4A 广告网，国海证券研究所

3) 通过不断打造限量版产品，话题产品，引发话题讨论，微信、微博、抖音、哔哩哔哩、游戏、直播等多平台与年轻消费者互动。公司连续十年与全国大学生广告节合作，RIO 的广告是每年大广节的参赛选题之一。

图 43: 大学生广告节优秀作品



资料来源：公司官网，国海证券研究所

图 44: 大学生广告节优秀作品



资料来源：公司官网，国海证券研究所

在渠道和品牌传播立体化的时代，公司加大了在新媒介中的传播。例如在小红书中有各种 RIO 预调酒的种草笔记，在微博微信中开展 RIO 野生代言人活动，在抖音、微信等平台中播放 RIO 的一百种喝法的小视频等，多种玩法增加品牌曝光度。

图 45: RIO 的野生代言人活动



资料来源: 官方微博, 国海证券研究所

图 46: RIO 在小红书, 抖音等平台的种草笔记/视频



资料来源: 小红书, 国海证券研究所

公司推出过多款限量版产品, Hello Kitty, LINE, 六神花露水, 英雄蓝墨水等限量版新品在线上引发抢购风潮, 引发广泛讨论。

图 47: 公司推出的限量款产品



资料来源: 锐澳官方公众号, 天猫首发官方微博, 国海证券研究所

公司还通过其他创新方式推出新品。例如 2021 年 12 月, 公司孵化无糖气泡酒品牌“Lightly 从减”。与传统快消品牌创立方式不同, 从减的诞生采用了“共创”的形式, 品牌方带着产品在上海各大市集摆摊提供试喝并邀请对产品感兴趣的人加入品牌运营的社群, 共同讨论品牌名、产品名、酒精度、口味和包装。从减目

前有四个口味，分别为夏夜青瓜风味、海风青柠风味、蔓越莓风味、沙漠仙人掌味。从减的品牌诉求为“大可不必，一切从减”，采用伏特加为基酒，使用赤藓糖醇作为甜味剂，主打0糖0脂，一罐热量仅有约70千卡。

图 48: RIO 孵化的新品牌“Lightly 从减”



资料来源：新消费智库，国海证券研究所

3.4、如何看待低度酒的行业竞争

2019 年之后预调酒行业再次进入快速增长趋势，吸引了不少关注。一些龙头酒水企业也开始推出低度酒产品进行试水。例如，嘉士伯推出 1664，夏日纷，乐堡苏打气泡酒；江小白推出梅见梅子酒；可口可乐推出托帕客 Topo chico 和柠檬道，三得利也携和乐怡进入中国市场。并且 2020 年一级市场对新消费赛道出现投资热潮，出现了不少新兴创业品牌，例如贝瑞甜心，米客米酒，空卡等产品。虽然目前这些品牌的体量还比较小，但是引发了市场关于竞争格局恶化的担忧。

图 49: 低度酒饮主要参与者



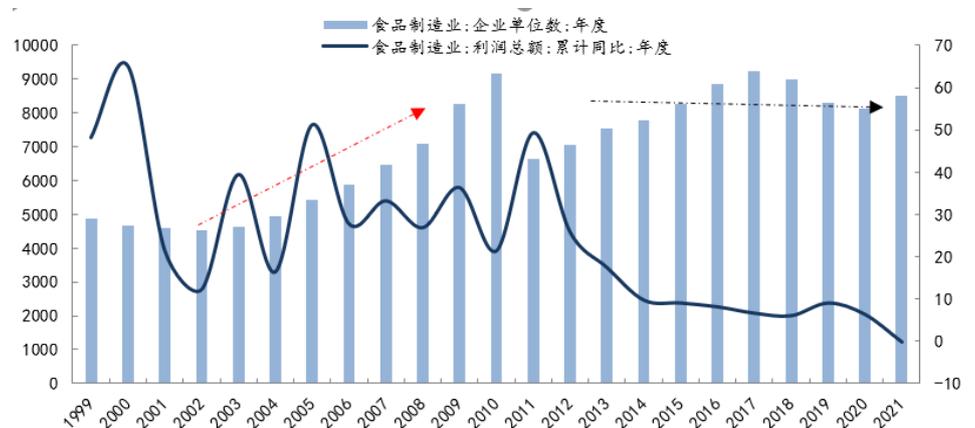
资料来源: 天猫旗舰店, 国海证券研究所

3.4.1、新竞争者对预调酒行业的发展利大于弊

其实当行业处于成长期, 发展速度快的时候, 行业竞争者增加是非常正常的现象。正因为行业增速快, 发展前景广阔, 才不断有竞争者涌入。当行业逐渐进入到成熟期, 发展失速的时候, 才有企业不断被淘汰, 退出这个行业。

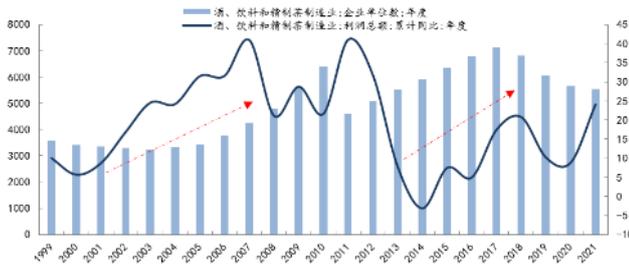
回顾 2000-2010 年, 当多数食品饮料行业都处于快速成长期的时候, 农副食品加工, 酒和饮料, 食品加工的企业数量都出现了大幅增加, 当行业的利润增速回归到 10% 以内的时候, 企业数量开始趋于稳定, 甚至减少。这时候, 行业的投资机会主要是竞争格局的改善, 集中度提升, 龙头企业获得超越行业的增长, 利润的增长超过收入增长。对于处于成长期的行业来说, 不用太过纠结于市场集中度的问题。

图 50: 食品制造业企业单位数&利润总额累计同比



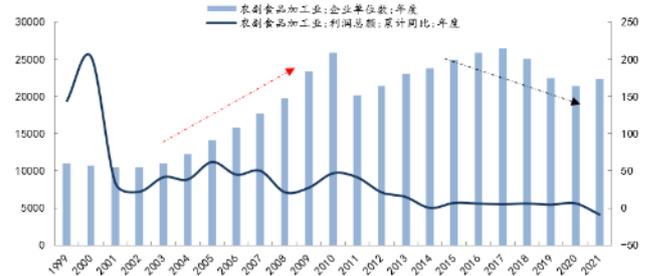
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 51: 酒饮制造业企业单位数&利润总额累计同比



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 52: 农副食品加工业单位数&利润总额累计同比

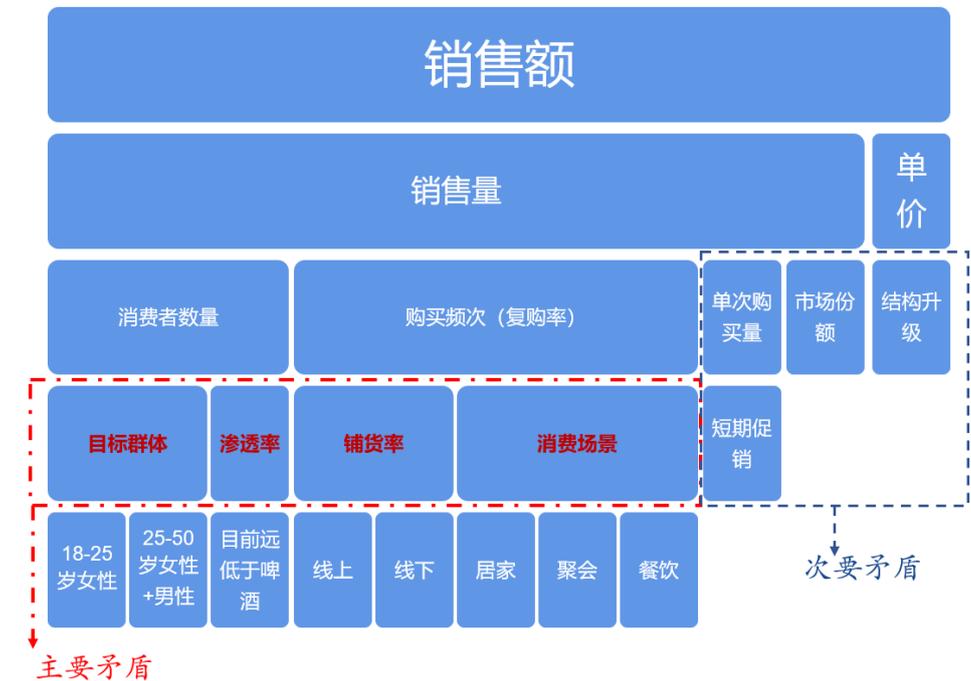


资料来源: wind, 国海证券研究所

3.4.2、目前行业发展的首要矛盾是扩大消费群体

对于一个企业,销售额要获得增长,可以拆分为销售量和销售价格两方面的增长。其中销售额的来源可以继续拆分为销售量=消费者数量*购买频次*单次购买量*市场份额。对于一个处于成长期的行业,目前的销售量还不大,主要还是受限于消费者数量和购买频次,尤其是消费者数量。价格促销只能解决短期单次购买量的问题,主要吸引知晓产品原有价格的消费者。因此行业价格竞争并不能有效扩大消费群体。

图 53: 企业销售额增长来源拆解



资料来源: 国海证券研究所

目前在整个酒行业中,预调酒消费量占比还很低。而且预调酒相对于其他酒饮来说,发展的时间短,渗透率还很低。因此目前对于预调酒行业来说最重要的是**拓展消费群体,提高渗透率,提升铺货率,延伸消费场景**。市场份额只是次要矛盾。

那么如何能够拓展消费群体？进行产品拓展是其中一个策略。如果行业内有许多竞争对手，各企业会自发从口味，度数，包装等不同角度进行创新，满足不同消费者的口味需求。除了产品选择会更加多样化，随着行业参与的品牌越多，在媒体上就会看到更多的品牌投入，共同培育消费群体。在渠道上也会有更多的产品在终端陈列，吸引消费者的注意，从而形成购买。因此我们认为行业参与者多并不等于行业竞争恶化，反而对行业发展有利。

图 54: RIO 所属的预调酒品类目前在货架上的陈列还比较少



资料来源：钛媒体，国海证券研究所

由于行业内 RIO 占据了绝大多数市场份额，因此公司只能靠自己不断进行产品扩展，延伸预调酒行业的边界。2021 年 7 月，公司推出了酒精度为 5% 的“清爽”系列产品，以清爽纯净的口感，差异化的定位和渠道，上市即成为销量贡献第三的子品牌；清爽的上市帮助 RIO 在渠道深耕上进一步扩张，未来会成为 RIO 品牌的增量担当。“RIO 强爽”2021 年度销售量翻倍，复购率、复购周期均表现优异，其在真正饮酒人群中的渗透率不断提升。此外，2021 年公司完成了低糖系列“RIO 轻享”以及高果汁系列“RIO 本榨”的全新品牌和产品升级动作，为有更高阶需求的消费者打造了更加适合他们的升级向产品。

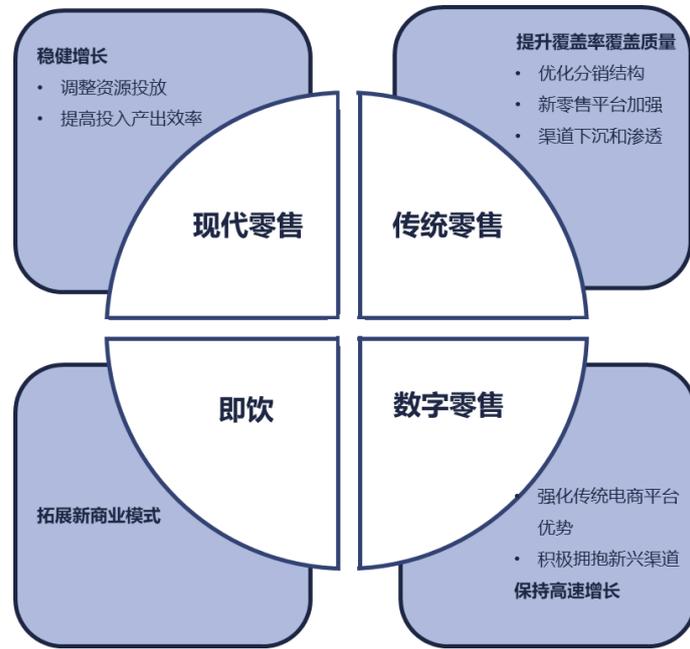
图 55: 公司通过拓展产品线，满足不同消费群体和消费场景的需求

			
经典瓶	微醺	清爽	强爽
4% 13-14元	3% 6-7元	5% 5-6元	8% 8-9元
Be real	一个人的小酒	清清爽爽，心晴朗	一罐就到位 RIO强爽，强过想象
聚会场景	居家放松的饮用场景	基础款单品，2-3线城市性价比产品	男性饮酒，配餐场景

资料来源：锐澳淘宝旗舰店，国海证券研究所

另外，提升渠道的覆盖率和提升产品在终端的陈列效果也非常重要。公司在现代渠道，传统渠道，即饮渠道和数字零售渠道进行了不同的提升策略。

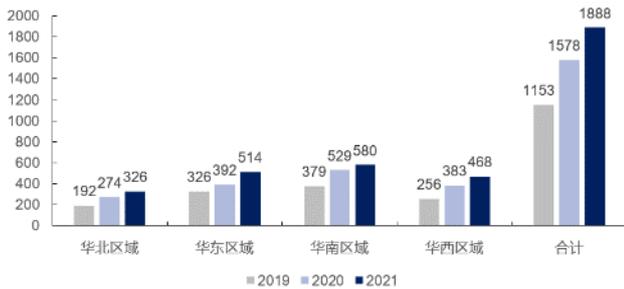
图 56: 公司销售渠道布局



资料来源：公司年报，国海证券研究所

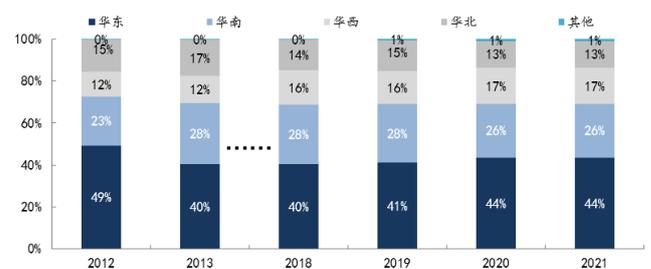
公司自 2020 年开始进行渠道精耕，取消大区层级，本部直接对接省区管理，提高了管理沟通效率，加强渠道下沉和渗透。区域方面，巩固华东和华南大本营市场的同时，加强华北，华西等薄弱市场的布局，弱势市场的收入占比不断提升。

图 57: 公司经销商分地区数目变化



资料来源：公司公告，国海证券研究所

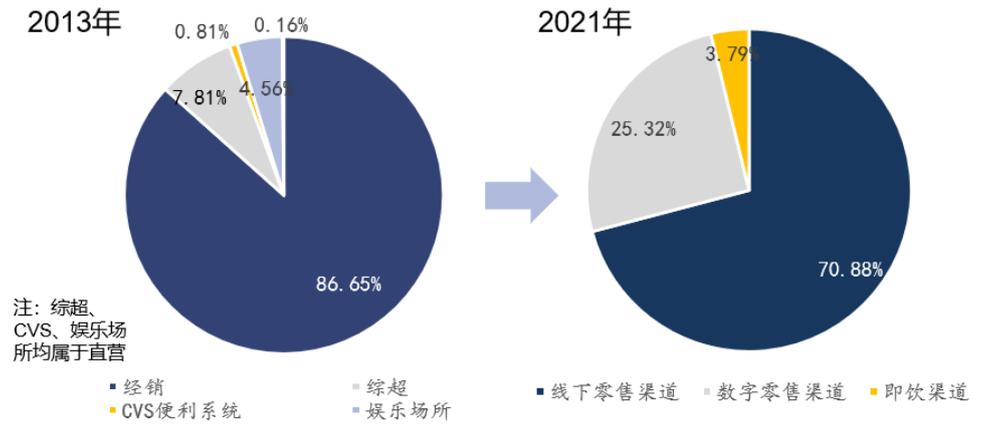
图 58: 公司分地区销售占比：华东和华南占比较高



资料来源：公司公告，国海证券研究所

另外，由于 Z 世代消费者有成熟的线上购买习惯，因此公司从 2016 年开始成立电商公司，加大对电商渠道的投入。2021 年，公司将线上部门合并为品销一体的网络原生组织——全面面向消费者的数字化组织，针对不同“场”的特点，赋予其恰当的营销定位，形成从消费者洞察到体验的闭环。截止 2021 年，公司线上的销售收入占比提高至 25%。公司的电商销售覆盖了传统的淘宝，天猫，京东等电商，也布局了拼多多，小红书，抖音，快手，美团等新电商平台。

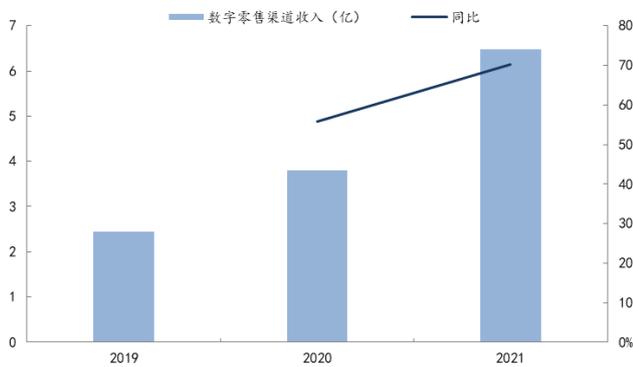
图 59: 公司的销售渠道占比 2013 年 VS 2021 年



资料来源：公司公告，国海证券研究所

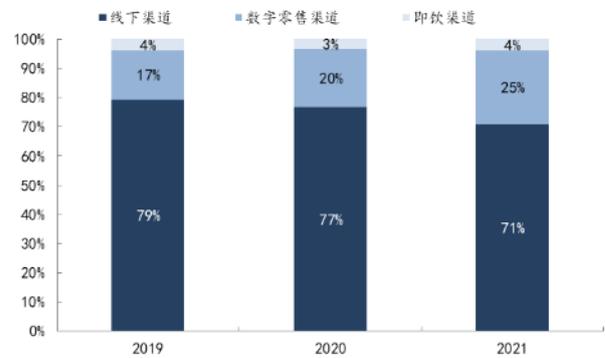
在累计 6 年消费者数据的基础上，公司搭建了品牌自有的一方数据平台 CDP (consumer data platform)，用于将销售场、传播场、饮用场等多方数据汇集到自有的 CDP，助力提高营销效率和精准度。在此基础上，建立了品牌自有的私域，依托会员小程序和逐渐扩张的微信群组，品牌得以直接和消费者进行互动交流，并缩短了营销链路和提升了销售效率。目前，RIO 可触达用户体量超过 2000 万，每日小程序活跃用户达到几万次。

图 60: 数字零售渠道收入及增速



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 61: 数字零售渠道占比变化



资料来源：公司公告，国海证券研究所

目前低度酒的行业竞争处于良性状态。由于酒饮独特的属性，新品牌单纯靠价格促销并不能吸引新消费者。因此我们看到低度酒饮品牌价格相对独立，行业的竞争处于良性状态。

图 62: 低度酒饮竞品价格对比

产品								
品牌	锐澳	1664 (嘉士伯)	动力火车	夏日纷 (嘉士伯)	贝瑞甜心	空卡	Topo Chico (可口可乐)	柠檬堂 (可口可乐)
均价	约7.9元/瓶	约14.3元/瓶	约15.1元/瓶	约13.2元/瓶	约10.8元/瓶	约9.5元/瓶	约14元/瓶	约10.9元/瓶
单价	约24元/L	约43元/L	约43元/L	约40元/L	约33元/L	约29元/L	约42元/L	约33元/L

资料来源: 盒马 APP, 天猫旗舰店, 国海证券研究所

4、 崆州威士忌, 点亮中国产区

公司于 2017 年开始建设烈酒制造项目, 并且于 2021 年 10 月正式投产。公司烈酒生产基地重点是生产威士忌, 除了为预调鸡尾酒产品提供原料, 未来也将推出威士忌烈酒产品。2021 年, 公司以“在威士忌的世界地图上点亮中国产区”为目标, 本着“与时间为友, 做中国自己的威士忌”之初心, 正式启动以威士忌为主的烈酒业务板块。

4.1、 威士忌是全球消费金额占比最高的蒸馏酒

威士忌是以大麦等谷物酿造, 经过糖化、发酵、蒸馏、熟化和混配等工艺酿制而成的蒸馏酒。威士忌与伏特加、白兰地、金酒、中国白酒、朗姆酒并称为世界六大蒸馏酒。威士忌需要具备“谷物发酵酿造的蒸馏酒”和“在木桶中储藏制成”两大条件。

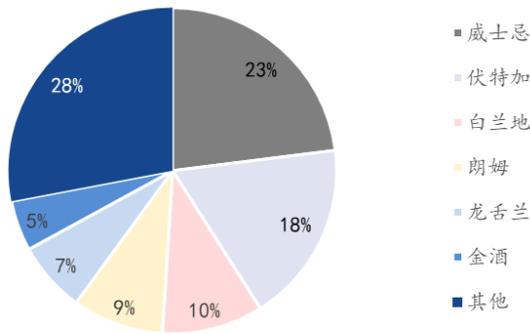
表7: 除白酒之外世界主要蒸馏酒品种

	白兰地 (Brandy)	威士忌 (Whisky)	朗姆酒 (Rum)	伏特加 (Vodka)	杜松子酒 (金酒) (Gin)	龙舌兰 (Tequila)
原料	葡萄等水果	大麦、小麦、玉米	甘蔗	马铃薯、玉米、大麦、小麦、黑麦	谷物、杜松子、柠檬皮、肉桂	龙舌兰
酒精度	40-43%	40%以上	42-50%	40-50%	40-52%	35-55%
主要产地	法国	苏格兰、美国、爱小、加拿大	古巴、牙买加、巴西	俄国、美国、法国、德国	荷兰、英国	墨西哥
著名品牌	轩尼诗 Hennessy、 人头马 Remy Martin、 马爹利 Martell	尊尼获加 JohnnieWalker、 芝华士 Chivas、 百龄坛	百加得 Bacardi、 摩根船长 Captain Morgan	斯米诺夫 Smirnoff 绝对伏特加 (Absolut Vodka)	哥顿 Gordon's 比富达 Beefeater	卡莎贵族 casa oble 豪帅快活 Jose Cuervo

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

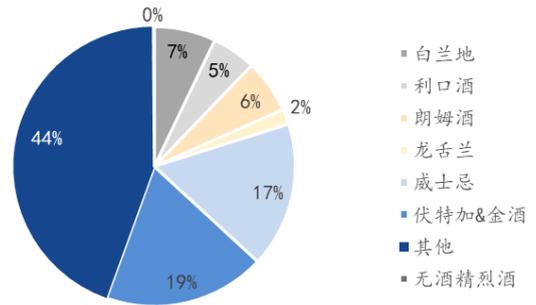
从市场规模来看, 威士忌领先其他烈酒品类。从消费量上, 威士忌占到全球烈酒消费量的 17%, 消费额则占到 23%。全球威士忌消费额仍在持续增长, 2004 年以来复合增速达约 3.6%。

图 63: 全球烈酒各品类消费额占比



资料来源: 科通名酒展, 国海证券研究所

图 64: 全球烈酒各品类消费量占比



资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

威士忌起源于苏格兰, 发展至今已形成五大产区, 按产地分可分为苏格兰威士忌、美国威士忌、加拿大威士忌、爱尔兰威士忌和日本威士忌。虽然 2020 年行业受到新冠疫情影响, 出口受阻, 但是从 2021 年数据来看, 苏格兰, 美国和日本等威士忌主要产区恢复势头迅猛。苏格兰是威士忌的发源地, 根据 SWA 数据, 2021 年苏格兰威士忌的出口价值增长了 19%, 达到了 45.1 亿英镑。根据美国蒸馏酒委员会, 2021 年美国波本威士忌、田纳西威士忌和黑麦威士忌的总销售额增长了 6.7%, 达到了 46 亿美元的规模, 出口额为 9.75 亿美元, 同比增长了 15%。去年一年, 威士忌占据美国烈酒出口总额的 61%。

图 65: 世界威士忌五大产区及代表品牌

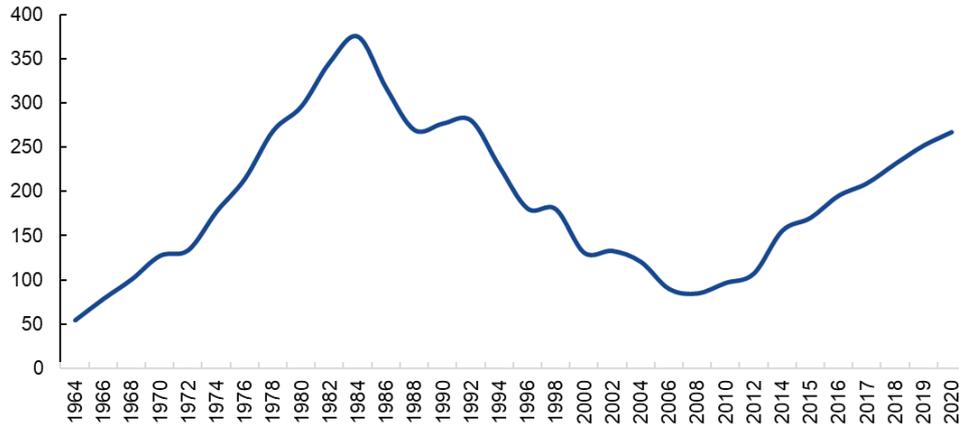


资料来源: 百度百科, 国海证券研究所

日本市场方面, 日本威士忌发展历史不足百年, 期间受到日本经济衰退, 苏格兰威士忌进口冲击等曾经销量大幅下降。但是三得利等日本本土酒企持续进行消费者教育, 威士忌消费量 2010 年开始反弹, 近年来仍保持稳健较快增长, 增速保

持在 10%左右。2021 年，威士忌超越了清酒，成为日本最具价值的出口酒精饮品。2021 年，日本威士忌的行业规模为 1250 万升，460 亿日元。2021 年成为日威有史以来出口额最高的一年，出口额同比增长了 70.2%。

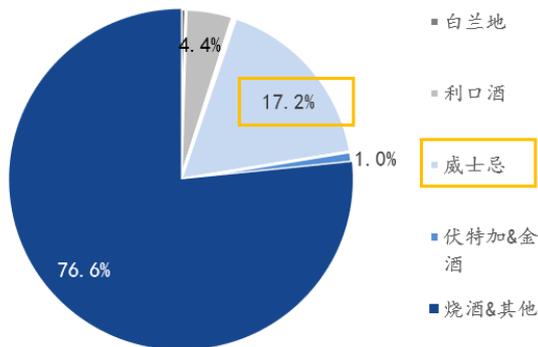
图 66: 日本威士忌消费量 (百万升)



资料来源: wind, 国海证券研究所

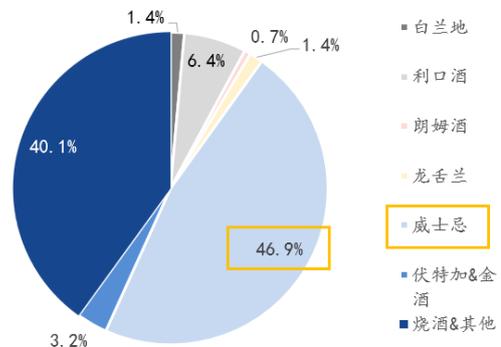
日本威士忌于领先其他烈酒。销量看，日本本土烧酒销量占比超 70%，地位领先，其次为威士忌，在日本也有较为久远的发展史，但威士忌市场份额领先烧酒，占比达 46.9%。

图 67: 日本烈酒各品类消费量占比



资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

图 68: 日本烈酒各品类消费额占比



资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

4.2、我国威士忌进口量增长强劲

中国台湾是全世界人均威士忌消费量最高的地区，同时也是单一麦芽威士忌销售比例最高的市场，单一麦芽的消费量占威士忌总消费量的 50%左右。我国台湾与大陆饮食习惯和文化风俗接近，对于我国大陆发展威士忌市场具有参考意义。

根据我国海关统计的进出口数据，目前我国进口烈酒金额最大的是白兰地。但是近几年来，威士忌的进口增长速度加快。2021 年，中国威士忌进口额达到 4.64 亿美元，同比增长 90.01%，占烈酒进口总额的 18.3%；进口量达到 3028 万升，同比增长 43.63%。

表8: 中国 2021 年烈酒进口情况明细

	进口金额 (万美元)	进口数量 (万升)	进口金额同比 (%)	进口数量同比 (%)
白兰地	169724	4871	70.14	27.28
威士忌酒	46385	3028	90.01	43.63
利口酒及柯迪尔酒	14575	3679	33.17	25.57
白酒	13232	372	15.64	33.96
朗姆酒及蒸馏已发酵甘蔗产品制得的烈性酒	1124	314	26.92	-2.81
杜松子酒	1364	290	84.04	65.88
伏特加	2759	836	60.17	33.17
龙舌兰酒	1220	165	162.54	65.97
烈酒总计	253616	14687	66.03	46.07

资料来源: wind, 国海证券研究所

许多欧美、日本的电影中, 喝威士忌被表达为一种成熟、优雅、有品味、富裕的生活方式, 无形中潜移默化影响着人们的消费选择。从苏格兰威士忌的出口目的地来看, 中国大陆的威士忌消费正快速成长, 也逐渐成为全球重要的消费市场之一。根据 SWA (苏格兰威士忌协会) 公布的数据, 2021 年苏格兰威士忌出口目的地中, 美国市场为 7.9 亿英镑, 增长 8.4%, 排名第 1; 中国台湾为 2.26 亿英镑, 同比增长 23.4%, 排名第 3。中国大陆市场为 1.98 亿英镑, 同比增长 84.9%, 由第 10 跃升至第 5。而在 2000 年, 直接出口至中国大陆的苏格兰威士忌价值还不足 1,000 万。近两年来, 中国大陆威士忌市场表现最为强劲, 印度、巴西等新兴市场也不可小觑。

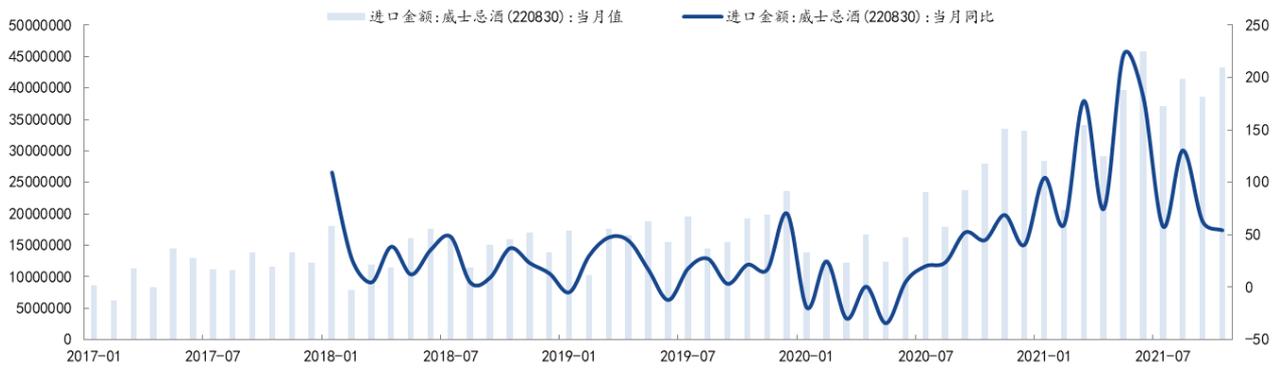
表9: 苏格兰威士忌 2021 年出口目的地总金额排名 (亿英镑)

	2021 年	YOY	2020 年	YOY	2019 年	YOY
美国	7.9	8.4%	7.29	-31.8%	10.69	2.8%
法国	3.87	2.8%	3.75	-13.1%	4.32	-2.4%
中国台湾	2.26	23.4%	1.82	-11.5%	2.05	22.0%
新加坡	2.12	-14.3%	2.47	-17.6%	3	6.3%
中国	1.98	84.9%	1.07	20.4%	0.89	
拉脱维亚	1.56	-11.8%	1.76	23.6%	1.42	8.1%
德国	1.48	6.4%	1.39	-24.9%	1.85	5.6%
印度	1.46	42.9%	1.02			
日本	1.33	16.2%	1.14	-22.1%	1.47	16.1%
西班牙	1.18	7.9%	1.09	-40.0%	1.8	4.8%
澳大利亚			1.13	-3.2%	1.17	

资料来源: SWA, 国海证券研究所

目前我国威士忌的消费主要还集中在沿海区域。在经济发达, 对外交流较多的华东华南沿海省份, 对威士忌等洋酒的接受度较高。福建、广东、江苏以及上海四地市场, 占据了中国大陆洋酒 83% 的销售量, 89% 的销售额。

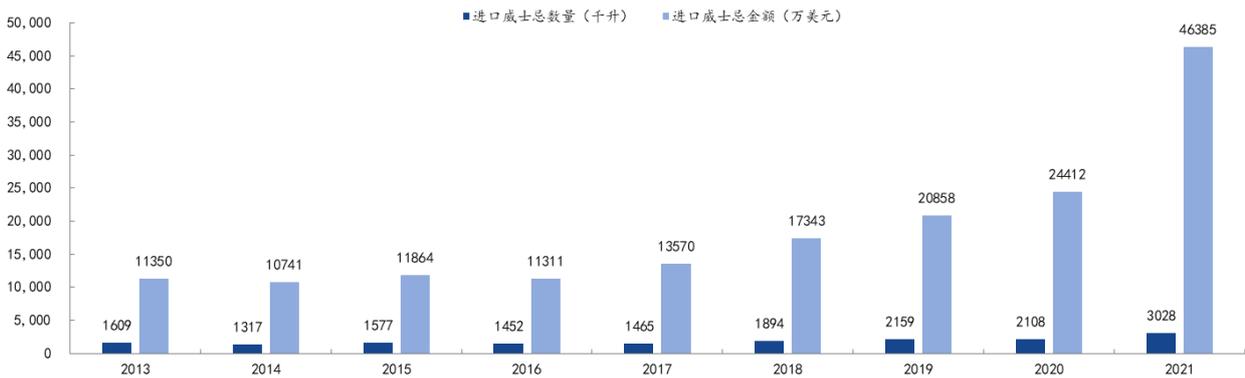
图 69: 中国威士忌进口金额当月值 (美元) 及当月同比



资料来源: wind, 国海证券研究所

中国威士忌近年来进口金额增长显著, 单月进口金额同比增速 20 年 7 月开始持续上行, 目前仍维持 50% 以上的进口金额增速。

图 70: 中国历年威士忌进口情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

4.3、单一麦芽威士忌的崛起, 重塑威士忌行业格局

按照原料及调配情况, 威士忌可以划分为单一麦芽威士忌、谷物威士忌及调和威士忌, 其中调和威士忌又是经由单一麦芽威士忌与谷物威士忌经过调和而成。历史上最早的威士忌就是“单一麦芽”威士忌。但因为 100% 采用大麦, 制作精良, 成本很高。后来随着效率更高的连续蒸馏器——“科菲蒸馏器”的问世, 人们开始用其他谷物如小麦、燕麦等大量生产威士忌以降低成本。而纯谷物威士忌由于其品质和口感逊于大麦芽威士忌, 酒商不得不向其中勾兑少量的大麦芽威士忌以改善口感, 于是调和威士忌才就此诞生。

表 10: 威士忌按照原料和调配方式划分

分类		说明
单一麦芽威士忌	Single Malt 普通单一麦芽	没有特殊说明, 一般的单一麦芽威士忌是指只使用同一个酒厂中, 用纯大麦芽酿造, 储存于不同橡木桶中, 加水稀释调配的威士忌。酒精度约 40%-50%。
	Cask Strength 桶强 (原桶)	这种单麦威士忌少了加水稀释的过程, 酒精度大多在 50%-65% 之间。Cask Strength 除了展现酒厂最原汁原味的风味; 在品尝的过程中, 慢慢分次加水降低酒精浓度, 欣赏其中的香气变化。

	Single Cask 单桶	来自单一酒厂，单一橡木桶的纯麦威士忌。这种酒在酒标上往往会标明桶号，以及这瓶酒是总量几百瓶中的具体编号。由于产量十分有限，因此极具收藏价值。
	谷物威士忌	以玉米为主原料，并添加部分大麦麦芽后以连续式蒸馏器蒸馏而成的威士忌。与麦芽威士忌相比，谷物威士忌的个性比较温和，芳香感也比较轻柔。它主要是在勾兑时被用于突显出麦芽威士忌的风味。
调和威士忌	Pure Malt	使用了两个酒厂或以上的原酒(纯大麦芽酿造)调配装瓶，则称为 Blended Malt 或 Vatted Malt(调和麦芽威士忌)
	Blended Whisky	酿酒原料中有大麦芽，也有其它谷物所调配的威士忌。装瓶前由调配师进行比例调配，统一每批次的味道。
	Single Grain	利用大麦芽以外的谷物酿造(大多为小麦、黑麦或玉米)后而成，则称为"Single Grain(单一谷物威士忌)"。

资料来源：维基百科，国海证券研究所

由于威士忌的风味随着不同蒸馏批次，不同橡木桶中存放时间而差异较大。尤其是威士忌需要长时间存放在橡木桶中陈酿熟成，不同的橡木桶，以及储存环境对酒体品质影响很大。为了保证产品口味的一致性，威士忌行业中调和威士忌销量占比超过 90%。

表11：威士忌不同类型的存放桶和特点

类型	说明	风味特点
雪莉桶	19 世纪 60 年代，英国开始进口雪利酒。早期运输雪利酒的容器是橡木桶，被称为运输桶。由于这种桶比其他新制作的橡木桶价格更便宜，资源也充足，用雪利桶来熟成威士忌的做法开始流行并一直延续到现在。	用雪利桶熟成的威士忌，酒体饱满，果味浓郁，风味上有胡椒、焦糖、干果和橙子的味道，颜色上也会有较深的琥珀色泽。
波本桶	波本桶即陈酿过波本威士忌的酒桶。因为波本威士忌只能用全新的美国橡木桶陈酿，用过的酒桶就出口到苏格兰，成为雪利桶的替代品	在波本桶中熟成的威士忌，会呈现出较淡的金黄色，酒体较柔顺细腻，大致是以淡雅的花果香及木质系香气为主，如蜂蜜、杏仁、椰子、花香、软糖、坚果、香草、焦糖、奶油以及橡木等香气。不论从颜色、酒体还是口感上来说，波本桶陈酿的威士忌没有雪利桶陈的那么浓郁。
波特桶	波特 (Port) 是葡萄牙生产的一种加强葡萄酒，口感呈甜型，拥有非常浓郁的果味，有些也有很明显的氧化味。	用这种桶陈酿的威士忌，通常有红色的色泽，富含浓郁的水果香气，酒体也较为饱满有力。
欧洲桶	由于雪利桶和波本桶的流行，单独用新制作的欧洲橡木桶陈酿威士忌的做法已经比较少见(全新欧洲橡木桶成本太高)，它一般出现在双桶、三桶威士忌之中。	欧洲桶可以给威士忌带来的风味包括烘烤、肉桂、豆蔻等精致香料味和木头味。
日本水榭桶	日本威士忌大多采用数量稀少的日本水榭桶 (Mizunara) 来陈酿。这种橡木仅产于严寒的北海道地区，制成桶要求树龄在 170 年以上，十分稀少。加上它纹理较宽孔隙较大，容易渗酒，因此这种日本橡木桶并没有盛行起来。如今的水榭桶多数作为过桶之用，以增添一些特殊风味	日本橡木因富含内脂，主要呈现檀香、沉香等古老的东方木质香料的的味道。此外，日本橡木能够赋予酒液椰子风味，有时候甚至是柑橘类水果果味。

资料来源：意闽酒业，国海证券研究所

单一麦芽威士忌的兴起，是近年来威士忌行业最重要的变化之一。单一麦芽概念在 2010 年之前的中国还鲜为人知。短短十年间，广受热捧。十多年前，调和威士忌一直主导威士忌行业，帝亚吉欧和保乐力加旗下的尊尼获加和芝华士，百加得旗下的百龄坛等都是苏格兰调和威士忌品牌。但是最近十年，单一麦芽威士忌开始流行，威士忌爱好者们开始不满足于统一口味的调和威士忌，追求更多个性化的选择。而且单一麦芽威士忌的价格通常高于调和威士忌，带动了威士忌行业的价格升级。

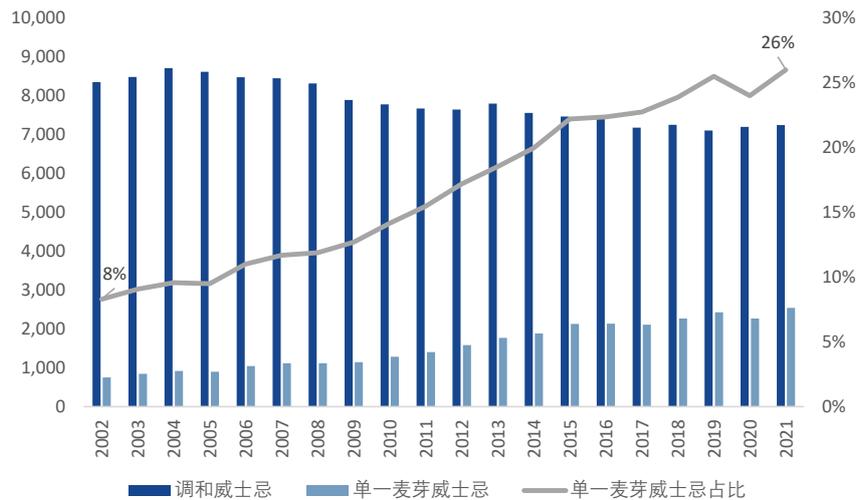
表12: 单一麦芽威士忌价格一般高于调和威士忌(京东零售价格)

类型	品牌	产品名称	价格	规格	产地	所属集团
调和威士忌	芝华士	芝华士(Chivas) 12年	196	700ml	苏格兰	保乐力加
	百龄坛	百龄坛特醇	122	1L	苏格兰	百加得
	帝王	帝王8年加勒比调和威士忌	158	700ml	苏格兰	百加得
	杰克丹尼	杰克丹尼黑标威士忌	169	700ml	美国	杰克丹尼
	尊尼获加	尊尼获加黑牌	226	700ml	苏格兰	帝亚吉欧
	皇家礼炮	Royal Salute 皇家礼炮21年	699	700ml	苏格兰	保乐力加
单一麦芽威士忌	格兰威特	格兰威特(Glenlivet)12年700ml	283	700ml	苏格兰	保乐力加
	格兰菲迪	格兰菲迪15年	418	700ml	苏格兰	格兰父子
	百富	百富双桶陈酿12年	558	700ml	苏格兰	格兰父子
	白州	白州1973	899	700ml	日本	三得利
	乐加维林	乐加维林(Lagavulin)16年	829	700ml	苏格兰	帝亚吉欧
	噶玛兰	噶玛兰(Kavalan)经典独奏 Vinho 葡萄酒桶	1100	700ml	台湾	金车
调和威士忌	响	响三得利和风醇韵	969	700ml	日本	三得利
单一麦芽威士忌	麦卡伦	麦卡伦12年雪莉桶	999	700ml	苏格兰	爱丁顿
	大摩	大摩(帝摩)(The Dalmore)15年	1188	700ml	苏格兰	怀特麦凯
	格兰冠	格兰冠(Glen Grant)18年	1588	700ml	苏格兰	金巴利
	山崎	山崎12年	1589	700ml	日本	三得利

资料来源: 京东, 国海证券研究所

以美国市场为例, 2002年美国进口的苏格兰单一麦芽威士忌仅为75.5万箱, 占所有苏格兰威士忌进口量的8%, 经过近20年的发展, 2021年销量达到9783万箱, 增长了236.7%, 占比达到26%。而同一时期, 苏格兰调和威士忌的销量下滑了13.2%。

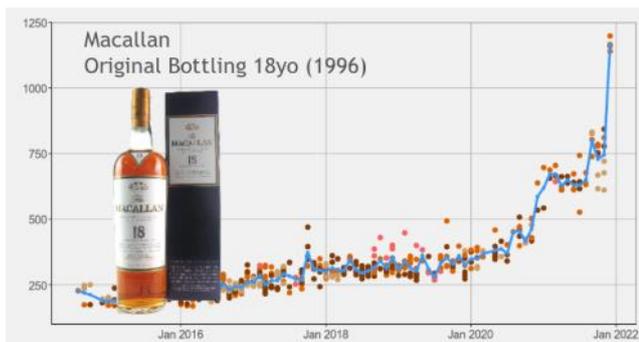
图 71: 美国市场单一苏格兰威士忌进口量持续上升 (单位: 千箱²)



资料来源: SWA, 国海证券研究所

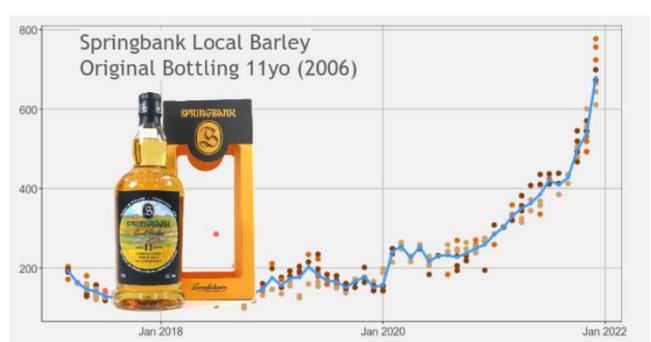
单一麦芽威士忌的兴起让小众独立酒厂有机会涌现。帝亚吉欧和保乐力加旗下整合了不少威士忌蒸馏厂, 在原有的市场环境下, 通常由不同蒸馏厂负责某种特定风格的威士忌, 之后再互补调配成调和威士忌出售。这样可以最大程度降低生产成本, 同时保证产品口味的一致性, 但缺点是压制了个性化的单一麦芽威士忌产品的发展。因此, 近年来, 不少专注于做单一麦芽威士忌的蒸馏厂品牌开始崛起, 例如格兰父子公司 (William Grant & Sons), 旗下的格兰菲迪 (Glenfiddich) 百富 (Balvenie) 品牌知名度很高, 其中格兰菲迪是全球最畅销的单一麦芽苏格兰威士忌, 每年销量约 1400 万瓶。

图 72: 麦卡伦 18 年 (1996 年之前生产) 价格 (欧元)



资料来源: whiskystats, 国海证券研究所

图 73: 云顶 11 年 (2006 年之前生产) 拍卖价格走势 (欧元)³



资料来源: whiskystats, 国海证券研究所

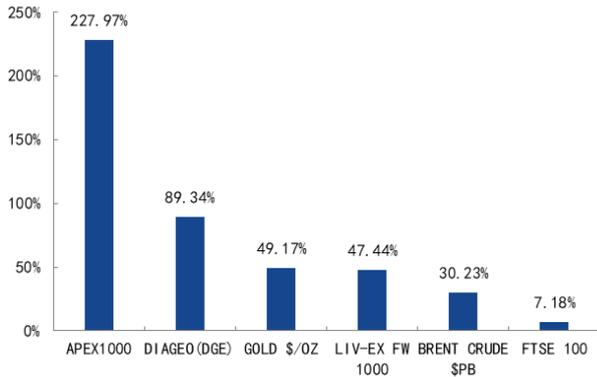
单一麦芽威士忌的流行提升了威士忌的投资和收藏价值, 反过来又促进单一麦芽威士忌的消费热度。根据国外相关法律规定, 威士忌要酿造 3 年以上才可对外销售, 20 年以下的产品都只能算作常规威士忌。且威士忌的陈年标准非常严格, 产品瓶身上标注的时间, 代表着酒液桶陈的下限。单一麦芽威士忌依靠单体蒸馏厂, 产量少, 因此增值更快。珍稀威士忌拍卖价格指数 APEX 自 2014 年至今累

² 每箱容量为 9 升。

³ 2021 年 12 月威士忌酒庄价格更新 威士忌酒庄 (whiskystats.net)

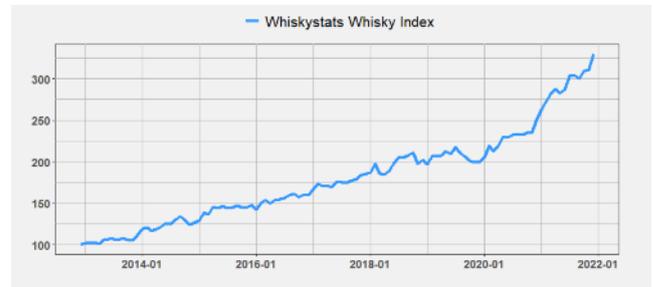
计涨幅 227.97%，领先原油、金价等资产涨幅。另外，售价大于 1 万英镑的威士忌瓶数 2015-2019 年呈指数上涨，2020 年略有回落但仍较高。例如苏格兰威士忌中的麦卡伦，云顶，日本威士忌中的轻井泽，山崎等品牌受到热捧。

图 74: 2014 年 12 月至 21 年 6 月各指数涨跌幅



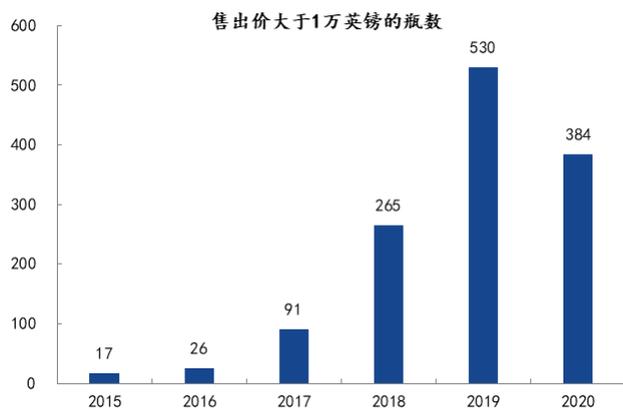
资料来源:《RW101 2021 年威士忌报告》，国海证券研究所

图 75: 2014 年以来威士忌价格指数快速上涨⁴



资料来源: whiskystats, 国海证券研究所

图 76: 售价大于 1 万英镑的威士忌瓶数



资料来源:《RW101 2021 年威士忌报告》，国海证券研究所

图 77: 销售前十的珍稀威士忌品牌市占率变化

威士忌品牌	2019.12 全年前十	威士忌品牌	2021.06 前 18 个月市占率	排名变动
麦卡伦	15.62%	麦卡伦	18.91%	=
雅柏	4.93%	雅柏	6.21%	=
高原骑士	4.41%	云顶	4.11%	上升7
波摩	3.81%	波摩	3.01%	=
拉弗格	2.96%	高原骑士	2.91%	下降2
格兰菲迪	2.90%	格兰多纳	2.26%	上升1
格兰多纳	2.74%	拉弗格	2.17%	下降2

资料来源:《RW101 2021 年威士忌报告》，国海证券研究所

以日本威士忌为例，由于产品供不应求，今年 4 月 1 日，三得利公司宣布对旗下的威士忌产品提价，建议零售价提升幅度在 5%~28% 不等，而且基本上越热门的酒款提升幅度越大。

表 13: 2022 年 4 月三得利对旗下威士忌产品提价

产品系列	产品名称	容量	建议零售价 (不含税, 日元)		提价幅度	价格 (RMB)	
			旧	新		旧	新
响	响 30 年	700ml	125,000	160,000	28%	6428	8227
	响 21 年	700ml	25,000	32,000	28%	1286	1645
	响 BLENDER'S CHOICE	700ml	10,000	12,000	20%	514	617
	响 JAPANESE HARMONY	700ml	5,000	5,500	10%	257	283
山崎	山崎 25 年	700ml	125,000	160,000	28%	6428	8227

⁴ 2021 年 12 月威士忌酒庄价格更新 威士忌酒庄 (whiskystats.net)

	山崎 18 年	700ml	25,000	32,000	28%	1286	1645
	山崎 12 年	700ml	8,500	10,000	18%	437	514
	山崎 12 年	50ml	730	880	21%	38	45
	山崎 (无年份)	700ml	4,200	4,500	7%	216	231
	山崎 (无年份)	180ml	1,140	1,250	10%	59	64
白州	白州 25 年	700ml	125,000	160,000	28%	6428	8227
	白州 18 年	700ml	25,000	32,000	28%	1286	1645
	白州 12 年	700ml	8,500	10,000	18%	437	514
	白州 (无年份)	700ml	4,200	4,500	7%	216	231
	白州 (无年份)	180ml	1,140	1,250	10%	59	64
知多	知多	700ml	3,800	4,000	5%	195	206

资料来源：三得利公司官网，国海证券研究所

4.4、百花齐放，新兴威士忌产区涌现

威士忌发展成为全球消费金额占比最高的烈酒，原因在于：1）不同于以普通等水果作为原料的白兰地，威士忌的原料主要是大麦等谷物，是可以长期存放和全球贸易的品种，因此没有很严格的产地的限制。2）威士忌中的风味物质主要来自于陈酿熟成的木桶，可以随着储存环境的不同，时间的长短产生不同的变化。时间的沉淀赋予了威士忌的价值内涵，让威士忌的价格带可以很宽。3）威士忌的风味物质丰富，呈现多样的口感，满足不同群体的消费需求。

表14：威士忌风味轮的划分

分类	说明
Cereal 谷物	这香气来自于大麦麦芽，也就是通常在发酵及蒸馏的最后变化阶段所产生的普遍气味。
Fruity 果实（脂香）	来自发酵及蒸馏里那些标准的清甜、馥郁、圆润、香蕉水汽息。
Floral 馥郁（香）	叶子、青春或稻香，有时候会像淡紫色巴马紫罗兰（类似清爽甘草）或金雀花丛（似椰子糖）。
Preary 泥煤	（酚醛香-药水味）几乎所有的酚醛是由烘烤大麦麦芽的过程所授予的。这个味道在艾雷岛麦芽威士忌里拥有丰厚的存在，从木质、烟熏到沥青、碘酒到焦油味的范围皆能使用 peary 这个形容词。
Feinty 酒尾香	这种隐约淡泊的气味存在但不好陈述。一开始会有烤饼干、烤面包的香味，接着会形成烟草、蜂蜜，最后会有一股熟悉的汗水味。酒尾香气如果培养在品质高的橡木桶中，会有完美的变化，最终柔和芳醇。
Sluphury 硫磺味	（来自有机硫磺化合物）这种气息是在蒸馏及熟成的过程中生成的。铜有能力将这样令人不悦的气味给移除，所以蒸馏器之所以使用材质通用铜。
Woody 木质味	普见的香草味即为木质调性，而香草气息则是在美国白橡木桶中生成的。有些木质调性的气味跟年份有最直接的关系。橡木桶可以提高威士忌的层次复杂度、香郁度及优雅的程度，并能让酒的色泽加深、口感变圆润。
Winey 葡萄酒味	（萃取物气息），如果橡木桶曾填有葡萄酒（主要为雪莉酒、但也有例外），木头会吸取葡萄酒的残留物，也就是酒的萃取物质并成为威士忌附加的风味。

资料来源：威士忌频道，国海证券研究所

可复制的生产模式，复杂多变的酒体风味，让威士忌新兴产区不断涌现。近年来法国，德国，印度等非传统威士忌生产区域，逐渐涌现出代表品牌。

表15: 威士忌新兴产区发展的情况

地区	发展情况	特色
澳大利亚	截至 2020 年 3 月，澳大利亚境内共有 293 家注册酒厂在运营，其中约有 50 家有威士忌上市。自 90 年代初以来，该行业呈现出稳定增长的态势，以小型工艺酒厂为主。2014 年，Sullivan's Cove 的法国橡木桶单桶威士忌在世界威士忌大赛上赢得了世界最佳单一麦芽威士忌。这是苏格兰或日本以外的酒厂首次赢得这一奖项。	澳洲威士忌所用的大麦主要以当地品种为主，有的酒厂也使用带有澳洲植物特色的泥煤
法国	虽然法国一直以生产葡萄酒和干邑闻名，但法国却是苏格兰威士忌的消费量第一的国家(消费量超过美国)。目前法国已经有 40 多家在运营的威士忌酒厂。	法国悠久的酿酒历史为酿造威士忌奠定很好的基础
印度	印度是威士忌最大的消费国之一。Amrut 是印度生产的第一种单一麦芽威士忌，于 2004 年 8 月 24 日上市。	在印度，威士忌没有强制性的定义，不要求威士忌必须由谷物蒸馏，也不要求威士忌必须熟成。印度以糖蜜为原料的蒸馏酒占 "威士忌" 消费的烈酒的 90%。
北欧	北欧各国是苏格兰威士忌重要的出口地区，而它们也正在转变为威士忌生产者。截止目前，瑞典有 12 家威士忌酒厂，丹麦有 7 家，挪威和芬兰各有 3 家，冰岛 1 家	历史上，北欧地区主要以马铃薯作为烈酒的原材料，也没有使用橡木桶陈酿的习惯，因此北欧的威士忌产业十分年轻，这也让它们不拘泥于某种特定风格
德国	德国也是由威士忌消费国转向生产国的一例，该国的威士忌行业始于最近 30 年，但已经有 23 家威士忌酒厂。	德国的啤酒厂数量在 300 家以上，因此在谷物发酵上拥有许多特长，例如使用发芽小麦酿造威士忌。

资料来源:《给新手的威士忌产区指南》，国海证券研究所

中国台湾的威士忌也是典型案例。与传统威士忌产地相比，台湾的威士忌产业只能算是刚刚起步。上世纪 70-80 年代，台湾地区只有进口桶装苏格兰威士忌，在台湾进行勾兑（装入一些本地产的威士忌）和装瓶。2002 年，台湾政府才发放了威士忌工厂的建设许可。年轻的台湾两大酒厂金车噶玛兰及南投酒厂发布第一款产品至今，仅过了十多年，但是已双双在全球各大烈酒竞赛中获得了近 500 面金银牌，中国让台湾在世界威士忌版图中占有了重要的一席之地。

图 78: 台湾噶玛兰酒厂



资料来源: 噶玛兰官网, 国海证券研究所

图 79: 台湾南投酒厂



资料来源: 酒虫网社区, 国海证券研究所

按照传统理论, 亚热带地区的台湾并不适合酿造威士忌。台湾天气炎热, 降温非常困难。台湾威士忌在陈酿过程中所消失的酒液(俗称“天使份额”)高达 12% ~ 15%, 而苏格兰的“天使份额”一般只有 2%, 这大大增加了酿酒的成本。

但是, 另一方面, 高温会刺激烈酒与木桶的相互作用, 使得台湾产区的威士忌成熟期较短只需要短短的四到六年, 就可以生产出与陈年 15 到 25 年的苏格兰威士忌品质相当的威士忌。有评论家将台湾威士忌形容为“如蜂蜜般甜与顺滑”。

图 80: 台湾噶玛兰酒厂的获奖产品



资料来源: 美通社, 国海证券研究所

2005 年年底噶玛兰酒厂建成, 2006 年 3 月蒸馏出第 1 批酒, 2008 年发售第 1 款威士忌。2010 年, 就在英国伯恩斯之夜盲饮比赛“噶玛兰经典单一麦芽威士忌”荣获冠军。2010 年出版、由伊恩·巴士顿(Ian Buxton)编纂的《一生必喝的 101 款威士忌》(101 Whiskies to Try Before You Die) 中, 收录了中国台湾宜兰噶玛兰酒厂的单一麦芽威士忌(Kavalan Single Malt Whisky), 让噶玛兰名声鹊起。

表 16: 台湾噶玛兰威士忌的获奖记录

年份	荣誉
2010 年	英国伯恩斯之夜盲饮比赛“噶玛兰经典单一麦芽威士忌”荣获冠军
2010 年	《麦芽威士忌年鉴 (Malt Whisky Year Book)》首度将台湾列入世界威士忌产区
2011 年	噶玛兰酒厂首度获选 WWA 最佳人气酒厂奖
2012 年	噶玛兰酒厂首度获选 IWSC 亚太区年度蒸馏酒厂奖杯

2013年	噶玛兰酒厂二度获选 WWA 最佳人气酒厂奖
2014年	“噶玛兰经典单一麦芽威士忌”荣获 IWSC 国际葡萄酒暨烈酒竞赛特金奖与威士忌奖杯
2014年	噶玛兰酒厂三度获选 IWSC 亚太区年度蒸馏酒厂奖杯
2014年	“噶玛兰经典独奏雪莉桶威士忌原酒”荣获 MMA 麦芽狂人竞赛 金牌与至尊冠军
2016年	噶玛兰酒厂荣获 IWSC 世界威士忌年度酒厂奖杯
2016年	“噶玛兰经典独奏 VINHO 葡萄酒桶威士忌原酒”荣获 2015WWA 世界单一麦芽威士忌冠军
2016年	“噶玛兰经典独奏 Amontillado 雪莉桶威士忌原酒”荣获 2016WWA 世界单一桶单一麦芽威士忌冠军噶玛兰威士忌连续两年荣获 WWA 世界冠军
2017年	“噶玛兰经典独奏雪莉桶威士忌原酒”与“噶玛兰经典独奏 VINHO 葡萄酒桶威士忌原酒”均荣获 SFWSC 双金牌最高殊荣
2017年	“噶玛兰经典独奏波本桶威士忌原酒”勇夺 2017 年 ISC 世界威士忌单一麦芽冠军奖杯及 IWSC 世界威士忌冠军奖杯
2017年	金车噶玛兰酒厂勇夺 2017 年 IWSC 最高殊荣世界年度蒸馏酒厂冠军奖杯
2018年	金车创办人李添财董事长与李玉鼎总经理获颁 2018 年 WWA 威士忌名人堂的最高殊荣

资料来源：噶玛兰官网，国海证券研究所

中国高速增长威士忌消费量吸引国际威士忌巨头在华建厂。2016 年至 2020 年，大中华区在帝亚吉欧全球销售额中的占比由 2% 上升至 5%，威士忌是其中重要推动力。保乐力加于 2019 年在四川峨眉山建厂，今年 8 月已经投产，而帝亚吉欧酒厂也于今年 11 月在云南洱源动工，均致力于打造中国本土的威士忌酒产品。

图 81：保乐力加四川叠川酒厂内部



资料来源：保乐力加官网，国海证券研究所

图 82：帝亚吉欧洱源威士忌酒厂设计图



资料来源：美通社，国海证券研究所

表 17：帝亚吉欧和保乐力加在中国新建的威士忌酒厂情况

	帝亚吉欧	保乐力加
动工时间	2021 年 11 月 2 日	2019 年 8 月
占地面积	66,000 平方米	13 万平方米
地理位置	云南洱源，位于超过海拔 2100 米处	四川峨眉山叠川
投资金额	5 亿元	计划 10 年间投资 10 亿元
预计投产时间	两年后投产	已投产
特色	将配套先进的麦芽威士忌酿造设备，以及一个沉浸互动式游客中心，以吸引威士忌爱好者。	结合峨眉山享有盛名的优质水源，打造出具有中国特色的标志性麦芽威士忌，位于厂区的游客中心将于 2023 年正式开放。

资料来源：美通社，保乐力加官网，微酒，酒业家，国海证券研究所

我国大陆目前也有一些本土企业兴建了威士忌烈酒厂，主要分布在福建、四川，湖南，山东等地。威士忌的风味会随着不同地区的风土产生变化，我国幅员辽阔，具备产出具有地域特色的中国威士忌。另外，中国本土酿造的威士忌也更能贴合中国消费者的口味特点。

从目前的建设和投资情况来看，公司旗下的岷州蒸馏厂是产能规模最大，投资规模最大的。

表18：国内威士忌酒厂建设情况

项目名称（正式or暂定）	所在地	投资方	项目进展	资本
大芹陆宜蒸馏厂	福建漳州	福建大芹陆宜酒业	投产	酒业
岷州蒸馏厂	四川成都邛崃	巴克斯酒业	建成待投产	酒业
保乐力加峨眉山酒厂	四川峨眉山	保乐力加	年底建成投产	酒业
帝亚吉欧洱源酒厂	云南洱源	帝亚吉欧	在建	酒业
金车·噶玛兰	台湾宜兰		投产	
南投•omar	台湾南投		投产	
福建德熙威士忌	福建龙岩	怡园酒业	年底建成投产	酒业
高朗湖南浏阳蒸馏厂	湖南浏阳	高朗烈酒集团	投产	酒业
世界烧威士忌蒸馏厂	湖南韶山		投产	
香格里拉青裸威士忌	云南迪庆	云南香格里拉酒业	投产	酒业
蒙泰威士忌酒厂	内蒙古鄂尔多斯	蒙泰集团	在建	煤炭产运销、热电、房地产
吉斯圣堡威士忌	山东烟台	烟台吉斯波尔酿酒有限公司	投产	酒业
钰之锦蒸馏所	山东蓬莱	烟台海市葡萄酒有限公司	投产	酒业
青岛啤酒青岛蒸馏厂	山东青岛	青岛啤酒	未知	酒业

资料来源：《中国 2021 年威士忌年度白皮书》，国海证券研究所

4.5、匠心打造岷州蒸馏厂，点亮威士忌中国产区

岷州蒸馏厂坐落于“天府南来第一州”——成都邛崃。建厂之初，公司团队走遍全球百余家酒厂，经过无数次的考察、探索、研究，最终在 5 年后，将蒸馏厂建在了邛崃这块酿酒宝地。邛崃地处北纬 30 度中国黄金酿酒带，是中国最大白酒原酒基地。这里不仅有着温暖湿润的气候条件，还有着高达 48% 的森林覆盖率，能够为酿造威士忌提供优质天然且微量元素丰富的好水。

图 83: 公司旗下岷州蒸馏厂位于四川邛崃



资料来源: 公司公众号, 国海证券研究所

图 84: 2021 年 10 月公司开元桶完成灌桶仪式



资料来源: 公司公众号, 国海证券研究所

目前, 岷州蒸馏厂现厂区整体规模达 14.6 万平方米, 是中国规模最大的威士忌酒厂, 谷物威士忌年产能全球排位第 8, 麦芽威士忌年产能全球第 28 位。同时, 岷州蒸馏厂也创下了数个“世界稀有”和“中国高标准”:

1、硬件设施要求严苛, 媲美海外资本雄厚的大酒厂:

1) 拥有全球为数不多的 STR 专属橡木桶处理车间, 确保 STR 自制桶使用率达到总用桶的 10%。2) 同时拥有壶式和柱式蒸馏期, 定制壶式蒸馏器最高可连续蒸馏 334 次, 并采用双冷凝设备, 可灵活切换常规铜和不锈钢冷凝装置, 精准调配威士忌的纯净度和复杂风味。3) 设备采用行业内的顶尖品牌。酒厂的磨麦设备和谷物处理设备, 来自于瑞士老牌厂商布勒; 糖化和发酵设备, 分别来自于 290 年历史的英国布里格斯 BRIGGS 和中国中集集团; 壶式蒸馏器, 来自于英国老牌蒸馏器制造商麦克米兰。

图 85: 公司购买的各种橡木桶



资料来源: 公司公众号, 国海证券研究所

图 86: 壶式蒸馏器及双冷凝设备



资料来源: 公司公众号, 国海证券研究所

2、执着于打造中国特色的威士忌, 尝试不同风味。前面提到, 装过不同种类酒的橡木桶会给威士忌带来不同风味。1) 黄酒是我国特有的酒种, 岷州蒸馏厂别出心裁, 将开元桶设定为黄酒桶威士忌, 并且于去年 10 月 19 日灌注, 成为全球首款用黄酒桶陈酿的威士忌。2) 除了葡萄酒桶之外, 酒厂还购置了大量的波本桶, 橡木新桶, 雪莉桶, 甚至还有特别的水果酒桶、朗姆酒桶、龙舌兰酒桶、世涛啤酒桶等, 酒厂希望尽可能多地收集全世界已有的威士忌风味, 同时试图探

索带有本土风味的可能性，在尝试不同挑战的过程中寻找到独到的峽州风格，乃至中国风格。

3、重视节能减排，实现与低度酒生产的协同效应：酒厂配备完整的酒醪处理系统，低能耗多级差压的柱式蒸馏器比普通整流器节能 15%。发酵时产生的二氧化碳气体会被统一收集经过净化、提纯等工序后生成液态食品级的二氧化碳投入RIO 预调鸡尾酒及起泡酒的生产。

图 87：桶陈基地内的各种橡木桶



资料来源：公司公众号，国海证券研究所

图 88：二氧化碳回收储存装置



资料来源：公司公众号，国海证券研究所

2021 年 9 月，峽州蒸馏厂受邀参加了“第七屆全球蒸馏酒会议 Worldwide Distilled Spirits Conference”（简称：WDSC），成为国内第一家受邀参加的威士忌蒸馏厂。峽州蒸馏厂已陆续亮相国内国际各大潮流烈酒展，与威士忌爱好者分享品鉴峽州新酒，反响良好，赢得广泛关注。

图 89：峽州蒸馏厂参加国内威士忌展会



资料来源：公司公众号，国海证券研究所

图 90：峽州蒸馏厂供参展品鉴的威士忌实验阶段产品



资料来源：公司公众号，国海证券研究所

2022 年 2 月 9 日，峽州蒸馏厂首次限量发售了 500 桶单一原桶麦芽威士忌，仅 18 分钟就全部售罄，体现了中国威士忌爱好者对峽州蒸馏厂的高度关注。此次峽州蒸馏厂首发的 500 桶威士忌，共有 4 大风味、6 种桶型，分别是初填美国波本桶（桶型为初填美国波本桶）、STR 干红葡萄酒桶（桶型为初填 STR 美国 Napa

桶以及初填 STR 西班牙 Rioja 桶)、菲诺加烈葡萄酒桶(桶型为初填西班牙 Montilla 菲诺桶)、赫雷斯雪莉桶(桶型为初填西班牙 Oloroso 雪莉桶以及初填西班牙 PX 雪莉桶)。单桶酒的价格从 5 万-8 万不等(价格与桶陈时间成正比)。

公司有预调酒业务作为稳定的现金流来源,烈酒基酒也可以为现有的预调酒业务节约成本,达成相互协同效应。崂州蒸馏厂未来有可能成为中国威士忌行业的代表,提升公司整体的品牌高度和文化内涵,与预调酒业务相互促进,共同成长。但是塑造威士忌品牌非一日之功,公司管理层有执着的信念,足够的耐心静待花开。

5、盈利预测和投资评级

2021 年下半年以来,公司收入和利润增速放缓,公司股价跌幅也较大,主要受到短期疫情因素的冲击:1)2020 年下半年疫情修复,公司的业绩基数走高;2)2020 年以来,疫情持续了两年多的时间,导致居民消费意愿疲弱;3)公司从 2021 年下半年开始推出清爽,梅之美等新品,增加了销售费用的投入;4)2021 年年底以来,国内疫情散点反复的频次增加,公司的四个工厂所在地周边都在不同时间发生了疫情,公司的物流运输甚至生产都受到了影响,盈利能力下降。因此公司今年一季度收入仅增长 4.14%,利润下滑 30%。但是疫情其实只是短期影响,行业长期发展的逻辑没有变化。

公司对未来行业未来发展仍然充满信心。公司于 2021 年 12 月发布限制性股票激励计划,以 2021 年营收为基数,2022-2024 年营收增长分别不低于 25%/53.75%/84.50%。激励目标稳健,与员工分享公司成长红利。另外公司于今年 3 月 22 日发布公告,将使用 2~4 亿元自有资金回购股份,回购的股份将用于实施股权激励或员工持股计划和转换公司发行的可转换公司债券。回购价格的上限不超过 62.27 元/股,与目前的股价相比有足够的空间。

我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利 7.2/10.0/12.4 亿元,同比 +8.4%/+39.1%/+23.1%,EPS 分别为 0.96、1.34、1.65 元/股,PE 分别为 40/29/24。维持“买入”评级。

6、风险提示

1) 新产品推广不达预期; 2) 产能投放进度低于预期; 3) 行业竞争加剧,销售费用投放加大; 4) 疫情影响超预期; 5) 食品安全风险; 6) 国际发展经验不可完全复制,相关数据及资料仅供参考。

附表：百润股份盈利预测表

证券代码:	002568				股价:	27.83				投资评级:	买入				日期:	2022/06/16			
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E										
盈利能力					每股指标														
ROE	18%	15%	17%	18%	EPS	0.89	0.69	0.96	1.18										
毛利率	65%	65%	68%	69%	BVPS	5.06	4.58	5.54	6.72										
期间费率	26%	32%	31%	31%	估值														
销售净利率	26%	22%	25%	25%	P/E	67.22	40.48	29.10	23.64										
成长能力					P/B	11.83	6.07	5.02	4.14										
收入增长率	35%	25%	24%	22%	P/S	8.04	8.99	7.28	5.97										
利润增长率	24%	8%	39%	23%															
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
总资产周转率	0.46	0.49	0.52	0.54	营业收入	2594	3251	4017	4893										
应收账款周转率	15.74	15.67	16.22	16.01	营业成本	897	1126	1267	1498										
存货周转率	14.09	18.66	20.93	21.41	营业税金及附加	145	163	201	245										
偿债能力					销售费用	567	822	1028	1284										
资产负债率	33%	28%	25%	22%	管理费用	136	205	212	238										
流动比	3.24	4.29	4.82	5.67	财务费用	-20	0	0	0										
速动比	2.98	4.05	4.59	5.41	其他费用/(-收入)	73	107	133	147										
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	838	907	1263	1556										
现金及现金等价物	2335	3190	4085	5134	营业外净收支	4	4	4	4										
应收款项	165	209	250	308	利润总额	842	912	1268	1560										
存货净额	184	174	192	229	所得税费用	178	190	263	324										
其他流动资产	129	123	133	148	净利润	664	722	1004	1236										
流动资产合计	2813	3697	4659	5819	少数股东损益	-2	0	0	0										
固定资产	2120	1996	1829	1672	归属于母公司净利润	666	722	1004	1236										
在建工程	223	463	753	1027	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
无形资产及其他	484	502	524	544	经营活动现金流	869	876	1240	1388										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	666	722	1004	1236										
资产总计	5640	6657	7766	9062	少数股东权益	-2	0	0	0										
短期借款	0	5	3	2	折旧摊销	107	195	200	203										
应付款项	542	531	599	708	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	69	-39	39	-49										
其他流动负债	326	326	364	316	投资活动现金流	-881	-327	-343	-338										
流动负债合计	868	862	967	1027	资本支出	-433	-327	-343	-338										
长期借款及应付债券	947	947	947	947	长期投资	-448	0	0	0										
其他长期负债	35	35	35	35	其他	0	0	0	0										
长期负债合计	982	982	982	982	筹资活动现金流	841	305	-2	-1										
负债合计	1849	1844	1948	2008	债务融资	1117	5	-2	-1										
股本	750	1050	1050	1050	权益融资	0	300	0	0										
股东权益	3791	4813	5818	7054	其它	-276	0	0	0										
负债和股东权益总计	5640	6657	7766	9062	现金净增加额	829	854	895	1049										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，从业证书编号：S0350521110005。研究所食品饮料组首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，从业证书编号：S0350521110006。研究所食品饮料组联席首席，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验。

王尧，复旦大学物理系本科，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖饮料、白酒、休闲食品等板块，曾任职于方正证券。

【分析师承诺】

薛玉虎，刘洁铭，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、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、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所指证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。