

2022-12-01



百润股份：预调鸡尾酒龙头，天花板逐渐打开

分析师：李鑫鑫
证书编号：S1190519100001

分析师：伍兆丰
证书编号：S1190522110002

公司深度报告：百润股份深度研究

➤ 百润股份：预调鸡尾酒行业龙头，聚焦358度产品矩阵

公司成立与97年，最开始主营香精香料业务，02年成功研发出适合亚洲市场的预调鸡尾酒配方，于03年成立巴克斯酒业，推出RIO品牌开启预调酒业务，是国内预调鸡尾酒行业先行者之一。09年短暂剥离后，公司于15年发行股份作价49.44亿元，重新收购巴克斯100%股权，随后RIO品牌逐渐发展为行业绝对龙头，**21年市占率达89%**。公司旗下包括多个系列产品，**22年提出“358”品类矩阵建设，聚焦微醺、清爽、强爽系列。**

➤ 行业格局：国内低度酒市场发展逐步回暖，Z世代、年轻女性逐渐成为主力军

国内市场：“非理性繁荣”后回归健康发展，Z时代、女性消费者成为消费主力军。 1) 2010-2015：早期消费场景以娱乐场所即饮渠道为主，拓宽渠道后出现爆发式增长；2) 2015-2017：大量竞争者入局，市场产能过剩、山寨问题频出，泡沫破裂；3) 2018-2020：市场回归理性，渠道库存基本清理完毕，重回健康增长轨道；4) 2020以后：Z时代、年轻女性成为消费主力军，低度酒市场加速发展。

➤ 公司竞争力：精细化运营，品牌力明显

产品端：推出358度战略，细化消费场景，拓宽消费人群。

品牌力：优秀场景营销占领消费者心智，RIO品牌黏性高于竞争对手，品牌力较高。

➤ 短期强爽、清爽加快占领用户心智，长期行业空间广阔

短期：强爽、清爽精细化营销加速占领消费者心智，强爽持续培育成果显现，**市场天花板逐渐打开，短期销售爆发有望带动业绩环比改善。**

中期：强爽具有一定的“买醉性价比”、较高的复购率，有望持续渗透男性用户和消费场景，推动强爽成为第二成长曲线

长期：行业拓展空间广阔，国内消费者持续培育下有望逐步向日本看齐。日本4°以下微醺产品进入成熟期。国内完成初步培育，未来仍有成长空间；日本7°以上产品占比快速提升、5-6°平稳增长。国内对应市场处于发展初期，未来潜力巨大。

➤ **投资建议：**短期强爽、清爽较好表现，有望推动Q4逐渐回暖，中长期公司受益行业空间增长。预计22-24年收入增速分别为-0.3%/28%/23%，归母净利润增速分别为-26%/+53%/+26%，EPS分别为0.47/0.72/0.90元，对应当前股价PE分别为78x/51x/41x，参考公司近5年PE-Band中值，**我们按照2023年业绩给予60倍，一年目标价43元。**

➤ **风险提示：**疫情反复风险，原材料价格上涨风险，新品推广不及预期，食品安全问题等

- 一、百润股份：预调鸡尾酒行业龙头，聚焦358度产品矩阵
- 二、行业分析：国内市场逐步回暖，Z时代、女性消费者成为消费主力军
- 三、公司竞争力：精细化运营，品牌力明显
- 四、公司逻辑：短期清爽、清爽加快占领用户心智，中长期行业空间广阔
- 五、盈利预测及估值

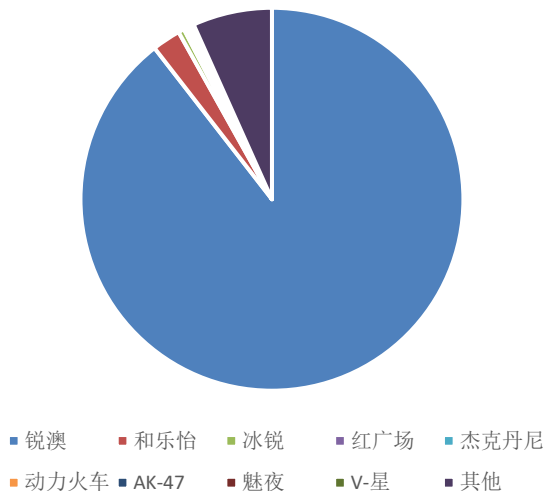
1.1 历史：行业先行者与绝对龙头，管理层深耕预调鸡尾酒19年

- 公司97年成立，最开始主营香精香料业务，02年成功研发出适合亚洲市场的预调鸡尾酒配方，于03年成立巴克斯酒业，推出RIO品牌开启预调酒业务，是国内预调鸡尾酒行业先行者之一。
- 短暂剥离后，15年公司收购巴克斯100%股权，RIO逐渐发展为行业绝对龙头。**巴克斯酒业早期由于价格定位不明确、销售场景单一、竞品挤压等原因，公司将巴克斯酒业股权转让给公司实控人刘晓东；随后Rio将定位调整至女性聚会用酒，进入电商和流通渠道，推动RIO品牌快速发展，公司于15年发行股份作价49.44亿元，重新收购巴克斯100%股权，随后RIO品牌逐渐发展为行业绝对龙头，**21年市占率达89%**。

图表：公司发展历史

年份	发展历程
1997年	公司成立，主营香精香料业务
2003年	出资设立子公司巴克斯酒业，开启预调酒业务
2005年	RIO 预调鸡尾酒全面开拓市场
2009年	公司债剥离巴克斯酒业
2011年	公司在深交所上市
2012年	RIO品牌全面升级，系列包装更新
2013年	上海香料香精工程技术研究中心正式成立
2014年	产能扩大项目竣工；RIO产品覆盖200个主要城市，大营销布局全面启动
2015年	发行股份购买巴克斯酒业100%股权
2016年	积极推进渠道改革，重点拓展电商渠道，正式启动餐饮渠道
2017年	推出“POPSS”牌气泡水系列，对原“STRONG”、“LIGHT”系列进行升级
2018年	周冬雨担任“微醺”代言人，主打独酌场景，RIO出口至多个国家
2019年	上海夜狮酒业有限公司成立
2020年	非公开发行股票净募集资金9.91亿元，用于烈酒（威士忌）陈酿熟成项目
2021年	发布“RIO清爽”全新子品牌

图表：2021中国预调酒市场格局

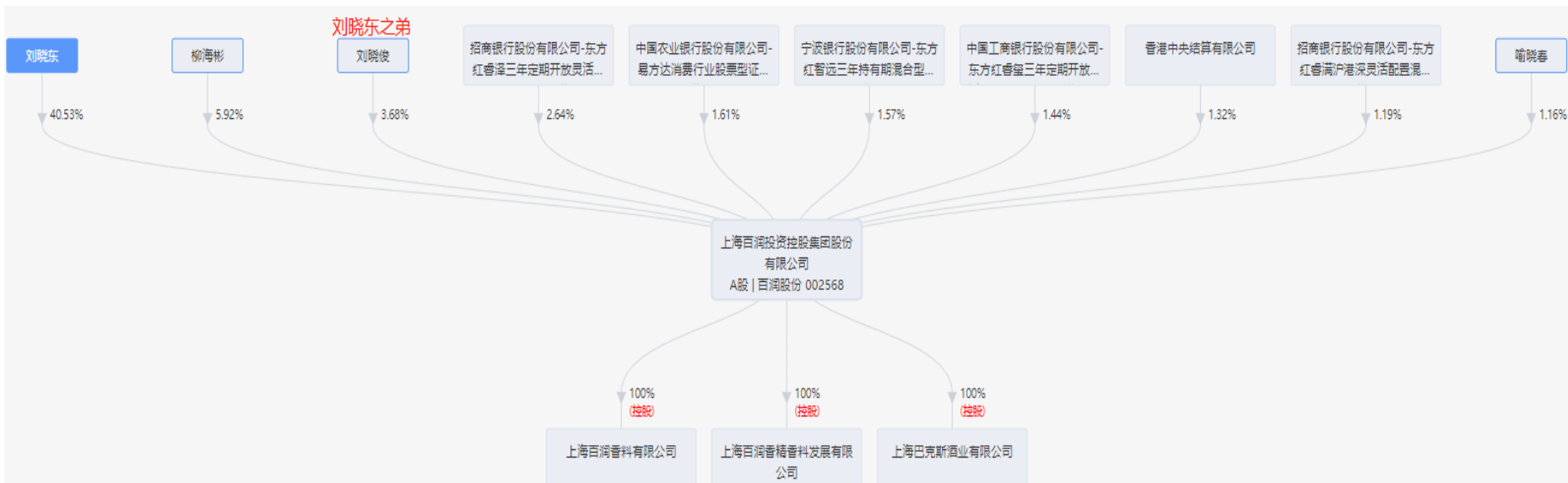


资料来源：欧睿，太平洋证券研究院整理

➤ 实控人股权较为集中，管理层产业经营丰富。

- 公司实控人刘晓东先生，股权约占41%，较为集中。刘骁俊系刘晓东之弟，直接持股3.68%，柳海彬为公司发起人之一，持股比例为5.92%。，公司全资控股上海百润香料有限公司、百润香精香料发展有限公司、上海巴克斯酒业有限公司（RIO品牌母公司）。

图表：公司股权结构，实控人股权集中



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

1.1 历史：行业先行者与绝对龙头，管理层深耕预调鸡尾酒19年

➤ 实控人股权较为集中，管理层产业经营丰富。

- 公司实控人刘晓东先生为公司创始人，自97年成立公司，02年开始涉足预调酒行业，从03年成立巴克斯酒业至今**已在行业深耕超过19年**。
- 其余管理层产业经验丰富，其中林丽莺女士于99年进入公司，13年担任巴克斯酒业总经理；马良先生酒业营销经验丰富，除了锐澳酒业外，曾任职于多家酒业公司的总经理，14年再次进入巴克斯酒业工作至今。

图表：管理层业内经验丰富

姓名	性别	年龄	职位	履历	持股比例
刘晓东	男	54	董事长、总经理、董事	1990年至1992年，在兰州卷烟厂工作；1992年至1995年，在深圳波顿香料有限公司工作，历任烟草销售部副经理、经理；1995年至1997年在上海爱普香料有限公司工作，任烟草销售部经理；1997年至今，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，任董事长兼总经理。	40.53%
林丽莺	女	45	副总经理、董事	本科学历；中国国籍，无永久境外居留权；1999年至2013年7月，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，历任行政助理、工厂经理；2013年8月至今，在上海巴克斯酒业有限公司工作，任总经理。2015年6月至今，任公司董事、副总经理。	0.36%
马良	男	44	副总经理、财务负责人、董事	本科学历。1998年至2004年，就职于广东健力宝集团有限公司，任品质中心助理总经理；2004年至2006年，就职于上海锐澳酒业有限公司，任营销总监；2006年至2007年，就职于上海益驰酒业有限公司，任总经理；2008年至2014年，就职于United Pacific Group，任总经理；2014年起，就职于上海巴克斯酒业有限公司，任董事长助理。2015年至今，任上海百润投资控股集团股份有限公司 副总经理	-
耿涛	女	44	董事会秘书	本科学历，经济学，法学双学士学位，法律职业资格，证券业从业资格，国际商务师执业资格，2000年至2007年，在上海申洲医疗器械有限公司，任部门经理；2007年至2010年，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，任副总助理；2011年1月起，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，任证券事务代表。2018年至今，任上海百润投资控股集团股份有限公司董事会秘书	-

1.1 历史：行业先行者与绝对龙头，管理层深耕预调鸡尾酒19年

更新股权激励方案，2023年增长确定性较高。

- 公司2022年受疫情防控影响，上海、成都、天津、佛山四大生产基地均受到疫情影响，出现生产、物流受限，因此为了利于公司可持续健康发展，公司于9.24发布2021年限制性股票激励计划（修订稿）（已通过股东大会），主动将激励计划的解除限售年度递延一年至23-25年，营收基数年递延一年至2022年。考核目标上，以2022年营收为基数，23/24/25年营收同比增长25%/23%/20%；获授股票激励对象为核心管理人员、核心技术人员、骨干业务人员合计211人，合计287.5万股（包含预留60万股），占总股本0.38%，我们认为合理递延激励计划有助于提升员工积极性，同时22年底随着强爽销售的爆发、清爽代言人的官宣，23年完成业绩考核可期。

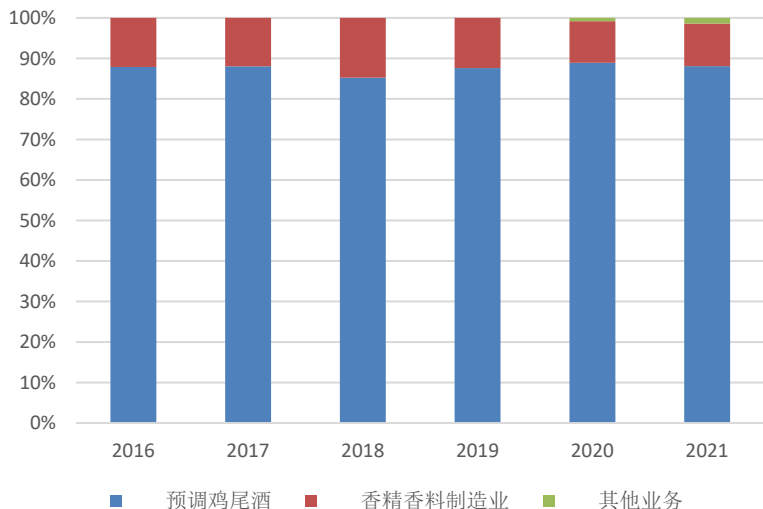
图表：公司股权激励梳理

解除限售期	解除限售条件	解除限售时间	解除限售比例	换算后同比增速
第一个解除限售期	以2022年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于25%	自授予日起24个月后的首个交易日起至授予日起36个月内的最后一个交易日当日止	30%	25%
第二个解除限售期	以2022年营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于53.75%	自授予日起36个月后的首个交易日起至授予日起48个月内的最后一个交易日当日止	30%	23%
第三个解除限售期	以2022年营业收入为基数，2025年营业收入增长率不低于84.50%	自授予日起48个月后的首个交易日起至授予日起60个月内的最后一个交易日当日止	40%	20%

1.2 产品端：预调鸡尾酒为主导业务，品类上聚焦“358”建设

- **自15年收购巴克斯酒业后，预调酒成为主导业务：**自15年公司收购巴克斯酒业股权后，预调鸡尾酒产品成为公司营业收入主导部分，占比稳定在85%-90%，21年预调鸡尾酒占比达88.1%，21年主力单品为微醺系列。
- **品类上，公司旗下拥有多个预调酒系列，**包括微醺、清爽、清爽、经典、本榨、轻享以及专供夜店渠道的夜狮系列等，22年提出“358”品类矩阵建设，聚焦微醺、清爽、强爽系列。

图表：自15年起，预调酒业务成为公司主导业务



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：百润主要产品体系

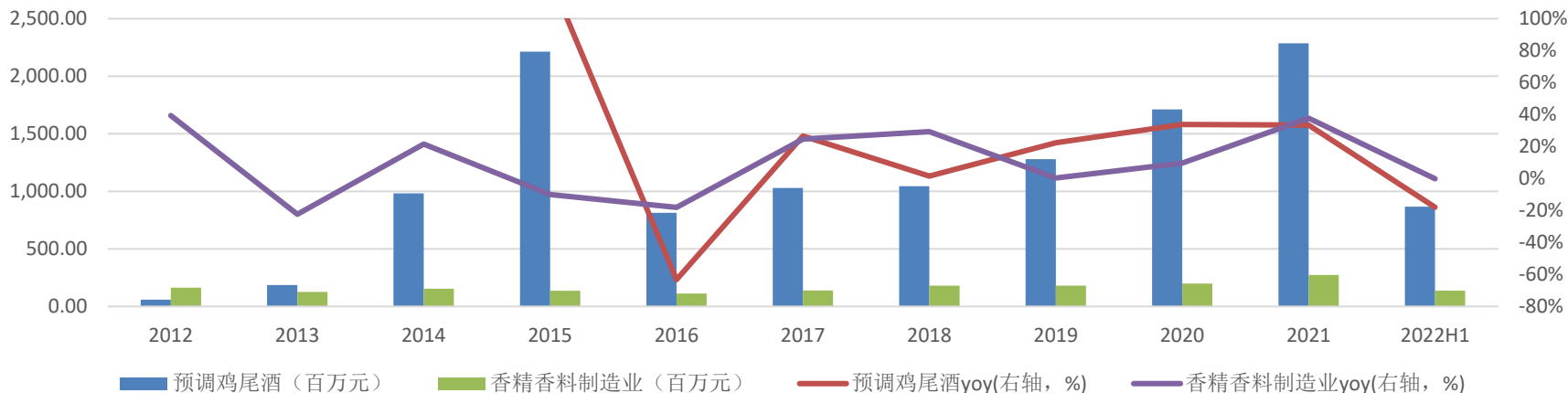
产品类型	系列	度数	口味	平均单罐价格 (元)
预调鸡尾酒	微醺系列	3	草莓、荔枝、乳酸菌等	7.0
	清爽系列	5	葡萄、白桃、青橘等	6.5
	强爽系列	8	荔枝、白桃、柠檬等	7.3-11.9
	经典系列	4.2-4.5	梅盐荔枝、白桃、蓝莓等	14.7
	本榨系列	4-4.4	葡萄、芒果、柚子等	15.0
	轻享系列	4.5	葡萄、白桃、柠檬等	12.0
	从减系列	3.3		8.8
	梅之美	其他基酒	青梅	78.0
	Cool系列	2.8	混合水果等	夜店专供
	夜狮系列	3.6		夜店专供
香精业务	公司为饮料、乳品、冰淇淋、糖果、烘焙等产品提供香精香料			

资料来源：天猫，公司官网，太平洋证券研究院整理

1.3 营收端：鸡尾酒业务营收18年后增速回暖

- **预调鸡尾酒：16年行业泡沫破裂，18年后收入增速回暖。**巴克斯酒业经历13-15年预调鸡尾酒快速成长，15年营收约为22.13亿元，16年行业泡沫破裂，收入同比大幅度下滑，16年同比-63%，随着18年公司推出微醺系列，公司预调鸡尾酒收入增速逐渐回暖，21年公司预调鸡尾酒收入约为25.94亿元，同比+34.66%，突破15年营收峰值。22年上半年受疫情影响，营收约为8.66亿元，同比-18%。
- **香精香料：整体呈平稳发展**，公司香精香料收入占比较低，整体呈现平稳增长趋势，自12年1.63亿元增长至21年的2.73亿元，CAGR为5.9%，22H1营收约为1.38亿元，同比-0.13%。

图表：公司分产品收入趋势（单位：百万元，14年前为巴克斯酒业数据）

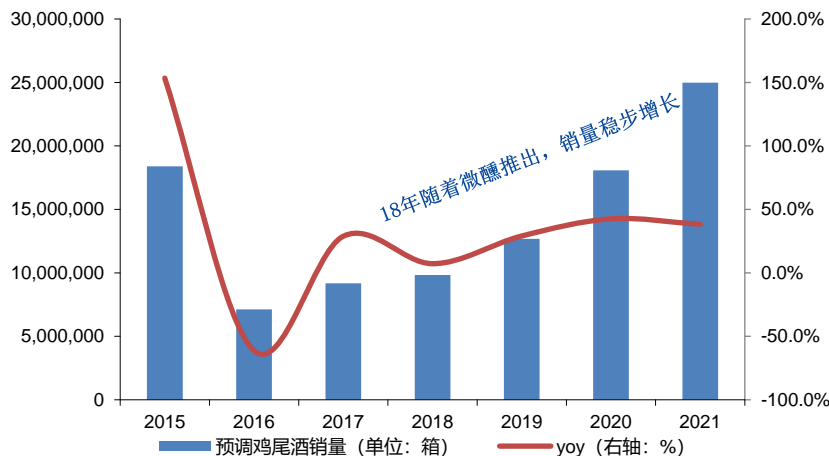


资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券研究院整理

1.3 量价端：公司21年预调鸡尾酒销量突破15年巅峰水平

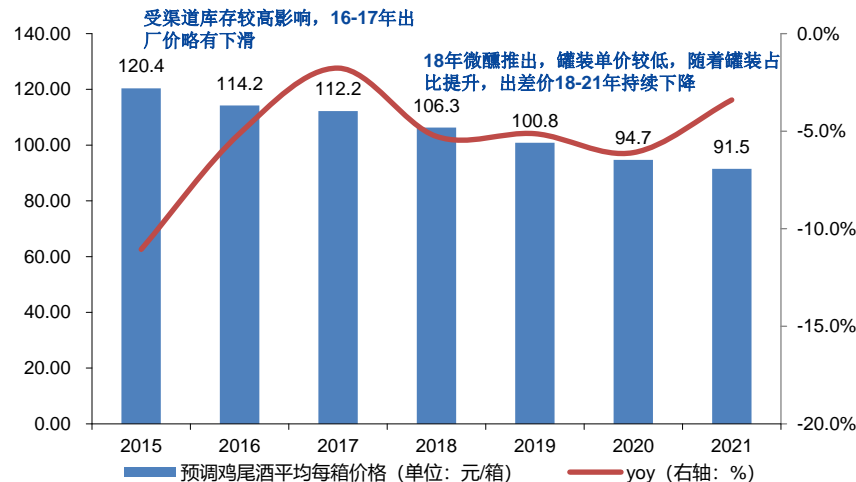
- ▶ **预调鸡尾酒-量：16年探底后稳步提升，21年销量再次超越15年水平。**自公司销量于16年探底，随后呈现逐步回升趋势，从16年约为712万箱提升至21年2499万箱，CAGR约为28.5%，21年销量再次超越15年峰值的1839万箱。
- ▶ **预调鸡尾酒-价：整体呈下降趋势。**16-17年受行业破裂、高渠道库存影响，出厂价较15年有所下滑；18年公司推出主打产品微醺系列，由于罐装产品单价较传统玻璃装的经典瓶低，随着产品罐装结构占比提升，出场平均价格呈现持续下降趋势，我们认为随着玻璃瓶占比逐年下降，预计出厂价未来有望趋于平稳。

图表：15-21年预调鸡尾酒销量趋势



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：15-21年预调鸡尾酒平均出厂价趋势

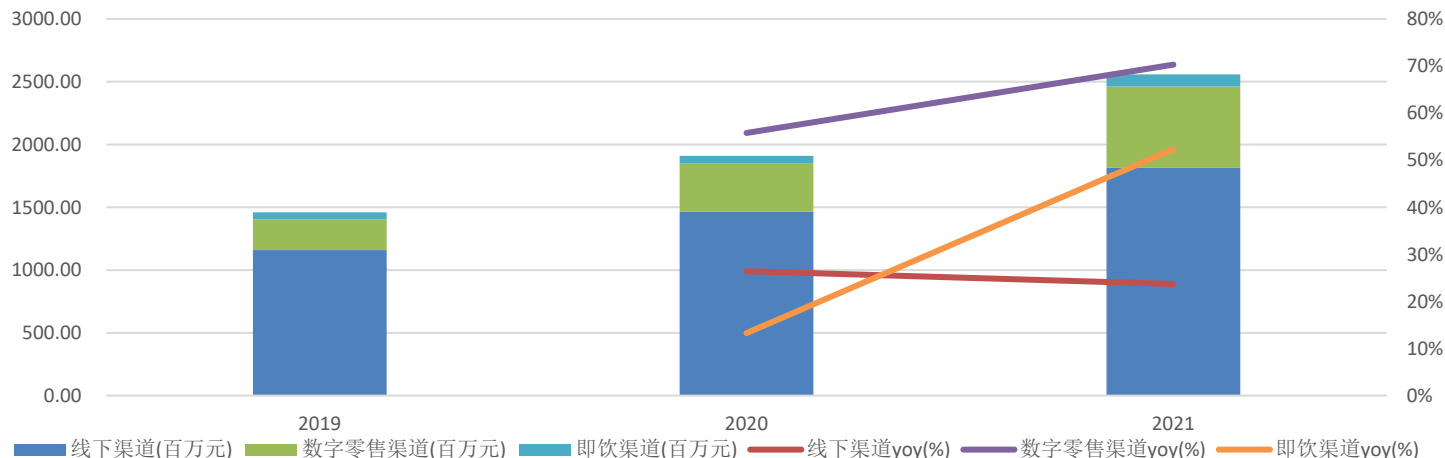


资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券研究院整理

1.3 渠道端：线下为主，电商快速成长

- **渠道结构：线下渠道为主，电商渠道处于快速成长阶段：**公司主营业务以**线下渠道**销售为主，**21年线下渠道占比约71%**，**线下渠道包括线下流通、线下商超KA渠道**，公司线下销售以流通渠道为主；**数字零售渠道**为预调鸡尾酒主要在天猫、京东等第三方网络平台销售收入，随着公司加快电商渠道布局，数字零售渠道呈现较快增长，21年数字零售渠道营收6.48亿元，同比+70%，**占主预调鸡尾酒业务收入约28%**；**即饮渠道**主要为夜店、餐饮等即饮消费场景，占比较低，**21年约占预调鸡尾酒业务的4%**，公司21年设立专业的大客户部门，推出定制化服务，有望推动即饮渠道进一步增长。

图表：公司主营业务趋势（单位：百万元，按渠道划分）

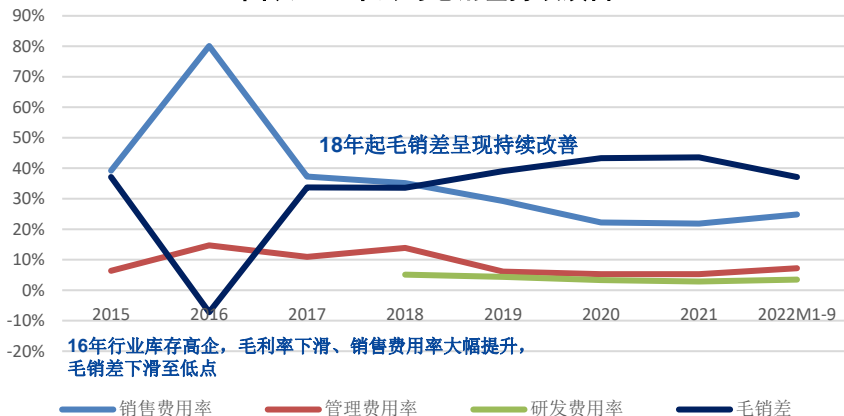


资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券研究院整理

1.3 利润端：18年起持续回暖，22年受疫情影响短期承压

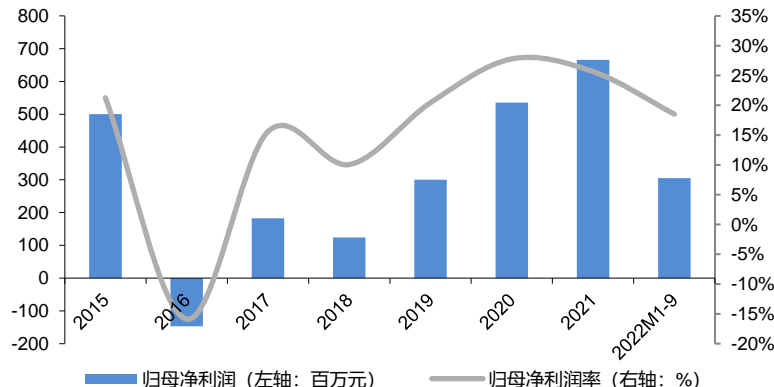
➢ **18年起利润率持续回暖，22前三季度短期承压：**1) **毛销差**，考虑到公司鸡尾酒营销投入较高，且2020年受会计准则调整，毛利率受到影响，我们认为考察公司毛销差更能反映出产品盈利能力，**公司毛销差由2016年低点-7%逐渐回暖至21年的43.6%**，主要为16年公司保持较高销售费用投入，但渠道库存较高，导致产品毛利率有所下降、营收同比出现较大幅度下降；17-18年随着公司营销投入大幅收缩，毛销差有所回暖；19年-21年随着较低毛利率的罐装微醺系列占比提升，推动毛利率进一步下滑，但销售费用率持续改善，推动毛销差持续改善。2) **管理费率、研发费率**整体保持改善趋势，自18年的14%/5%，改善至21年的5%/3%。3) **利润端**，公司18年推出微醺后，利润和利润率均保持持续增长，**归母净利润率由16年-16%改善至21年26%**。4) **22年前三季度：**受华东疫情，物流费用增长，四大工厂开工率有所下降(上海、佛山、天津、成都)，罐装产品占比持续增加导致毛利率进一步承压、费用率短期承压，利润率有所承压，**22年前三季度归母净利润约3.05亿元，同比-46%，归母净利润率18.5%，同比-10.88pct。**

图表：18年公司毛销差持续改善



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：2015-2022前三季度公司归母净利润率趋势



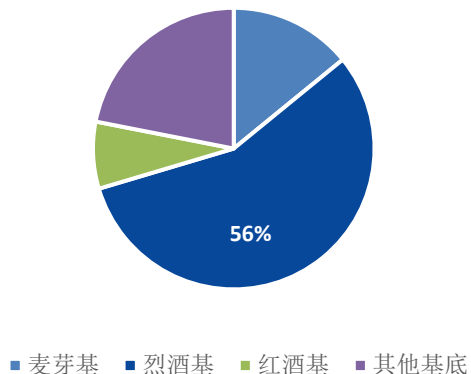
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

- 一、百润股份：预调鸡尾酒行业龙头，聚焦358度产品矩阵
- 二、行业分析：国内市场逐步回暖，Z时代、女性消费者成为消费主力军
- 三、公司竞争力：精细化运营，品牌力明显
- 四、公司逻辑：短期清爽、清爽加快占领用户心智，中长期行业空间广阔
- 五、盈利预测及估值

2.1 预调鸡尾酒的发展历史

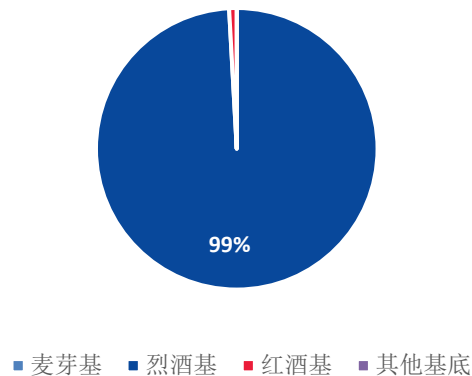
- **鸡尾酒源于1806年**：鸡尾酒最初为洋烈酒的衍生物，早在1806年，美国人哈里·罗斯维尔已经开始用鸡尾酒一词来描述以**烈酒为基底**，混合有砂糖与苦味剂的新式饮料。1876年“鸡尾酒之父”杰瑞·托马斯出版了《调酒师指南》标志着鸡尾酒的诞生。目前主流鸡尾酒一般以**威士忌、伏特加、白兰地、朗姆酒等烈酒为基酒，加入果汁、苏打水、利口酒等材料调制而成**。
- **预调鸡尾酒：诞生于1993年，不同地区类型有所分化**。品牌预调鸡尾酒最早是1993年诞生于澳大利亚的Two Dogs Alcoholic Lemonade，随着预调鸡尾酒的发展，按照基酒的类别划分出4大品类：烈酒基、麦芽基、红酒基与其他基底，在不同区域，占比有所分化，全球整体以烈酒基为主占比约56%、其次为麦芽基（14%）；而与我国环境、消费习惯较为接近的日本，**烈酒基预调酒占比高达99%**。

图表：2021年全球预调酒市场基酒类型分布



资料来源：欧睿，太平洋证券研究院整理

图表：2021年日本RTD预调酒市场基酒类型结构

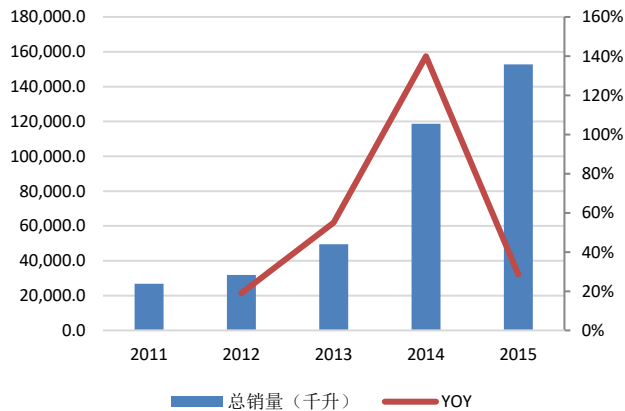


资料来源：欧睿，太平洋证券研究院整理

2.2 国内市场复盘：“非理性繁荣”后回归健康发展

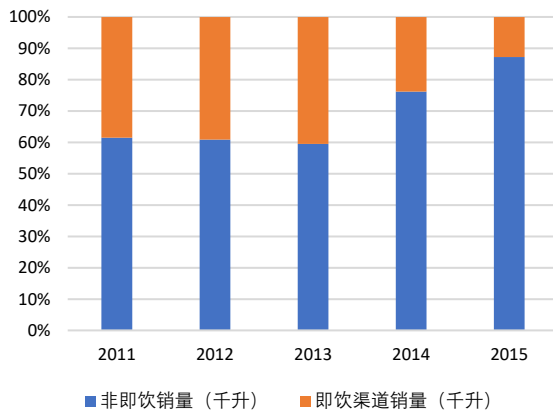
- 1) 2010-2015：早期消费场景以娱乐场所即饮渠道为主，拓宽渠道后出现爆发式增长。国内预调鸡尾酒早期渠道以夜店等娱乐场所即饮渠道为主，其他渠道较为分散，2011年即饮渠道销售占比约40%。随后冰锐加速电商、线下KA、流通渠道布局，市占率快速提升成为行业龙头，2012年市占率达63%；随着RIO加速进驻电商平台，布局线下渠道，同时在营销端通过大量影视、综艺植入，加快消费者培育，带动14年非即饮渠道出现爆发式增长，销量同比+207%，成为行业主要增长动力，而RIO市占率也快速提升至2014年43%，超越冰锐成为行业龙头，15年行业总销量进一步提升至15万千升，同比+29%，销售规模达58亿元，同比+14%。

图表：2011-2015行业销量规模&同比



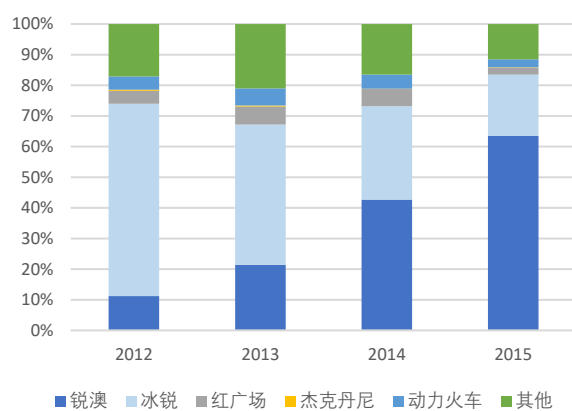
资料来源：欧瑞,太平洋证券研究院整理

图表：2011-2015销售渠道结构



资料来源：欧瑞,太平洋证券研究院整理

图表：2012-2015国内竞争格局



资料来源：欧瑞,太平洋证券研究院整理

2.2 国内市场复盘：“非理性繁荣”后回归健康发展

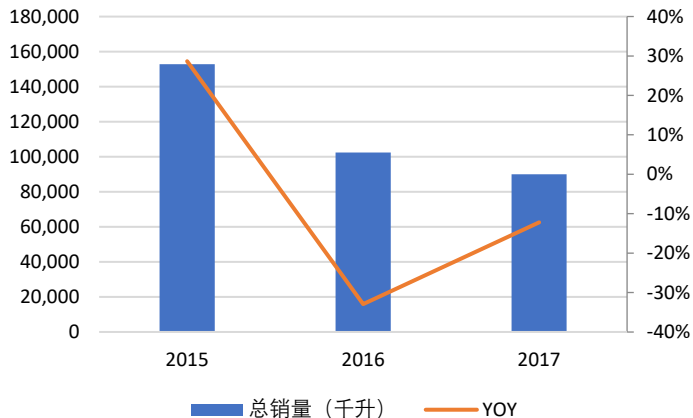
➤ 2) 2015-2017：大量竞争者入局，市场产能过剩、山寨问题频出，泡沫破裂。随着行业快速发展，大量竞争者开始入局，2014年黑牛食品推出达奇鸡尾酒、五粮液推出德古拉中式预调酒；2015年古井贡酒推出佰色鸡尾酒品牌、汇源果汁推出真炫鸡尾酒；2016至2017年，贵州茅台推出悠蜜预调酒品牌、泸州老窖推出了百调鸡尾酒品牌。当时鸡尾酒生产门槛较低，导致市场山寨产品较多，对锐澳等龙头品牌的形象造成不良影响，最终导致16年、17年行业泡沫破裂，行业总销量同比下降33%、12%。随着冰锐、AK-47、魅夜、V-星等品牌逐渐退出市场，而龙头的RIO持续帮助经销商消化库存，市场集中度进一步提高，RIO市占率有16年70%提升至17年的80%。

图表：2014-2016多个知名品牌推出鸡尾酒品牌

公司	品牌	推出年份
黑牛食品	达奇	2014
五粮液	德古拉	2014
古井贡酒	佰色	2015
汇源果汁	真炫	2015
贵州茅台	悠蜜	2016
泸州老窖	百调	2016

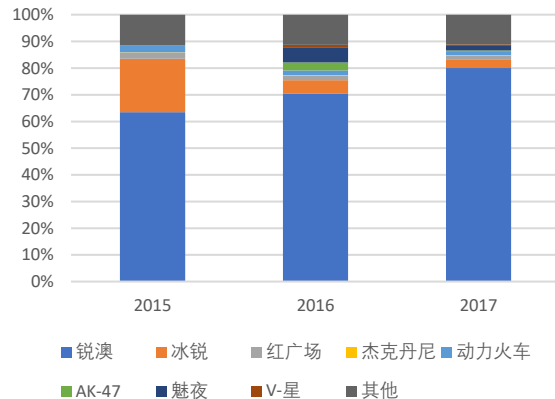
资料来源：太平洋证券研究院整理

图表：2015-2017年预调酒销售量规模（千升）



资料来源：欧瑞,太平洋证券研究院整理

图表：2015-2017年竞争格局

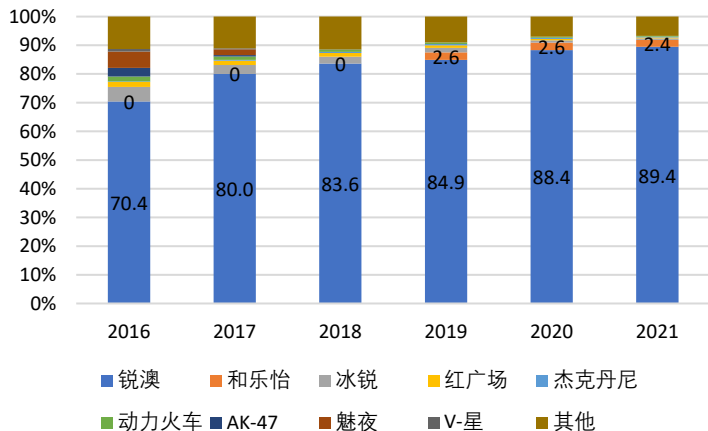


资料来源：欧瑞,太平洋证券研究院整理

2.2 国内市场复盘：“非理性繁荣”后回归健康发展

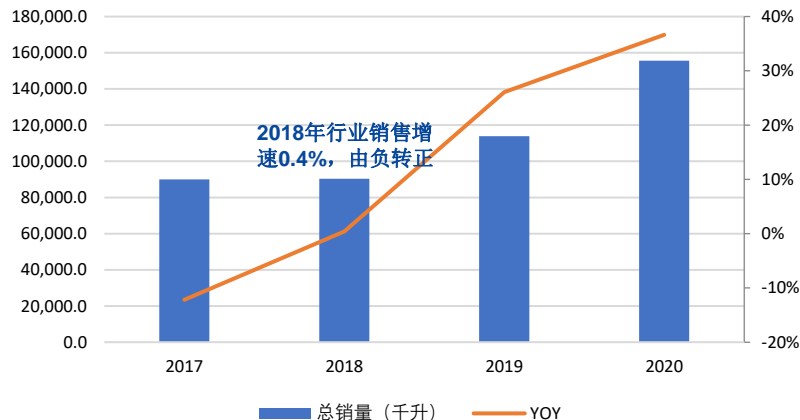
- 3) 2018-2020：市场进一步出清，重回健康增长轨道，海外巨头三得利进驻国内市场。16-17年泡沫破裂，随着渠道库存清理完毕，市场发展逐渐回归理性，部分小品牌进一步出清，国内市场其他品牌占比由2017年11%下降至20年9%；RIO推出定位女性一人独饮场景的大单品微醺系列后，推动18年行业销量增速转正，市场重回健康增长轨道，并进一步吸引日本预调鸡尾酒巨头之一的三得利进驻国内市场，于2018年12月推出RIO微醺的竞品和乐怡鸡尾酒，逐渐发展为行业第二大品牌，市占率约2.6%；行业总销量保持加速增长，由18年的9.0万千升增长至20年的15.6万千升，CAGR约20%。

图表：2019三得利的和乐怡成为行业第二大品牌，RIO仍为绝对龙头



资料来源：欧瑞,太平洋证券研究院整理

图表：2017-2020年预调酒销售量规模（千升）

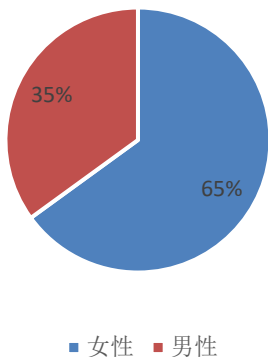


资料来源：欧瑞,太平洋证券研究院整理

2.2 国内复盘：Z时代、女性消费者成为消费主力军

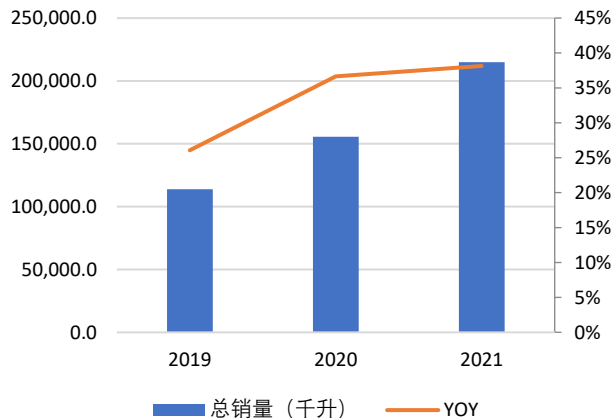
- **2020年以后：Z时代、女性消费者成为消费主力军，低度酒市场加速发展。**随着女性经济实力和消费力的提升，Z时代悦己主义、颜值主义的消费观，白领、Z时代、一二线城市年轻女性已经成为国内低度酒的消费主力军，根据头豹，女性低度酒消费者占比约65%，18-34岁消费者约占71%，57.4%的低度酒出现“少女、女士”等关键词。需求的提升带动国内低度酒市场加速发展，**2020-2021年整个低度酒赛道完成超过70起融资事件，超过20个品牌完成融资。**根据欧瑞，国内预调酒市场销量规模**20、21年同比+37%、+38%**，增速加速提升。

图表：低度酒消费者性别分布



资料来源：头豹，太平洋证券研究院整理

图表：2020年起国内预调酒销量加速增长



资料来源：欧瑞，太平洋证券研究院整理

图表：2020-2021部分低度酒品牌投融资整理

投资时间	品牌	轮次	投资机构
2020.03	贝瑞甜心	股权融资	康之城电商
2020.08	贝瑞甜心	A轮	经纬中国等
2020.09	梅见	C轮	华兴经济基金等
2020.09	空卡	天使轮	金沙江创投等
2020.11	兰州	天使轮	天使湾投资
2020.12	十点一刻	天使轮	真格基金等
2021.02	空卡	Pre-A轮	字节跳动
2021.05	十点一刻	股权融资	虎扑体育
2021.05	贝瑞甜心	A+轮	CPE源峰等
2021.08	冰青	B轮	江小白等
2021.09	贝瑞甜心	战略融资	碧桂园创投

资料来源：企查查，太平洋证券研究院整理

- 一、百润股份：预调鸡尾酒行业龙头，聚焦358度产品矩阵
- 二、行业分析：国内市场逐步回暖，Z时代、女性消费者成为消费主力军
- 三、公司竞争力：精细化运营，品牌力明显
- 四、公司逻辑：短期清爽、清爽加快占领用户心智，中长期行业空间广阔
- 五、盈利预测及估值

3.1 产品：358度战略拓宽消费人群

➤ 拓宽消费人群：推行358战略，细化需求人群，持续拓阔覆盖人群。

- RIO经典瓶时期，行业仍处于发展出去，因此用户群体定位相对模糊，定位年轻女性派对用酒，影视营销场景植入也是以派对场景为主，虽然满足年轻人对鸡尾酒尝鲜需求，但是复购表现一般。
- 在16年行业泡沫后，公司进一步细分消费者画像，陆续推出不同系列满足消费者需求，包括强爽、本味、轻享、本榨等系列，18年推出**微醺定位年轻女性一人独饮小场景**，2022年公司进一步聚焦358度战略，通过5°、8°产品进一步拓阔覆盖人群、场景范围，往男性用酒、配餐用酒方向推进。

图表：358系列进一步细化需求场景和人群

产品	标语	度数	场景	推出时间	推广时间(标志事件)
经典瓶	有派对有RIO	4.2-4.5	派对用酒	2004	2013 (周迅代言)
轻享	轻享一刻，世界随我慢半拍	4.2-4.5	都市女性悦己饮用酒	2021(品牌升级)	未大规模推广
本榨	果真·好酒	3.5-5.5	配餐用酒	2018/2021(品牌升级)	未大规模推广
从减	大可不必 一切从减	3.3-3.8	泛用场景，主打低热量、健康	2018	未大规模推广
微醺	一个人的小酒	3	女生独酌场景	2017	2018 (周冬雨代言)
清爽	更清爽更带感	5	配餐、配零食用酒	2021	2022 (肖战代言)
强爽	一罐就到位	8	男生配餐、休闲用酒	2016	2022 (不信邪挑战)

资料来源：天猫，公司公告，太平洋证券研究院整理

3.2 品牌力：优秀场景营销占领消费者心智

► 精细化营销，加速消费者培育

- 我们认为公司作为预调酒国内市场的先行者，由于市场较为新兴，没有模仿、参考对象，公司通过多年运营和培育，逐渐形成较强的品牌、场景营销能力。在营销上，公司针对不同产品定位，推出不同的营销策略。
- 1) **经典瓶**：RIO从早期夜场消费人群转向定位年轻女性聚会、派对专用酒，通过大量的广告植入（跑男、微微一笑很倾城）、明星（周迅、杨洋）代言，使得RIO品牌大量露出，完成第一次销售爆发。后续通过品牌联名限定款，持续加强品牌露出。
- 2) **微醺**：一人独饮场景成功占领消费者心智。18年市场外出出清后，公司推出崭新的微醺系列，参考日本三得利和乐怡的成功经验，精准定位一人独饮的场景，并官宣周冬雨、张子枫作为代言人，并持续进行广告投放、情感营销成功占领消费者心智。**RIO品牌忠诚度明显高于竞品**，搜索关键词后转为购买其他品牌比例较低，我们认为公司作为龙头，品牌力较强，有望受益于行业的快速扩张。

图表：2013-14年RIO大量植入影视剧、综艺



资料来源：太平洋证券研究院整理

图表：微醺系列文案聚焦一人独饮场景的休闲感



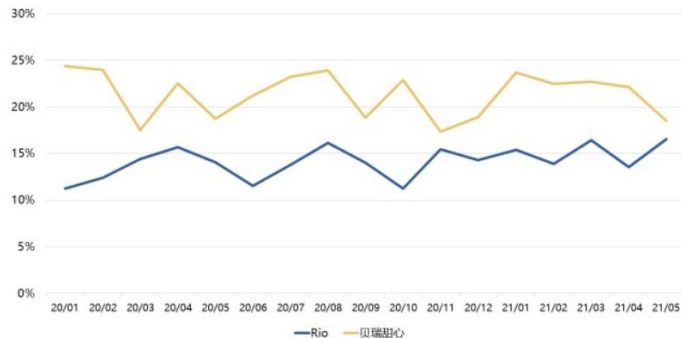
资料来源：太平洋证券研究院整理

图表：2018年后RIO通过联名加强品牌露出

推出时间	联名品牌	图例
2018年	六神花露水	
2019年	英雄墨水	
2021年	霸王洗发水	

资料来源：太平洋证券研究院整理

图表：浏览品牌后购买其他品牌比例



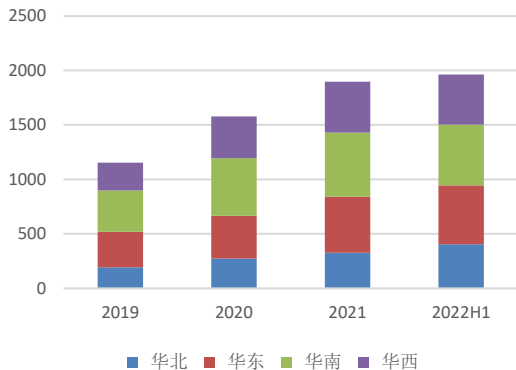
资料来源：隐马数据，太平洋证券研究院整理

3.3 渠道建设：持续发力电商提升线上占比，线下布局弱势市场

线下布局：强势市场稳步发展，积极推动渠道下沉。

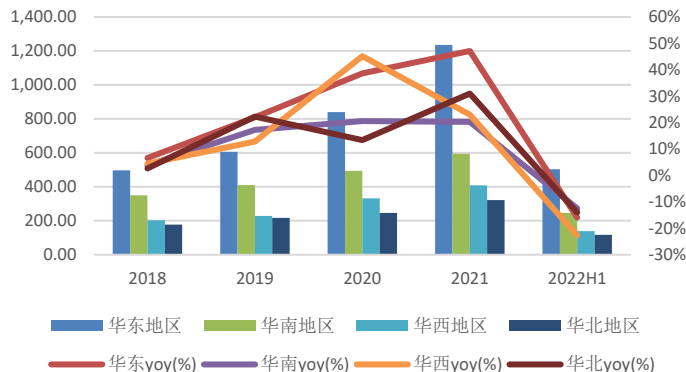
- 19年公司渠道基本覆盖全国主要城市，21年公司启动扁平化改革，取消大区层级，本部直接对接省区管理，提升管理效率，省区组织更专注于一线业务，进一步推进渠道下沉和渗透。经销商数量持续扩张，**21年公司经销商数量达1897个，同比+20%**，22年上半年受疫情影响，成熟地区华东、华南整体经销商数量保持平稳，华北经销商数量由21年326家进一步增长至404家。
- 线上布局：积极拥抱新流量，电商占比持续提升。**公司构建了CDP数据平台，积极拥抱新平台流量，推动公司在兴趣、社交平台更精准和高效的内容传播。同时进一步加强品牌私域运营，小程序日活达几万次。同时公司通过IP联名、限定款等线上活动进一步吸引用户。公司数字零售渠道占比持续提升，**从19年17%提升至21年25%**。

图表：华北地区经销商持续增长，成熟市场保持平稳



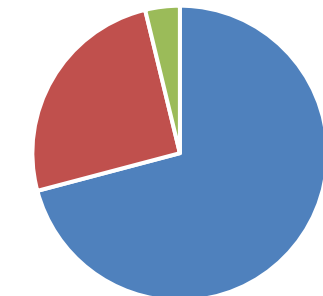
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：公司分地区收入（百万元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：21年数字零售渠道占比达25%



■ 线下渠道 ■ 数字零售渠道 ■ 即饮渠道

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

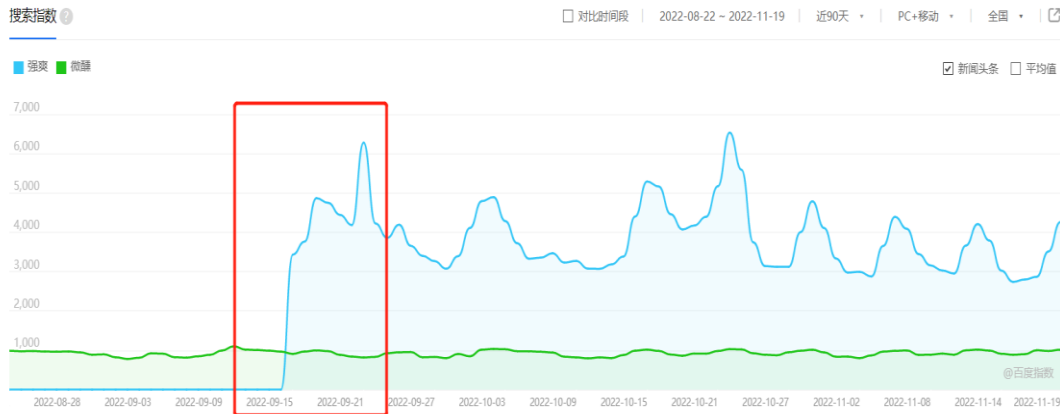
- 一、百润股份：预调鸡尾酒行业龙头，聚焦358度产品矩阵
- 二、行业分析：国内市场逐步回暖，Z时代、女性消费者成为消费主力军
- 三、公司竞争力：精细化运营，品牌力明显
- 四、公司逻辑：短期清爽、清爽加快占领用户心智，中长期行业空间广阔
- 五、盈利预测及估值

4.1 短期：强爽、清爽精细化营销加速占领消费者心智

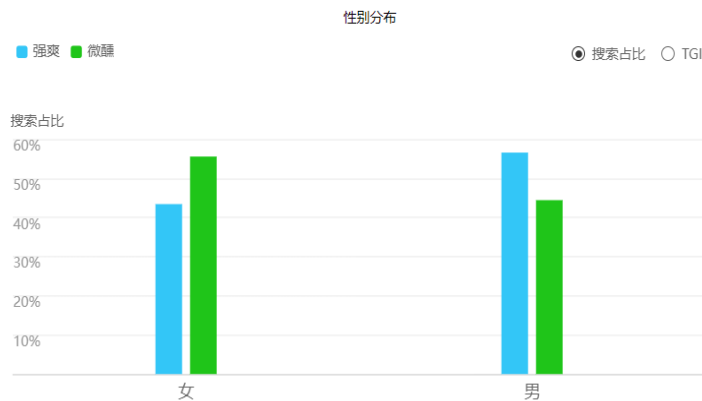
➤ 强爽爆发加速消费者培育，有望推动业绩持续改善

- **持续布局奠定爆发基础：**公司22年起持续提升持续提升清爽、强爽系列渠道渗透和终端覆盖；并持续进行消费者培育，例如针对主打男性饮酒场景的强爽，通过开盖抽奖送机车、抖音素人的不信邪挑战实现品牌快速露出，**截至11月20日，不信邪挑战阅读量与突破16亿次**；同时产品联名武侠吃鸡类游戏《永劫无间》进一步渗透男性游戏用户。
- **强爽：9月爆发式增长，实现男性消费者初步培育。**目前消费者培育成果开始显现，9月强爽产品实现爆发式增长，线上多个平台出现销售断货现象，百度指数中，强爽热度迅速提升，10月、11月强爽系列保持强势，同时搜索用户男性占比高于女性。我们认为随着强爽销售的持续爆发，7°以上预调酒的男性消费者培育有望加速进行，市场天花板逐渐打开。

图表：9月强爽搜索热度迅速提升



图表：强爽用户培育以男性用户为主



资料来源：百度指数，太平洋证券研究院整理

资料来源：百度指数，太平洋证券研究院整理

4.1 短期：强爽、清爽精细化营销加速占领消费者心智

➤ 强爽爆发加速消费者培育，有望推动业绩持续改善

- **清爽：官宣肖战代言，微博宣传快速发酵。**定位为饮料型人群往饮酒人群过渡阶段的产品，在9月官宣肖战代言后，微博“清爽 更爽更带感”话题阅读次数超15亿，讨论次数超350万，实现营销的快速发酵，动销预计加速改善。
- **线上端**，天猫双十一RIO品牌保持低度酒品牌成交额第一，其中前十名店铺中，RIO旗舰店排名第1，锐澳师捷专卖店排名第4。
- 我们认为短期强爽、清爽系列的销售快速提升加速了消费者的培育，也推动业绩环比持续改善。

图表：清爽微博宣传持续发酵



资料来源：微博，太平洋证券研究院整理

图表：2022天猫双十一低度酒点评累计成交排名(10.31-11.11)

排名	店铺名称
1	RIO锐澳旗舰店
2	梅见旗舰店
3	十七光年旗舰店
4	锐澳师捷专卖店
5	三得利预调酒官方旗舰店
6	动力火车酒类旗舰店
7	落饮旗舰店
8	花田巷子旗舰店
9	浮起旗舰店
10	missberry旗舰店

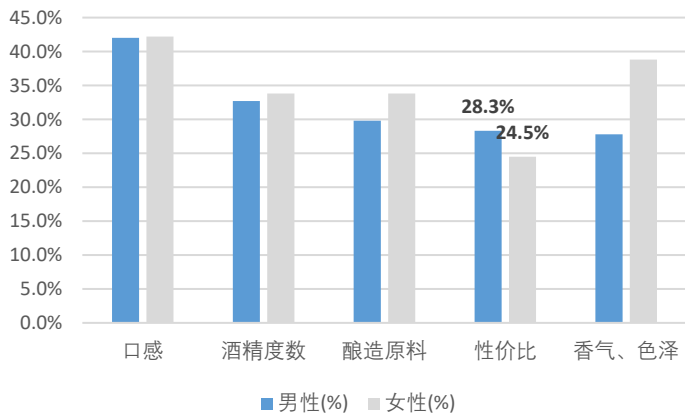
资料来源：天猫，太平洋证券研究院整理

4.2 中期：强爽有望成为第二成长曲线

► 买醉性价比更高，强爽有望持续爆发

- **男性消费者更注重性价比**：强爽主要目标用户以男性为主，而男性群体购买低度酒首先注重**口感、酒精度数**；相较于女性消费者，**男性更注重产品性价比**。
- **强爽系列提供更高的买醉性价比和差异化**，1) 相比于低价的低度白酒(二锅头、牛栏山)，强爽由于**酒精度相对较低、含气带来爽口的上头感，形成口感差异化**；2) 含气带来的爽口感与啤酒相似，而强爽通过添加果汁模仿出传统鸡尾酒的风味，与大部分精酿啤酒形成口味差异；3) 买醉性价比高，相比于大部分精酿啤酒，强爽通过提供更高性价比的酒精摄入成本形成差异化，**强爽8°酒精/500ml成本约11.9元，而市场上主流的精酿啤酒约为15.6-34.7元**，我们认为随着消费者持续培育，强爽的高性价比有望带来更多复购、持续渗透男性用户群体，推动产品持续爆发。

图表：男性更关注低度酒产品性价比



资料来源：艾瑞，太平洋证券研究院整理

图表：强爽的“买醉性价比”更高

产品	规格(ml)	酒精度数	价格(元)	折算8°/500ml价格
强爽	500	8	11.9	11.9
福佳白啤	330	4.5	7	18.86
罗斯福10号	330	11.3	20.8	22.31
罗斯福8号	330	9.2	15.8	20.82
熊猫精酿比利时小麦	330	3	9.2	37.17
熊猫精酿皮尔斯	330	3.5	4.5	15.58
青岛皮尔森	500	4	9.6	19.20
青岛IPA	330	5.2	14.9	34.73

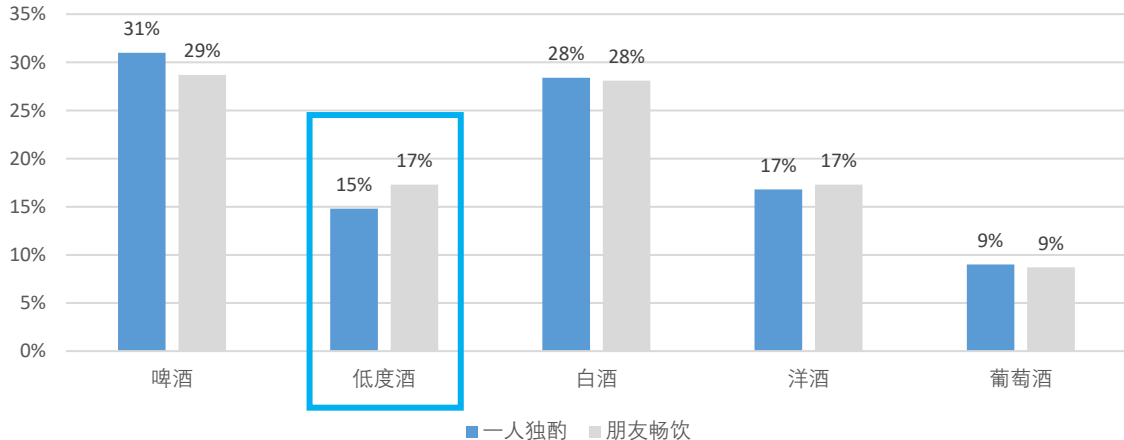
资料来源：天猫，太平洋证券研究院整理

4.2 中期：强爽有望成为第二成长曲线

► 买醉性价比更高，强爽有望持续爆发

- **强爽展望：对比微醺，强爽复购更高，场景持续开拓，中期有望成为公司第二成长曲线。**从复购率看，RIO强爽系列，21年度复购率、复购周期表现优异，主要由于高酒精度产品用户粘性高于低度的微醺产品。从饮用场景看，目前男性消费者主流饮用场景“一人独酌”、“朋友畅饮”中，低度酒选择比例较低，主要由于目前低度酒品类以女生酒、小甜酒为主，男性可选范围较小，我们认为**强爽对比白酒、精酿具有一定差异性和性价比优势，同赛道竞争对手较少，强爽在一人独酌场景占比有望持续提升**，而朋友畅饮场景中，**存在拼酒文化，单次消费量较高**，有望带动强爽销量提升，但目前仍需关注公司对即饮渠道的开拓情况。因此随着强爽持续向饮酒人群、消费场景渗透，叠加较高的复购率，预计规模有望超过微醺系列。

图表：男性消费者不同场景饮酒选择，强爽消费场景渗透空间较大



资料来源：艾瑞，太平洋证券研究院整理

4.3 长期：日本他山之石需注意其特殊性，国内市场空间广阔

➤ 日本预调酒市场繁荣有其特殊性，国内虽无法完全复制，但市场潜力巨大

- 1) 特点一：日本预调酒消费税较低。日本由于啤酒税率较高，因此酒类发展方向为降低麦芽浓度方向发展，诞生出发泡酒、新派啤酒、预调酒，其中预调酒因为税率较低，目前**日本啤酒税收约为20万日元/千升**，发泡酒、新派啤酒税率略低于啤酒，分别为13.4-16.7万日元/千升、10.8万日元/千升，大部分含气**预调酒为8万日元/千升(酒精度<9%)、9-12万日元/千升(=9%酒精度<13%)**，因此预调酒较啤酒具有较高的性价比优势；相比之下，国内预调酒消费税率约10%，与啤酒相比没有明显优势。

图表：中日啤酒&预调酒税率对比

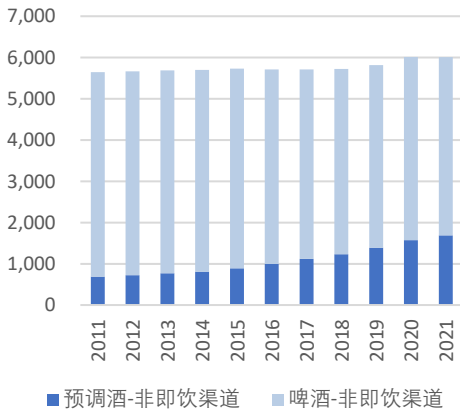
种类	税收	单位	其他	种类	税率
日本			中国		
啤酒	20	万日元/千升		啤酒	<8.3% (出厂价3000元/吨以上, 征收250元/吨)
发泡酒 (麦芽浓度25%-50%)	16.7	万日元/千升	2026年税收统一提升至54.25日元/350ml		
发泡酒 (麦芽浓度<25%)	13.4	万日元/千升			
第三类啤酒	10.8	万日元/千升			
预调酒 (含气, ABV<10%)	8	万日元/千升		预调酒	10%
预调酒 (不含气, ABV<9%)	8	万日元/千升	2026年税收为35日元/350ml		
预调酒 (不含气, =9%ABV<13%)	8+X (ABV>8%后, 每增加1%, +1万日元/千升)	万日元/千升			

4.3 长期：日本他山之石需注意其特殊性，国内市场空间广阔

日本预调酒市场繁荣有其特殊性，国内虽无法完全复制，但市场潜力巨大

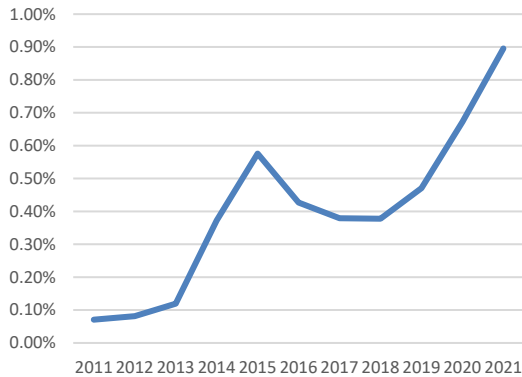
- 1) 特点一：预调酒因税率成为性价比之选，丰富口味成为居家饮用首选。日本预调酒由于税率较低，逐渐成为日本饮用酒精的性价比之选，日本RTD预调酒销量从11年的6.9亿升提升至21年16.9亿升，**CAGR9.3%**，远高于啤酒**CAGR-1.4%**，非即饮渠道规模约占啤酒非即饮渠道销量**39%**。而日本市场相较于同样具有一定税收优惠的**发泡酒（麦芽味）、第三类啤酒（其他谷物味）**，RTD预调酒因为口味丰富、颜值较高等原因，成为日本**全年龄段居家饮用的首选**，对消费者吸引力更高，反映出同样具有税收优惠情况下，RTD预调酒仍然对麦芽味的发泡酒具有较强的替代效应。而国内市场预调酒虽然相比于啤酒没有明显价格优势，但对比日本，国内预调酒对啤酒渗透率处于极低水平，**21年非即饮渠道预调酒销量仅占啤酒的0.9%**，且目前处于上升期，仍有较大提升空间。

图表：日本预调酒规模快速提升



资料来源：欧睿,太平洋证券研究院整理

图表：国内预调酒对啤酒渗透率仍处于较低水平（非即饮渠道）



资料来源：欧睿,太平洋证券研究院整理

图表：日本RTD预调酒成为居家饮用首选

	全体	20岁	30岁	40岁	50岁	60岁
第1位	RTD 23.0%	RTD 35.7%	RTD 29.8%	RTD 24.5%	RTD 16.5%	RTD 12.5%
第2位	啤酒 19.8%	啤酒 28.6%	啤酒 27.1%	啤酒 19.4%	啤酒 15.5%	啤酒 12.0%
第3位	第三类啤酒 14.1%	第三类啤酒 15.8%	第三类啤酒 17.6%	第三类啤酒 15.2%	第三类啤酒 11.7%	第三类啤酒 11.0%
第4位	葡萄酒/发泡酒 10.1%	发泡酒 15.0%	发泡酒 14.4%	发泡酒 10.3%	葡萄酒 9.0%	烧酒 10.6%
第5位		葡萄酒 13.2%	葡萄酒 11.5%	葡萄酒 8.1%	发泡酒 7.4%	葡萄酒 10.1%

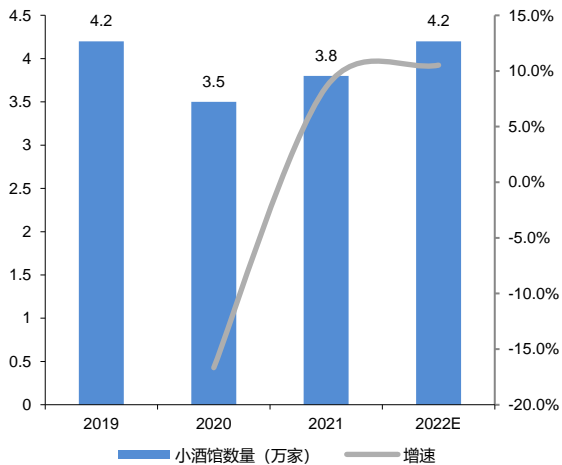
资料来源：三得利,太平洋证券研究院整理

守正 出奇 宁静 致远

4.3 长期：日本他山之石需注意其特殊性，国内市场空间广阔

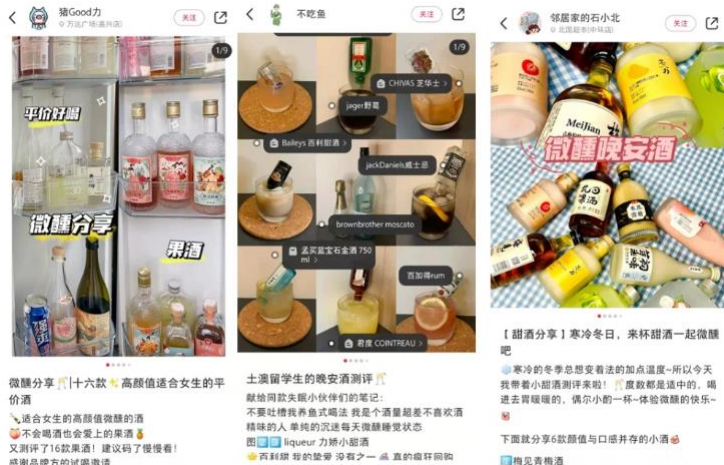
- 2) 特点二：居酒屋文化培养消费者饮鸡尾酒的消费习惯，国内仍需关注消费者培育。日本从餐饮渠道入手，饮用鸡尾酒文化较为浓厚。一般居酒屋都会提供Highball、ChuHi（日本烧酒+苏打水）、沙瓦（日本烧酒+柠檬汁+苏打水）等鸡尾酒，**15年日本居酒屋数量已超过16万家，而国内21年小酒馆约为3.8万家**；同时日本职场的饮酒会文化也培育了消费者饮用鸡尾酒的消费习惯。相比于日本，国内鸡尾酒消费习惯尚未形成，目前消费者培育重心放在**小红书、抖音等新兴社交媒体“种草”**，目前小红书已有超过40万篇“女生酒”的笔记，抖音RIO不信邪挑战阅读量已超过16亿次，未来仍需关注消费者持续培育的进程。

图表：国内小酒馆数量与日本仍有较大差距



资料来源：智研咨询,太平洋证券研究院整理

图表：小红书“女生酒”笔记已超40万篇



资料来源：小红书,太平洋证券研究院整理

图表：RIO强爽不信邪活动阅读量已超16.9亿次



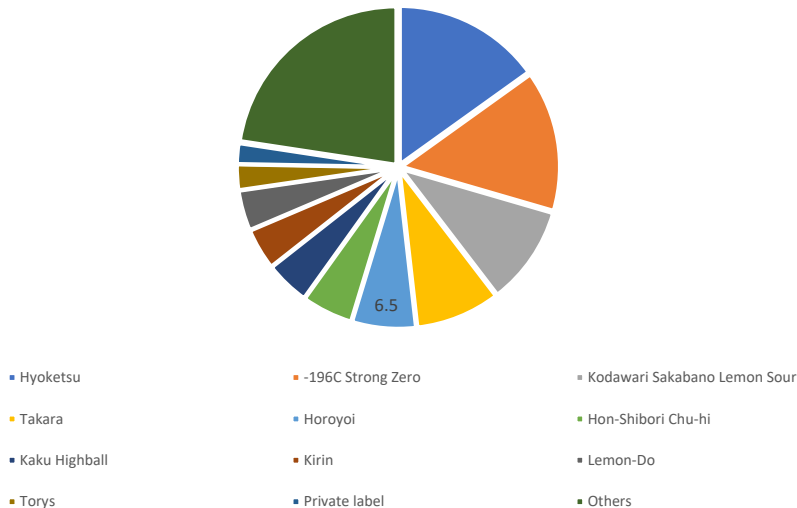
资料来源：抖音,太平洋证券研究院整理

4.3 长期：国内行业空间有望逐步向日本看齐

长期有望逐步向日本看齐

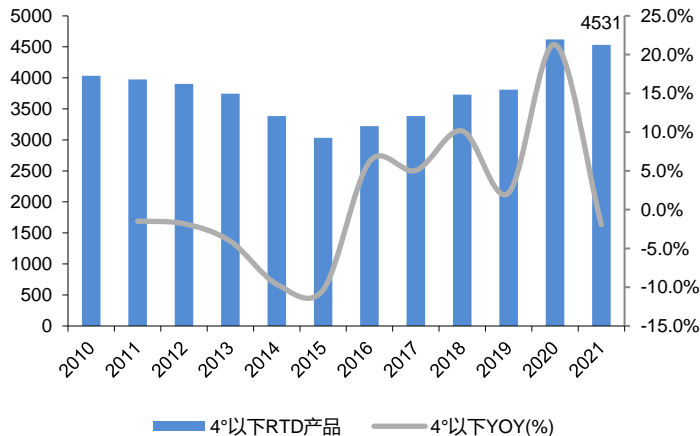
- 1) 4°以下市场：日本4°以下微醺产品进入成熟期，国内人均消费量预计仍有渗透空间。日本女性饮酒率持续提升，在2011年，20岁年龄段女性饮酒比例已高于男性，根据Clear，19年每周有4天以上喝日本酒的20+岁、30+岁女性比例较17年增长8%、6%。根据三得利，21年日本20-40岁女性居家饮酒首选位RTD预调酒，日本年轻女性饮酒偏好果味、甜味、微醺感觉，因此推动三得利和乐怡(Horoyoi)成为大单品，市占率约6.5%，排名第5，经过多年发展，日本4°以下预调酒规模已进入成熟期，稳定在4500万箱的销量。

图表：日本RTD市场格局



资料来源：欧睿，太平洋证券研究院整理

图表：日本RTD市场4°以下产品规模保持稳定（万箱，每箱250ml*24罐）



资料来源：三得利，太平洋证券研究院整理

4.3 长期：国内行业空间有望逐步向日本看齐

长期有望逐步向日本看齐

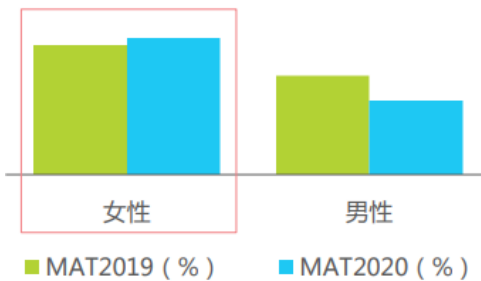
- 1) 4°以下市场：日本4°以下微醺产品进入成熟期，国内人均消费量预计仍有渗透空间。国内经过13-14年以及18年后持续培育，已经完成消费者初步培育，女性饮酒消费人群增速高与男性，同时女性消费者在体验微醺、独酌的首选逐渐变为低度酒，RIO品牌也成为天猫双十一低度酒品牌成交额第一位。从人均消费量看，国内4°以下产品主力消费群体为一二线城市年轻女性用户，21年国内20-34岁女性约1.45亿，预计一二线城市年轻女性用户约为5229万(假设一二线女性比例与一二线常住人口占总人口比例一致)，根据测算，RIO4°以下产品销量约2100万箱，RIO市占率约为89%，对应国内市场约为2360万箱，一二线女性用户人均销售额约0.45万箱，远低于日本20-40岁女性人均4.8万箱，约为日本的9%、因此国内低度酒仍有较大的渗透空间。

图表：2021年4°以下RTD市场中日人均消费量对比(国内市场为测算数据)

假设微醺消费群体基本为女性	国内一二线城市	日本	国内/日本
人均消费量(万箱)	0.45	4.84	9.3%
市场规模(万箱)	2360	4531	52.1%
国内-微醺销量(估算)	约1760万箱		
国内-微醺收入(估算)	约14亿元		

资料来源：太平洋证券研究院预测

图表：国内女性线上饮酒消费人数增速高于男性



资料来源：艾瑞，太平洋证券研究院整理

图表：国内女性独酌酒类选择占比



资料来源：艾瑞，太平洋证券研究院整理

4.3 长期：国内行业空间有望逐步向日本看齐

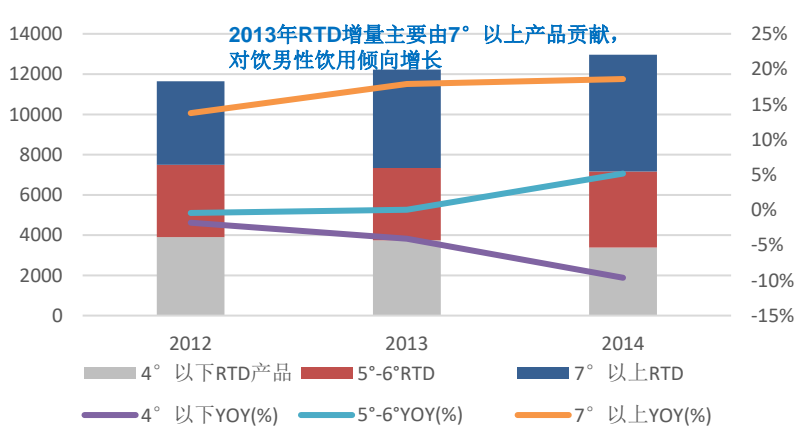
长期有望逐步向日本看齐

2) 5-6°&7°以上市场：日本7°以上产品占比快速提升，5-6°市场发展平稳，而国内处于发展初期，未来潜力巨大。

1.高度RTD持续向日本男性用户渗透，根据三得利报告，2013年30岁以上男性饮用RTD预调酒比例较12年提升明显，其中**30岁以上提升3.5pct，40岁以上提升5.6pct，50岁以上提升4.8pct**，同期日本行业RTD主要增量为7°以上产品。

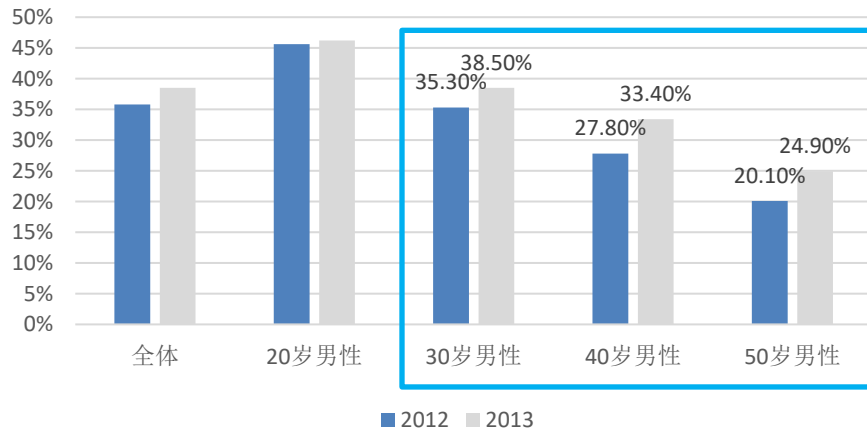
2.酒精度较高产品用户粘性较高，整体呈现快速增长趋势，以三得利Strong Zero为代表的9°RTD成为预调酒行业市占率第二的大单品，若仅以7°以上产品划分，预计市占率第一，反映出酒精度较高的RTD用户粘性较高，复购表现较好，因此7°以上产品今年保持快速增长趋势**21年7°以上产品销量约1.4亿箱，2010-2021CAGR16%**。

图表：2012-2014年日本RTD市场增量主要由7°以上产品贡献



资料来源：三得利,太平洋证券研究院整理

图表：2013年日本30-50岁男性居家饮用RTD倾向增长明显



资料来源：三得利,太平洋证券研究院整理

4.3 长期：国内行业空间有望逐步向日本看齐

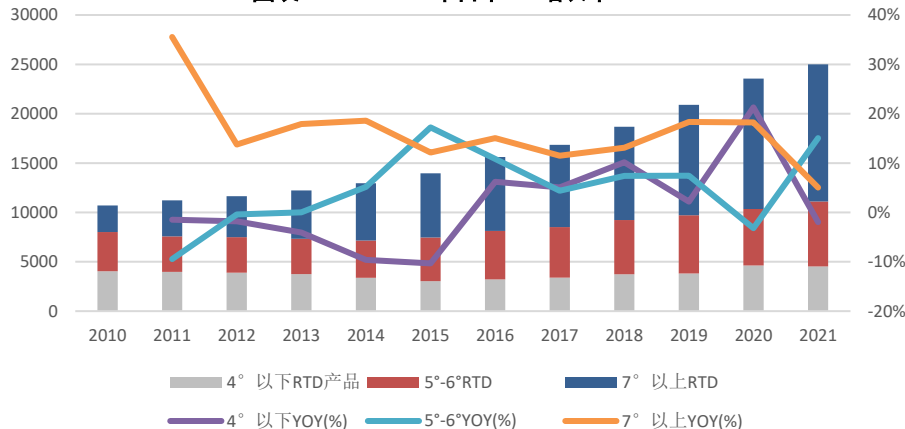
长期有望逐步向日本看齐

2) 5-6°&7°以上市场：日本7°以上产品占比快速提升，5-6°市场发展平稳，而国内处于发展初期，未来潜力巨大。

3.5-6°RTD作为过渡性产品，市场规模稳步增长。相比以女性用户为主的4°以下RTD产品，5-6°RTD定位为饮料型人群往饮酒人群过渡阶段的产品，产品粘性虽不如高度RTD高，但是消费场景、人群更广泛，因此在饮用预调酒较多的日本，**21年5-6°产品销量约为0.66亿箱，高于4°以下RTD，低于7°以上RTD，同比+15%，2010-2021CAGR为5%。**

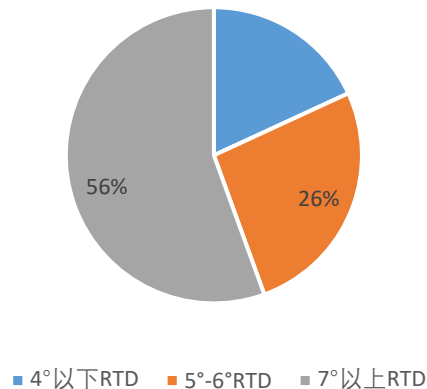
4.国内以强爽(8°)、清爽(5°)为代表的“中高度”RTD市场仍处于起步阶段。相比女性饮用微醺低度酒，男性用户仍处于培育阶段，21年RIO强爽、清爽占比较低，参考日本5-6°、7°以上RTD规模分别约为4°以下RTD的1.5倍、3倍以上，虽然需要考虑日本RTD税率较低带来的对啤酒替代效应，但我们认为未来国内“中高度”RTD规模仍有巨大空间。

图表：2010-2021年日本RTD增长率



资料来源：三得利,太平洋证券研究院整理

图表：21年日本RTD产品结构，7° 以上/5-6° 产品分别为4° 以下的3倍、1.5倍



资料来源：三得利,太平洋证券研究院整理

4.3 长期：国内行业空间有望逐步向日本看齐

► 敏感性分析：对标日本，长期公司空间展望75-113亿元

- 按品类空间测算：1) 3°：国内3°市场与日本情况相近，日本微醺市场主要消费者为女性，受啤酒税率影响较少，低度酒是独酌的第一选择。参考日本4531万箱的市场规模，测算下，国内一二线城市女性人均消费量仅为日本女性的9%，中性预期下，假设国内女性人均消费量达日本0.3倍，人均消费量提升至1.45万箱，对应规模达7589万箱，RIO假设市占率下降70%，预计经典瓶由于产品生命周期等因素占比持续下降，微醺成为主要单品，对应微醺规模为5312万箱，长期稳态营收有望达41亿元。2) 5°、8°：参考日本5-6°以及7°以上产品规模约为4°以下的1.5、3倍，但考虑日本中高度RTD因为低税率原因对啤酒形成替代效应，保守预期下，国内3°:5°:8°约为1:1:1，中性预期下，约为1:1.1:1.5，乐观预期下约为1:1.2:2，对应公司鸡尾酒规模为123、148、172亿元，假设公司稳态归母净利润率为25%，对应中性预期下净利润37亿元，对应PE约为10x。

图表：长期公司3° 产品空间测算

人均消费量系数(国内/日本)	0.2	0.3	0.4
国内人均消费量(万箱)	0.97	1.45	1.94
国内市场规模	5059	7589	10119
RIO市占率		70%	
微醺销量(万箱)	3542	5312	7083
微醺收入(百万元)	2752	4128	5504

资料来源：太平洋证券研究院预测

图表：长期预调酒空间敏感性分析(亿元)

8°倍数	5°倍数	1.00	1.10	1.20
	1.0	123	127	131
	1.5	144	148	152
	2.0	164	168	172

注：横纵轴系数均为对应公司3° 市场规模的倍数

资料来源：太平洋证券研究院预测

- 一、百润股份：预调鸡尾酒行业龙头，聚焦358度产品矩阵
- 二、行业分析：国内市场逐步回暖，Z时代、女性消费者成为消费主力军
- 三、公司竞争力：精细化运营，品牌力明显
- 四、公司逻辑：短期清爽、清爽加快占领用户心智，中长期行业空间广阔
- 五、盈利预测及估值**

➤ 收入假设:

- **1) 预调鸡尾酒:** 短期受Q2疫情影响, 产能利用率受限。随着9月强爽系列呈现快速增长, 叠加清爽9月末官宣肖战代言, Q4预计逐渐放量, 双十一RIO蝉联天猫低度酒销售额第一名, 预计Q4环比呈现快速改善趋势。23年、24年中长期5°、8°产品行业空间广阔, 预计强爽、清爽在持续推广下保持较好的增长势能, 而微醺随着短期内流量挤压影响缓解, 有望恢复增长势头。同时随着罐化产品占比的提升预计, 经典瓶占比下滑对产品出厂均价影响会逐渐减弱。**预计22-24年预调鸡尾酒营收同比-1%/+31%/+26%。**
- **2) 香精香料业务:** 由于公司下游以B端为主, 需求相对稳定, 预计随着疫情影响趋缓后, 有望保持平稳增长趋势, **预计22-24年香精香料业务营收同比-1%/+4%/+4%。**
- **综上, 我们预计22-24年营收增速为: -0.3%/+28%/+23%。**

➤ 盈利假设

- **毛利率:** 22年受疫情影响, 工厂开工率受限, 导致毛利率短期承压, 随着生产恢复预计23年毛利率有所回暖, 同时公司罐装产品占比较高, 未来毛利率有望趋于稳定, 预计22-24年毛利率为62%/65%/65%。
- **费用率:** 由于清爽系列9月末官宣新代言人, 预计Q4推广力度较大, 叠加股权激励摊销成本影响, 预计22年费用率保持较高水平, 随着公司358矩阵完善, 产品持续放量, 预计后续费用率呈现稳步改善的趋势, 22-24年预计销售费用率分别为24%/23%/23%, 管理费用率为7%、6%、5%, 研发费用率为3%、3%、3%。
- **综上, 我们预计归母净利润分别为4.93/7.54/9.50亿元, 同比-26%/+53%/+26%。**

	2021	2022E	2023E	2024E
预调酒				
销量 (箱)	24,985,753	25,110,682	33,146,100	41,432,625
增速	38.20%	0.50%	32.00%	25.00%
单价 (元/箱)	91.47	90.10	89.20	89.20
营业总收入 (百万)	2,594.36	2,586.36	3,307.39	4,064.81
预调酒	2,285.40	2,262.38	2,956.48	3,695.60
食用香精	273.42	270.69	281.62	293.00
其他业务	35.53	53.30	69.29	76.22
收入增长				
产品	34.66%	-0.31%	27.88%	22.90%
预调酒	33.49%	-1.01%	30.68%	26.00%
食用香精	37.72%	-1.00%	4.04%	4.04%
其他业务	120.41%	50.00%	30.00%	10.00%
毛利率	65.43%	61.86%	64.52%	64.84%
预调酒	65.85%	62.00%	65.00%	65.30%
食用香精	65.20%	65.00%	65.50%	65.50%
其他业务	39.75%	40.00%	40.00%	40.00%
营业税金及附加	145.28	144.84	185.21	227.63
占收入比例	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%
销售费用 (百万)	566.90	628.73	760.70	914.58
销售费用率	21.85%	24.31%	23.00%	22.50%
管理费用 (百万)	136.49	174.11	181.29	216.44
管理费用率	5.26%	6.73%	5.48%	5.32%
研发支出	73.11	77.70	97.57	117.88
研发费用率	2.82%	3.00%	2.95%	2.90%
利润总额	842.47	624.56	956.12	1,204.10
减: 所得税	177.99	131.97	202.03	254.43
所得税率	21.13%	21.13%	21.13%	21.13%
净利润	664.47	492.59	754.09	949.67
归属于母公司所有者的净利润	666.06	492.59	754.09	949.67
归母YOY	24.38%	-26.04%	53.09%	25.94%
归母净利率	25.67%	19.05%	22.80%	23.36%

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院预测

- ▶ 短期强爽、清爽较好表现，有望推动Q4逐渐回暖，中长期公司受益行业空间增长。预计22-24年收入增速分别为-0.3%/28%/23%，归母净利润增速分别为-26%/+53%/+26%，EPS分别为0.47/0.72/0.90元，对应当前股价PE分别为78x/51x/41x，参考公司近5年PE-Band中值，**我们按照2023年业绩给予60倍，一年目标价43元，维持“增持”评级。**

图表46：估值对比

证券名称	证券代码	收盘价（元）	总市值（亿元）	营业收入（百万元）			净利润（百万元）			PE		
		2022/12/1	2022/12/1	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
青岛啤酒	600600.SH	104.60	1,185	32,659	34,786	36,872	3,503	4,198	4,906	41	34	29
重庆啤酒	600132.SH	117.50	569	14,450	16,503	18,603	1,349	1,655	1,966	42	34	29
燕京啤酒	000729.SZ	10.01	282	12,939	13,931	14,944	334	488	656	84	58	43
珠江啤酒	002461.SZ	7.61	168	4,971	5,315	5,632	621	732	824	27	23	20
均值										49	37	30
百润股份	002568.SZ	36.73	365	2586	3307	4064	493	754	950	78	51	41

资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

- 疫情反复风险风险。
- 原材料价格上涨风险
- 新品推广不及预期风险
- 食品安全问题等

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。