

# 百润股份（002568.SZ）

## 预调鸡尾酒行业龙头，强爽与清爽蓄力成长

公司研究 · 深度报告

食品饮料 · 其他酒类

投资评级：增持（首次覆盖）

证券分析师：陈青青

0755-22940855/0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn

S0980520110001

证券分析师：廖望州

0755-22940911

liaowangzhou@guosen.com.cn

S0980521010001

联系人：刘匀召

0755-81981072

liuyunzhao@guosen.com.cn

- **公司概况：快速成长的预调酒龙头，经典瓶与微醺接替放量成就两轮“十倍股”。**百润以香精业务起家，2003年进军预调酒市场，现已发展为预调酒行业绝对龙头，旗下RIO品牌知名度极高，公司核心单品包括微醺、经典、强爽及清爽系列，并构建了完备的3、5、8度产品矩阵。近年来在单品放量和渠道扩张的驱动下，公司业绩快速成长，销售区域逐渐从华东快速辐射到全国，过去10年营收和利润CAGR分别为36.2%和30.5%，而凭借经典瓶与微醺系列的接替放量，公司于2013-2015年、2018-2021年间两度成为“十倍股”。
- **预调酒行业：仍处于快速增长期，百润“一超”地位稳固。他山之石：日本预调酒人均消费量全球第一，回顾其预调酒发展，酒税政策的持续变化使得预调酒价格优势凸显，因而三得利等酒类巨头加速拓展预调酒新品并进行广告宣传，预调酒饮用人群和饮用场景逐步拓宽，预调酒行业实现了快速增长。而随着人们对于健康的重视程度增加及消费群体由年轻女性向男性扩展，主打健康、高度的预调酒近年来受到日本消费者的热捧。反观我国，预调酒相较于啤酒并无明显税率优势，但预调酒酒精度数低、包装新颖且添加果汁叠加龙头企业的持续培育，预调酒受到了刚步入社会及女性消费群体的追捧。目前我国预调酒市场规模超70亿元，过去10年CAGR接近20%，未来随着消费人群及消费场景扩容，行业规模有望持续增长，预计到2026年我国预调酒行业市场规模将突破130亿，未来5年CAGR接近15%。格局上，RIO抓住冰锐的战略失误，明确产品定位的同时逐步增加营销投入，成为行业绝对龙头，2021年市场份额已接近90%。**
- **产品与品牌具备先发优势，强爽与清爽将接替微醺打开新的增量空间。**公司管理层深耕行业20年，在产品研发及品牌建设方面积累了丰富的经验。**品牌端：**公司善于抓住快速变化的营销趋势并持续投入品牌宣传，RIO已形成了品牌即品类的认知，率先抢占消费者心智。**产品端：**香精业务凭借积累的产品、技术等优势可赋能预调酒研发。公司现已布局业内最完善的产品矩阵，并前瞻性推出多款单品，同时精准定位特定消费人群：**①微醺：**精准定位女性消费群体与独饮场景，“一个人的小酒”定位深入人心，未来在品类拓展及渠道延申仍具较大空间。**②强爽：**定位追求高酒精度和醉感的人群，强调一罐到位，近期强爽放量充分反映了公司培育单品的恒心和强大的营销能力，随着未来营销端进一步发力，强爽长期空间可看更高。**③清爽：**酒精度数、果汁含量有所提高且售价更低，面向更广泛饮酒人群且性价比更高，利于公司产品下沉至低线城市，目前空中广告与地面推广活动已陆续进行，未来有望抢夺气泡饮料和啤酒份额，拓展空间广阔。
- **盈利预测与估值：**2022H2公司主动在管理、激励及营销等方面积极调整，叠加强爽与清爽近期销售火爆，预计公司2022Q4业绩有望实现大幅改善。中长期看，预调酒行业仍处于成长期，消费人群及消费场景扩容有望带动行业规模持续扩大，RIO具备明显先发优势，未来产品延伸和渠道拓展空间广阔，预调酒业务业绩弹性充足。预计2022-24年收入分别为27.5/34.6/42.8亿元（6%/26%/24%）归母净利润分别为5.1/7.5/9.9亿元（-23%/+45%/+33%），EPS为0.49/0.71/0.75元，当前股价对应PE为81/56/42倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**预调酒行业渗透不及预期；低度酒竞争加剧；新品推广不及预期；食品安全风险；费用投放超预期及投放效果不及预期；疫情持续反复；宏观经济增速放缓；原材料价格上行超预期。

# 一、公司概况：快速成长的预调鸡尾酒龙头

# 百润以香精业务起家，逐步成长为预调鸡尾酒龙头

- 百润股份成立于1997年，公司以香精业务起家，经多年发展逐步发展为国内香精与预调鸡尾酒龙头企业：
  - **香精香料业务：**1997年上海百润香精香料股份有限公司成立（公司前身），成立初期以食用香精及烟草香精两大类香精的研发、生产、销售为主。经过多年的发展，公司已成为国内本土香精研发、制造、销售和服务的领先者，中国轻工业香料香精行业十强企业，并于2011年在A股上市，成为国内首家香精香料上市公司。
  - **预调鸡尾酒业务：**2003年公司成立了子公司巴斯克酒业进军预调酒市场，2005年RIO预调鸡尾酒全面开拓市场，而由于当时预调酒业务发展不及预期，公司于2009年将预调酒业务剥离。而从2011年开始，预调鸡尾酒市场进入快速增长期，RIO鸡尾酒开始加大广告宣传力度，销量快速增长，并于2015年达到销量高峰，同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（巴斯克酒业）重新装入上市公司，目前公司已成为国内预调鸡尾酒行业的绝对龙头，市占率超过80%。

图：百润股份历史沿革图

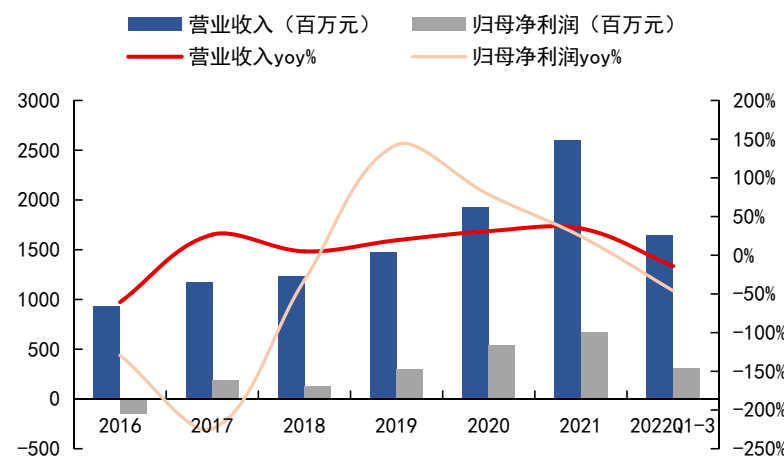


数据来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

# 营收、利润近年来快速增长，盈利能力突出

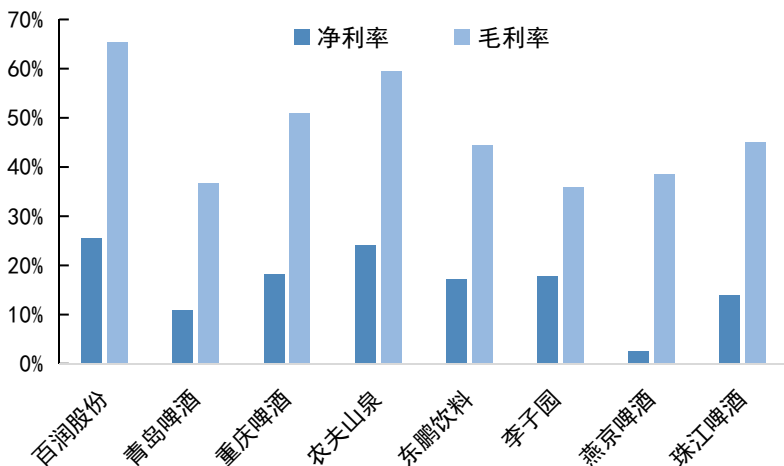
- 营收：**2021年公司收入为25.9亿元，同比+34.7%，过去十年CAGR为36.2%，在预调酒业务快速增长的带动下公司收入体量持续增长。2022年前三季度实现收入16.5亿元，同比下滑14.1%，收入下滑主要受疫情影响、销售团队变动以及头部主播停播等不利因素影响。
- 利润：**2021年公司归母净利润为6.7亿元，同比+24.4%，过去十年CAGR为30.5%，2022年前三季度实现归母净利润3.05亿元，同比下滑45.9%，利润下滑较多主要系原材料成本上涨所致。
- 盈利能力突出：**2021年公司毛利率、净利率分别为65.4%、25.7%，均大幅高于啤酒行业、软饮料行业中枢，公司期间费用率中销售费用率占比较高，主要系广告费用及市场推广费用较高，2021年公司销售费用率为21.9%，其中广告费率、市场活动费率分别为5.8%、3.9%。

图：2011-2022年百润股份收入利润及增速（百万元，%）



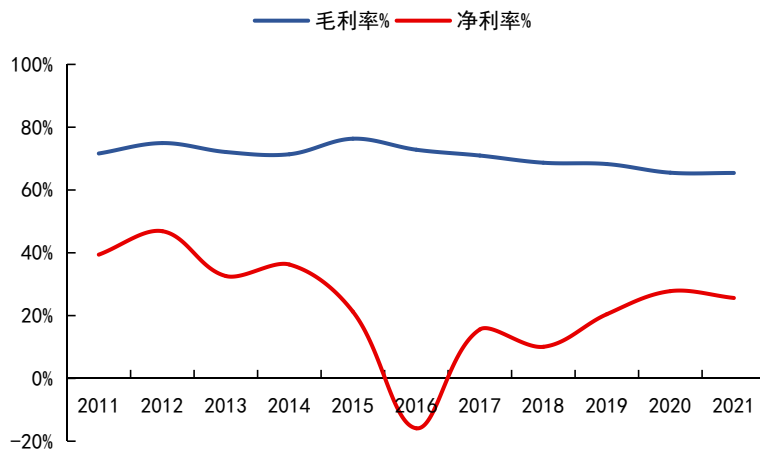
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2021年百润及可比公司毛利率与净利率对比



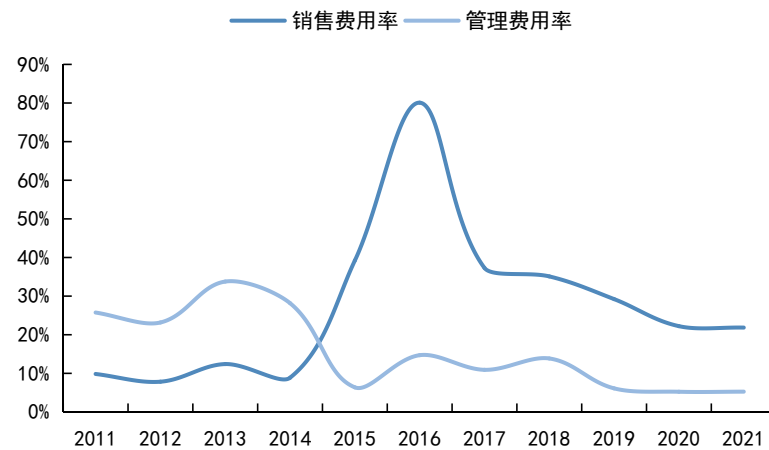
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市后百润股份毛利率及净利率变化



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2011-2021年百润销售费用及管理费用情况



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 香精业务体量小但成长稳定，预调酒过去9年收入CAGR为50.2%

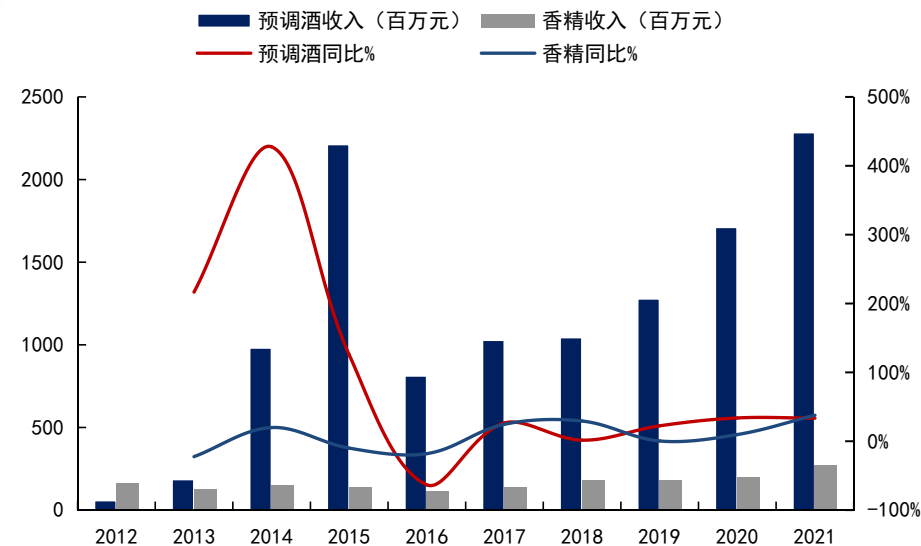
- 香精业务稳定成长：2021年收入为2.7亿元，同比+37.7%，收入占比为10.5%，过去9年收入CAGR为5.9%，增长较为稳定。
- 预调酒业务是目前主要收入构成，虽历经波动但长期成长性优异：2021年公司预调酒业务收入为22.9亿元，同比+33.5%，收入占比为88.1%，过去9年收入CAGR为50.2%。2013-2015年在持续的广告宣传带动下，公司预调酒收入呈现爆发式增长（2015年预调酒收入达到22.1亿元），但受到渠道库存积压、山寨产品泛滥等影响，公司2016年预调酒收入下降至8.1亿元，预调酒业务也进入三年深度调整期（2016-2018年）。2019年以来随着渠道库存回归良性、行业标准的出台以及微醺产品放量，公司预调酒销量持续回升。
- 公司已建立丰富且完善的预调酒产品矩阵：针对不同的消费人群，公司产品矩阵从最开始的经典系列（3.8度瓶装，定位18-25岁年轻消费者）逐渐延生出微醺系列（3度罐装，定位18-23岁年轻女生，“一个人的小酒”）、清爽系列（5度罐装，定位年轻消费者）强爽系列（8度罐装，定位30岁+男性、轻熟女性，强调“一罐到位”）等众多产品。

图：锐澳预调鸡尾酒核心产品

产品系列	经典	微醺	强爽	清爽	本粹	轻享
产品图示						
产品简介	最早推出的系列，包括蓝玫瑰+威士忌，水蜜桃+白兰地等众多口味，果汁含量≥3%	2017H2推出，定位年轻女性，包括白桃、葡萄、西柚、柠檬等众多口味，果汁含量≥3%	2016年推出，定位30岁以上男性，酒精度数提升，再加上气泡，酒劲更足，果汁含量≥3%	2021年推出，定位年轻消费者和下沉城市，果味浓郁，口味众多，果汁含量≥4%	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，果汁含量20-40%	有白桃白兰地、葡萄白兰地、柠檬朗姆、西柚伏特加等多重口味，果汁含量≥2%~4%不等
酒精度数	3.8% vol	3% vol	8% vol	5% vol	3.5-5.5% vol	3% vol
零售价	15.7元/275ml	9.9元/330ml	7.5元/330ml、9.9元/500ml	8.8元/330ml	13元/330ml	15元/500ml

数据来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：2012-2021年预调酒及香精业务收入及增速情况

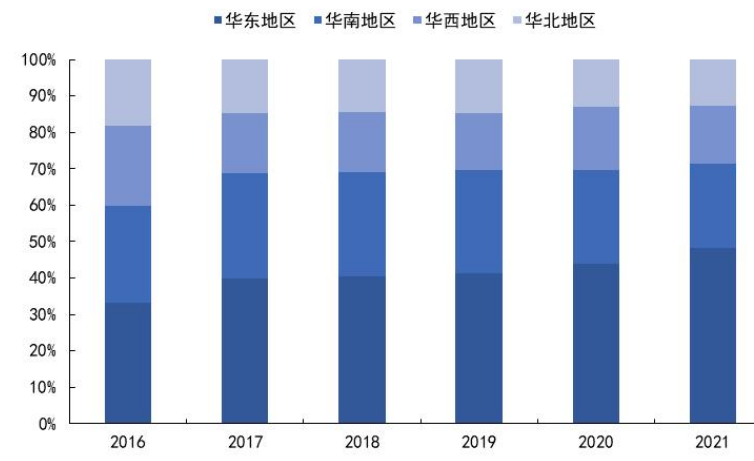


数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 华东地区是公司核心基本盘，数字零售渠道近年来快速成长

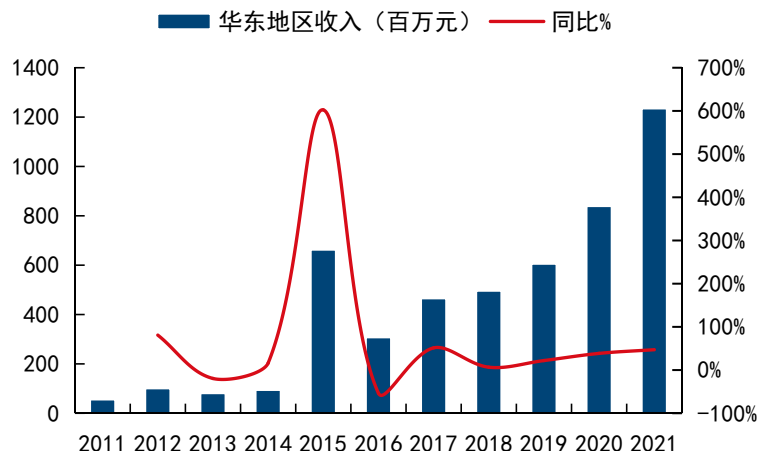
- 2021年公司华东区域收入占比为48.3%，是公司核心基本盘市场：2021年百润华东区域收入为12.3亿元，同比+47.1%，过去10年CAGR为36.3%。华南区域收入占比排名第二，2021年华南区域收入为5.9亿元，占比为23.2%，过去10年CAGR为47.6%。
- 公司主要以线下渠道销售为主，数字零售渠道近年来快速成长：公司的销售模式是以经销模式为主，直销模式为辅，2021年公司线下渠道、数字零售渠道、即饮渠道收入占比分别为71%、25%、4%，线下渠道仍是公司的核心销售渠道，但占比逐年下降。数字零售渠道近年来增长较快，2021年贡献收入6.5亿元。

图：2016-2021年各区域收入占比情况变化



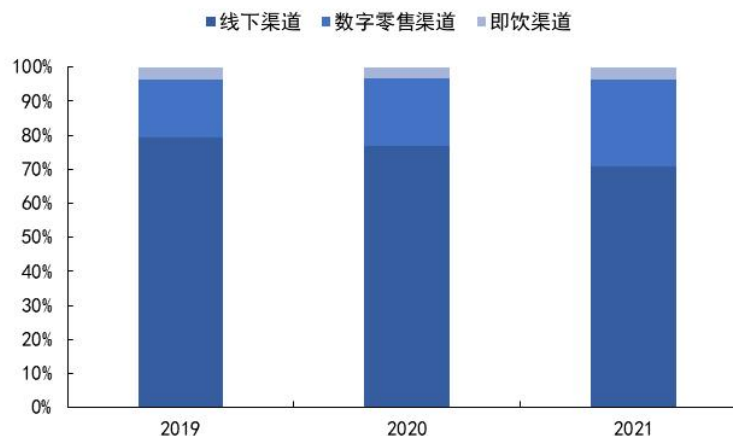
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2011-2021年华东区域收入及增速（百万元，%）



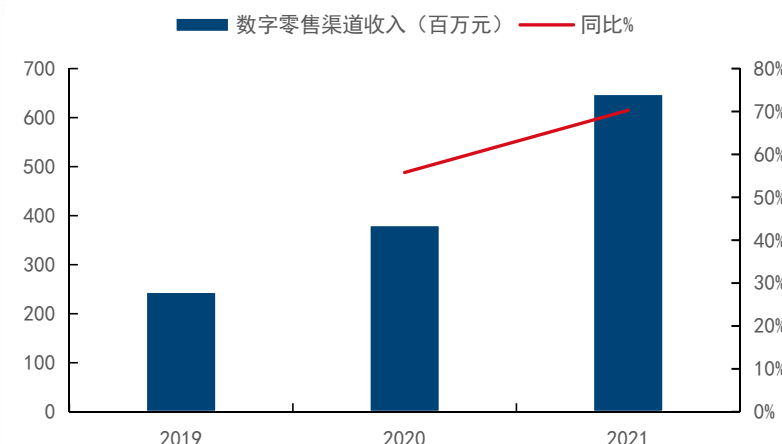
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2019-2021年各渠道收入占比情况变化



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2019-2021年数字零售渠道收入及增速（百万元，%）



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 百润股权高度集中，核心高管管理经验丰富、对行业理解深刻



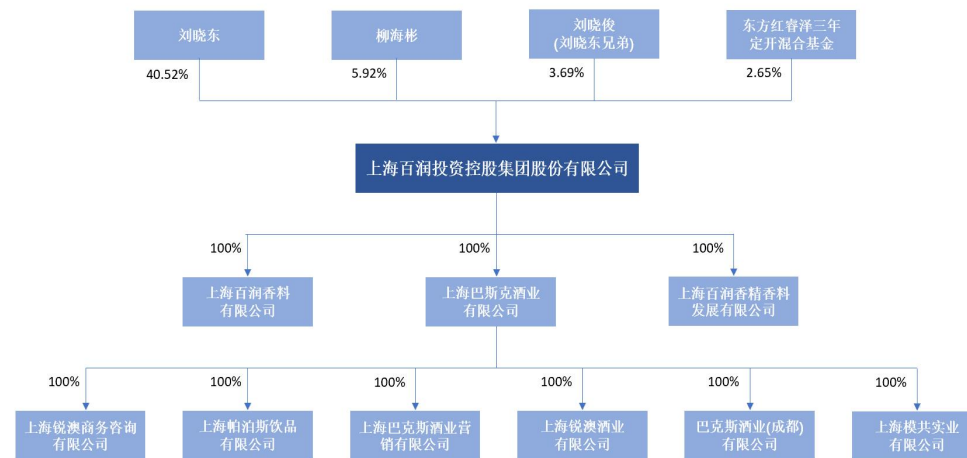
- 刘晓东先生为公司的董事长兼实际控制人，目前持有40.5%的公司股份。刘晓东先生是公司的创立者和中国预调酒行业的开创者，于1997年创立公司，而创立巴斯克酒业之初，刘晓东先生在市场调研及业务开拓等方面亲力亲为，2003年先主导公司推出RIO鸡尾酒，即使在行业低谷期也依然坚持进行预调酒市场的培育和产品的推陈出新，而后RIO在国内实现快速发展。因此，刘先生对预调酒行业理解极为深刻，并具备丰富的管理经验。
- 此外，公司核心高管也具备丰富的管理经验，马良于2014年-2015年就职于上海巴斯克酒业有限公司，任董事长助理，现任公司副总经理、财务负责人。林丽莺1999年至2013年一直在公司工作，历任行政助理、工厂经理，2015年至今，任公司董事、副总经理。耿涛2007年-2010年曾任上海百润投资控股集团股份有限公司副总助理、证券事务代表，现任公司董事会秘书。

图：核心高管主要工作经历及持股数（截止到2022年中报）

姓名	职务	年龄	持股数（万股）	主要工作经历
刘晓东	董事长、总经理	55	42558.85	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。
林丽莺	董事、副总经理	46	376.78	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，在上海巴斯克酒业有限公司工作，任总经理。2015年6月至今，任公司董事、副总经理。
张其忠	监事会主席	53	636.60	1999年至2021年11月，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，历任董事、副总经理、财务负责人；2021年11月至今，任公司监事会主席。
马良	董事、副总经理、财务负责人	45	-	2014年至2015年6月，在上海巴斯克酒业有限公司工作，任董事长助理。2015年6月至今，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，历任公司副总经理、董事会秘书。2021年11月至今，任公司董事、副总经理、财务负责人。
高原	董事	52	392.76	曾在上海外高桥保税区税务局、上海外高桥开发股份有限公司、上海东上海国际文化交流有限公司、上海艾普广告有限公司任职；2013年3月至今任公司董事。
耿涛	董事会秘书	45	-	2000年至2007年，在上海申洲医疗器械有限公司，任部门经理；2007年至今，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，历任副总助理、证券事务代表；2018年9月至今，任公司董事会秘书。

数据来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：百润股份股权结构图（截止2022年中报）



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



# 股价复盘：经典瓶与微醺的成功，铸就百润成为两次十倍牛股

图：百润股份股价复盘



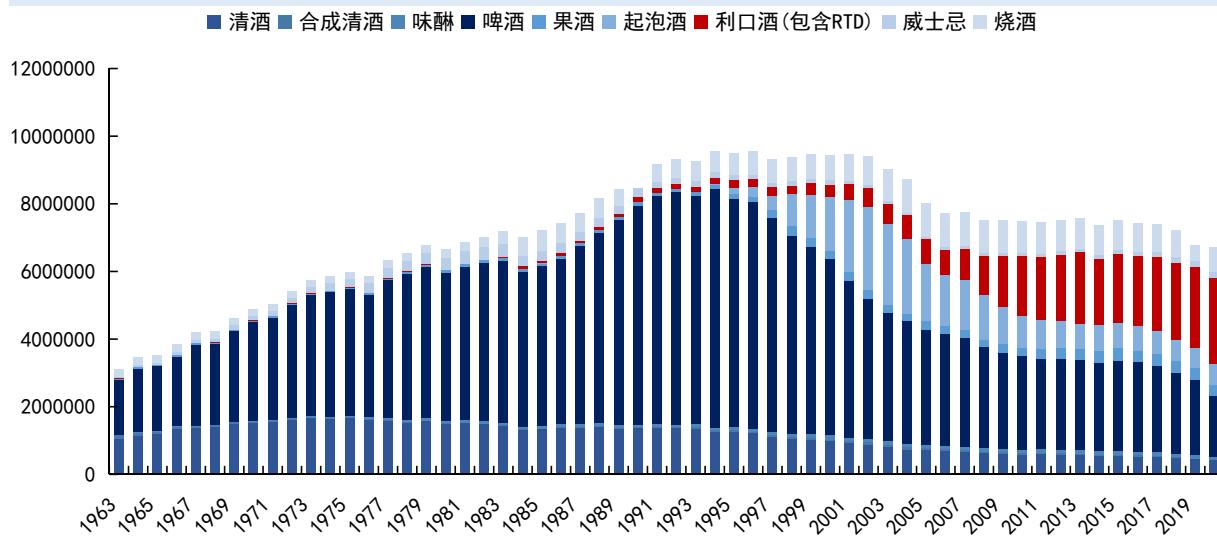
## 二、预调酒行业：仍处于快速增长期，百润“一超”地位稳固

# 他山之石：酒税政策驱动品类结构变化，日本预调酒蓬勃发展



- 回顾日本酒水行业发展，我们发现酒水消费的结构变化和酒税政策的调整密不可分，酒税政策的变化直接推动了众多品类的问世，在税负压力下，预调酒因此在日本实现了蓬勃发展，日本也成为了世界最大的预调酒消费国：
  - 1994年之前：二战结束后日本经济快速发展，啤酒消费快速扩容：二战之后日本人均GDP由1963年的0.07万美元快速上涨至1994年4.0万美元，在此背景下，叠加电冰箱和自动售货机的不断普及，日本啤酒行业实现快速扩容，啤酒销量由162.1万吨增长至705.7万吨，CAGR达4.9%。
  - 1994-2003年：啤酒税率提高，起泡酒、预调酒快速增长：1994年日本政府将啤酒税金提升至222日元/升，而麦芽浓度在25-67%的发泡酒税率则是153日元/升，麦芽浓度在25%以下税率是82日元/升。（1996年日本要求50%-67%浓度的发泡酒也按啤酒一样征税），在此背景下，日本啤酒企业为了享有低税率能带来的低价优势，开始开发麦芽浓度含量更低的起泡酒和预调酒，起泡酒和预调酒快速增长。
  - 2003年之后：低浓度发泡酒税率再提高，预调酒迎来蓬勃发展：2003年，日本政府为了增加税收收入，对麦芽浓度25%以下的发泡酒再次提税，因此起泡酒价格优势降低，销量由2003年的240.3万吨下降至2009年的82.4万吨，而麦芽浓度为0及以预调酒为主的第三类啤酒持续抢占啤酒和发泡酒的市场。

图：日本各品类酒水历史销量统计(单位：吨)



数据来源：日本国税厅，国信证券经济研究所整理

图：日本酒类税金政策变化情况(日元/升)

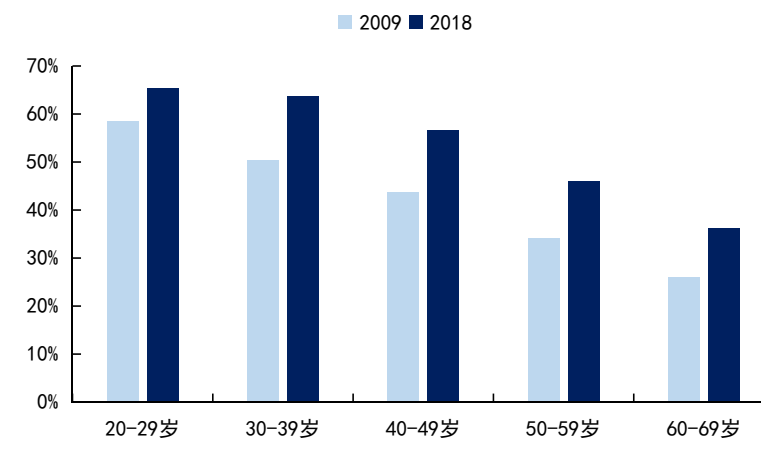
酒类	1994	1996	2003	2018	2020	2023E	2026E
啤酒(麦芽浓度67%+)	222	222	222	220	200	181	155
起泡酒(麦芽浓度50-67%)	153	222	222	220	200	181	155
起泡酒(麦芽浓度25-50%)	153	153	178	178	167	167	155
起泡酒(麦芽浓度25%以下)	83	105	134	134	134	134	155
第三类啤酒			69	80	108	134	155
预调酒			69	80	80	80	100

数据来源：日本国税厅，国信证券经济研究所整理

# 他山之石：酒税政策驱动品类结构变化，日本预调酒蓬勃发展

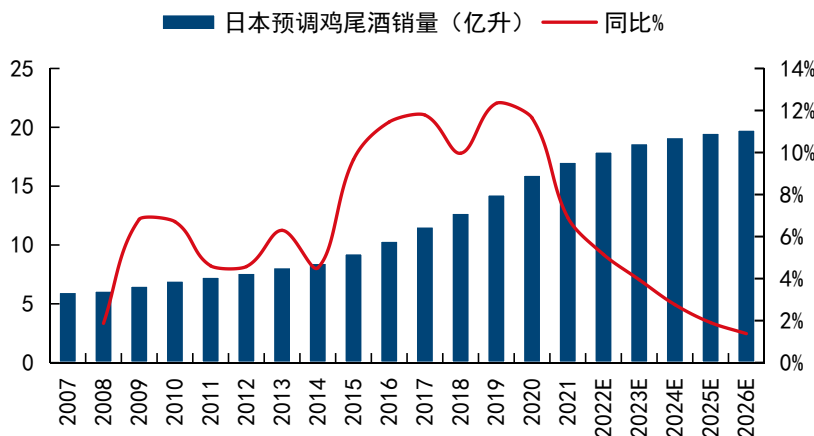
- 除酒税政策的变化外，主流消费群体的变化也带动了预调酒需求提高：90年代以来女性劳动力占比及就业率持续提升，而随着女性群体社交饮酒和压力释放需求增加，日本女性饮酒率也持续提高。同时进入21世纪后，80、90后的年轻消费者逐渐成为主要消费者，RTD凭借酒精度数低、果味/甜味突出，口味多样化且易于饮用等特点，逐渐成为年轻消费者尤其是女性消费者的饮酒首选，预调酒行业也因此持续扩容。
- 2021年日本预调酒销量为17.9亿升，是全球最大的预调酒消费国，过去5年CAGR为10.5%，仍保持蓬勃发展趋势。根据欧睿预测，预计到2026年日本预调酒将达到接近20亿升，未来5年仍将维持稳定增长趋势。

图：近年来日本消费者购买预调酒的频次持续增加



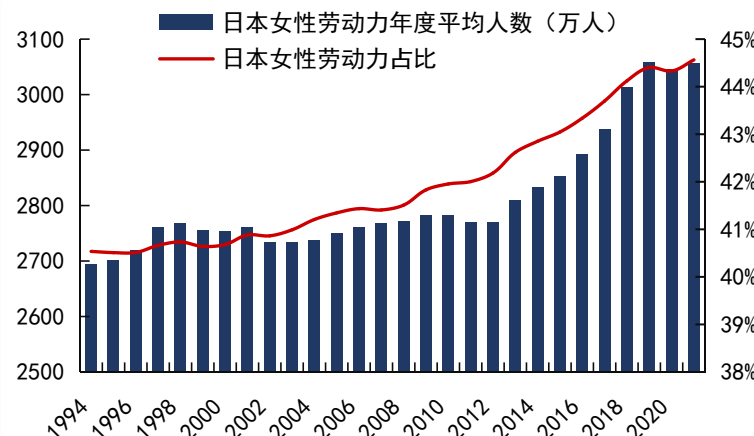
数据来源：三得利官网，国信证券经济研究所整理

图：近年来日本预调鸡尾酒销量及增速（含预测）



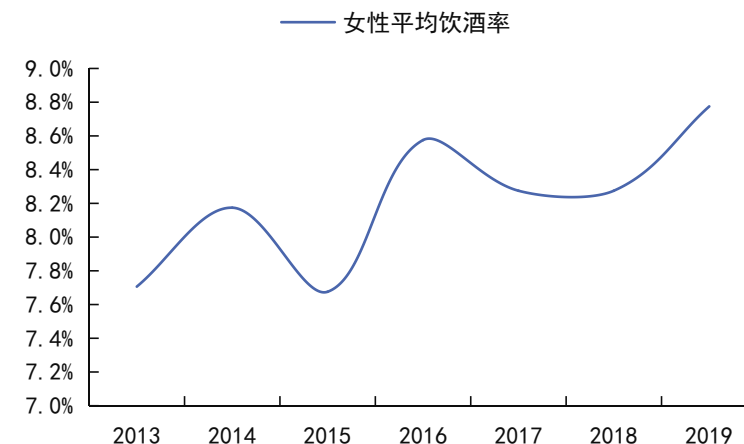
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：1994-2021年日本女性劳动力人数及占比



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2013-2019年日本女性饮酒率 (%)



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 他山之石：日本厂商加速布局预调酒，深度培育消费者饮用习惯

- 三得利引领日本预调酒发展，推出多款畅销产品，预调酒销量持续增长：1995年日本第一次税改之后，三得利推出Super Chu-hi；1996年日本第二次税改后，三得利推出Totteoki Kajitsu no Osake，引领了预调酒的发展；2005年三得利推出大单品-196℃系列（目前是日本第二大单品），此后又推出包括和乐怡、Highball系列等经典产品。大单品推出之后三得利集团不断做品类延伸，持续推出新口味、季节性口味和限定款产品，2017年推出Lemon Sour、2022年推出GREEN 1/2，以迎合多样化消费需求，预调酒受众持续扩大的同时公司预调酒销量也快速增长。
- 麒麟公司培育出日本预调酒第一大单品冰结，预调酒销量亦持续增长：2001年麒麟公司推出Chu-hi Hyoketsu（冰结），收到了女性消费者的青睐，并进一步推动了日本预调酒发展，之后麒麟公司在此系列中推出无糖、Strong、Zero等种类，以迎合多样化消费需求，Hyoketsu现已成为日本预调酒第一大单品；2018年公司推出the strong、2020年推出发酵柠檬等产品，目前麒麟与三得利牢牢占据日本预调酒市场前两位。

图：自90年代以来日本酒龙头企业持续推出预调酒产品

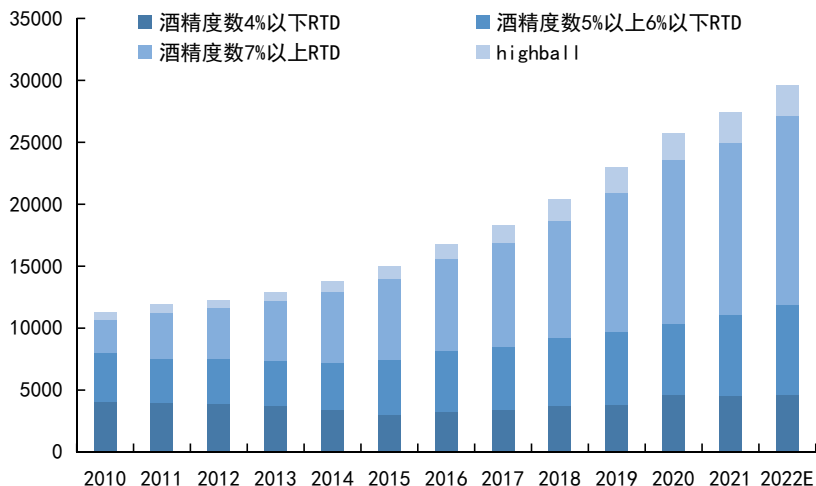


数据来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

# 他山之石：高酒精度及柠檬口味的预调酒产品更受青睐

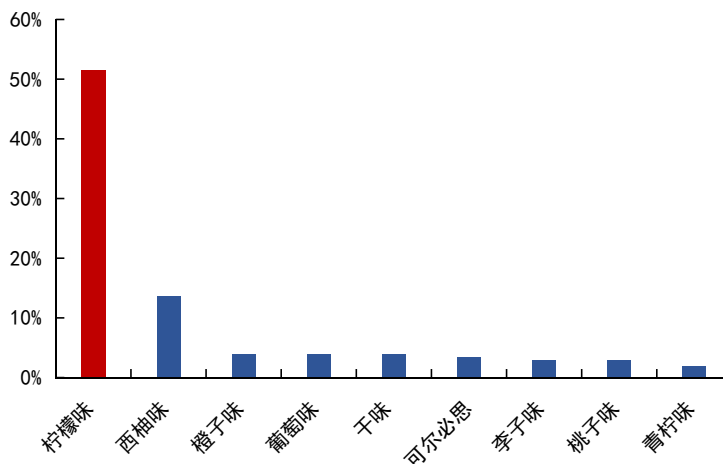
- **2010年以前日本预调酒产品更强调健康的产品：**由于上世纪90年代以来，日本人口逐渐呈现老龄化的趋势，人们的食品安全意识也持续提升，因此日本预调酒产品在刚推出时除了多样化的口味之外，主要品牌还会通过主打健康属性（特别是低糖、无糖）来吸引消费者（尤其是女性消费者）。
- **2010年以来日本预调酒中高酒精度数的RTD受到消费者热捧：**日本酒精度7%以上的高度预调酒产品销量由2010年的0.27亿箱提升到2021年的1.39亿箱，过去11年CAGR为16.1%，占比从23.7%提升至50%+，而酒精度7%以下的预调酒消费占比则持续降低，预计主要系男性及老年人群进入逐渐接受预调酒产品所致。
- **2019年以来柠檬口味RTD呈现爆发式增长：**根据三得利集团披露的消费者调查数据，近年来柠檬味的RTD逐渐成为日本消费者最常喝的口味，西柚、橙子、葡萄味的RTD排名2-4名，2021年柠檬味RTD销量达到1.45亿箱，过去3年实现翻倍以上增长（CAGR为27.6%），而非柠檬味RTD的销量逐渐降低。

图：酒精度7%以上RTD销量及占比持续提升（单位：万箱）



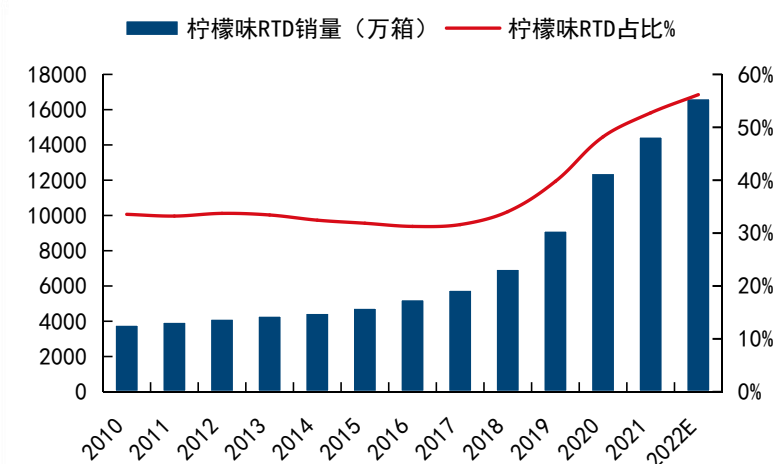
数据来源：三得利官网，国信证券经济研究所整理

图：日本消费者最常喝的RTD口味（单位：%）



数据来源：三得利官网，国信证券经济研究所整理

图：柠檬味RTD销量及占比（单位：万箱，%）



数据来源：三得利官网，国信证券经济研究所整理

# 三得利预调酒成功的启示：精准把握消费趋势+出众的营销能力

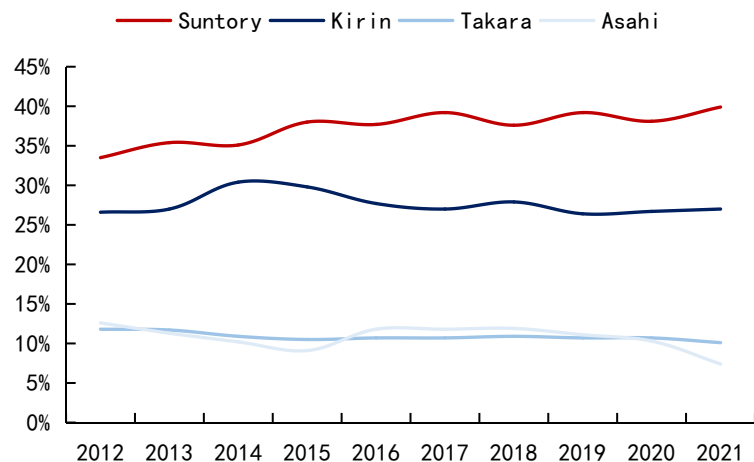
- **三得利、麒麟份额领跑日本预调酒市场：**自2012年开始，三得利凭借-196° C Strong Zero、和乐怡、柠檬酸、Highball系列等热门单品份额持续领跑，份额从35.5%提升至今39.9%。麒麟公司凭借日本第一大单品麒麟冰结份额排名第二（份额为27.0%）。
- **三得利预调酒大获成功的原因：**1) **精准把握消费趋势：**三得利每年都会进行消费者调研，为迎合消费者追求健康、高度数的趋势，2009年推出9%的超级单品Strong Zero；为迎合女性喜爱水果口味的预调酒，2010年公司推出主打水果口味的大单品Horoyoi；由于近年来日本消费者更偏好柠檬口味，2019年三得利推出Lemon Sour后大获成功，以上大单品推出后，三得利不断研发新口味并进行产品迭代；2) **营销能力出众：**新品推出后，公司会根据不同产品的受众进行差异化的营销，并且在宣传时高举高打，通过电视、梯媒、公交等渠道进行全方位的营销。Horoyoi因为女性饮酒市场，在寻找代言时选择邀请泽尻英龙华、堀北真希这类轻熟风格女艺人；Strong Zero由于酒精度数更高，公司与天海佑希女王和西岛俊秀等代表成熟、霸气风格的艺人达成代言合作。

图：三得利对预调鸡尾酒产品Horoyoi进行广告投放



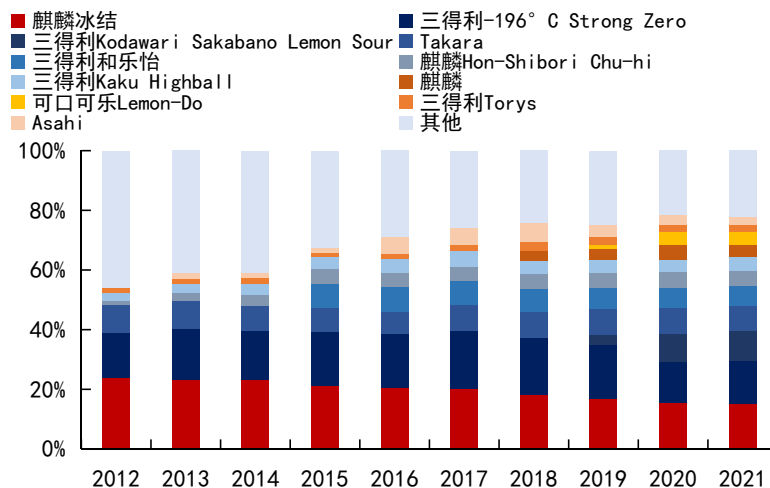
数据来源：三得利官网，国信证券经济研究所整理

图：2012-2021年日本TOP4预调酒公司份额变化



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2012-2021年日本重点预调酒单品份额变化



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：天海佑希、西岛俊秀代言-196°C产品

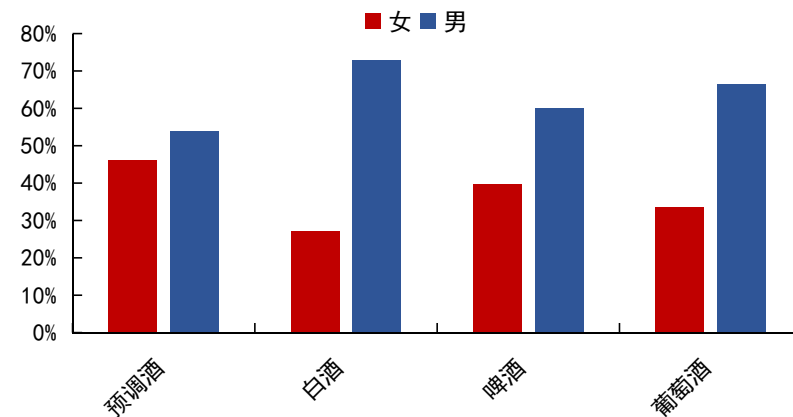


数据来源：三得利官网，国信证券经济研究所整理

# 契合年轻、女性消费群体饮酒场景，中国预调酒规模快速扩张

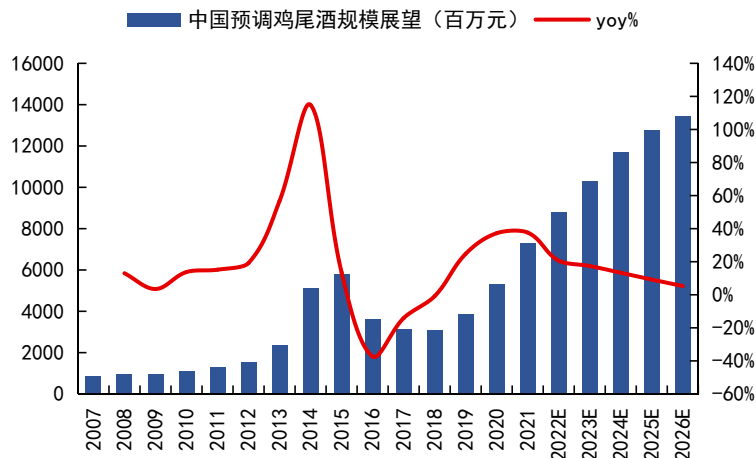
- 中国预调酒行业正处于快速发展期，截止到2021年行业市场规模超70亿元（同比增长37.6%），过去10年CAGR接近20%。其中2021年消费量为21.5万千升（同比增长38.2%），过去10年CAGR为23.1%。
- 由于近年来我国家庭小型化趋势明显叠加现在年轻人宅家时间增加，家庭饮酒场景更偏向于个性化，预调酒酒精度数低、包装新颖且添加果汁，对刚步入社会及女性消费群体来说，口感更好且更符合审美。同时，因此目前中国预调酒消费主要以18-34岁的年轻消费者为主，同时相比于白酒、啤酒、葡萄酒等品种，预调酒更受到女性消费者的青睐。
- 未来随着预调酒市场的逐步培育和消费群体的扩大，中国预调酒规模有望持续增长，根据欧睿预测，到2026年我国预调酒行业市场规模将突破130亿，未来5年CAGR接近15%。

图：预调酒在我国更受女性消费者青睐



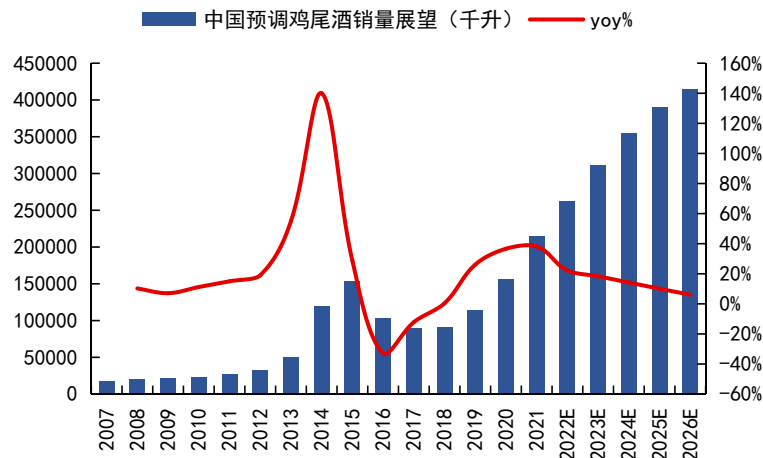
数据来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

图：2007-2026E中国预调酒销售规模及增速（含预测）



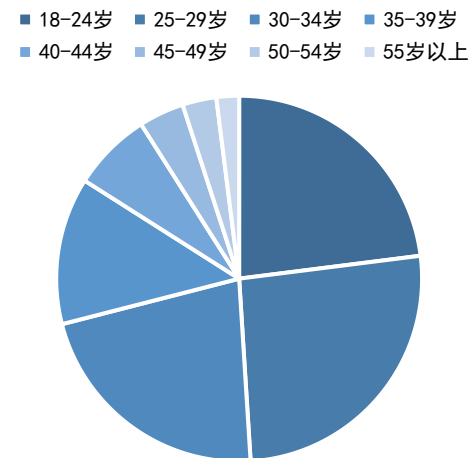
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2007-2021年中国预调酒销售量及增速



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：低度酒消费人群年龄结构（2020年）



数据来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

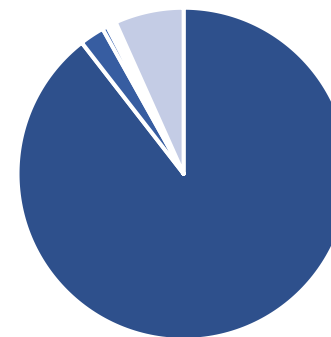


# 预调酒消费场景以非现饮为主，锐澳国内“一超”地位稳固

- **中国预调酒以非现饮渠道为主：**随着预调酒饮用场景的逐步拓宽，行业即饮渠道占比逐渐减少，非即饮渠道占比持续提升，从2007年的64.2%提升至目前的92.2%。拆分非即饮渠道来看，2021年超市、大卖场、电商及便利店渠道占非即饮渠道的比例分别为45.4%、25.8%、19.3%及9.3%，电商渠道占比持续提升。考虑到日本非即饮渠道占比达到97%+，未来我国非即饮渠道占有仍有提升空间。
- **2012年及以前，**由于国内预调酒仍处于孕育期，海外品牌占据主导地位，百加得市占率超过60%。而**随着RIO鸡尾酒逐步增加营销投入，2013年以来其知名度及份额持续提升，2021年百润份额为89.4%，三得利排名第二，份额为2.4%，RIO在国内预调酒行业“一超”地位稳固，**而百加得市场份额缩小至0.5%。

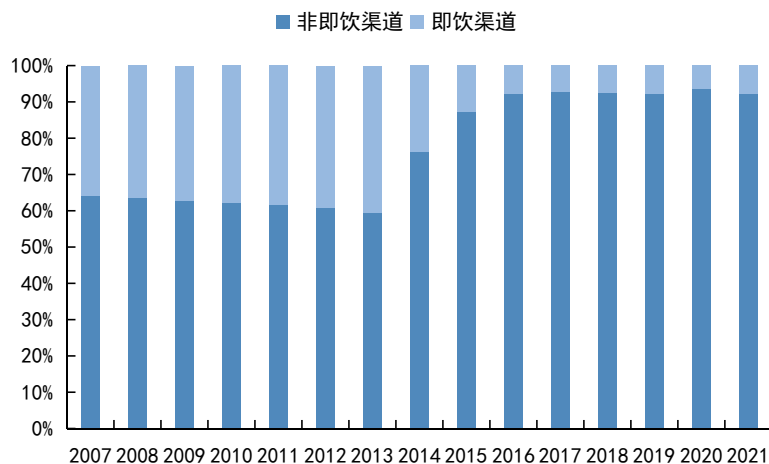
图：2021年中国预调酒竞争格局

■ 百润 ■ 三得利 ■ 百加得 ■ HaLeWood ■ Brown-Forman ■ Vanguard ■ 其他



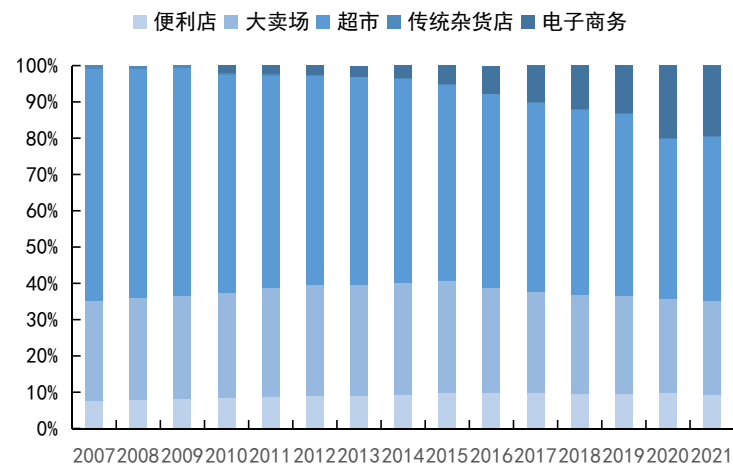
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2007-2021年中国预调酒现饮与非现饮渠道比例



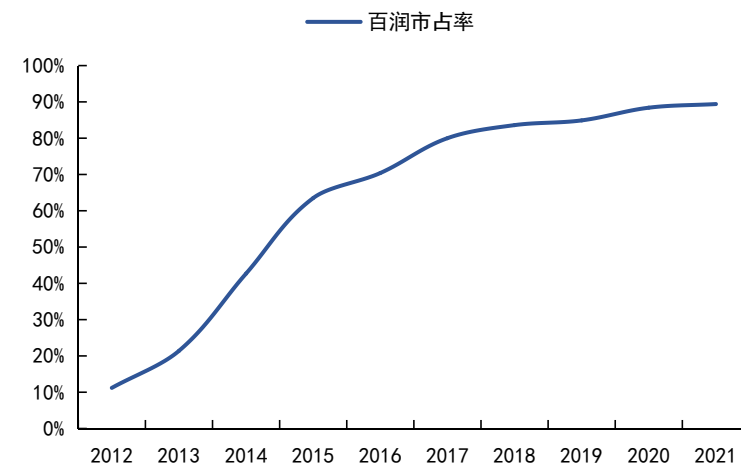
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2007-2021年中国非现饮渠道结构变化



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2012-2021年百润市占率变化



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 资本快速涌入低度酒赛道，细分领域百花齐放

图：低度酒行业近两年重要融资梳理

品牌	融资日期	轮次	金额	机构
贝瑞甜心	2021. 5. 28	A+轮	1亿元	中信产业基金、经纬中国等
贝瑞甜心	2021. 9. 23	战略融资	1000万元	碧桂园创投、中信产业基金等
贝瑞甜心	2021. 12. 27	战略融资	数千万元	百威英博
厚雪酒业空卡	2021. 8. 18	战略融资	/	湖畔山南资本
厚雪酒业空卡	2022. 3. 3	战略融资	/	元生资本
兰舟	2021. 10. 20	A轮	数千万元	百威英博
赋比兴	2021. 8. 24	B轮	近亿元	钟鼎资本、银河系创投
轩博啤酒	2021. 11. 15	A轮	数千万元	野草创投、星烛资本
孟婆醉	2022. 9. 19	种子轮	数百万元	/
利口白	2020. 5. 13	种子轮	数百万美元	真格基金
大于等于九	2022. 4. 13	A轮	1亿人民币	大钲资本
烈奇	2022. 7. 15	天使轮	数百万元	人山资本
初气	2022. 1. 20	天使轮	数百万元	来伊份
ZEYA	2022. 4. 20	种子轮	数百万元	卡慕酒业
十点一刻	2021. 10. 14	Pre-A轮	/	虎扑、腾讯投资、嘉御基金

数据来源：IT桔子，国信证券经济研究所整理

图：低度酒细分领域百花齐放

细分领域	产品图示	代表品牌	价格区间
啤酒		百威、青啤、重啤、雪花	3-15元
预调鸡尾酒		RIO、和乐怡、杰克丹尼	5-20元
果啤		百威、嘉士伯、海伦司	5-20元
米酒		米克米酒、花田巷子、苏州桥	6-40元
果酒		贝瑞甜心、嘉士伯夏日纷	30-60元
梅酒		梅见、梅乃宿、三得利	30-500元

数据来源：天猫，国信证券经济研究所整理

### 三、产品与品牌具备先发优势，强爽与清爽将打开新的增量空间

# 百润前瞻性推出众多产品，引领行业推陈出新、开辟新场景

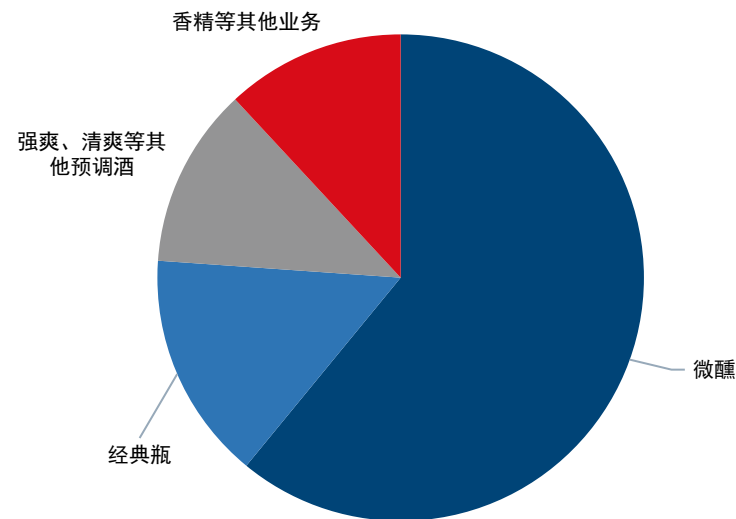
- 预调酒从生产工艺角度看并无绝对壁垒，但好喝是关键，对企业来讲研发的难点在于平衡基酒的苦味与果汁的甜味，同时需对行业的口味变化具备较高的敏锐度，针对不同类型的消费者适时推出不同产品，以满足不同消费人群需求。百润前瞻性布局多款单品，产品矩阵完善、消费者定位精准。公司自2003年首次推出经典瓶产品后，先后推出强爽、微醺、本榨、夜狮、轻享、清爽等多款单品，包括50多种口味、275/330/500ml等不同容量的玻璃瓶装和易拉罐装产品，以满足不同消费者和不同消费场景的需求。**经典瓶（3.8度）**：推出后效仿百加得冰锐进入夜场渠道销售，被多品牌围剿后转战零售渠道，2009年精准定位“小姐妹聚会的青春小酒”，随后抓住百加得管理混乱叠加大力品牌建设，快速抢占市场，2015年开始由于渠道库存积压、山寨产品横行，销售体量逐渐降低。**强爽（8-9度）**：早于微醺推出，定位追求高酒精度和醉感的人群（特别是男性），强调一罐到位，近年来销量快速增长，2021年推出0糖系列，定位关注健康的人群。**微醺（3度）**：主打“一个人的小酒”，精准定位女性消费群体与独饮场景，并通过罐装便携优势加强非即饮市场开拓。微醺自2017年推出后销量快速增长，2021年销售额约15亿元，目前是公司第一大单品。**清爽（5度）**：酒精度数、果汁含量均有所提高，口感清爽纯净，广谱性更强，并以更低的价格面向低线城市推广，利于公司渠道下沉。

图：RIO自成立以来持续进行产品研发、迭代



数据来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：2021年百润主要产品占比

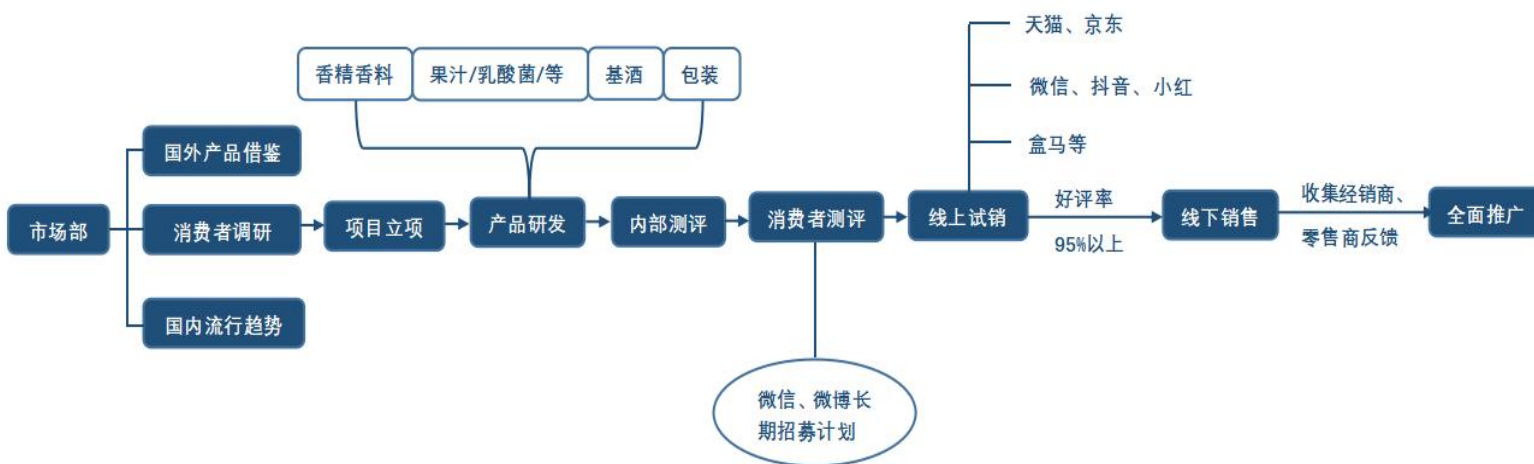


数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

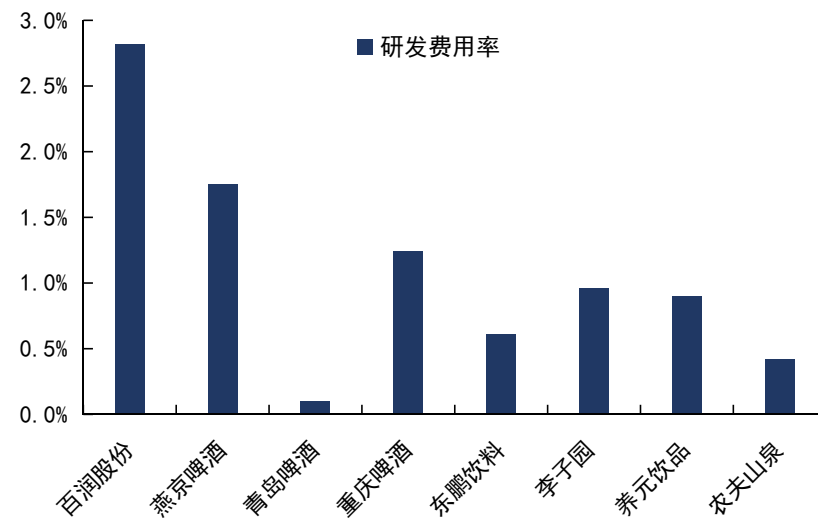
# 香精香料赋能预调酒产品开发，研发高投入助力新品迭代加速

- **香精香料业务与预调酒业务联动，赋能预调酒产品研发：**香精香料对预调酒最终产品口感影响同样关键，公司为国内香精销量行业龙头，先后通过ISO9001质量管理体系、FSSC22000食品安全管理体系等多项认证。公司香精香料部门与预调酒部门合作紧密，预调酒产品在研发早期，香精香料部门会提供专利技术支持，并派调香师等参与项目研发。因此凭借香精香料业务已积累的产品、技术等优势，公司可针对性地研发符合消费群体口感需求的预调鸡尾酒产品，并带给消费者良好的饮用体验。
- **研发投入领先行业，助力新品迭代加速：**2021年公司研发费用超过7300万元，研发费用率为2.8%，研发费用率在低度酒及软饮料可比公司中排名第一，公司2021年营业收入26亿元，公司研发费用已超过部分龙头品牌。另外，公司也借鉴三得利的成功经验，2016年成立专门的消费者调研中心。公司在微信、微博等渠道长期招募不同年龄层次的消费者进行产品测试，并通过搜集消费者对产品概念、口味、包装的反馈意见，同时组织内外部口味测评、试喝活动以及线上试销。当线上测试达到一定好评率后，公司会在线下进行初步推广，初步推广后收集经销商、零售商的反馈意见，各环节完成后再进行全面推广。

图：百润预调酒产品研发流程



图：2021年百润及可比公司研发费用率对比



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

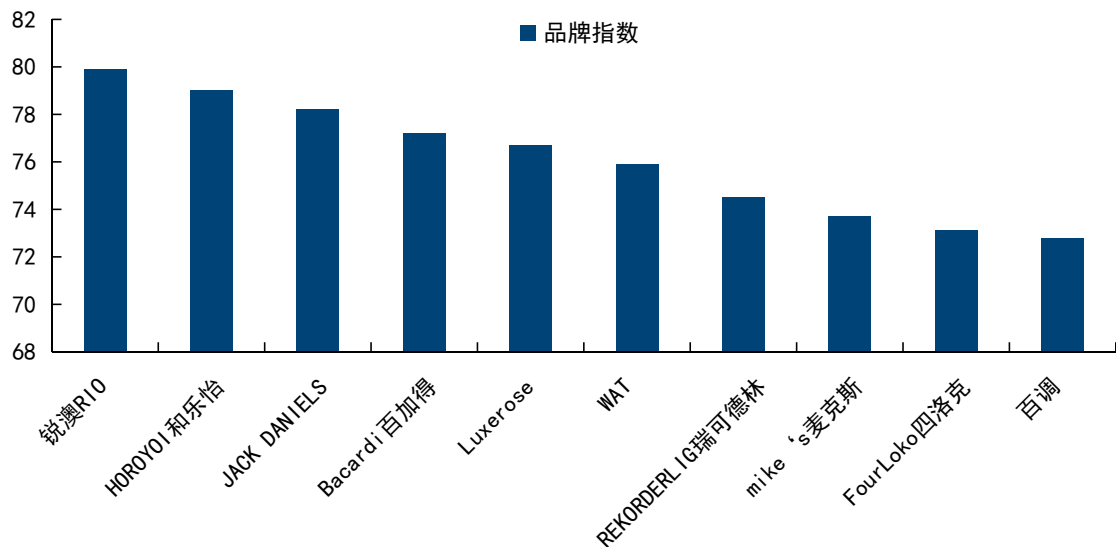
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# RIO品牌冠绝预调酒行业，精细化、场景化营销强化品牌认知



- 经过多年发展，百润RIO在国内预调酒市占率超过80%，并多年位居国内预调酒品牌排名第一名。RIO已逐渐成为预调酒的代名词，消费者想买预调酒时，会直接想到买RIO的产品。
- 营销不吝投入，投放从粗放走向精细。从2013年公司邀请周迅代言开始，公司于2013-16年间赞助或植入多档综艺、电影及热播剧，广告费用大幅增长的同时品牌认知快速提升。2016年行业进入调整期，公司营销策略也开始调整，2019年以来营销投入更聚焦消费人群和消费场景，公司在选择代言人、综艺及影视剧赞助时更贴近年轻消费者，同时会根据不同系列产品的定位选择不同营销方案，通过营造消费场景及刻画品牌故事等方式培育年轻人消费习惯。

图：2022年预调鸡尾酒前十大品牌



数据来源：maigoo，国信证券经济研究所整理

图：RIO品牌主要营销事件梳理

时间	具体营销事件
2013年	邀请周迅为公司产品代言
2013年	赞助深圳卫视综艺《男左女右》
2014年	赞助韩剧《Three Days》、《Doctor异乡人》、《你们被包围了》
2014年	赞助《奔跑吧兄弟》、《快乐大本营》、《最强天团》等国内热门综艺
2014年	赞助《步步惊情》、《杉杉来了》、《青年医生》、《匆匆那年》等热播剧、电影
2015年	赞助《何以笙箫默》、《恶棍天使》等热播剧、电影及热门综艺《天天向上》
2015年	签约杨洋、郭采洁，启动双代言人模式
2016年	赞助《微微一笑很倾城》、《放弃我，抓紧我》、《鬼怪》等剧
2017年	赞助《春风十里不如你》、《那片星空那片海》等剧
2018年	签约周冬雨代言微醺系列，广告片和微电影《微醺恋爱物语》上线
2018年	微醺赞助女团青春成长节目《创造101》
2019年	微醺赞助《加油，你是最棒的》、《九州缥缈录》及《七月与安生》等剧与电影
2019年	签约邓伦代言公司产品
2020年	微醺冠名赞助爱奇艺推出的独居生活治愈系观察综艺《我要这样生活》
2020年	微醺赞助《二十不惑》、《三十而已》等热播剧
2021年	微醺赞助《理想之城》，是剧中唯一指定植入低度酒
2021年	签约周柯宇代言清爽系列
2022年	微醺官宣张子枫为亚太区品牌新代言人
2022年	强爽赞助综艺《快乐再出发》、微醺赞助《心动的信号》
2022年	签约肖战代言清爽系列
2022年	微醺赞助《我们的婚姻》、《心居》等电视剧

数据来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

# RIO品牌冠绝预调酒行业，精细化、场景化营销强化品牌认知

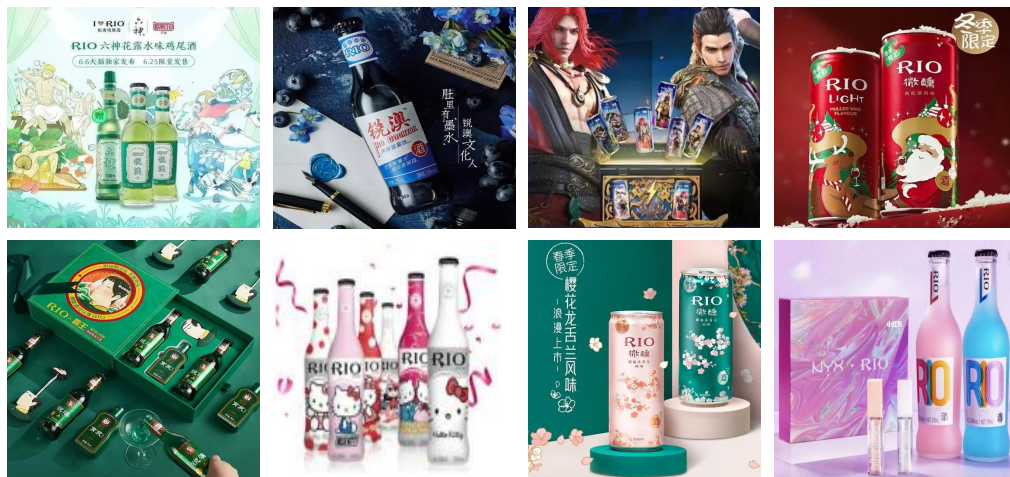
- 公司历史上选择的周迅、郭采洁、杨洋、周冬雨、张子枫及肖战等代言人均受年轻人欢迎的优质偶像，贴合公司的品牌形象。同时公司在选择综艺和影视剧时眼光独到。除早些年的《奔跑吧》、《何以笙箫默》、《微微一笑很倾城》，到近年来《创造101》、《三十而已》、《理想之城》、《我们的婚姻》、《心居》等热播综艺和剧都有RIO的身影。
- 推出联名、限定款产品：为顺应时代潮流，公司曾联合六神、英雄、霸王、Hello Kitty等品牌推出限量款产品；2019年开始每年春季结合樱花热点，应景推出限定春季樱花风味，2020、2021年于圣诞节推出圣诞红酒口味预调酒，成为热议话题之一。
- 新媒介传播力度加大：除邀请头部主播带货之外，公司也通过抖音、微博、小红书等媒介增加品牌曝光度，引发话题讨论。

图：RIO先后邀请周迅、郭采洁、杨洋、周冬雨、张子枫、肖战代言，代言人形象优质



数据来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：RIO与六神、英雄、霸王等品牌发布限定联名产品，同时推出春季、冬季限定产品



数据来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：RIO通过植入电视剧、邀请大主播带货、新媒体营销等方式宣传品牌



数据来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

# 强爽近期放量的背后：产品的持续迭代+营销策略试错后的转变

- 强爽系列推出早于微醺，公司近年来不断对产品品质、口味及包装进行迭代升级。营销上，由于强爽的酒精度数更高（8-9度），因此目标消费群体以年轻男性和对酒精度有一定需求的女性消费群体为主，刚推出时强爽系列主打配餐场景，2018年和2020年公司两度推动强爽系列进入餐饮渠道，但效果并不显著，我们认为核心原因在于：餐饮渠道面临啤酒企业的竞争，做好需成立专门的团队并辅以足够的费用支持，而公司过往费用投放的重点在微醺和清爽上；
- 2021年开始针对强爽的营销思路更加精准：2021年强爽逐步转向零售渠道跟随微醺系列铺货，并主打“酒劲十足，一罐就到位”，2022年公司针对强爽的营销也有所变化：1) 线上渠道：今年通过小红书种草+抖音“不信邪挑战”以吸引年轻消费者，截至目前抖音话题播放量超过17.6亿次；同时通过与《永劫无间》的联名+综艺《快乐再出发》、网络剧《你安全吗？》等的植入进一步催化放量。2) 线下渠道：公司针对高校、青年公寓、餐饮街等渠道同步进行精准推广。

图：强爽系列推出后产品持续迭代



数据来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：强爽8度不信邪挑战热度空前



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



# 期待未来营销端进一步发力，强爽系列中长期空间可看更高

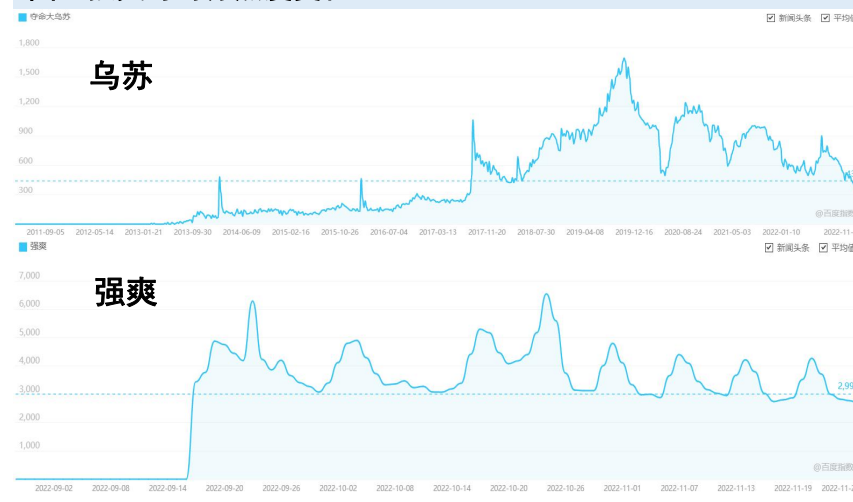
## ■ -196°C Strong Zero与乌苏啤酒火爆的启示：具备鲜明且差异化的卖点+精准营销：

➤ **-196°C Strong Zero**：三得利旗下的百亿单品。通过使用-196°C液氮急速冷冻水果锁住风味，再将其一整只压碎成沫浸泡在酒中，使酒中水果风味持久、绵长。同时Strong代表高酒精度（9度），Zero代表0糖。近年来，日本消费者在健康重视程度增加的同时工作压力排解需求增加，三得利通过调研后推出Strong Zero精准定位此类需求。营销上，定位日常居家配餐饮用，并通过天海佑希、西岛俊秀代言来表现产品和啤酒都具有“大人之味”，逐步替代部分啤酒市场。

➤ **乌苏**：爆红初期有一定偶然性，后续差异化营销夯实品牌调性。初期凭借高酒精度、高麦芽浓度迎合了年轻消费者尝鲜和猎奇心理，被网友调侃为“夺命大乌苏”，后续在抖音、B站等平台相关话题不断发酵成为网红产品。而在乌苏成为网红之后，公司在营销上充分挖掘产品硬核、具备新疆风情等特点（邀请UFC女子世界冠军张伟丽和影视明星吴京代言），快速占领消费者心智。同时，凭借高渠道利润切入烧烤店、拉面馆、新疆餐饮店等餐饮渠道，打开了疆外空白市场的增长空间。

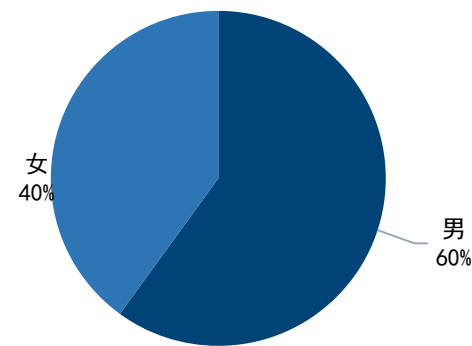
■ **强爽**：营销尚未完全发力，未来拓展空间广阔。有部分投资者认为本次强爽爆量更多是尝鲜性消费占主导，对后期复购有所担忧，同时可能会压缩公司第一单品微醺的成长空间，我们认为：1) 强爽与微醺用户画像并不重叠：强爽的主要消费人群是18-35岁偏男性的年轻人。2) 度数越高的产品消费粘性越强、复购率越高，由于强爽酒精度数更高，因此强爽的复购表现强于微醺和清爽等其他单品。展望未来，我们认为强爽仍有较大拓展空间：1) 男性仍是我国饮酒的主力人群+参考日本高度预调酒更受男性欢迎；2) 虽然近期强爽的销量大幅增长，但公司对于强爽并未倾注过多资源，预计未来公司将在营销端进一步发力，并把握强爽当下的热点进行新一轮的拉新；3) 强爽渠道利润率高于微醺（微醺高于啤酒），加上近期产品的火爆，经销商进货意愿明显提高，目前强爽终端覆盖率约为微醺的60%，未来在居家独饮、配餐、游戏、露营及聚会等场景仍有较大渗透空间。

图：强爽与乌苏热度变化



数据来源：百度指数，国信证券经济研究所整理

图：强爽系列用户画像

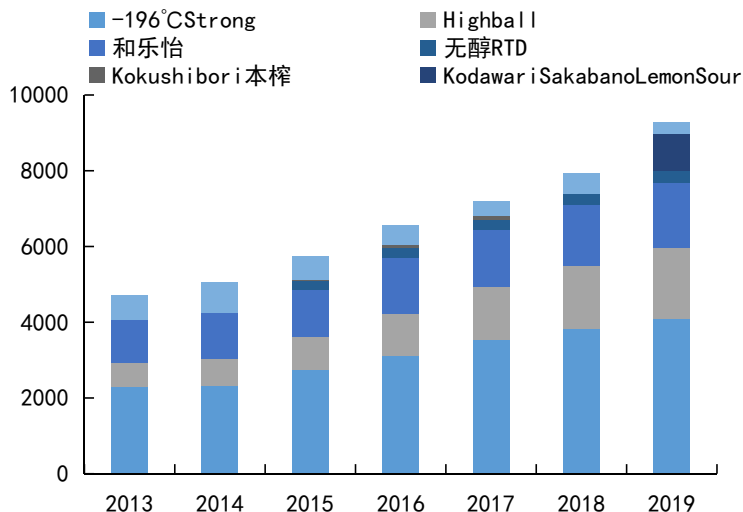


数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 微醺系列：未来在品类拓展及渠道延伸仍具有较大空间

- 为何微醺系列于2022年增长出现放缓？我们认为，微醺系列增速有所放缓主要受疫情及宏观经济影响：1) 近两年受疫情影响，居民消费能力及消费意愿有所减弱（特别是年轻人），而微醺定位独饮场景，其核心消费人群是年轻人并且属于提升生活质量的产品，因而经济下行时销售会受到影响；2) 上半年受疫情影响，公司针对微醺的部分营销活动受阻。
- 如何看待微醺短中长期的增长空间？短看疫情、消费力及营销活动的恢复，中长期微醺在品类拓展及渠道延伸仍具有较大空间：1) 品类拓展：目前微醺系列已经包含十个长线口味、线上专供系列及春季樱花和冬季热红酒两个季节限定系列，但对比日本和乐怡Horoyoi仍有较大拓展空间（仅官网列示的口味种类就有23种，不包括限定款产品）。2) 渠道延伸：相对于上一轮经典瓶通过粗放的营销+人海战术的推动渠道下沉，而对于本轮微醺的扩张，公司率先在电商渠道试销，后推动微醺系列在重点城市的大型商超进行售卖，铺货的同时不断升级渠道，扩张更为理性且扎实。目前微醺经过几年的推广，已成功教育部分年轻消费者（尤其是女性）饮用低度预调酒，公司现已覆盖50万左右终端网点，相比上一轮顶峰（80万+）与元气森林（100万），仍有接近翻倍空间。同时，我们认为近期强爽与清爽的放量以及低度酒玩家的进入，将进一步扩大低度酒的引用人群并教育消费者饮用低度酒习惯，微醺销售体量有望持续扩大。（参考日本和乐怡：其市场份额近年虽并未出现增长，但受益于饮用人群扩大，销量仍能保持稳健增长，并未因为其他品类的扩张而出现下滑）

图：2013-19年三得利预调酒主要品类销量（单位：万箱）



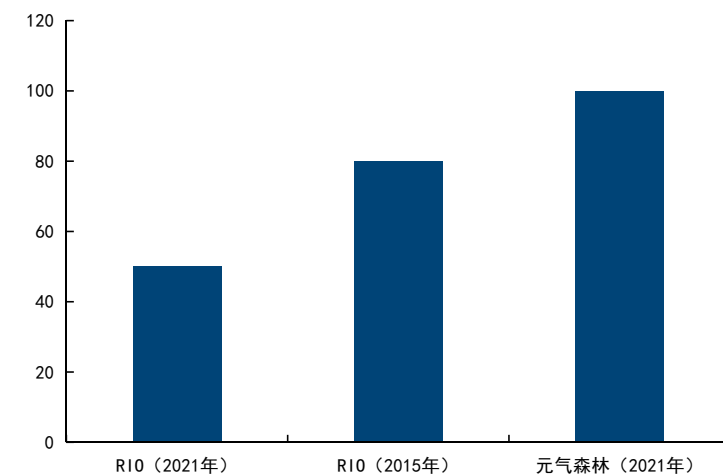
数据来源：三得利官网，国信证券经济研究所整理

图：三得利的和乐怡产品已推出众多口味



数据来源：三得利官网，国信证券经济研究所整理

图：微醺终端网点数仍有较大拓展空间（单位：万个）



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 清爽系列：具备高性价比且消费场景更丰富，未来成长可期

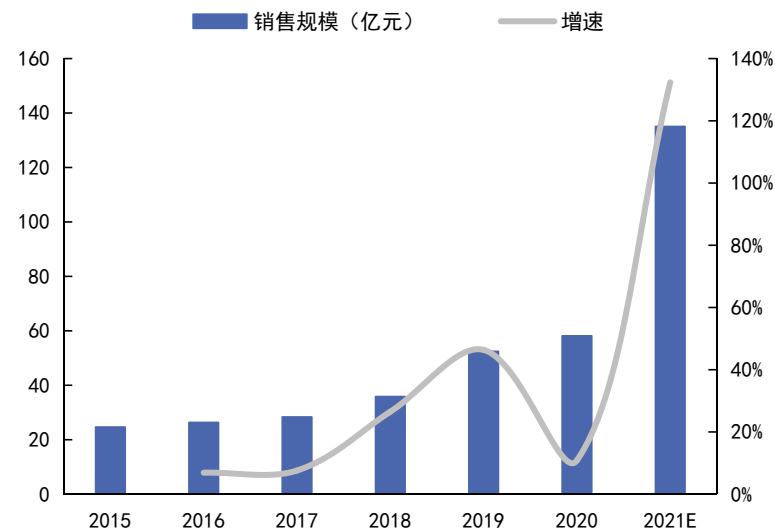
- 清爽系列是公司358度产品矩阵关键一环，面向更广泛饮酒人群且性价比更高。清爽系列以硬苏打水为基底，在含糖量上相比微醺明显下降，但酒精度数有所提升（5度），并加入气泡，有鲜明强烈的气泡感，口感更加清爽。清爽目前包括白桃、草莓、青橘、阳光玫瑰葡萄、青苹果伏特加五种口味，包装更中性，性价比也更高（零售价8.8元/330ml），面向对酒精有较高需求的群体和下沉市场。
- 清爽系列未来有望切割气泡饮料和啤酒市场份额，同时下沉市场拓展空间广阔。清爽系列除了满足居家独饮的消费场景，还可以作为配餐酒饮用。从终端陈列来看，清爽的陈列并没有局限在饮料区域，部分终端将其陈列在啤酒区域，以切割部分啤酒市场的份额。同时清爽凭借气泡概念，满足了近些年气泡饮料受众群体不断变宽的趋势，并承接部分需求。虽然定位下沉市场，但目前清爽系列的铺货并没有局限在三四线城市，选择优先进入原有渠道，并已在高线城市取得良好销售，清爽代言人肖战已落地，公司围绕肖战已做40个城市的互动大屏广告，并同步做了很多线下的落地推广活动，效果显著。而公司下沉工作因2022年上半年疫情影响有所延后，现已恢复正常下沉工作节奏，未来下沉市场拓展空间广阔，清爽有望成为另一大单品。

图：RIO清爽-肖战40城大屏广告已落地



数据来源：三得利官网，国信证券经济研究所整理

图：近年来气泡水市场快速扩容



数据来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

# 产能充足可保障长期发展，布局威士忌基酒助力远期增长

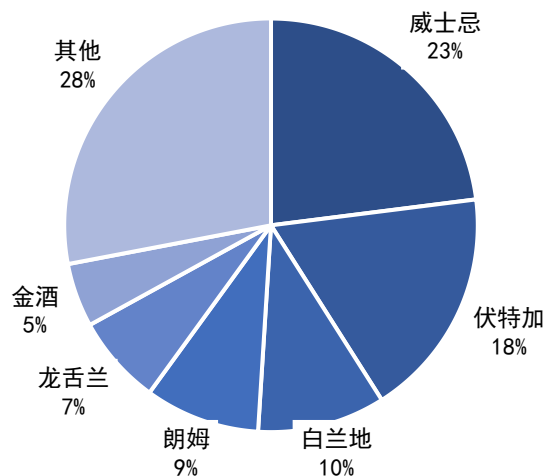
- 前瞻布局预调酒产能，当下预调酒产能充足可保障长期发展。由于外协生产存在质量隐患且成本较高，公司近年来前瞻性布局多个预调酒工厂，目前公司拥有上海、天津、四川、广州四个生产基地，2020年四处基地全部投产后公司自有产能达到6600万箱，并实现全部预调酒的自产，四处基地可保证全国预调酒的供应，现有产能可支撑公司达到60亿左右的收入体量，保证长期扩张需要。同时，公司生产基地均是柔性产线，所有产品均可生产，公司可根据市场销售情况进行调配。
- 威士忌、伏特加等烈酒是预调鸡尾酒产品的重要原料基酒，2017年公司开始建设烈酒生产线项目，通过自有资金在四川省邛崃市建设伏特加及威士忌工厂，共计规划3.1万吨伏特加和0.5万吨威士忌产能；2020年公司通过非公开募集不超过10.06亿元用于投资3.45万吨威士忌（酒精度70度）陈酿熟成项目；2021年公司通过发行可转债募资不超过11.28亿元用于投资3.375万吨麦芽威士忌陈酿熟成项目（酒精度70度）。公司通过布局上游基酒产能可以降低生产成本，保证公司预调酒产品质量。威士忌目前是全球消费金额占比最高的蒸馏酒，近年来中国的威士忌消费正快速成长，因此也吸引多个国际威士忌巨头在华建厂，而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，投资规模最大的威士忌酒厂，也为公司更长远的增长做好储备。

图：公司预调酒产能分布



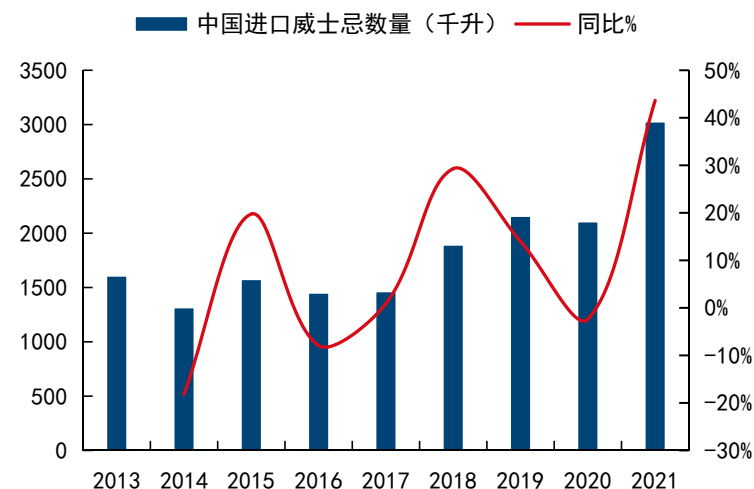
数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：全球烈酒各品类消费额占比



数据来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

图：中国进口威士忌数量及同比（单位：千升，%）



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 股权激励方案调整，有望充分激发管理团队活力

- 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，业绩考核目标是以2021年为基数，2022/23/24年营收增速不低于25%/53.75%/84.50%。2022年9月24日，公司调整2021年限制性股票激励计划，主要调整内容为将营业收入考核基数年度从2021年调整至2022年，即考核目标为2023/24/25年营收增长率分别不低于25%/53.75%/84.50%，对应23/24/25年营收同比增长分别为25%/23%/20%。
- 百润曾于2017年底推出过首期股权激励，但由于资本市场环境影响，公司于2018年底终止了股权激励。我们认为，近两年公司再推股权激励并适时调整将有效激发管理团队活力：1) 本次激励覆盖了公司更多核心骨干员工，有利于稳定军心，提振骨干和员工积极性，同时吸引和留住优秀人才。2) 考虑到今年疫情反复对公司供应链、新品推广及渠道下沉带来诸多影响，公司将激励考核基准递延一年符合实际，公司未来发展空间大，新产品的开拓和渠道的扩张需要更具活力的组织推动，股权激励的推出有望将员工利益与公司中长期发展深度绑定，利于公司保持成长快车道。

图：限制性股票在激励对象间的分配情况

类别	获授的限制性股票数量（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%	0.32%
预留部分	60	20%	0.08%
合计	300	100%	0.40%

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：限制性股票的解除限售条件及各期解除限售时间安排

解除限售期	解除限售条件	解除限售时间	解除限售比例
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%
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%
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%

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 四、估值与盈利预测

# 假设前提：强爽与清爽快速放量，2022Q4业绩将实现大幅改善



我们的盈利预测基于以下假设条件：

**收入端：**2022年上半年受到疫情反复、销售团队变动、头部主播停播等多重因素影响，业绩承压明显。而随着6月以来生产物流持续恢复、营销活动的陆续开展以及强清爽9月中下旬以来销售火爆，预计2022Q4公司业绩有望实现环比大幅改善，强爽、清爽均有望实现翻倍增长。中长期看，公司香精业务研发能力强，预计未来仍将保持量价齐升趋势；预调鸡尾酒行业空间广阔，公司经典系列将保持平稳销售，微醺系列仍有望实现双位数以上增长，强爽、清爽凭借精准定位有望实现快速放量。分品类看：

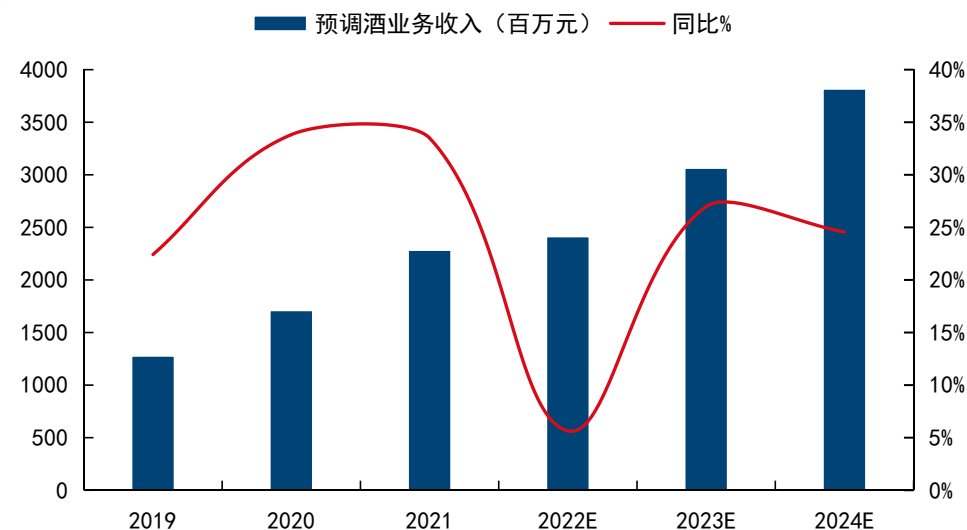
- 1) 香精香料：预计2022-2024年收入增速分别为-1.1%/15.0%/13.0%；
- 2) 预调酒：预计2022-2024年收入增速分别为5.6%/27.0%/24.6%；
- 3) 其他业务：预计2022-2024年收入增速分别为70.0%/40.0%/35.0%。

图：百润股份业务拆分及预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>香精香料</b>						
收入（亿元）	1.8	2.0	2.7	2.7	3.1	3.5
增速	0.4%	9.7%	37.7%	-1.1%	15.0%	13.0%
毛利率	66.9%	66.3%	65.2%	63.0%	65.0%	65.5%
<b>预调酒</b>						
收入（亿元）	12.8	17.1	22.9	24.1	30.7	38.2
增速	22.4%	33.8%	33.5%	5.6%	27.0%	24.6%
毛利率	68.6%	65.4%	65.9%	63.1%	65.7%	67.0%
<b>其他业务</b>						
收入（亿元）	0.1	0.2	0.4	0.6	0.9	1.1
增速	74.6%	98.5%	120.4%	70.0%	40.0%	35.0%
毛利率	53.0%	70.3%	39.7%	43.5%	45.0%	46.0%
<b>合计</b>						
总营收（亿元）	14.7	19.3	25.9	27.5	34.6	42.8
增速	19.4%	31.2%	34.7%	5.8%	26.1%	23.8%
毛利率	68.3%	65.5%	65.4%	62.7%	65.2%	66.3%

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

图：百润预调酒业务收入预测（单位：百万元，%）



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

# 假设前提：受益于规模效应及基酒产量提升，净利率将持续提升



**成本端：**受原材料价格变化及产品结构变化等综合影响，公司2022年毛利率预计将有所波动。中长期看，随着产能优化，公司规模效应将得到持续体现，毛利率有望持续提升。分品类看：1) 香精香料：预计2022-2024年毛利率分别为63.0%/65.0%/65.5%；2) 预调酒：预计2022-2024年毛利率分别为63.1%/65.7%/67.0%；3) 其他业务：预计2022-2024年毛利率分别为43.5%/45.0%/46.0%。

**费用端：**2022年受疫情影响，营销推广活动有所受阻，同时公司通过数字化、精准化营销等措施加强费用控制，预计费用使用效率将有所提升，预计2022-2024年公司销售费用率为24.3%/23.8%/23.4%，受股份激励费用摊销影响，预计2022-2024年公司管理费用率为6.8%/6.5%/6.2%，2022-2024年公司研发费用率为3.3%/3.2%/3.1%。

按上述假设条件，我们得到公司22-24年收入分别为27.45/34.61/42.84亿元，归属母公司净利润5.14/7.45/9.93亿元，归母净利润年增速分别为-22.78%/44.91%/33.19%。每股收益22-24年分别为0.49/0.71/0.95元。

图：3年盈利预测表

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2594	2745	3461	4284
营业成本	897	1024	1205	1444
销售费用	567	667	824	1002
管理费用	136	187	225	266
研发费用	73	91	111	133
营业利润	838	645	935	1247
利润总额	842	650	941	1254
归属于母公司净利润	666	514	745	993
EPS	0.89	0.49	0.71	0.95
ROE	17.57%	12.55%	16.39%	19.31%

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

图：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	1927	2594	2756	3525	4422
(+/-%)	31.2%	34.7%	6.2%	27.9%	25.4%
净利润(百万元)	536	666	646	920	1224
(+/-%)	78.3%	24.4%	-3.0%	42.5%	33.0%
摊薄EPS	1.0	0.9	0.6	0.9	1.2
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	1927	2594	2745	3461	4284
(+/-%)	31.2%	34.7%	5.8%	26.1%	23.8%
净利润(百万元)	536	666	514	745	993
(+/-%)	78.3%	24.4%	-22.8%	44.9%	33.2%
摊薄EPS(元)	1.0	0.9	0.5	0.7	1.0
<b>悲观预测</b>					
营业收入(百万元)	1927	2594	2735	3398	4149
(+/-%)	31.2%	34.7%	5.4%	24.3%	22.1%
净利润(百万元)	536	666	388	581	780
(+/-%)	78.3%	24.4%	-41.8%	49.8%	34.2%
摊薄EPS	1.0	0.9	0.4	0.6	0.7
总股本(百万股)	536	749.79	1,050	1,050	1,050

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测



我们将公司分为可预测期（2022-24年）、过渡期（2025-31年）和永续期（2032年起）三个阶段，采用FCFF估值法反映公司的长期成长价值：

1) **可预测期（2022-2024年）**：参考前述盈利预测拆解，我们预计 2022-2024 年公司营收同比增长5.8%/26.1%/23.8%至27.45/34.61/42.84亿元，预计2022-2024年公司归母净利润同比分别为-22.78%/44.91%/33.19%至5.14/7.45/9.93 亿元。

2) **过渡期（2025-2031年）**：假设公司2025-2027年营收增速仍能保持在约15-20%增速水平，2028年后逐年收窄。

3) **永续期（2032年起）**：预调鸡尾酒行业成长空间广阔，百润作为国内预调鸡尾酒的行业龙头，在产品与品牌等多方面比其他预调酒酒企优势更明显。我们看好百润大单品的持续放量和渠道的持续深耕，并向预调鸡尾酒巨头迈进。综上，我们预测FCFF永续增长率为2.0%。

无杠杆beta系数我们根据行业理解给予1.00x；无风险利率选取10年期国债收益率2.72%，股票风险溢价率取5.50%；债务成本采用5年以上人民币贷款基准利率5.3%；由此计算出WACC为8.23%。根据以上主要假设条件，采用FCFF估值方法，得到公司的合理价值区间为34.23-50.50元。

图：公司盈利预测假设条件（%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	19.39%	31.20%	34.66%	5.82%	26.08%	23.77%	22.00%	20.00%	16.00%
营业成本/营业收入	31.73%	34.50%	34.57%	37.30%	34.82%	33.72%	33.00%	33.00%	32.00%
管理费用/营业收入	5.78%	4.95%	5.01%	6.82%	6.49%	6.21%	6.10%	5.90%	5.70%
研发费用/营业收入	4.34%	3.31%	2.82%	3.30%	3.20%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%
销售费用/销售收入	29.22%	22.22%	21.85%	24.30%	23.80%	23.40%	22.50%	22.00%	21.50%
营业税及附加/营业收入	4.91%	5.20%	5.60%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
所得税税率	21.20%	20.65%	21.13%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%
股利分配比率	69.13%	58.56%	40.15%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

我们将公司分为可预测期（2022-24年）、过渡期（2025-31年）和永续期（2032年起）三个阶段，采用FCFF估值法反映公司的长期成长价值：

1) **可预测期（2022-2024年）**：参考前述盈利预测拆解，我们预计 2022-2024 年公司营收同比增长5.8%/26.1%/23.8%至27.45/34.61/42.84亿元，预计2022-2024年公司归母净利润同比分别为-22.78%/44.91%/33.19%至5.14/7.45/9.93亿元。

2) **过渡期（2025-2031年）**：假设公司2025-2027年营收增速仍能保持在约15-20%增速水平，2028年后逐年收窄。

3) **永续期（2032年起）**：预调鸡尾酒行业成长空间广阔，百润作为国内预调鸡尾酒的行业龙头，在产品与品牌等多方面比其他预调酒酒企优势更明显。我们看好百润大单品的持续放量和渠道的持续深耕，并向预调鸡尾酒巨头迈进。综上，我们预测FCFF永续增长率为2.0%。

无杠杆beta系数我们根据行业理解给予1.00x；无风险利率选取10年期国债收益率2.72%，股票风险溢价率取5.50%；债务成本采用5年以上人民币贷款基准利率5.3%；由此计算出WACC为8.23%。根据以上主要假设条件，采用FCFF估值方法，得到公司的合理价值区间为40.51-43.13元。

图：资本成本假设

无杠杆Beta	1.00	T	21.00%
无风险利率	2.72%	Ka	8.22%
股票风险溢价	5.50%	有杠杆Beta	1.02
公司股价（元）	35.83	Ke	8.33%
发行在外股数（百万）	1050	E/(D+E)	97.53%
股票市值(E, 百万元)	37627	D/(D+E)	2.47%
债务总额(D, 百万元)	953	WACC	8.23%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.0%

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

图：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

	WACC变化					
	41.77	8.03%	8.13%	8.23%	8.33%	8.43%
永续 增长 率 变 化	2.3%	45.16	44.24	43.35	42.49	41.66
	2.2%	44.57	43.67	42.81	41.97	41.16
	2.1%	44.00	43.13	42.28	41.47	40.68
	2.0%	43.45	42.60	41.77	40.98	40.21
	1.9%	42.92	42.09	41.28	40.51	39.75
	1.8%	42.40	41.59	40.81	40.05	39.31
	1.7%	41.90	41.11	40.34	39.60	38.88

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

由于目前A股无与百润具备类似预调鸡尾酒业务的同类型上市公司，我们选取与公司业务较为类似的瓶装水和软饮料龙头农夫山泉以及啤酒公司青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒作为可比公司，可比公司2023年PE均值为48.3X。

我们认为预调鸡尾酒行业成长空间广阔，公司产品、品牌和渠道优势明显，公司目前正处于新的产品放量周期，强爽、清爽产品有望接力微醺成为公司后续的大单品，因此我们看好百润未来3年保持高增长趋势，并向预调鸡尾酒巨头迈进，品牌知名度和覆盖终端网点数有望持续提升，因此应享有估值溢价。公司上市以来PE-TTM平均水平维持在60倍左右，高于啤酒及软饮料行业平均估值。

根据我们的预测，预计公司22-24年归母净利分别为5.1/7.5/9.9亿元，增速分别为-22.8%/44.9%/33.2%，EPS分别为0.49/0.71/0.95元，对应当前股价PE为81/56/42X，当前估值处于过去3年百润股份历史PE 50%分位数以下。

投资建议：我们认为，短期看，2022下半年公司主动在管理、激励及营销等方面积极调整，叠加强爽、清爽9月中下旬以来销售火爆，预计2022年Q4公司业绩有望实现环比大幅改善。中长期看，预调鸡尾酒行业仍处于上升期，公司产品与品牌和具备先发优势，未来产品延申和渠道拓展空间依然较大，中长期成长动能充足，首次覆盖，给予“增持”评级。

图：百润股份可比估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS			PE			总市值（亿元）	投资评级
				22E	23E	24E	22E	23E	24E		
002568.SZ	百润股份	101.9	39.58	0.49	0.71	0.95	80.8	55.8	41.9	416	增持
9633.HK	农夫山泉	53.1	42.85	0.71	0.85	0.99	54.9	45.8	39.1	4819	未评级
600600.SH	青岛啤酒	37.5	104.64	2.56	3.09	3.61	40.8	33.8	29.0	1428	买入
000729.SZ	燕京啤酒	87.4	10.46	0.12	0.17	0.23	87.8	60.7	44.8	295	买入
600132.SH	重庆啤酒	45.0	121.42	2.84	3.48	4.14	42.8	34.8	29.3	588	买入

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理，注：农夫山泉市值单位为港元，盈利预测取自Wind一致预期

## 五、风险提示

## 估值的风险

采取的绝对估值和相对估值方法是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.7%、风险溢价5.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为2.0%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司2023年平均动态PE做为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，但可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

## 盈利预测的风险

- 1、行业竞争格局加剧。目前预调鸡尾酒行业呈现“一超多强”的竞争格局，百润竞争优势明显，但相较于饮料和啤酒龙头，公司品牌、渠道力仍然偏弱，未来饮料或酒类巨头大规模进入可能将加剧行业竞争，导致公司产品毛利率、净利率下降和渠道扩张不及预期；
- 2、新产品推广不及预期。市场的开拓取决于公司产品结构与口味的调整进度，若未来预调鸡尾酒行业出现新的口味及产品风口，公司没有及时跟进，将使得公司错过快速发展期，收入及利润增速将会受到影响。

## 经营风险

- 1、食品安全风险。原材料质量直接关系到公司产品的质量安全，若原材料质量安全出现问题，则会导致公司产品质量不合格的风险。
- 2、公司推进渠道扩张及品牌建设时费用支出超出预期的风险。产品、品牌推广时会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

## 市场风险

- 1、疫情反复及全球经济增速放缓。新冠疫情如持续蔓延或者无法得到有效控制，可能导致公司物流、运输持续受阻，全球经济增长也会因此放缓。预调鸡尾酒行业与经济环境相关性较大，如果经济下行，消费放缓，预调鸡尾酒行业也将承压。
- 2、主要原材料价格波动的风险。如果公司主要原材料供求情况发生变化或者价格产生异常波动，而公司产品价格不能及时做出调整，将直接影响公司产品的毛利率水平和盈利能力。

# 附表：财务预测与估值



国信证券

GUOSEN SECURITIES

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1503	2335	2616	3115	3810	营业收入	1927	2594	2745	3461	4284
应收款项	131	187	196	247	293	营业成本	665	897	1024	1205	1444
存货净额	105	184	182	213	258	营业税金及附加	100	145	151	190	236
其他流动资产	88	107	110	138	167	销售费用	428	567	667	824	1002
<b>流动资产合计</b>	<b>1827</b>	<b>2813</b>	<b>3103</b>	<b>3713</b>	<b>4529</b>	管理费用	101	136	196	234	275
固定资产	1609	2343	2415	2463	2491	研发费用	64	73	91	111	133
无形资产及其他	234	231	223	215	206	财务费用	(8)	(20)	(28)	(38)	(53)
投资性房地产	216	253	253	253	253	投资收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他收入	31	(31)	(91)	(111)	(133)
短期借款及交易性金融负债	3887	5640	5994	6643	7479	营业利润	672	838	645	935	1247
应付款项	0	6	6	6	6	营业外净收支	3	4	5	6	7
其他流动负债	372	542	532	642	772	<b>利润总额</b>	<b>675</b>	<b>842</b>	<b>650</b>	<b>941</b>	<b>1254</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>279</b>	<b>320</b>	<b>360</b>	<b>438</b>	<b>535</b>	所得税费用	139	178	136	198	263
长期借款及应付债券	651	868	899	1087	1313	少数股东损益	(0)	(2)	(1)	(2)	(2)
其他长期负债	0	947	947	947	947	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>536</b>	<b>666</b>	<b>514</b>	<b>745</b>	<b>993</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>18</b>	<b>35</b>	<b>50</b>	<b>65</b>	<b>80</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>18</b>	<b>982</b>	<b>997</b>	<b>1012</b>	<b>1027</b>	净利润	536	666	514	745	993
少数股东权益	669	1849	1895	2098	2339	资产减值准备	(1)	1	0	0	0
股东权益	2	0	(0)	(1)	(3)	折旧摊销	91	101	237	262	281
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3216</b>	<b>3791</b>	<b>4099</b>	<b>4547</b>	<b>5142</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(8)	(20)	(28)	(38)	(53)
						营运资本变动	179	38	37	92	120
						其它	1	(2)	(1)	(1)	(1)
						<b>经营活动现金流</b>	<b>805</b>	<b>805</b>	<b>788</b>	<b>1098</b>	<b>1393</b>
						资本开支	0	(830)	(301)	(301)	(301)
						其它投资现金流	0	0	0	0	0
						<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(830)</b>	<b>(301)</b>	<b>(301)</b>	<b>(301)</b>
						权益性融资	(1)	0	0	0	0
						负债净变化	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	(314)	(267)	(206)	(298)	(397)
						其它融资现金流	838	1392	(0)	0	0
						<b>融资活动现金流</b>	<b>210</b>	<b>857</b>	<b>(206)</b>	<b>(298)</b>	<b>(397)</b>
						<b>现金净变动</b>	<b>1015</b>	<b>832</b>	<b>281</b>	<b>499</b>	<b>695</b>
						货币资金的期初余额	488	1503	2335	2616	3115
						货币资金的期末余额	1503	2335	2616	3115	3810
						企业自由现金流	0	(78)	460	761	1044
						权益自由现金流	0	1314	482	792	1086

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046      总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032