

强爽蓄势待发，龙头再下一城

投资逻辑

海外为鉴：预调酒自 20 世纪 90 年代在全球市场快速传播渗透，市占率不断提升，疫情期间预调酒品类销售额亦表现为逆势增长，凸显经营韧性。本文选取美、日、英、澳四个市场对比，总结出预调酒行业重要影响因素：酒精税率、饮酒习惯、人口结构、厂商培育力度。相较而言，我国年轻人占比高（预调酒受众广）、人均饮酒量偏低（低度酒易入口）、龙头市占率高（品牌认知稳定），目前我国预调酒渗透率仅 0.6%，仍有较大提升空间。

历史为鉴：前一轮 15 年行业快速扩张阶段，吸引大量企业跨界入局，行业竞争加剧，尝鲜需求褪去后市场进入低迷期，大量企业出清。而公司坚持在逆境中进行消费者教育，牵头树立行业标准提升产品质量，自 18 年起行业重回增长。我们认为当下消费者认知较前期更成熟，渗透率和复购率提升支撑行业良性增长。借鉴日本经验，若后续啤酒厂商入局亦有效推动市场扩容。

公司看点：1) 产业链布局，降本提效。公司早期以香精香料业务起家，主要服务大 B 客户，积累大量成熟可复制经验，协同预调酒进行口味研发。近年通过定增、可转债等项目向上游布局约 10 万吨烈酒基，实现产品自主可控，同时节约生产成本。2) 大单品造血能力强。15 年收购巴克斯酒业进军预调酒赛道，经历行业阵痛期后，吸取教训精细化管控渠道、细分群体完善产品矩阵。微醺推出后 18-21 年营收 CAGR 达 28%，估值中枢亦显著抬升。22Q4 强爽凭借话题“不信邪挑战”在小红书、抖音渠道走红，单月销售额破亿。进入 23 年渠道反馈强爽月销维稳、库存良性，全年有望翻倍增长。

3) 疫后需求&毛利率修复。22 年华东大本营物流受疫情阻碍，叠加消费场景削弱、消费力疲软、原材料成本处于高位等因素，前三季度营收、净利润承压。参照日本放开经验，预调酒企业业绩修复弹性大。随着饮用场景打开，消费信心回升，我们预计 22-24E 营收分别同比-1.5%/+37.0%/23.3%。成本端铝罐、纸箱（占比近一半）价格同比下行 10%~20%，叠加规模效应预计 23 年毛利率修复 2pct。

盈利预测、估值和评级

预计公司 22-24E 归母净利分别为 4.9/7.6/10.0 亿元，同比 -26.8%/+54.9%/+32.4%，对应 EPS 分别为 0.46/0.72/0.95 元。考虑到公司龙头地位稳固、强爽等大单品成长曲线陡峭、烈酒项目有望成为第二增长极，我们给予公司 23 年可比 PEG 1.6 倍，对应目标价 49.77 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

食品安全风险、市场竞争加剧风险、下游恢复不及预期风险

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：40.65 元

目标价 (人民币)：49.77 元



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1,927 | 2,594 | 2,556 | 3,501 | 4,317 |
| 营业收入增长率 | 31.20% | 34.66% | -1.50% | 37.01% | 23.30% |
| 归母净利润(百万元) | 536 | 666 | 488 | 756 | 1,000 |
| 归母净利润增长率 | 78.31% | 24.38% | -26.78% | 54.94% | 32.41% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.999 | 0.888 | 0.464 | 0.720 | 0.953 |
| 每股经营性现金流净额 | 1.35 | 1.16 | 0.35 | 1.01 | 1.24 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 16.65% | 17.57% | 11.92% | 17.07% | 19.98% |
| P/E | 104.36 | 67.35 | 80.45 | 51.92 | 39.22 |
| P/B | 17.38 | 11.83 | 9.59 | 8.86 | 7.83 |

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 一、行业角度：海外为鉴，如何看待中国预调酒发展空间？ | 5 |
| 1.1 世界：预调酒市占率提升，美国和日本为主要消费国 | 5 |
| 1.2 海外各国经验：税率优势决定行业空间，培育力度决定增长斜率 | 6 |
| 1.3 对比中国小结：品牌集中度提升，年轻人口红利有待释放 | 12 |
| 二、竞争角度：历史为鉴，如何看待后续竞争格局？ | 13 |
| 2.1 复盘行业历史，看公司如何突出重围？ | 13 |
| 2.2 如何看待未来竞争格局？ | 15 |
| 三、公司角度：践行长期主义，站稳龙头地位 | 15 |
| 3.1 历史复盘：低迷期坚守赛道，奠定龙头地位 | 15 |
| 3.2 基本面：主业逐步修复，增长质量提升 | 16 |
| 3.3 产品：拓宽产品矩阵，覆盖多层次需求 | 18 |
| 3.4 品牌：坚持创新投入，提升品牌形象 | 20 |
| 3.5 产能：全国设厂扩产，延申产业链优势 | 20 |
| 四、盈利预测与投资建议 | 21 |
| 4.1 盈利预测 | 21 |
| 4.2 投资建议及估值 | 24 |
| 五、风险提示 | 24 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 图表 1：2020 年世界预调酒销量逆势提升 | 5 |
| 图表 2：2015-2020 年世界预调酒销售额 CAGR=6% | 5 |
| 图表 3：2010-2020 年世界预调酒销售额和销售量占比同步提升 | 5 |
| 图表 4：北美地区预调酒销量占比提升最快 | 6 |
| 图表 5：亚太地区预调酒销售额占比提升最快 | 6 |
| 图表 6：2010 年世界各国预调酒销量占比 | 6 |
| 图表 7：2020 年世界各国预调酒销量占比 | 6 |
| 图表 8：1994 年日本利口酒（含预调酒）销量占比提升 | 7 |
| 图表 9：1994 年日本啤酒税率提高（单位：日元/升） | 7 |
| 图表 10：1970-2020 年日本酒类消费数量变化（单位：百万升） | 7 |
| 图表 11：2014 年起日本预调酒销量新一轮高增 | 8 |
| 图表 12：2014 年起日本女性劳动参与率快速提升 | 8 |
| 图表 13：日本龙头三足鼎立，持续推陈出新 | 8 |
| 图表 14：2010-2020 年日本预调酒竞争格局较为稳定 | 8 |
| 图表 15：2020 年日本预调酒 CR3 占比 73% | 8 |
| 图表 16：美国啤酒税率显著高于其他品类（加仑/美元） | 9 |
| 图表 17：美国葡萄酒、预调酒销量占比均有提升 | 9 |
| 图表 18：美国竞争充分，但龙头市占率持续提升 | 9 |
| 图表 19：2020 年美国预调酒 CR3 占比 73% | 9 |

| | |
|---|----|
| 图表 20: 健康低糖的硬苏打品类 (White Claw) 迅速填补美国预调酒空白市场..... | 10 |
| 图表 21: 澳大利亚预调酒销量占比逐年下降..... | 10 |
| 图表 22: 澳大利亚利口酒税率较高 (单位: 升/澳元) | 10 |
| 图表 23: 三得利 2014 年成为澳大利亚预调酒龙头..... | 11 |
| 图表 24: 澳大利亚预调酒 CR3 集中度下降..... | 11 |
| 图表 25: 英国预调酒销量占比 2020 年显著提升..... | 11 |
| 图表 26: 英国预调酒税率近似啤酒 (单位: 升/英镑) | 11 |
| 图表 27: 英国预调酒龙头市占率小于 20% , 逐年下降..... | 11 |
| 图表 28: 英国预调酒 CR3 占比下降..... | 11 |
| 图表 29: 世界各国人均饮酒量对比 (升/人) | 12 |
| 图表 30: 2020 年世界各国年轻人口结构占比..... | 12 |
| 图表 31: 在中国预调酒税率不存在明显优势..... | 12 |
| 图表 32: 日本、美国、英国、澳大利亚及中国预调酒相关指标对比..... | 12 |
| 图表 33: 2012-2015 年 RIO 抓住时机反超冰锐..... | 13 |
| 图表 34: 2012-2015 年国内预调酒步入快速发展期..... | 13 |
| 图表 35: 2012-2015 年白酒、啤酒、饮料纷纷进入低度酒行业..... | 13 |
| 图表 36: 2013 年起白酒行业销量增速下降..... | 14 |
| 图表 37: 2013-2014 年白酒行业净利润增速为负..... | 14 |
| 图表 38: 2015-2019 年各酒企营收快速修复..... | 14 |
| 图表 39: 2015-2020 年公司市占率不断提升..... | 14 |
| 图表 40: 2018 年国内预调酒市场步入平稳发展期..... | 15 |
| 图表 41: 2018 年起公司预调酒销量快速修复..... | 15 |
| 图表 42: 公司发展历程汇总 (单位: 亿元) | 16 |
| 图表 43: 公司 22Q3 毛利率环比提升..... | 16 |
| 图表 44: 公司 22Q3 销售费率高企至净利率下滑..... | 16 |
| 图表 45: 2014 年后预调酒为公司主业..... | 17 |
| 图表 46: 预调酒业务毛利率高于食用香精业务..... | 17 |
| 图表 47: 公司数字零售渠道占比显著提升..... | 17 |
| 图表 48: 公司数字零售渠道毛利率较低..... | 17 |
| 图表 49: 公司各地区经销商同步开拓 (单位: 个) | 17 |
| 图表 50: 公司以华东、华南为销售主阵地..... | 17 |
| 图表 51: 公司应付账款周转率处于行业偏低水平..... | 18 |
| 图表 52: 公司存货周转率处于行业中等偏上水平..... | 18 |
| 图表 53: 公司历史股权激励计划..... | 18 |
| 图表 54: RIO 不断推陈出新, 丰富产品矩阵..... | 19 |
| 图表 55: 日本 7 度以上预调酒占比较高 (单位: 万箱) | 19 |
| 图表 56: 日本 7 度以上预调酒销量 10 年 CAGR 约 14%..... | 19 |
| 图表 57: RIO 经典系列 2020 年升级..... | 19 |
| 图表 58: RIO 强爽系列 2021 年升级..... | 19 |
| 图表 59: 公司不同时期选取的代言人均符合品牌调性..... | 20 |
| 图表 60: RIO 植入影视剧并拍摄国内首部剧中剧..... | 20 |

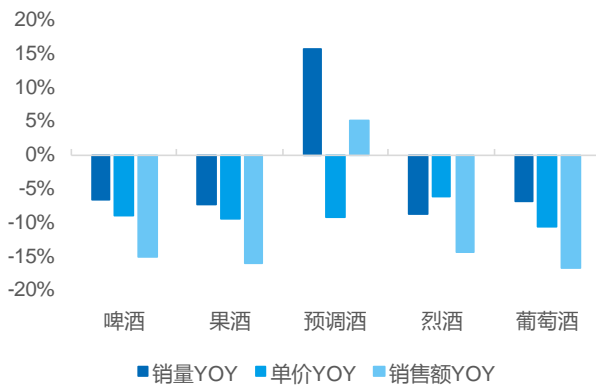
| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表 61: RIO 以免广告形式冠名综艺《中国新歌声》 | 20 |
| 图表 62: 公司新增基酒类在建产能..... | 21 |
| 图表 63: 公司不断延伸预调酒产业链布局..... | 21 |
| 图表 64: 三得利酒精饮料大类收入疫情后加速修复..... | 22 |
| 图表 65: 麒麟预调酒销量在 2H20-1H21 销量高增..... | 22 |
| 图表 66: 公司原材料中各包材占比最高..... | 22 |
| 图表 67: 22H2 铝锭、白糖价格有所回落..... | 23 |
| 图表 68: 22H2 玻璃、瓦楞纸价格持续回落..... | 23 |
| 图表 69: 公司 2022-2024E 收入及毛利率预测..... | 23 |
| 图表 70: 公司 2022-2024E 三项费用率预测..... | 23 |
| 图表 71: 公司可比 PEG 估值..... | 24 |

一、行业角度：海外为鉴，如何看待中国预调酒发展空间？

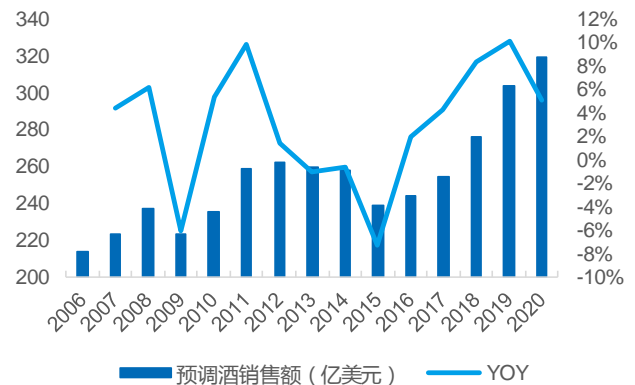
1.1 世界：预调酒市占率提升，美国和日本为主要消费国

根据欧睿，2020年除预调酒销售额逆势增长之外，其他酒饮子类日均表现为量价齐减。此轮预调酒销售额从2015年开始快速增长，2020年达到319.9亿美元，占世界总酒饮消费额的2.3%，2015-2020年销售额CAGR为6.0%。拆分量价看，预调酒销售额主要受销量驱动，如2015-2020年预调酒销量CAGR为8.6%，而单价CAGR为-2.6%。

图表1：2020年世界预调酒销量逆势提升



图表2：2015-2020年世界预调酒销售额CAGR=6%



来源：欧睿，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

预调酒（英文：Ready-to-drinks，简称RTD）是一种预先调配好，以朗姆、伏特加等烈酒作为基酒的混合果汁酒精饮料，口感兼顾酒精的刺激和水果的清香，外观绚丽多彩，深受年轻人尤其是女性饮酒者的喜爱。其最早起源于欧洲，自上个世纪90年代初在全球市场快速传播渗透，兴盛于北美和亚洲。从消费量的占比来看，2010-2020年预调酒在世界酒饮中占比提升1.0%，同期啤酒/葡萄酒占比分别下降0.7%/0.8%。

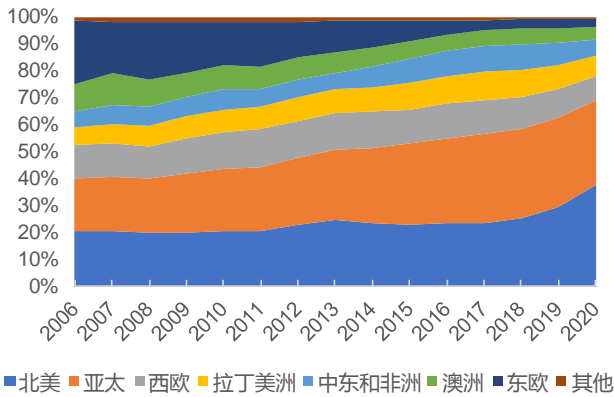
图表3：2010-2020年世界预调酒销售额和销售量占比同步提升

| 年份 | 啤酒 | 果酒 | 预调酒 | 烈酒 | 葡萄酒 |
|--------------|--------|-------|--------------|--------|--------|
| 销售额占比 | | | | | |
| 2010年 | 42.44% | 0.65% | 1.71% | 32.83% | 22.37% |
| 2015年 | 42.11% | 0.83% | 1.67% | 33.03% | 22.36% |
| 2020年 | 41.72% | 0.76% | 2.31% | 35.02% | 20.19% |
| 变化 | -0.71% | 0.11% | 0.60% | 2.19% | -2.18% |
| 消费量占比 | | | | | |
| 年份 | 啤酒 | 果酒 | 预调酒 | 烈酒 | 葡萄酒 |
| 2010年 | 78.57% | 0.69% | 1.39% | 7.96% | 11.39% |
| 2015年 | 78.02% | 0.87% | 1.55% | 8.47% | 11.09% |
| 2020年 | 77.91% | 0.90% | 2.42% | 8.12% | 10.65% |
| 变化 | -0.66% | 0.21% | 1.03% | 0.17% | -0.75% |

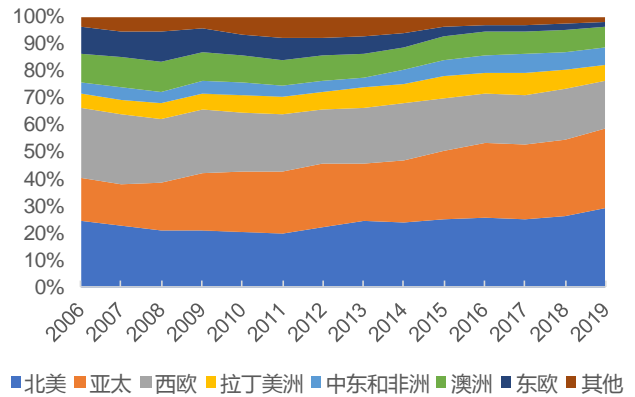
来源：欧睿，国金证券研究所

分区域来看，目前预调酒主要在新兴市场如北美、亚太地区销售，且从2006-2020年，销量占比分别提升17.0%/11.7%，而澳洲、欧洲等发源地销量占比下滑较快，其中中东欧销量占比下滑20.4%。从销售额角度来看，亚洲市场单价较高，因此销售额占比提升最快（+13.3%），其次是北美（+4.7%），而西欧、东欧和澳洲占比分别下滑8.5%/8.0%/3.3%。

图表4: 北美地区预调酒销量占比提升最快



图表5: 亚太地区预调酒销售额占比提升最快



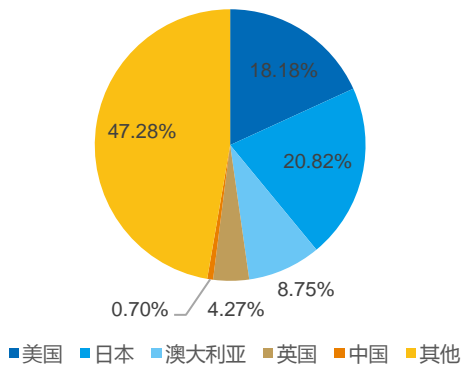
来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所

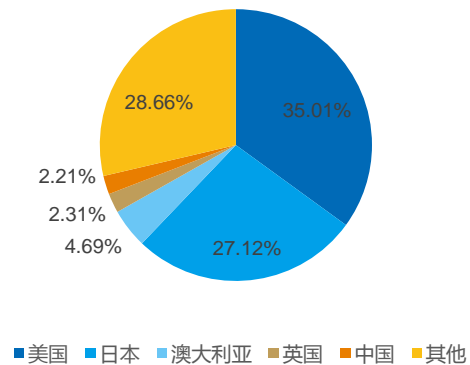
分国家来看, 目前世界范围内超过一半的预调酒消费集中于美国和日本。2020 年美国和日本销售量占世界比重分别为 35%和 27%, 相比 2010 年分别提升 16.8%和 6.3%。而澳大利亚、英国作为澳洲、欧洲地区的代表, 其在全球范围内销售量占比分别下降 4.1%和 2.0%, 中国作为亚太新兴市场代表, 销量占比提升 1.5%。

接下来, 本文将从各国税率政策、竞争格局、人口构成、饮酒习惯等角度出发, 分析日本、美国预调酒市场快速发展的原因, 及英国、澳大利亚市场增速放缓原因。最终对比中国市场, 对国内预调酒市场发展空间提供分析依据。

图表6: 2010 年世界各国预调酒销量占比



图表7: 2020 年世界各国预调酒销量占比



来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所

1.2 海外各国经验: 税率优势决定行业空间, 培育力度决定增长斜率

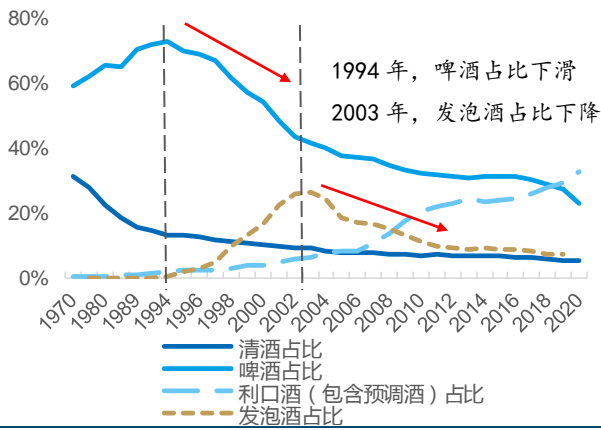
■ 日本: 税率差异驱动厂商转型, 女性劳动参与率提供催化

1) 1993 年以前: 啤酒占比提升, 清酒占比下降。日本酒类消费以清酒和啤酒为主, 清酒消费量较为固定, 而啤酒销量快速提升, 1770-1993 年啤酒总消费量从 2910 万吨增长至 6756 万吨, 1993 年啤酒销量占比提升至 73%, 清酒销量占比下降至 15%。

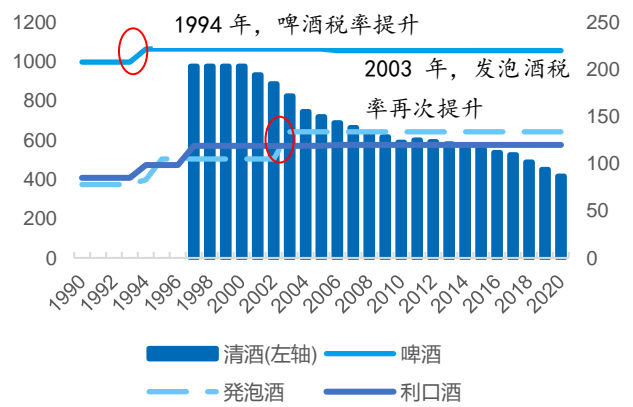
2) 1994-2003 年: 发泡酒占比提升, 啤酒占比下降。1993 年, 日本将麦芽比率>67%的酒定义为啤酒, 每升征税提升至 222 日元。为减少税款缴纳, 以三得利为首的啤酒厂率先推出麦芽比率低于 67%的发泡酒, 每升仅需缴纳税款 152.7 日元, 税负的减少使得其售价较低, 而味道也接近啤酒, 故其推出后受到消费者青睐。到 2003 年, 发泡酒销量占比提升至 26%, 而同期啤酒销量占比下滑至 41%。

3) 2003 年-至今: 利口酒占比提升, 发泡酒占比下降。2003 年, 日本再一次提高麦芽比率低于 25%的发泡酒税率, 三得利和札幌等啤酒厂商又推出麦芽比率为 0%的第三类啤酒, 其每升缴纳税款仅需 67 日元。第三类啤酒可分为两类, 一类用大豆、玉米等原料替代麦芽发酵, 另一类是在含有麦芽的发泡酒基础上加入烈酒等其他酒类, 预调酒即属于第三类啤酒。2004-2020 年, 预调酒所在的利口酒类销量占比从 6%提升至 33%; 发泡酒占比从 26%下降至 8%; 啤酒占比进一步下降至 23%。

图表8: 1994年日本利口酒(含预调酒)销量占比提升



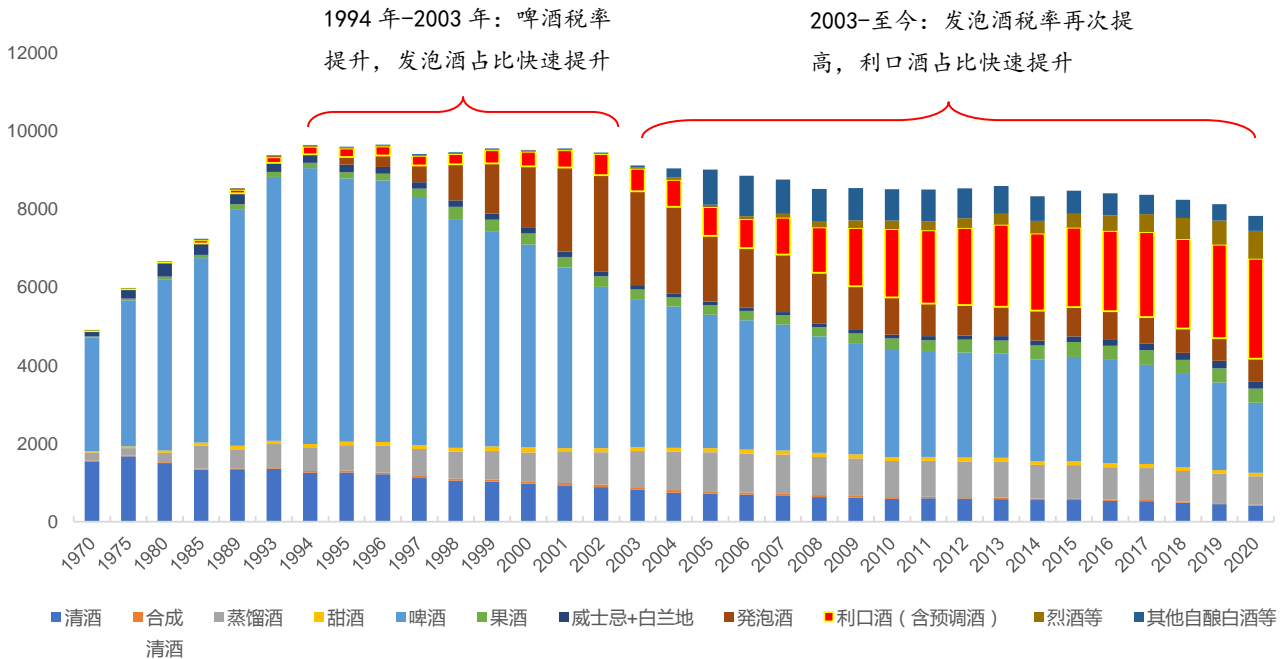
图表9: 1994年日本啤酒税率提高(单位: 日元/升)



来源: 日本国税厅, 国金证券研究所

来源: 日本内阁府、日本酿酒师协会, 国金证券研究所

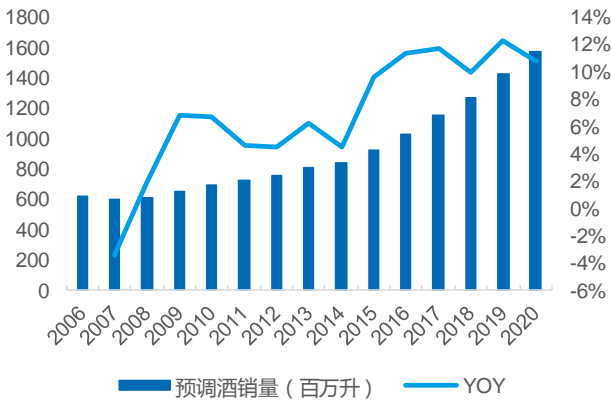
图表10: 1970-2020年日本酒类消费数量变化(单位: 百万升)



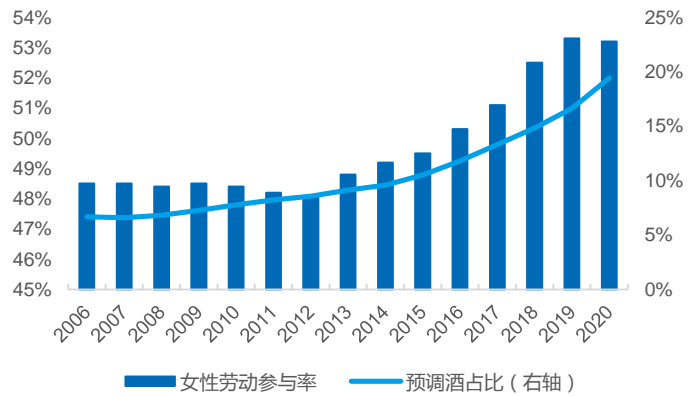
来源: 日本国税厅, 国金证券研究所

日本预调酒销量在 2014 年起迎来新一轮高增, 从 846 万升提升至 1583 万升, 增幅近一倍。我们认为这主要与日本女性劳动参与率提升有关。随着女性逐步从家庭走向社会, 承担社会压力, 在日本浓厚饮酒文化影响下, 女性在社交、居家等场合往往首选易入口、低酒精、口味丰富的预调鸡尾酒。据日本清酒酿造协会, 19 年女性饮酒比率达到 72.9%。据三得利的调查, 20-30 岁消费者选择预调酒作为第一次酒精饮料的理由中, 好入口以 67.5% 的选择比例为首位, 其次是低酒精度 (35.90%) 和口味丰富 (30.40%)。

图表11: 2014年起日本预调酒销量新一轮高增



图表12: 2014年起日本女性劳动参与率快速提升



来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 世界银行, 国金证券研究所

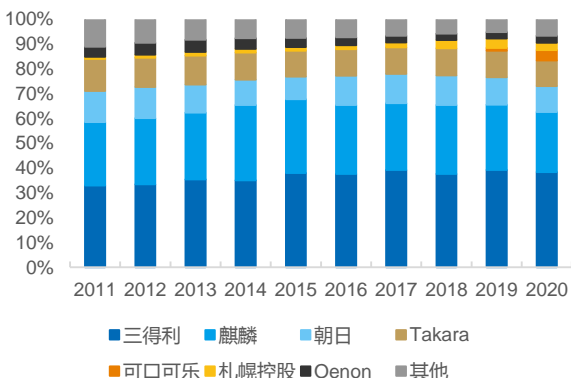
日本预调酒市场快速发展, 离不开厂商持续推陈出新及持久的消费者教育, 同时竞争格局稳定有助于品牌认知成型。三得利、麒麟、朝日等是日本传统啤酒厂商龙头, 在酒税改革过程中不断创新转型推出发泡酒、预调酒等新品类, 且凭借不同品牌稳居市场前三位。2010-2020年, 日本 CR3/CR5 的占比分别稳定在 70%/90%以上。

图表13: 日本龙头三足鼎立, 持续推陈出新



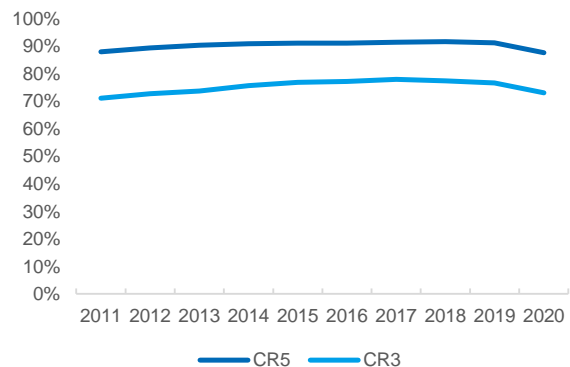
来源: 各品牌官网, 国金证券研究所

图表14: 2010-2020年日本预调酒竞争格局较为稳定



来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表15: 2020年日本预调酒 CR3 占比 73%



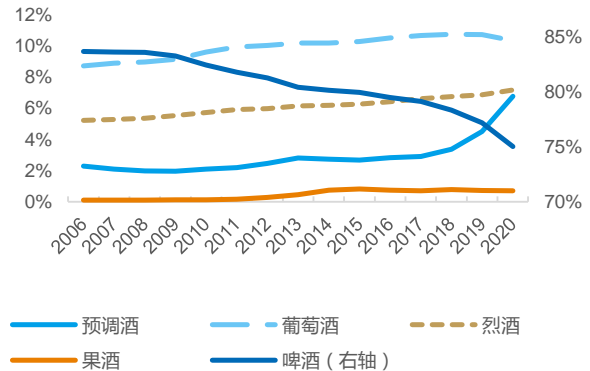
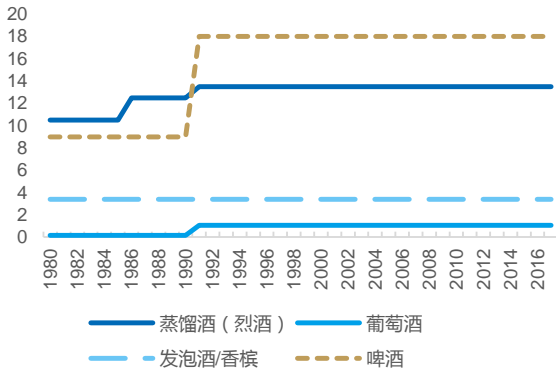
来源: 欧睿, 国金证券研究所

■ 美国：预调酒税率较低，厂商加大创新力度

根据美国酒精类税率，啤酒自 1991 年起每加仑征税 18 美元，显著高于其他酒类。结合饮酒习惯差异，美国市场葡萄酒销量占比更高。根据欧睿，2006-2020 年，美国酒饮市场中啤酒占比从 83.6% 下降至 75.1%，同期葡萄酒占比从 8.7% 提升至 10.3%，预调酒占比从 2.3% 提升至 6.8%，烈酒和果酒也均有小幅提升，共同分割啤酒市场份额。

图表 16：美国啤酒税率显著高于其他品类（加仑/美元）

图表 17：美国葡萄酒、预调酒销量占比均有提升



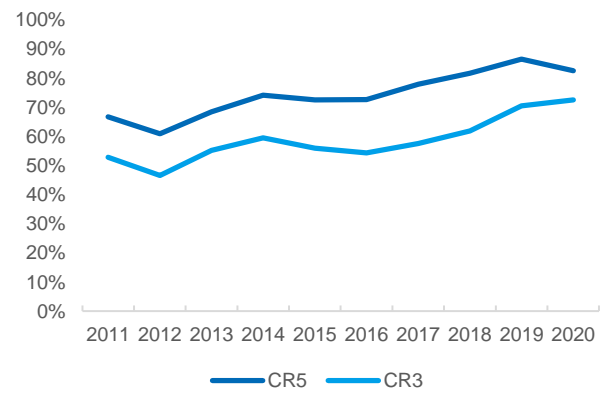
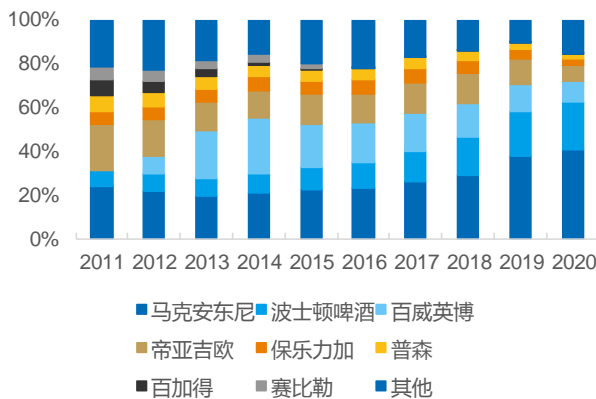
来源：美国烟酒税务贸易局，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

从行业竞争格局来看，美国预调酒品牌较为分散，但头部品牌呈现逐年集中趋势。CR3/CR5 不断上升，2020 年分别达到 72.5% 和 82.6%。目前美国市占率排名第一的马克安东尼 (Mark Anthony)，主要依靠 2016 年上市的大单品白瓜 (White Claw) 硬苏打占据预调酒品牌中 28.7% 的市场份额，这款酒由蔗糖发酵而来，凭借不同于啤酒基等预调酒的口感，以低糖低卡的定位进入美国预调酒空白市场，符合民众健康意识日益提升的诉求。波士顿啤酒同期也推出了一款名为 Truly 的硬苏打，2020 年市占率达到 14.1%。

图表 18：美国竞争充分，但龙头市占率持续提升

图表 19：2020 年美国预调酒 CR3 占比 73%

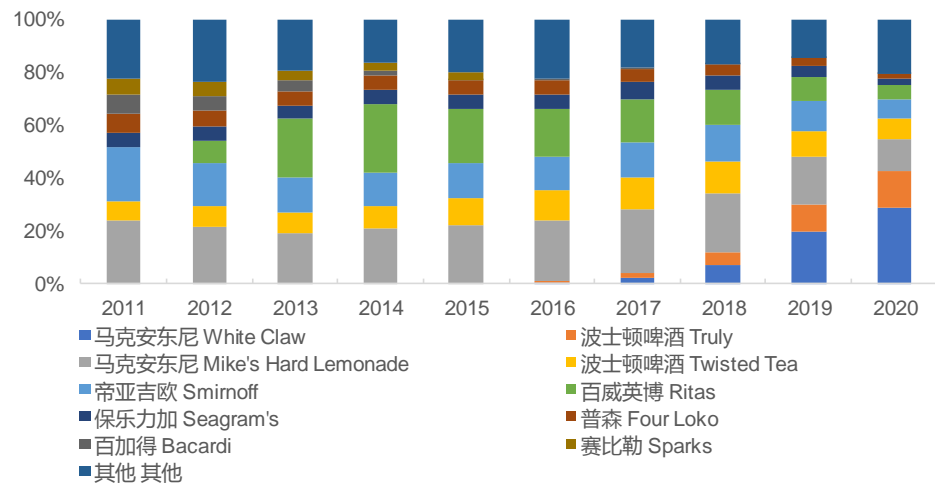


来源：欧睿，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

在过去十年的动态竞争中，龙头市占率不断提升，主因产品和受众人群差异化定位。马克安东尼另一款 Mike's Hard Lemonade 是美国传统预调酒，主打硬柠檬水，已推出菠萝、黑莓、草莓等 8 种口味；波士顿啤酒 Twisted Tea 是含酒精茶饮；帝亚吉欧 Smirnoff 主要针对年轻人群，目前已推出多种口味和零糖低卡产品。

图表20: 健康低糖的硬苏打品类 (White Claw) 迅速填补美国预调酒空白市场

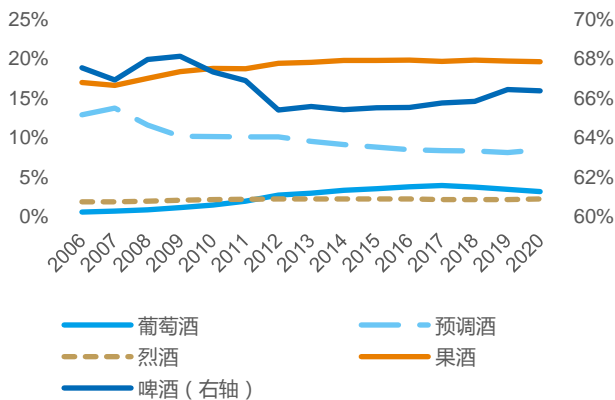


来源: 欧睿, 国金证券研究所

■ 澳大利亚: 预调酒税率较高, 外资品牌竞争激烈

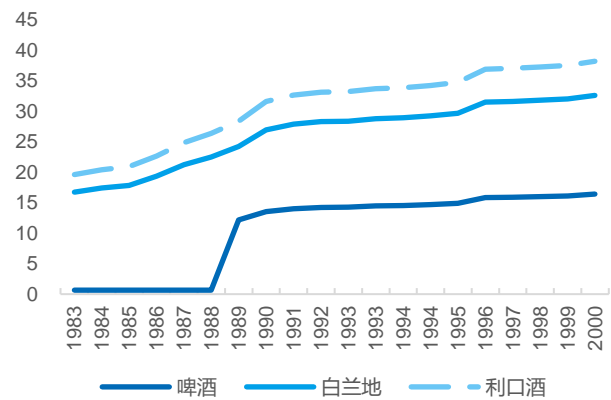
2006-2020年, 澳大利亚市场啤酒销量占比基本稳定在66%, 而葡萄酒、烈酒、果酒等分割预调酒份额, 预调酒2020年市占率下降至8.5%, 果酒进一步提升至19.7%。分析其预调酒没有持续发展的原因, 主要有以下两点: 1) 根据澳大利亚酒精税率, 啤酒显著低于白兰地(烈酒)、预调酒(利口酒), 因此厂商缺乏转型和创新动力, 国内仍以啤酒消费为主。

图表21: 澳大利亚预调酒销量占比逐年下降



来源: 欧睿, 国金证券研究所

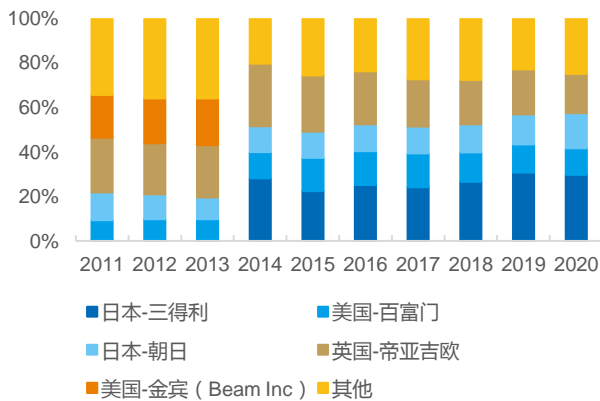
图表22: 澳大利亚利口酒税率较高 (单位: 升/澳元)



来源: 澳大利亚政府官网, 国金证券研究所

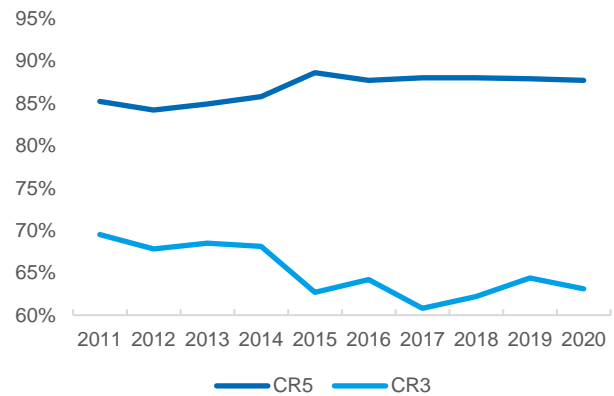
2) 澳大利亚预调酒市场几乎全为外资品牌, 前三名分别来自日本、美国、英国, 其中日本三得利在2014年成立金宾三得利 (Beam Suntory) 子公司, 成功转移之前 Jim Beam 的份额, 进入澳大利亚市场。外资品牌对于本土消费者需求缺乏洞察和快速响应能力。不同于日本和美国竞争格局基本稳定或者集中度提升, 澳大利亚预调酒 CR3 占比在2010-2020年间下降6.4%, 头部竞争格局较为激烈。

图表23: 三得利 2014 年成为澳大利亚预调酒龙头



来源: 欧睿, 国金证券研究所 (2014 年金宾三得利成立, 之前金宾份额并入三得利母公司)

图表24: 澳大利亚预调酒 CR3 集中度下降

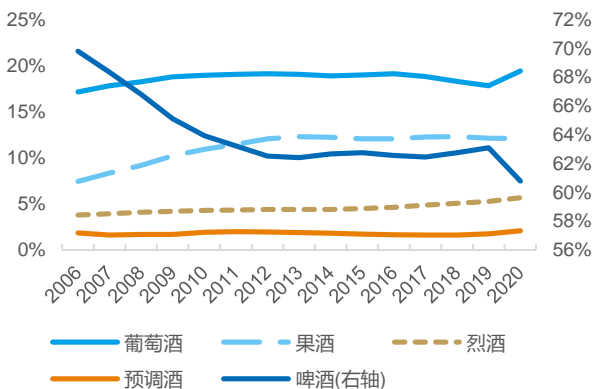


来源: 澳大利亚政府官网, 国金证券研究所

■ 英国: 主流啤酒税率较低, 酒饮习惯难被打破

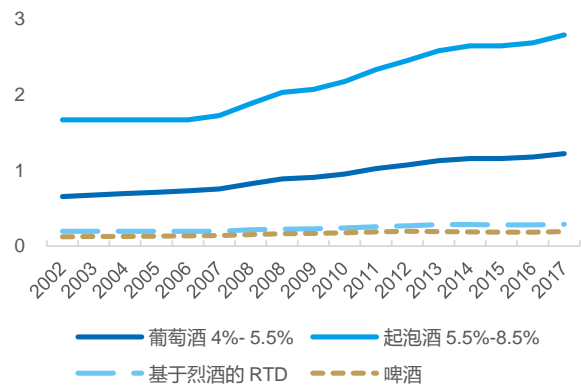
2010-2020 年英国啤酒销量占比从 70% 下降至 61%, 而葡萄酒、果酒占比明显提升, 预调酒 (占比 2%), 亦有小幅提升。分析其原因, 1) 英国的啤酒税率较低, 与预调酒差异小, 替代优势不明显。2) 本土消费习惯导致葡萄酒和果酒更受欢迎, 而预调酒较为小众。

图表25: 英国预调酒销量占比 2020 年显著提升



来源: 欧睿, 国金证券研究所

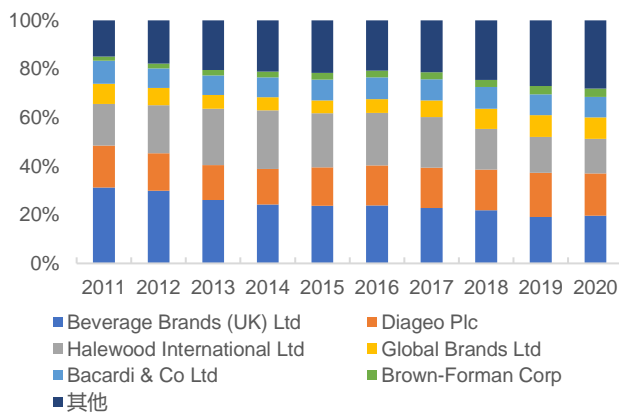
图表26: 英国预调酒税率近似啤酒 (单位: 升/英镑)



来源: 英国政府官网, 国金证券研究所

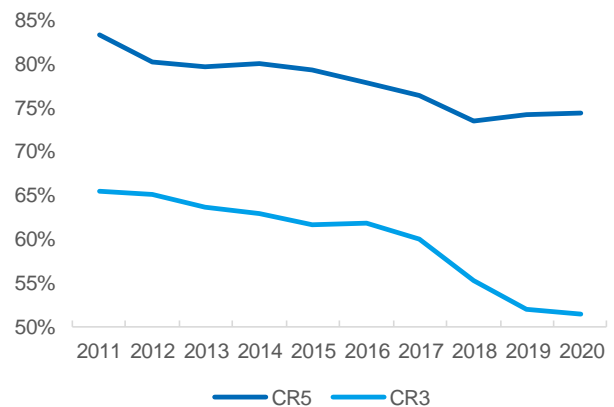
从市场格局来看, 英国预调酒市场占比相对小, 但竞争激烈, 龙头之间差距逐步缩小, 其中 Beverage Brands (UK) Ltd 市占率在 2010-2020 年下滑近 10%, 而其他品牌市占率提升较快。从 CR3/CR5 占比来看, 也呈现出下降趋势, 2020 年英国预调酒 CR3 降至 50%, CR5 降至 75%。

图表27: 英国预调酒龙头市占率小于 20%, 逐年下降



来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表28: 英国预调酒 CR3 占比下降

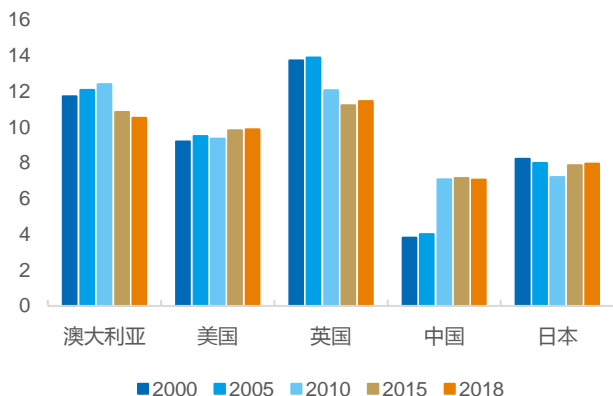


来源: 欧睿, 国金证券研究所

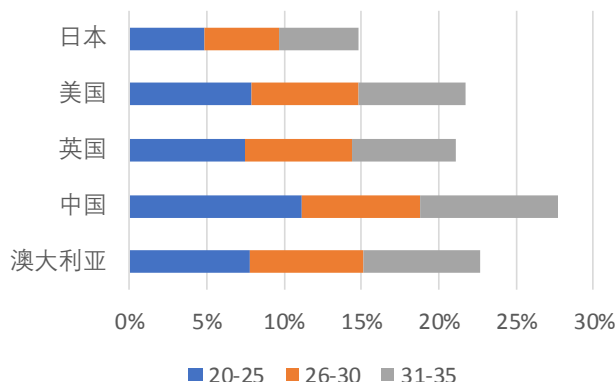
从饮酒习惯和人口结构来看, 1) 英国和澳大利亚人均饮酒量在世界范围内处于较高水平, 这代表传统的饮酒习惯难以被打破, 果酒和葡萄酒成长性较强, 挤占预调酒部分发展空间。

间。2) 预调酒的新受众多为年轻人，而英国和澳大利亚市场 25-35 岁年轻人口占比在 1990-2021 年分别下降 3%/5%，而同期美国提升 1%，因此美国预调酒市场增长更快。

图表29：世界各国人均饮酒量对比（升/人）



图表30：2020年世界各国年轻人口结构占比



来源：WHO，国金证券研究所（注：以纯酒精计算，人数以超过15岁计算）

来源：OECD，国金证券研究所

1.3 对比中国小结：品牌集中度提升，年轻人口红利有待释放

结合上述国家的预调酒发展特点，我们认为重要影响因素是酒精税率，如日本、美国啤酒税收较高，供给端具备转型催化，预调酒主要依靠替代啤酒获得空间。而英国和澳大利亚啤酒税率较低，啤酒市场销量较为稳定，留给其他酒类的增长空间小。根据我国税率，啤酒和预调酒增值税率基本一致，仅消费税存在小幅差异。

图表31：在中国预调酒税率不存在明显优势

| 种类 | 增值稅税率 | 消費稅税率 |
|----|-------|---|
| 白酒 | | 20%从价稅+0.5元/斤从量稅 |
| 黄酒 | | 240元/吨 |
| 啤酒 | 17% | 每吨出厂价在3000元以上(含3000元): 250元/吨; 每吨出厂价低于3000元: 220元/吨 |
| 其他 | | 10% |
| 酒精 | | 5% |

来源：中国财政部，国金证券研究所

其次是年轻人口占比。预调酒作为新兴酒类，更符合年轻人社交文化。在过去30年间，澳洲、英国等市场年轻人占比下降较为明显，而美国实现小幅提升。从绝对百分比来看，中国20-35岁年轻人占比高达23%，女性劳动参与率为64%，显著高于其他国家。

再次是本土品牌投入，体现在的消费者教育、差异化推新策略方面。如日本、美国市场龙头为国产品牌，市场响应速度快，本土洞察力强，各大厂商为了巩固市场份额轮流推新，CR3市占率提升至70%左右形成稳态。而英国、澳大利亚市场集中度较低，近年来CR3出现下滑趋势。我国目前CR3市占率为88%，且该份额不断提升，大多数消费者形成“品牌”即“品类”的意识，有助于消费者教育。

图表32：日本、美国、英国、澳大利亚及中国预调酒相关指标对比

| 指标 | 日本 | 美国 | 英国 | 澳大利亚 | 中国 |
|--------------------------|-------|-------|----------|-------|----------|
| 1990-2020年实际GDP年复合增速 | 0.6% | 1.9% | 1.3% | 2.2% | 9.1% |
| 酒精税率(啤酒VS其他酒饮) | 啤酒税率高 | 啤酒税率高 | 啤酒税率≈预调酒 | 啤酒税率低 | 啤酒税率≈预调酒 |
| 宏观环境 | | | | | |
| 20-35岁人口占比(1990-2020变动值) | -5.1% | 0.7% | -2.8% | -4.8% | -3.6% |
| 20-35岁人口占比(2020年) | 20% | 18% | 23% | 25% | 27% |
| 2018年人均饮酒量(升纯酒精/人) | 8.0 | 9.9 | 11.5 | 10.5 | 7.1 |
| 女性劳动参与率 | 53.5% | 56.1% | 58% | 61.2% | 63.7% |
| 市场环境 | | | | | |
| 2020年预调酒销量占比 | 19.4% | 6.8% | 2.1% | 8.5% | 0.6% |
| 2020年预调酒CR3占比 | 73.1% | 72.5% | 51.5% | 63.1% | 88.4% |
| 预调酒CR3(2011-2020变化) | 1.6% | 19.7% | -14.0% | -6.4% | 8.4% |

来源：世界银行、世界卫生组织、各国政府官网、欧睿、国金证券研究所

二、竞争角度：历史为鉴，如何看待后续竞争格局？

2.1 复盘行业历史，看公司如何突出重围？

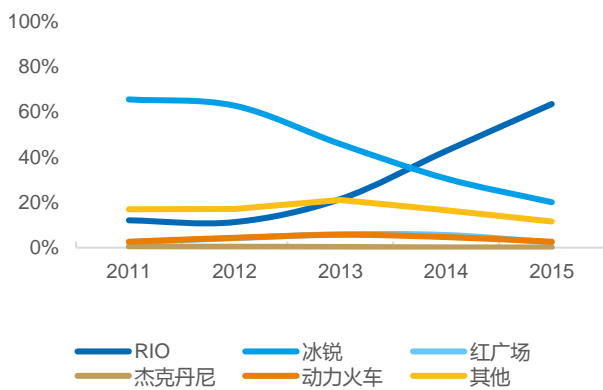
- 启蒙期（1990-2011年）：国际品牌领跑，国产品牌跟随

20世纪90年代中期，进口预调酒作为新品类开始在发达城市的KTV、酒吧等布局，但消费者认知程度低、行业需求体量小。2003年国产品牌RIO鸡尾酒、动力火车相继成立，采取价格跟随国际品牌战略打入夜场，但当时行业面临着同等价位洋酒和啤酒双重夹击，小品牌效果欠佳。2006-2010年预调酒销量从0.2亿升小幅增长至0.3亿升。到2011年国际品牌百加得冰锐市占率66%，排名第一；RIO市占率12%，位列第二。

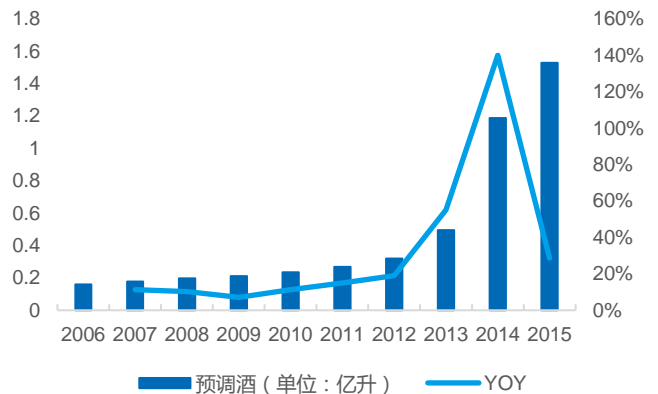
- 成长期（2012-2015年）：行业扩容，竞争加剧

2012年起，行业龙头品牌百加得冰锐和RIO开始转战电商和商超，更开放的非现饮需求为预调酒提供了快速成长的机会。RIO判断年轻人才是预调酒的主要消费群体，将产品重新定位为20-30岁年龄层，围绕女性消费者推广。同时许多热门综艺和剧集中大量植入广告，推动消费者教育。2014年行业销量达到1.19亿升、同比增速高达140%，2015年继续提升至1.53亿升。

图表33：2012-2015年RIO抓住时机反超冰锐



图表34：2012-2015年国内预调酒步入快速发展期



来源：欧睿，国金证券研究所（注：图例为市占率）

来源：欧睿，国金证券研究所

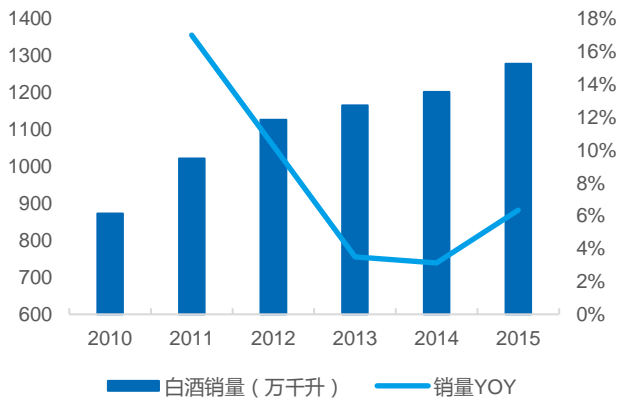
在行业快速发展背景下，白酒行业“塑化剂”、限制“三公”等事件先后爆发，白酒厂商发展受限，行业产销率下滑，主要白酒上市公司净利润增速大幅降低，甚至直接亏损，白酒厂商外部寻求新的增长点。预调酒行业红利吸引大量知名企业入局，包括茅台、五粮液、洋河、百威、汇源等公司均推出预调酒概念产品。

图表35：2012-2015年白酒、啤酒、饮料纷纷进入低度酒行业

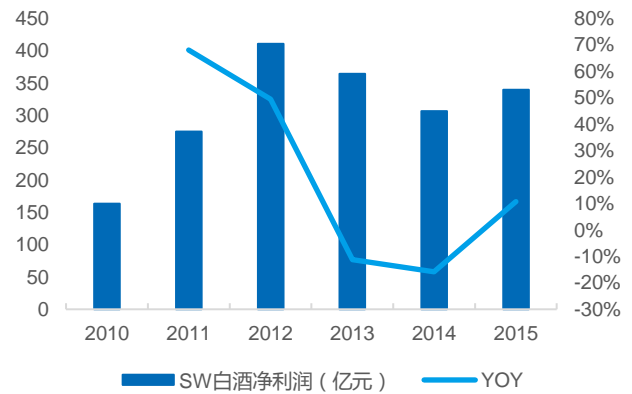
| 时间 | 品牌 | 事件 | 产品图示 |
|----------|------|------------------------------|------|
| 2013年10月 | 泸州老窖 | 推出“泸小二”系列，定位时尚小酒 | |
| 2014年11月 | 五粮液 | 推出旗下第一款预调鸡尾酒“德古拉” | |
| 2014年12月 | 汇源 | 推出鸡尾酒产品“真炫” | |
| 2015年2月 | 洋河 | 对外宣布推出鸡尾酒新品“DEW”（滴诱） | |
| 2015年3月 | 百威英博 | 推出预调鸡尾酒品牌“MIXXTAIL”魅夜 | |
| 2015年11月 | 古井贡酒 | 投资3000万元成立露酒公司，打造BESE佰色预调鸡尾酒 | |
| 2016年8月 | 泸州老窖 | 推出鸡尾酒产品“超体” | |

来源：货圈全、各品牌官网，国金证券研究所

图表36：2013年起白酒行业销量增速下降



图表37：2013-2014年白酒行业净利润增速为负



来源：Wind，国金证券研究所

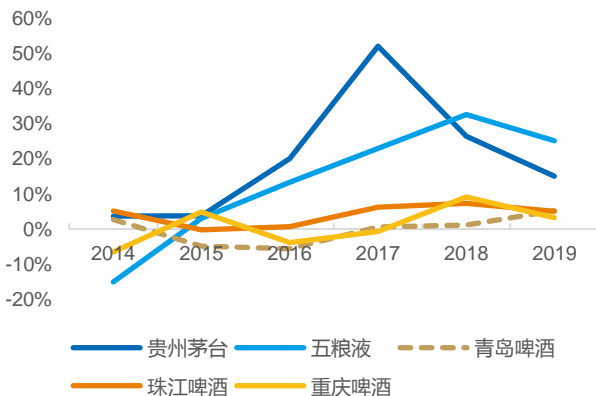
来源：Wind，国金证券研究所

■ 调整期（2016-2018年）：行业低迷，龙头坚守

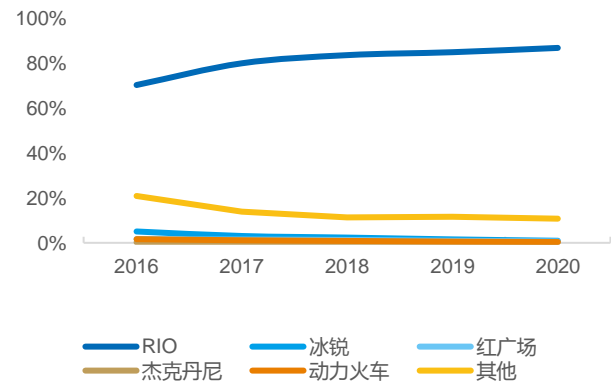
从供给端看，市场快速扩容期吸引大量品牌进入，各品牌竞相抢夺市场，使许多厂商产能过剩、库存积压、利润降低、被迫出清。以RIO为例，2015年销量达到1838万箱峰值，但其进入下半年经销商库存压力骤增，终端动销放缓。从需求端看，产品质量参差不齐、同质化严重给消费者造成困扰，叠加消费实际需求培育还未到位，消费者“尝鲜”的热情逐步消退。

2016年国内预调酒市场规模大幅下滑32.9%，行业正式进入调整阶段。随后几年，许多小厂利润亏损被迫退出，跨界大厂亦聚焦主业。公司在行业低迷期坚持在产能、产品、渠道端投入，龙头地位愈发稳固，2018年市占率高达83.6%。

图表38：2015-2019年各酒企营收快速修复



图表39：2015-2020年公司市占率不断提升



来源：Wind，国金证券研究所

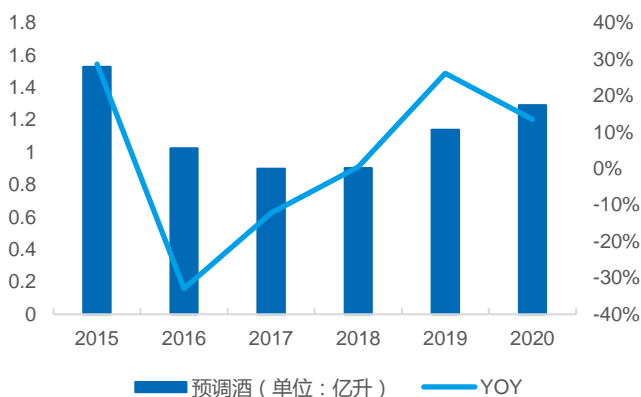
来源：欧睿，国金证券研究所

■ 恢复期（2019年至今）：行业标准树立，新经济驱动回暖

前期行业中出现了部分滥竽充数者，酒精度与基酒比例没有固定标准，滥用色素、添加剂、糖的案例层出不穷，严重影响消费者体验。2019年中国酒业协会批准《预调鸡尾酒》团体标准正式立项，这一项目由公司牵头制定，驱动行业产品质量提升。

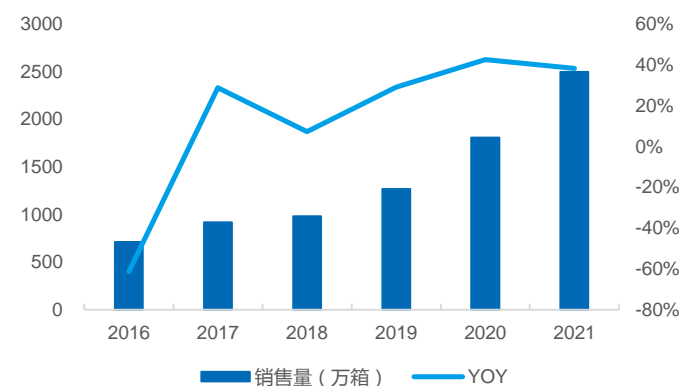
市场需求回归理性，消费升级创造新机会。该阶段需求已从尝新泡沫转化为品类认知的提升，消费者意识培育推动复购率提升。2018年以来行业逐步回暖，进入平稳发展期。在“她经济”和“单身经济”崛起的背景下，包装精美、口味独特的预调酒逐渐成为享受生活、彰显个性的标志，愈发受到青年群体的喜爱。2018年预调酒行业市场规模迎来拐点，再次实现正增长，近年来复合增速在10%以上。

图表40：2018年国内预调酒市场步入平稳发展期



来源：欧睿，国金证券研究所

图表41：2018年起公司预调酒销量快速修复



来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 如何看待未来竞争格局？

从现有竞争者来看，公司通过多年持续的消费者教育，在行业树立了较强的品牌意识，市占率接近 90%，稳居第一。类比饮料中大单品（王老吉、旺仔、哇哈哈）市占率稳定，中小品牌难以实现弯道超车，抢占份额。

从替代品威胁来看，根据澳大利亚、英国的发展经验，果酒发展相对成熟，成为预调酒的主要竞争对手，共同瓜分啤酒市场份额。从饮酒习惯来看，西方国家饮用葡萄酒历史悠久，酿造工艺成熟，原料易获取。在我国，果酒市场份额不及预调酒，主要原因在于果酒以新鲜水果酿造，技术不成熟，单价相比预调酒高，难以满足大众消费需求。

从潜在进入者来看，1) 啤酒：根据海外复盘，日本、美国预调酒均以抢占啤酒市场份额而发展壮大。分析原因，其预调酒龙头原本为啤酒龙头，可借助原有的渠道和品牌优势进行推广。此外，我们观察其 CR3 竞争格局较为稳定，市占率第一的龙头往往仅占据 30%-40% 的份额，厂商之间存在良性竞争，既有利于形成合力进行消费者教育，又有利于催生供给端品类创新。因此我们认为，啤酒厂商后期入局有助于加强消费者教育，加速扩容预调酒市场空间。但短期内，我国啤酒厂商正处于高端化转型红利期，入局概率小。

2) 白酒：洋河、五粮液、茅台等都曾推出过预调酒，均在行业调整期逐步退出。白酒受众和调性与预调酒存在明显差异。预调酒消费者普遍年轻，喜爱尝鲜，饮用通常为轻松愉快的休闲场景；而白酒消费者年龄偏长，饮用场景通常为高端宴请或者商务需求。我们认为白酒企业入局反而不利于加深其高端化的品牌形象，且近年来白酒行业盈利指标显著优于预调酒，进入概率小。

综上，我们认为公司短期龙头地位稳固，中长期或有啤酒厂商进入，抢占市场份额。但随着消费者认知逐步巩固，行业总规模扩大趋势不改，公司亦有望借助品牌、产能、原料优势分得一杯羹。

三、公司角度：践行长期主义，站稳龙头地位

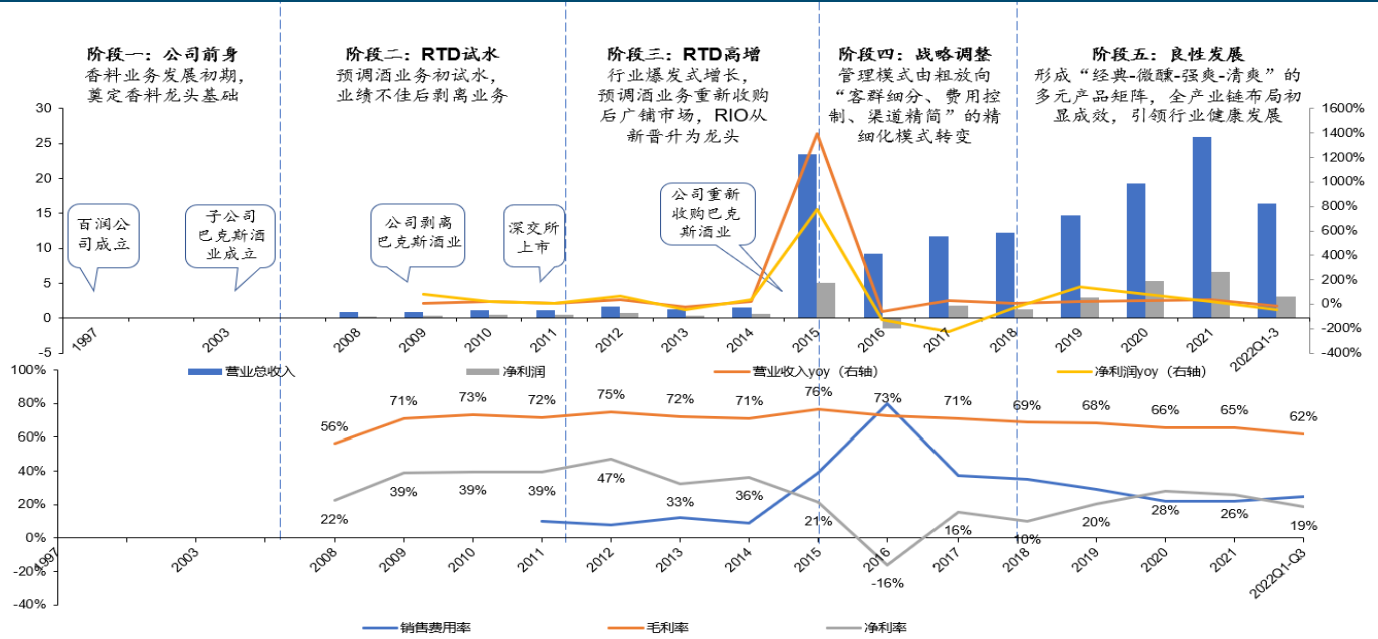
3.1 历史复盘：低迷期坚守赛道，奠定龙头地位

早期阶段（1997-2002年）：香精香料业务发展，奠定龙头基础。1997年，百润股份前身上海百润香精香料有限公司成立，主要从事食品类的香精香料的研发、生产和销售，收入和利润体量较小。

RTD 试水阶段（2003-2011年）：预调酒业务初试水后剥离业务。2003年底子公司巴克斯酒业成立，由于中国预调酒市场尚未打开，暂时经营陷入困境。2007年以换股方式吸收合并百润福德，进一步深化香精香料布局。2009年巴克斯酒业为了降低上市风险将其剥离。

RTD 高增阶段（2011-2015年）：行业红利期高增长，重新收购预调酒业务后迅速爆发。该阶段预调酒行业爆发式增长，RIO 品牌 2014 年晋升为我国预调酒行业 TOP1。公司于 2015 年以非公开发行人方式购买巴克斯酒业 100% 股权，当年公司营收翻倍增长，同时归母净利润同比增长 74%，达到 5 亿元。然而渠道管控不到位致库存积压，进入四季度，公司净利润甚至亏损约 2 亿。

图表42：公司发展历程汇总（单位：亿元）

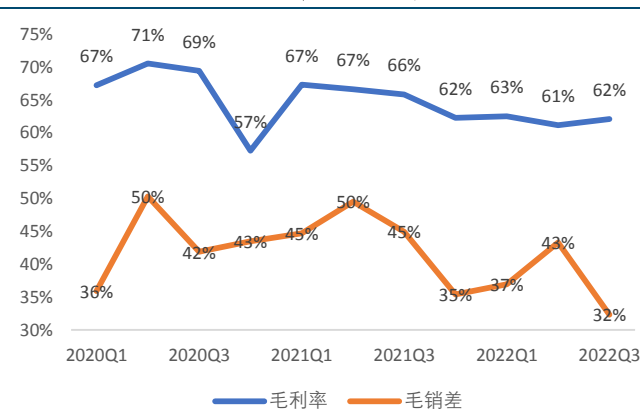


来源：公司公告，国金证券研究所

精细化发展阶段（2016-2018）：管理模式精细化，微醺大单品夯实品牌基础。2016年行业泡沫破碎后，公司出货量下滑，营收下降60.6%。但在此情况下销售费用率仍高达80.8%，2016年归母净利润亏损1.47亿。随后几年公司清理库存、调整渠道、控制费用，逐步从困境中恢复。其中2018年净利润小幅下降主要系终止股权激励计划带来的一次性计提，若剔除该因素实现净利2.01亿元，同比增长10.3%。

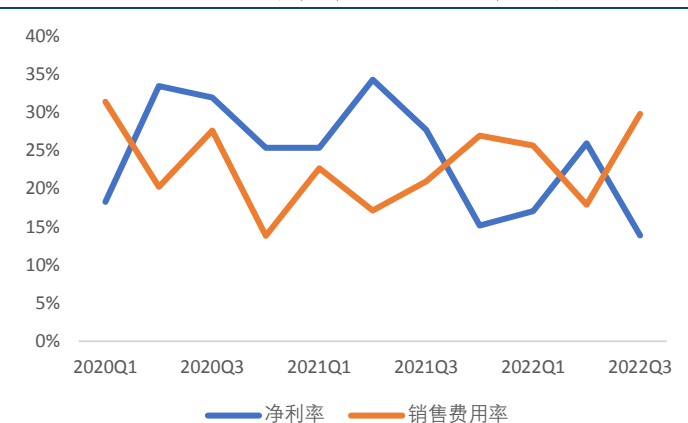
2022年前三季度公司毛利率同比下降4.6pct，主要系原材料铝、玻璃、纸箱价格大幅提升，叠加上半年受华东疫情影响，产销量下滑，单位运输费用大幅提升。但下半年随着成本压力缓解，费效比提升，单Q3毛利率环比Q2提升0.94pct，修复至62.1%。公司历史上三季度销售费用投放较多，22Q3强爽爆红追加销售费用，导致净利率继续承压。

图表43：公司22Q3毛利率环比提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表44：公司22Q3销售费率高企至净利率下滑

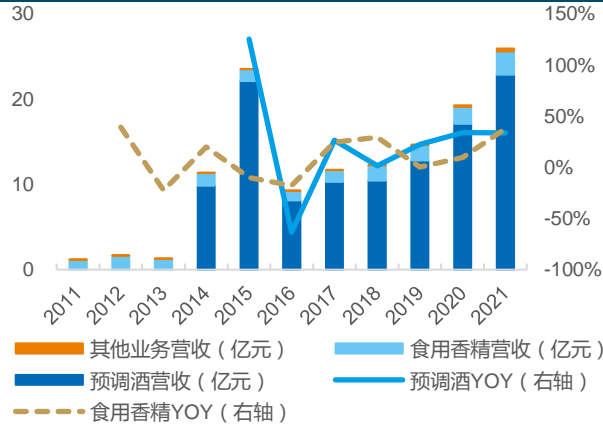


来源：公司公告，国金证券研究所

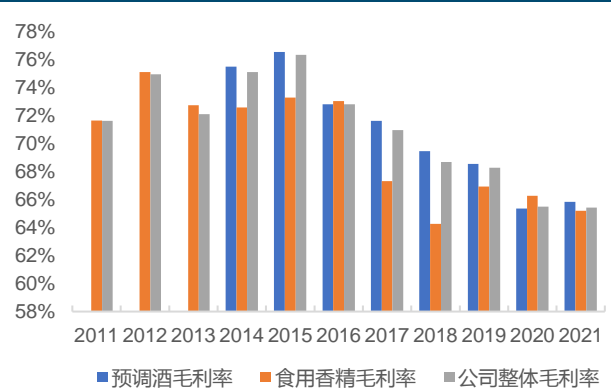
3.2 基本面：主业逐步修复，增长质量提升

公司以预调酒、食用香精为主营业务。自2015年收购巴克斯后，预调酒营收占比高达85%，而香精业务营收占比稳定在10%左右。2011-2015年公司毛利率呈上升趋势，系高毛利的经典瓶销量扩张，同期预调酒业务毛利率高出食用香精业务约3-5pct。

图表45：2014年后预调酒为公司主业



图表46：预调酒业务毛利率高于食用香精业务

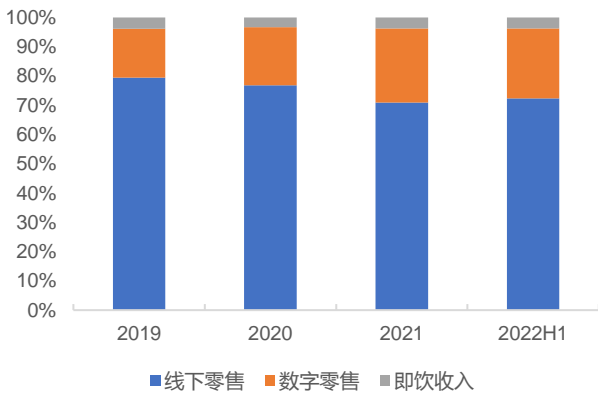


来源：公司公告，国金证券研究所（注：2014年为收购巴斯调整后营收）

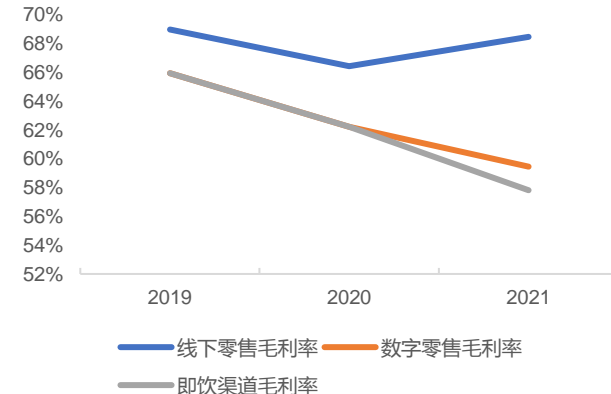
来源：公司公告，国金证券研究所

2015-2021年，公司毛利率呈下降趋势。主要系1) 随着公司电商渠道、产品罐化率提升，预调酒综合毛利率逐年下降。2) 2020年适用新收入准则，预调酒和食用香精运输费调整至营业成本，分别影响毛利率4.3%/1.2%。经调整后，实际上2020年预调酒、食用香精毛利率分别同比提升1.1%/0.5%。2021年，预调酒毛利率继续提升0.5pct；而香精业务吨价下降，毛利率同比-1.1pct。

图表47：公司数字零售渠道占比显著提升



图表48：公司数字零售渠道毛利率较低

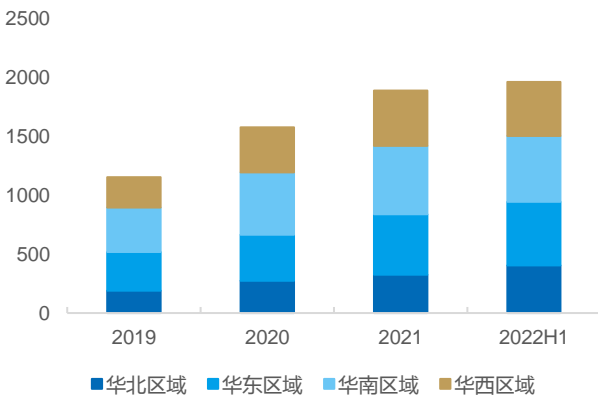


来源：公司公告，国金证券研究所

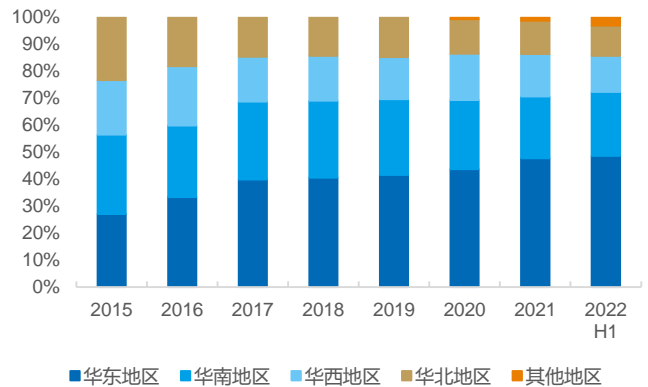
来源：公司公告，国金证券研究所

分地区看，公司以华东、华南为基本盘，2016-2021年华东与华南地区合计营收占比提升14.1pct至70.5%。其中华东为重点发展区域，2016-2021年华东区域销售额CAGR为32.1%，显著高于华南/华西/华北（19.3%/15.0%/13.8%）。由于华北地区消费习惯以烈酒为主，公司仍处于稳步扩张阶段。

图表49：公司各地区经销商同步开拓（单位：个）



图表50：公司以华东、华南为销售主阵地

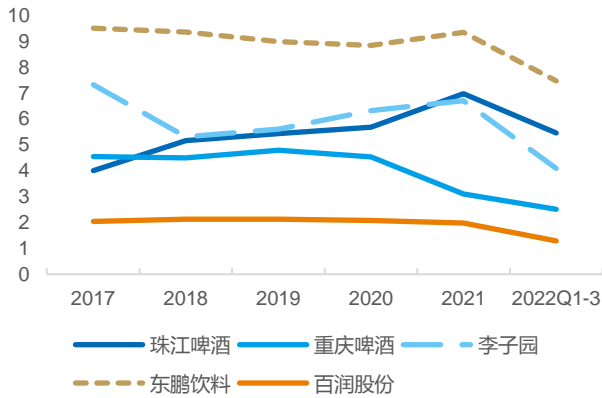


来源：公司公告，国金证券研究所

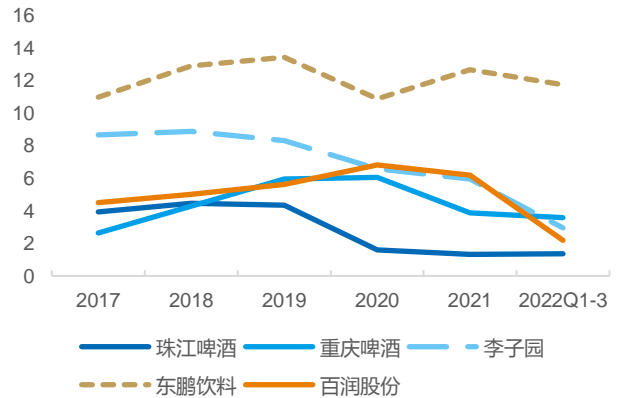
来源：公司公告，国金证券研究所

公司是国内预调酒、香精龙头，且市占率较高，因此向上游议价能力强，应付账款周转率低于可比饮料、啤酒公司，且呈现逐年下降趋势。吸取了2016年的教训后，公司渠道管控能力增强，2017-2021年公司存货周转率快速提升，处于可比公司中等水平。2022年前三季度，公司存货周转率下降，主要系烈酒生产项目逐步建成，半成品库存增加。

图表51：公司应付账款周转率处于行业偏低水平



图表52：公司存货周转率处于行业中等偏上水平



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

经过2012-2015年的爆发式增长、2016年的调整和整固后，2017年实现了较高质量的恢复性增长，当年公司首次设立股权激励，授予80名核心骨干及高层1500万股，但由于2018年上游原材料供应短缺、价格大幅上涨，盈利能力受挫，计划终止。

2021年12月公司再次推出股权激励，此次扩充了激励范围至227人，约占激励计划公告时公司股本总额的0.4%，首次授予价格为30.34元/股。2022年受疫情反复影响，营收增长压力较大，公司将业绩考核基数年份往后顺延1年，即以2022年为基数，2023-2025年营收增速不低于25%/53.75%/84.5%。

图表53：公司历史股权激励计划

| 时间 | 授予人数 | 限制性股票数量 | 解除限售期 | 业绩考核目标 | 完成情况 |
|------|------|---------|----------|-------------------|--------------------------------------|
| 2018 | 80 | 1194万股 | 第一个解除限售期 | 2018年归母净利润同比增长25% | 终止实施（剔除费用一次性计提影响，2018年归母净利润同比+10.3%） |
| | | | 第二个解除限售期 | 2019年归母净利润同比增长20% | |
| | | | 第三个解除限售期 | 2020年归母净利润同比增长20% | |
| 2022 | 227 | 300万股 | 第一个解除限售期 | 2023年营业收入同比增长25% | 2022年9月，将考核基数顺延一年，目前在进行中 |
| | | | 第二个解除限售期 | 2024年营业收入同比增长23% | |
| | | | 第三个解除限售期 | 2025年营业收入同比增长20% | |

来源：公司公告，国金证券研究所（注：业绩考核目标增速换算成同比展示）






3.3 产品：拓宽产品矩阵，覆盖多层次需求

公司自2016年起对青年群体细分，并不断丰富产品矩阵，提升品牌渗透率。目前产品涵盖了不同酒精度、不同果汁含量、不同容量的50多种口味，可满足不同消费者和不同消费场景的需求。如经典系列主打欢聚场景，而微醺系列针对单人场景。微醺凭借“高颜值、低度数、清新果味”特点，2018年顺利切入年轻女性消费群体，弥补经典瓶下滑同时带动营收快速增长。2021年该系列收入占比近50%，成为公司第一大单品系列。

强爽（9%酒精度）具备“酒劲强、易入口、轻负担”的特征，作为一款快速解压酒可覆盖更深层次的饮酒需求。2022年9月，强爽借助“不信邪挑战”在抖音渠道话题热度激增，同期联名游戏“永劫无间”抽奖，加速渗透男性群体，线上多平台出现断货现象，渠道反馈单月销售额破亿元。我们认为强爽爆红除了精准定位受众外，亦符合酒饮“高度化”趋势。参照日本预调酒市场，酒精含量7度以上的产品占比最高，且在2010-2020年间销量增速高达14%。

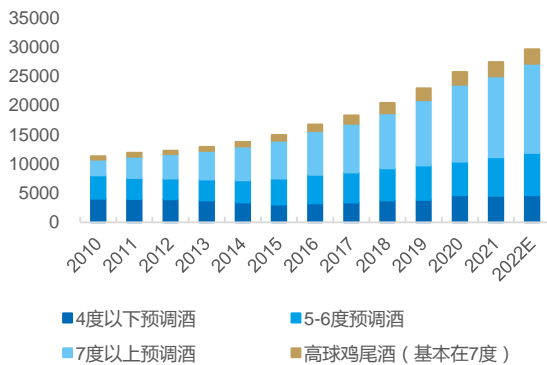
清爽系列价格较低（单瓶价格在7-8元之间，平均定价1.79元/100ml）、酒精含量适中（5%酒精度，略高于微醺），兼具微醉体感和柔和口感，具备性价比，有利于将品牌下沉至低线市场。公司近年来在清爽投入较多营销资源，度数对标啤酒，有望开拓新的佐餐场景。且该系列含糖量较低，可降低消费者饮酒负担、符合健康升级诉求。

图表54: RIO 不断推陈出新, 丰富产品矩阵

| 系列 | 推出时间 | 酒精度 | 容量 | 果汁含量 | 单价 | 定位 | 产品图片 |
|------|--------|-----------|-------------|-------|---------------|---|---|
| 经典系列 | 2003 年 | 3.8%-4.5% | 275ml | ≥3.0% | 5.45 元 /100ml | 针对广泛的年轻群体, 主打欢聚场景 |  |
| 微醺系列 | 2016 年 | 3% | 330ml | ≥3.0% | 2.27 元 /100ml | “一个人的小酒”, 主打一人饮酒场景, 主要针对女性客群; 18 年的焕新主要定位于单身群体和职场女性 |  |
| 本味系列 | 2016 年 | 5% | 275ml | ≥2.0% | 5.45 元 /100ml | 复刻经典螺丝起子鸡尾酒, 定位追求品味格调的消费者 |  |
| 强爽系列 | 2016 年 | 8/9% | 330ml&500ml | ≥3.0% | 2.50 元 /100ml | 主要针对男性群体及部分成熟女性, 主要消费场景为居家休闲及餐饮; 推出 9 度 0 糖产品, 定位注重热量、健康意识较高的人群 |  |
| 清爽系列 | 2021 年 | 5% | 330ml | ≥4.0% | 1.79 元 /100ml | 定位于饮酒人群和高频饮酒人群 (主要是个性独立的轻熟男女), 消费场景包括居家休闲和餐饮 |  |

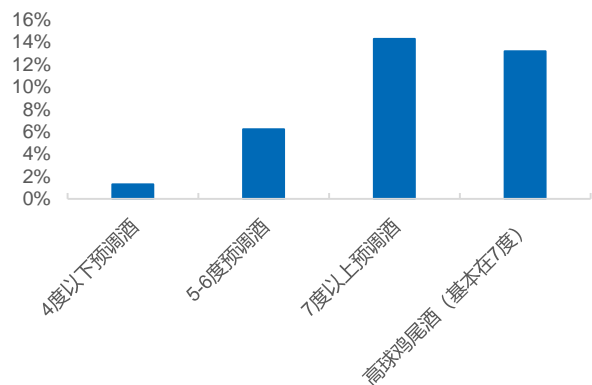
来源: RIO 官网, 天猫旗舰店, 国金证券研究所

图表55: 日本 7 度以上预调酒占比较高 (单位: 万箱)



来源: 三得利 RTD 消费者报告, 国金证券研究所

图表56: 日本 7 度以上预调酒销量 10 年 CAGR 约 14%



来源: 三得利 RTD 消费者报告, 国金证券研究所

在已有系列的基础上, 公司及时根据消费市场需求变化对产品进行升级换代。主要体现在 1) 酒精度数提高: 2020 年经典系列产品酒精度数从原来的 3.8% 上升至 4.2-4.5%; 2021 年将强爽系列的度数从 8% 提升至 9%。2) 含糖量降低: 为了满足新一代消费者对酒饮健康性的追求, 2021 年强爽系列在酒精度数提高的同时, 通过添加天然代糖一赤藓糖醇实现了“去糖不去甜”的“0 糖”优化。

图表57: RIO 经典系列 2020 年升级



来源: RIO 品牌官方旗舰店, 国金证券研究所

图表58: RIO 强爽系列 2021 年升级



来源: RIO 品牌官微, 国金证券研究所

3.4 品牌：坚持创新投入，提升品牌形象

2013 年为迅速扩大知名度并树立品牌调性，公司邀请了当年风头正盛的国际巨星周迅为代言人。2015 年品牌开启双代言模式，邀请当红流量明星杨洋、郭采洁代言。2018 年邀请清爽干练的当红流量小花周冬雨成为微醺系列代言人，符合“一个人的小酒”清晰、文艺风格。2021 年推出清爽系列，邀请选秀男团 INTO-1 队员周柯宇作为品牌宣传大使，契合了新系列清新、潮流的特点。2022 年 5 月，微醺系列为强化独居场景和小清新风格，官宣 00 后小花张子枫为品牌亚太区代言人。同年 9 月，RIO 清爽系列官宣热度偶像肖战为全球代言人，进一步拉近了与 Z 世代消费者的距离。

图表 59：公司不同时期选取的代言人均符合品牌调性



来源：公司官网、RIO 品牌官微，国金证券研究所

自 2014 年开始，RIO 瞄准热门综艺和影视剧等领域，分别在《奔跑吧！兄弟》、《何以笙箫默》等热播剧和综艺中进行大批量广告植入。2016 年 RIO 对植入方式进行升级，在影视植入方面，品牌赞助电视剧《微微一笑很倾城》后邀请杨洋拍摄了国内首部剧中剧——《爱，趁微醺》；在综艺植入方面，同年品牌买断《中国新歌声》综艺内广告，开创了冠名但不播广告的免广告形式。大量创新型植入不仅增加了产品曝光度，还向消费者普及了饮用场景。

图表 60：RIO 植入影视剧并拍摄国内首部剧中剧

图表 61：RIO 以广告形式冠名综艺《中国新歌声》



来源：RIO 品牌官微，国金证券研究所

来源：优酷视频，国金证券研究所

3.5 产能：全国设厂扩产，延申产业链优势

2015 年公司预调酒的自主产能仅 600 万箱，当时面对突然爆发的下游需求，需要大量代工产能协助。2016 年起，公司先后在天津、成都、佛山三个预调酒生产基地各布局 2000 万箱及以上的产能。截至 2020 年底，公司总产能约 6600 万箱，自主生产 100%，产能建设有效降低了仓储及运输成本，实现生产灵活调配。

2020 年公司通过非公开发行将募投资金用于烈酒（威士忌）陈酿熟成项目，项目实施周期为 24 个月，预计达产后将形成 3.4 万吨威士忌基酒储藏能力。2021 年公司发行可转债，初始转股价格为 66.89 元/股，用于建设 33750kL 麦芽威士忌原酒储藏项目，实施周期为 36 个月。公司目前具备 10 万吨以上的基酒产能，可完全满足自制预调酒需求。

公司多款预调酒产品以进口威士忌为基酒，相比之下，自建烈酒生产基地具备几大优势，1) 自产基酒减少一层进口关税，有利于降低生产成本，发挥与预调酒业务的协同作用。2) 保证基酒原料供应，实现产品自主可控。3) 可直接作为烈酒产品售卖，满足下游高度洋酒的消费需求。

图表62：公司新增基酒类在建产能

| 地区 | 项目名称 | (预计) 投放时间 | 类别 | 可投放产能 | 计划投资资金 | 投资进度 |
|----|---------------|-----------|-------|----------------------|--------|--------|
| 上海 | 新场工业园建设工程 | 2015年 | 预调鸡尾酒 | 600万箱 | 5亿 | 100% |
| 天津 | 天津武清工厂新建工程 | 2016年 | 预调鸡尾酒 | 4000万箱 | 5亿 | 100% |
| 邛崃 | 成都邛崃新建工程 | 2017年底 | 预调鸡尾酒 | 2000万箱 | 5亿 | 100% |
| 佛山 | 佛山新建厂房 | 2019年底 | 预调鸡尾酒 | 2000万箱 | 6.56亿 | 100% |
| 邛崃 | 成都伏特加及威士忌新建工程 | 2021年 | 基酒 | 3.1万吨伏特加 0.5万吨威士忌 | 5亿 | 100% |
| 邛崃 | 烈酒(威士忌)陈酿熟成项目 | 2023年7月 | 基酒 | 3.4万吨威士忌 | 9.91亿 | 43.67% |
| 邛崃 | 麦芽威士忌陈酿熟成项目 | 2024年10月 | 基酒 | 3.375万吨威士忌 | 11.13亿 | 2.99% |

来源：公司公告，国金证券研究所

香精香料也是预调酒的重要原料之一，对产品的口感、气味起到关键作用，公司已深耕该行业二十余年，具备“无负重乳化香精”、“蔗糖口感剂香精”、“原味酸奶香精”等专利产品，是中国香精香料行业十强企业。借助香精行业多年经验积累和技术储备，可以有效提升预调酒的新口味研发效率，满足消费者多样化口感需求。

图表63：公司不断延伸预调酒产业链布局



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

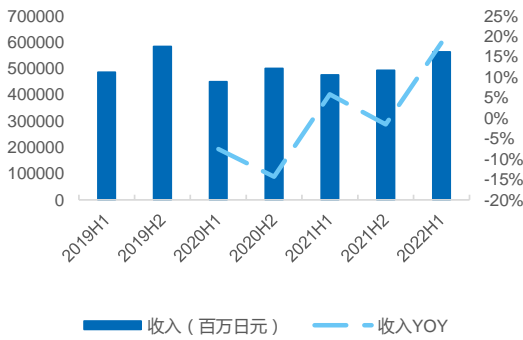
四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

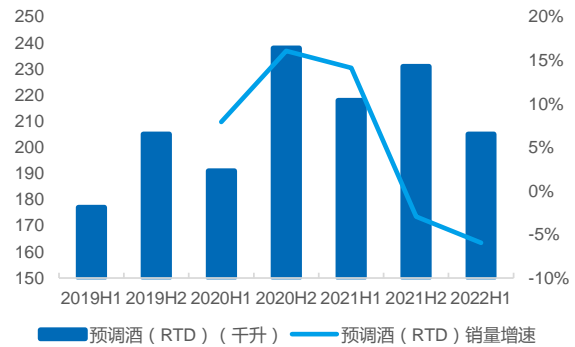
■ 收入预测

销量：预调鸡尾酒方面，22年华东大本营物流受疫情阻碍，叠加消费场景削弱、消费力疲软，前三季度营收承压。但进入四季度，强爽强势出圈，扭转全年收入大幅下滑趋势。借鉴日本疫后经验，消费场景放开使得预调酒企业具备一年的修复窗口期。由于目前强爽单月销售额破亿，我们假定强爽销售额在未来逐步超过微醺（23年翻倍增长，24年增长50%），而微醺、经典瓶、清爽亦有双位数修复，则22-24年预调鸡尾酒销量分别增长0%/41%/26%。

图表64：三得利酒精饮料大类收入疫情后加速修复



图表65：麒麟预调酒销量在2H20-1H21销量高增



来源：三得利公司公告，国金证券研究所

来源：麒麟公司公告，国金证券研究所

食用香精方面，公司深耕行业多年，下游以大B端为主，常规需求相对稳定，疫情放开后，下游行业需求回暖，预计22-24年销量同比增速分别为2%/10%/3%。

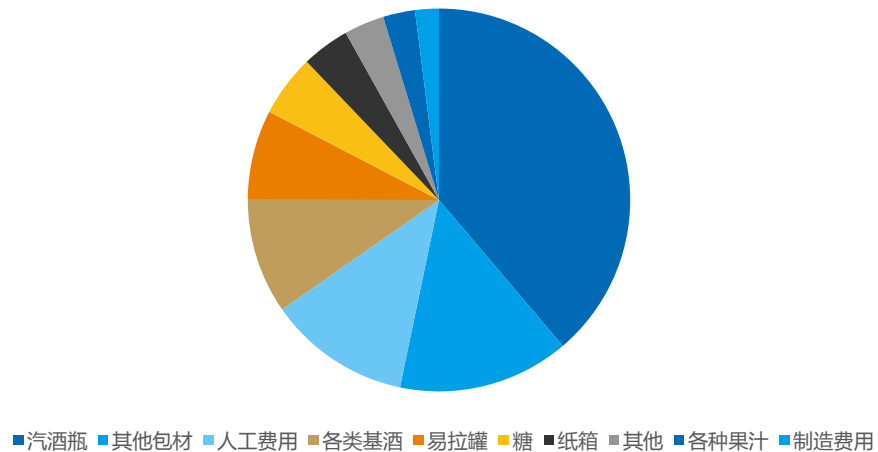
价格：预调鸡尾酒方面，近年来随着产品罐化率提升，吨价逐年下降。后续预计单价较高的产品（经典瓶）占比继续下降，22-24年公司预调酒吨价呈小幅下降趋势。食用香精方面，随着消费需求复苏，公司下游客户定制化需求增加，预计22-24年出厂吨价呈现提升趋势。

综合量价来看，我们预计22-24年总营收分别为25.6/35.0/43.2亿元，分别同比-2%/+37%/+23%。

■ 成本和毛利率预测

根据公司2014年收购巴克斯公告，预调鸡尾酒主要原材料为汽酒瓶、易拉罐、瓦楞纸等，其中汽酒瓶（磨砂玻璃瓶）和易拉罐（铝罐）合计占比超过40%。综合目前公司产品结构，微醺和强爽（易拉罐材质）占比最高，经典瓶（玻璃瓶材质）占比下降，我们预计原材料中易拉罐占比提升。总的来看，成本端受铝、玻璃、瓦楞纸的影响较大。

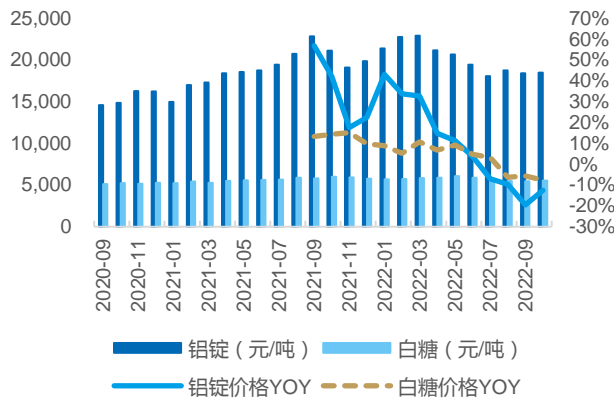
图表66：公司原材料中各包材占比最高



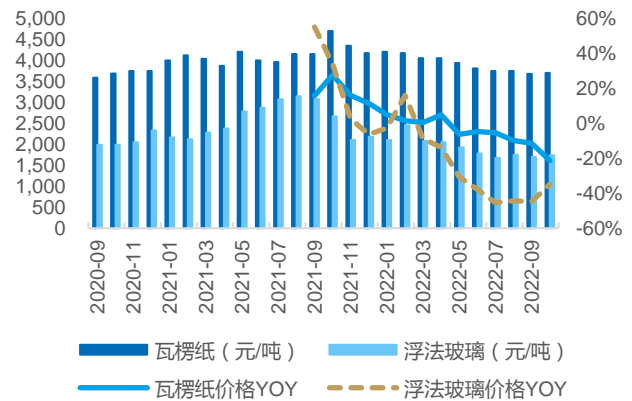
来源：公司公告，国金证券研究所

从主要原材料铝锭、玻璃价格走势来看，22H2逐步回落。其中铝价格同比下降10%以上，玻璃和纸箱价格同比下降20%以上。同时公司正加大清爽、强爽等产品宣传力度，二者均为罐装，吨成本较低，因此我们预计22-24年预调鸡尾酒业务吨成本呈下降趋势。香精业务方面，单一原材料占比较高，因此吨成本下降弹性更大。综合上文吨价假设，我们预计22-24年公司整体毛利率逐步修复，分别为62.3%/64.5%/65.3%。

图表67: 22H2 铝锭、白糖价格有所回落



图表68: 22H2 玻璃、瓦楞纸价格持续回落



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表69: 公司 2022-2024E 收入及毛利率预测

| 单位: 百万元 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1134.31 | 2351.20 | 925.42 | 1171.93 | 1229.99 | 1468.44 | 1926.64 | 2594.36 | 2555.54 | 3501.23 | 4316.98 |
| 营收YOY | 783.07% | 107.28% | -60.64% | 26.64% | 4.95% | 19.39% | 31.20% | 34.66% | -1.50% | 37.01% | 23.30% |
| 营业成本 | 282.46 | 556.39 | 251.54 | 340.18 | 385.21 | 465.96 | 664.62 | 896.98 | 963.78 | 1243.21 | 1496.75 |
| 营业毛利 | 851.84 | 1794.81 | 673.88 | 831.74 | 844.78 | 1002.48 | 1262.02 | 1697.37 | 1591.75 | 2258.02 | 2820.23 |
| 毛利率 | 75.10% | 76.34% | 72.82% | 70.97% | 68.68% | 68.27% | 65.50% | 65.43% | 62.29% | 64.49% | 65.33% |
| 预调鸡尾酒 | | | | | | | | | | | |
| 收入占比 | 86.59% | 94.13% | 87.86% | 87.81% | 84.96% | 87.12% | 88.86% | 88.09% | 87.09% | 88.98% | 90.21% |
| 销售收入(百万元) | 982.18 | 2213.29 | 813.12 | 1029.04 | 1045.01 | 1279.32 | 1711.99 | 2285.40 | 2225.58 | 3115.44 | 3894.40 |
| 收入YOY | | 125.35% | -63.26% | 26.56% | 1.55% | 22.42% | 33.82% | 33.49% | -2.62% | 39.98% | 25.00% |
| 销量(万箱) | 725.64 | 1838.57 | 711.90 | 917.14 | 983.19 | 1268.71 | 1807.98 | 2498.58 | 2495.54 | 3510.25 | 4433.73 |
| 销量YOY | | 153.37% | -61.28% | 28.83% | 7.20% | 29.04% | 42.51% | 38.20% | 0% | 41% | 26% |
| 出厂吨价(元/箱) | 135.35 | 120.38 | 114.22 | 112.20 | 106.29 | 100.84 | 94.69 | 91.47 | 89.18 | 88.75 | 87.84 |
| 吨价YOY | | -11.06% | -5.12% | -1.76% | -5.27% | -5.13% | -6.09% | -3.40% | -2% | 0% | -1% |
| 毛利率 | 75.50% | 76.55% | 72.81% | 71.63% | 69.46% | 68.55% | 65.37% | 65.85% | 62.77% | 64.83% | 65.53% |
| 食用香精 | | | | | | | | | | | |
| 收入占比 | 13.36% | 5.80% | 12.09% | 11.90% | 14.66% | 12.33% | 10.30% | 10.54% | 10.83% | 9.04% | 7.70% |
| 销售收入(百万元) | 151.60 | 136.43 | 111.86 | 139.40 | 180.33 | 181.00 | 198.53 | 273.42 | 276.66 | 316.50 | 332.51 |
| 收入YOY | 19.88% | -10.01% | -18.01% | 24.62% | 29.36% | 0.37% | 9.68% | 37.72% | 1.18% | 14.40% | 5.06% |
| 销量(吨) | 1708.87 | 1573.26 | 1512.98 | 1615.46 | 1807.84 | 1872.87 | 1934.07 | 2853.23 | 2910.30 | 3201.33 | 3297.37 |
| 销量YOY | 9.26% | -7.94% | -3.83% | 6.77% | 11.91% | 3.60% | 3.27% | 47.52% | 2% | 10% | 3% |
| 出厂吨价(万元/吨) | 8.87 | 8.67 | 7.39 | 8.63 | 9.97 | 9.66 | 10.26 | 9.58 | 9.51 | 9.89 | 10.08 |
| 吨价YOY | 9.71% | -2.25% | -14.74% | 16.72% | 15.59% | -3.11% | 6.21% | -6.64% | -1% | 4% | 2% |
| 毛利率 | 72.57% | 73.29% | 73.04% | 67.32% | 64.28% | 66.93% | 66.27% | 65.20% | 62.12% | 65.40% | 67.09% |

来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 标黄色为预测值)

■ 费用预测

销售费用方面, 22 年清爽、强爽系列宣传力度增大, 对应广告费用增加。预计 23 年持续加大广告支出, 但销售规模效应加强, 对应 22-24 年销售费用率逐步摊薄。由于股权激励费用摊销集中在 22 年, 预计管理费率 22-24 逐年下降。考虑到预调酒品类基本确定, 后续创新多围绕口味进行, 预计 22-24 年研发费率逐步下降。

图表70: 公司 2022-2024E 三项费用率预测

| 单位: 百万元 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 销售费用 | 429.14 | 428.11 | 566.90 | 636.45 | 869.08 | 1,050.64 |
| 销售费用率 | 29.22% | 22.22% | 21.85% | 24.50% | 23.80% | 22.80% |
| 管理费用 | 89.75 | 100.85 | 136.49 | 158.46 | 197.19 | 239.62 |
| 管理费用率 | 6.11% | 5.23% | 5.26% | 6.10% | 5.40% | 5.20% |
| 研发费用 | 63.74 | 63.83 | 73.11 | 77.93 | 105.90 | 129.03 |
| 研发费用率 | 4.34% | 3.31% | 2.82% | 3.00% | 2.90% | 2.80% |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

我们采用 PEG 估值法对公司进行估值。

由于 22 年上游原材料价格大幅上涨，叠加疫情扰动华东大盘销量下滑，费效比下降，22 年利润端预计承压。展望后续，随着销售规模扩大、成本压力下行、产能利用率提升，净利率有望持续修复，预计公司 22-24 年公司归母净利分别为 4.9/7.6/10.0 亿元，分别同比-26.8%/+54.9%/+32.4%，对应 EPS 分别为 0.46/0.72/0.95 元。由于预调酒性质介于啤酒和饮料之间，我们选取 A 股上市的青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒及能量饮料龙头东鹏饮料，以上取均值测 23 年 PEG 为均值为 1.5。

公司作为预调酒龙头，市占率稳居第一，品牌力深入人心，“强爽”爆红有望打造第二成长曲线，微醺和经典瓶大单品在疫后也将迎来修复弹性。长远看，对标海外其他国家，我国预调酒销量占比低，渗透率仍有提升空间。公司产能储备充足，随着产能利用率提升，上游烈酒投产协同，盈利能力不断改善。我们给予公司 23 年 1.6 倍 PEG，对应目标价 49.77 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表71：公司可比 PEG 估值

| 股票代码 | 公司 | EPS (元) | | | | | PE (倍) | | | | | G (%) | PEG |
|-----------|------|---------|------|------|------|------|--------|-----|-----|-----|-----|--------|-----|
| | | 20A | 21A | 22E | 23E | 24E | 20A | 21A | 22E | 23E | 24E | 22-24E | 23E |
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 1.61 | 2.31 | 2.41 | 3.13 | 3.69 | 70 | 49 | 47 | 36 | 31 | 24 | 1.5 |
| 600132.SH | 重庆啤酒 | 2.23 | 2.41 | 2.61 | 3.25 | 3.85 | 58 | 53 | 49 | 39 | 33 | 21 | 1.8 |
| 000729.SZ | 燕京啤酒 | 0.07 | 0.08 | 0.12 | 0.20 | 0.27 | 188 | 162 | 106 | 66 | 49 | 47 | 1.4 |
| 605499.SH | 东鹏饮料 | 2.26 | 2.98 | 3.61 | 4.70 | 5.89 | 90 | 68 | 56 | 43 | 35 | 28 | 1.6 |
| 均值 | | | | | | | 101 | 83 | 65 | 46 | 37 | 30 | 1.5 |
| 002568.SZ | 百润股份 | 1.00 | 0.89 | 0.46 | 0.72 | 0.95 | 104 | 67 | 80 | 52 | 39 | 43 | 1.2 |

来源：Wind，国金证券研究所（注：重庆啤酒、东鹏饮料已公布 22 年业绩快报，G 为 22-24 年归母净利润年复合增速，PE 采用 2023 年 3 月 14 日收盘价计算）

五、风险提示

- **食品安全风险：**公司所用原材料品种较多，在采购、运输、生产、储存、销售等环节均有可能面临食品安全问题，从而对公司的信誉和品牌形象造成严重影响。
- **市场竞争加剧风险：**若市场竞争加剧，有可能引发恶性价格战，扰乱市场秩序，公司存在竞争力下降和盈利水平下降的风险。
- **下游恢复不如预期风险：**若政策调整的刺激作用不如预期，消费场景和消费信心恢复较慢，可能影响公司各渠道销售业绩。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入 | 1,468 | 1,927 | 2,594 | 2,556 | 3,501 | 4,317 |
| 增长率 | | 31.2% | 34.7% | -1.5% | 37.0% | 23.3% |
| 主营业务成本 | -466 | -665 | -897 | -964 | -1,243 | -1,497 |
| %销售收入 | 31.7% | 34.5% | 34.6% | 37.7% | 35.5% | 34.7% |
| 毛利 | 1,002 | 1,262 | 1,697 | 1,592 | 2,258 | 2,820 |
| %销售收入 | 68.3% | 65.5% | 65.4% | 62.3% | 64.5% | 65.3% |
| 营业税金及附加 | -72 | -100 | -145 | -143 | -196 | -242 |
| %销售收入 | 4.9% | 5.2% | 5.6% | 5.6% | 5.6% | 5.6% |
| 销售费用 | -429 | -428 | -567 | -626 | -833 | -984 |
| %销售收入 | 29.2% | 22.2% | 21.9% | 24.5% | 23.8% | 22.8% |
| 管理费用 | -90 | -101 | -136 | -156 | -189 | -224 |
| %销售收入 | 6.1% | 5.2% | 5.3% | 6.1% | 5.4% | 5.2% |
| 研发费用 | -64 | -64 | -73 | -77 | -102 | -121 |
| %销售收入 | 4.3% | 3.3% | 2.8% | 3.0% | 2.9% | 2.8% |
| 息税前利润 (EBIT) | 348 | 569 | 776 | 590 | 938 | 1,249 |
| %销售收入 | 23.7% | 29.5% | 29.9% | 23.1% | 26.8% | 28.9% |
| 财务费用 | 5 | 8 | 20 | 1 | -2 | 1 |
| %销售收入 | -0.4% | -0.4% | -0.8% | 0.0% | 0.1% | 0.0% |
| 资产减值损失 | -1 | 0 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 391 | 672 | 838 | 621 | 966 | 1,280 |
| 营业利润率 | 26.7% | 34.9% | 32.3% | 24.3% | 27.6% | 29.6% |
| 营业外收支 | -10 | 3 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| 税前利润 | 381 | 675 | 842 | 624 | 969 | 1,283 |
| 利润率 | 25.9% | 35.0% | 32.5% | 24.4% | 27.7% | 29.7% |
| 所得税 | -81 | -139 | -178 | -137 | -213 | -282 |
| 所得税率 | 21.2% | 20.6% | 21.1% | 22.0% | 22.0% | 22.0% |
| 净利润 | 300 | 535 | 664 | 487 | 756 | 1,000 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | -2 | -1 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 300 | 536 | 666 | 488 | 756 | 1,000 |
| 净利率 | 20.5% | 27.8% | 25.7% | 19.1% | 21.6% | 23.2% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 净利润 | 300 | 535 | 664 | 487 | 756 | 1,000 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | -2 | -1 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 74 | 93 | 108 | 160 | 185 | 211 |
| 非经营收益 | 23 | 25 | 27 | 51 | 40 | 40 |
| 营运资金变动 | 133 | 70 | 69 | -328 | 85 | 54 |
| 经营活动现金净流 | 530 | 723 | 869 | 371 | 1,065 | 1,306 |
| 资本开支 | -366 | -385 | -433 | -546 | -549 | -599 |
| 投资 | 0 | 0 | -448 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -366 | -385 | -881 | -546 | -549 | -599 |
| 股权募资 | 0 | 994 | 0 | 128 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -10 | 0 | 1,117 | 2 | 1 | 0 |
| 其他 | -311 | -317 | -276 | -358 | -463 | -463 |
| 筹资活动现金净流 | -321 | 676 | 841 | -228 | -462 | -463 |
| 现金净流量 | -156 | 1,014 | 829 | -403 | 54 | 244 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 488 | 1,503 | 2,335 | 1,931 | 1,984 | 2,227 |
| 应收款项 | 137 | 131 | 187 | 227 | 296 | 347 |
| 存货 | 90 | 105 | 184 | 370 | 443 | 533 |
| 其他流动资产 | 95 | 88 | 107 | 89 | 112 | 124 |
| 流动资产 | 809 | 1,827 | 2,813 | 2,616 | 2,835 | 3,232 |
| %总资产 | 31.6% | 47.0% | 49.9% | 44.9% | 44.3% | 44.9% |
| 长期投资 | 33 | 32 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 固定资产 | 1,273 | 1,609 | 2,343 | 2,593 | 2,970 | 3,371 |
| %总资产 | 49.7% | 41.4% | 41.5% | 44.6% | 46.4% | 46.9% |
| 无形资产 | 194 | 236 | 233 | 374 | 364 | 355 |
| 非流动资产 | 1,752 | 2,060 | 2,827 | 3,204 | 3,571 | 3,962 |
| %总资产 | 68.4% | 53.0% | 50.1% | 55.1% | 55.7% | 55.1% |
| 资产总计 | 2,562 | 3,887 | 5,640 | 5,820 | 6,406 | 7,194 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 6 | 7 | 8 | 8 |
| 应付款项 | 295 | 403 | 572 | 485 | 660 | 815 |
| 其他流动负债 | 200 | 248 | 289 | 255 | 331 | 385 |
| 流动负债 | 494 | 651 | 868 | 748 | 1,000 | 1,208 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 64 | 18 | 982 | 981 | 980 | 979 |
| 负债 | 558 | 669 | 1,849 | 1,729 | 1,980 | 2,187 |
| 普通股股东权益 | 2,001 | 3,216 | 3,791 | 4,091 | 4,427 | 5,008 |
| 其中：股本 | 520 | 536 | 750 | 1,050 | 1,050 | 1,050 |
| 未分配利润 | 165 | 311 | 677 | 849 | 1,185 | 1,766 |
| 少数股东权益 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 2,562 | 3,887 | 5,640 | 5,820 | 6,406 | 7,194 |

比率分析

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.578 | 0.999 | 0.888 | 0.464 | 0.720 | 0.953 |
| 每股净资产 | 3.850 | 6.002 | 5.056 | 3.896 | 4.216 | 4.768 |
| 每股经营现金净流 | 1.021 | 1.350 | 1.159 | 0.353 | 1.015 | 1.243 |
| 每股股利 | 0.400 | 1.100 | 0.500 | 0.300 | 0.400 | 0.400 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 15.01% | 16.65% | 17.57% | 11.92% | 17.07% | 19.98% |
| 总资产收益率 | 11.72% | 13.78% | 11.81% | 8.38% | 11.79% | 13.91% |
| 投入资本收益率 | 13.68% | 14.03% | 12.89% | 9.12% | 13.60% | 16.34% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 19.39% | 31.20% | 34.66% | -1.50% | 37.01% | 23.30% |
| EBIT增长率 | 183.91% | 63.68% | 36.28% | -23.93% | 59.00% | 33.13% |
| 净利润增长率 | 142.67% | 78.31% | 24.38% | -26.78% | 54.94% | 32.41% |
| 总资产增长率 | 5.63% | 51.74% | 45.11% | 3.18% | 10.08% | 12.30% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 28.0 | 21.4 | 19.1 | 28.0 | 27.0 | 26.0 |
| 存货周转天数 | 64.9 | 53.5 | 58.9 | 140.0 | 130.0 | 130.0 |
| 应付账款周转天数 | 171.0 | 175.6 | 185.4 | 170.0 | 180.0 | 185.0 |
| 固定资产周转天数 | 293.2 | 213.2 | 298.2 | 324.2 | 260.3 | 228.1 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -24.35% | -46.70% | -36.47% | -23.88% | -23.25% | -25.41% |
| EBIT利息保障倍数 | -63.7 | -72.2 | -37.9 | -489.9 | 401.5 | -1,565.8 |
| 资产负债率 | 21.80% | 17.20% | 32.78% | 29.70% | 30.90% | 30.40% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|
|----|-----|-----|-----|-----|-----|

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402