



Research and  
Development Center

# 战略坚定，品类矩阵渐成

—百润股份 (002568.SZ) 深度报告

马铮 食品饮料首席分析师  
S1500520110001  
mazheng@cindasc.com

## 证券研究报告

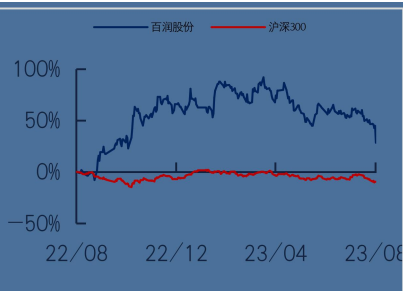
### 公司研究

### 公司深度报告

百润股份 (002568.SZ)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价 (元)	29.39
52 周内股价波动区间 (元)	43.94-21.10
最近一月涨跌幅 (%)	-17.56
总股本 (亿股)	10.50
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	308.50

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDASECURITIESCO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

# 战略坚定，品类矩阵渐成

2023年8月28日

### 本期内容提要：

- ◆ **投资建议：百润股份战略坚定，品类矩阵渐成。** 市场对公司预调酒业务的成长性有一定的分歧，我们认为随着微醺、清爽、强爽构成公司 3-5-8 度的品类矩阵，通过不同酒精度数为消费者带来不同的饮用体验，并且匹配相应的营销为产品做足品牌拉力，有望实现细分人群的精准覆盖。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.83、1.08、1.37 元，复合增速为 28%，对应 2023 年 8 月 25 日收盘价 (29.39 元/股) PEG 为 1.25、0.96、0.76，该估值低于行业平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **创新是预调酒品牌的核心竞争力之一。RTD 脱胎于现制鸡尾酒，是果汁+烈酒等基础品类的排列组合，** 消费者关注口味、口感、酒精度数，对品类的认知也源于即饮场景。在渠道基本功之上，我们认为品牌商或可通过包装、规格、酒精度数、口味的创新实现对消费场景和消费人群精准定位。
- ◆ **预调鸡尾酒市场尚小但是增速较快，RIO 一家独大。** 根据欧睿数据，2022 年国内 RTD 销量为 21.50 万千升，零售额为 72.67 亿元。和同为酒精度数较低的啤酒相比，RTD 的市场规模尚小。在“她经济”、微醺文化等消费趋势下，RTD 目前仍然处于快速扩容期，2019-2021 年销售额 CAGR 为 33%。从竞争格局来看，RIO 一家独大，2017-2021 年销量市占率都在 80% 以上、并且处于不断提升的趋势。
- ◆ **反观日本，三得利在 RTD 市场中拔得头筹。** 在女性劳动力参与率提升、RTD 在佐餐场景的渗透率提高、需求多元化三大趋势下，日本 RTD 销量在 2010-2021 年实现 8.3% 的复合增长。而竞争格局则呈现一超多强的局面，CR4 高达 80% 以上，其中三得利集团以 2017-2021 年 37-39% 的销量市占率拔得头筹。**复盘三得利，我们认为 1) 精准把握消费趋势，战略正确；2) 品牌矩阵丰富，定位清晰；3) 口味创新是国内预调酒企业可以借鉴的三大经验。**
- ◆ **RIO 品类矩阵渐形成，宽人群多场景。** 微醺系列定位于酒精度数 3 度的 RTD 市场，通过低酒精度数、丰富的果味面向年轻女性，主打“一个人的小酒”的消费场景。清爽系列定位于酒精度数 5 度的 RTD 市场，对标啤酒，清爽系列有望帮助 RIO 在渠道深耕上进一步扩张。和 3 度的微醺相比，5 度的清爽带来更有体感的消费体验。**强爽系列** 定位于酒精度数 8 度的 RTD 市场，碳酸、果味的设计使得产品容易入口、上头较快，高度数进一步开拓了男性消费群体。**2022 年中秋节前后，强爽在小红书、抖音等社交媒体上走红，Q4 预调酒收入同比+39.5%，2023H1 继续高增长、预调酒收入同比+67.6%，强爽进入高速成长期，为公司预调酒增长注入新动能。**
- ◆ **风险因素：** 老品改良或新品推出后低于市场预期、竞争加剧、食品安全

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,594	2,593	3,638	4,653	5,762
同比 (%)	34.7%	0.0%	40.3%	27.9%	23.9%
归属母公司净利润	666	521	874	1,136	1,437
同比 (%)	24.4%	-21.7%	67.8%	29.9%	26.5%
毛利率 (%)	65.4%	63.8%	65.5%	64.2%	63.7%
ROE (%)	17.6%	13.8%	18.9%	19.7%	19.9%
EPS (摊薄) (元)	0.63	0.50	0.83	1.08	1.37
P/E	94.97	74.72	35.28	27.16	21.47

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价

## 目录

1 投资逻辑	5
2 历史复盘：战略坚定，二次成长	6
2.1 发展历程：战略坚定，二次成长	6
2.2 业务结构：香精香料和预调酒鸡尾酒双业务格局	9
2.3 公司治理：股权结构集中，实控人强信心	11
3 预调酒行业：新品驱动，大有可为	13
3.1 创新是预调酒品牌的核心竞争力之一	13
3.2 规模小但增速快，巴克斯一家独大	14
3.3 海外市场：日本 RTD 市场规模连续增长	15
3.4 三得利如何夺得日本 RTD 市场首位：坚定与创新	20
4 未来发展：品类矩阵渐成，渠道精细化管理	25
4.1 宽人群多场景，RIO 品类矩阵渐成	25
4.2 扁平化改革，渠道精细化管理	28
4.3 全产业链布局，威士忌第二增长曲线可期	30
5 盈利预测和评级	31
5.1 盈利预测及假设	31
5.2 投资评级	32
6 风险提示	34

## 表目录

表 1：公司分业务盈利预测	32
表 2：可比公司盈利及估值对比（PEG 估值）	33

## 图目录

图 1：1997 年至今百润股份发展历程	6
图 2：2006-2008 年巴克斯酒业资不抵债	7
图 3：2006-2007 年巴克斯酒业连续亏损	7
图 4：公司重大资产重组以前，2012-2014H1 年巴克斯酒业增长迅速	7
图 5：公司重大资产重组以前，2012-2014H1 年巴克斯酒业盈利能力改善明显	7
图 6：2015H2-2016Q3 公司预调酒业务收入下滑	8
图 7：2016-2017 年公司并未完成重大资产重组时的业绩承诺	8
图 8：2019 年后公司预调酒业务企稳回升	9
图 9：2022Q4-2023Q2 公司预调酒业务高增长	9
图 10：香精香料和预调酒鸡尾酒营收增长情况	9
图 11：预调酒鸡尾酒和其他业务（包含香精香料）净利润增长情况	9
图 12：香精香料和预调酒鸡尾酒双业务格局-营收占比	10
图 13：预调鸡尾酒和其他业务利润占比情况	10
图 14：公司预调鸡尾酒毛利率略高于香精香料毛利率	10
图 15：公司预调鸡尾酒净利率略低于公司整体水平	10
图 16：2017 年后公司预调鸡尾酒单位收入有所下降	10
图 17：公司盈利能力在 A 股啤酒饮料行业中处于较好的水平	10
图 18：截止 2022 年年报公司管理层	11
图 19：截止 2022 年年报公司股权结构	12
图 20：公司 2018 年 vs 2021 年限制性股票激励计划	12
图 21：公司 2021 年限制性股票激励计划对 2023-2025 年的考核目标	12
图 22：低度潮饮酒含有 12 个子品类	13
图 23：低度潮饮酒的消费者画像以女性、18-34 岁、高线高知高收入为主	13
图 24：社交和独酌是低度潮饮酒消费者最主要的购买目的	14
图 25：低度潮饮酒消费的场景是朋友聚会或者居家消费	14
图 26：口味、口感、酒精度数是影响低度潮饮酒消费者购买的主要因素	14
图 27：2021 年国内 RTD 销量为 21.50 万千升，同比+38%	15
图 28：2021 年国内 RTD 零售额为 72.67 亿元，同比+38%	15
图 29：和同为低酒精度数的啤酒相比，RTD 市场规模尚小	15
图 30：国内 RTD 市场中巴克斯酒业一家独大	15
图 31：2002 年以前日本酒水课税产量变化情况（单位：万千升）	16
图 32：2002 年后日本酒水课税产量变化情况（单位：万千升）	16
图 33：第三消费社会背景下，消费取向从以前的大量消费逐渐转向为个性化、多样化、差别化	17
图 34：2013 年后日本女性的劳动力参与率上升显著	17
图 35：日本市场的 RTD 深受女性喜爱	17

图 36: 日本市场的 RTD 对啤酒、葡萄酒有一定的替代	18
图 37: RTD 在日本佐餐场景中渗透率不断提升	18
图 38: 日本市场 2009-2012 年消费者区分购买酒精度数不同的产品, 且这一比例从 2009 年开始便处于增长的态势	18
图 39: 日本市场的 RTD 选择率在不同年龄段中都有明显的提升	18
图 40: 日本市场高酒精度数消费者比较看重缓解压力和以合适的价格买醉	19
图 41: 日本市场低酒精度数消费者比较看重容易入口、轻松、感受到悠闲放松的心情	19
图 42: 日本 RTD 市场规模 2010-2022E 销量 CAGR 为 8.3%。	19
图 43: 2010-2022E 日本 RTD 市场中酒精度数 7 度以上占比提升较快	19
图 44: 日本 RTD 市场中三得利拔得头筹	20
图 45: 日本市场 CR4 高达 80% 以上	20
图 46: 2022 年三得利集团实现营收 1392 亿人民币	20
图 47: 2009-2022 年三得利集团业务构成	20
图 48: 2009-2022 年三得利集团 RTD 销量 CAGR 为 11%	21
图 49: 2010-2019 年三得利集团 RTD 品牌结构均衡	21
图 50: 按照品牌市占率, 前五销量市占率中, 三得利占到了三个	21
图 51: 2010-2019 年三得利集团-196C Strong Zero CAGR 为 17.9%	22
图 52: 三得利集团-196C Strong Zero 定位酒精度数 9 度	22
图 53: 三得利集团 Kodawari Sakaba No Lemon Sour 上市后销量出色	22
图 54: Kodawari Sakaba No Lemon Sour 上市后对三得利集团 RTD 业绩贡献突出	22
图 55: 三得利根据 Kodawari Sakaba No Lemon Sour 甜腻度较低、味道清爽、容易入口的特点定位烧烤场景	23
图 56: 2009-2019 年三得利集团 Horoyoi 销量 CAGR 为 20%	23
图 57: 微醺感使得 Horoyoi 成为闺蜜聚会或者独饮追剧占优的选择	23
图 58: 2010-2019 年三得利集团 Canned Highballs 销量 CAGR 为 22%	24
图 59: 2010-2019 年三得利集团 Canned Highballs 销量复合增速超过同年上市的 Horoyoi 和-196C Strong Zero	24
图 60: Canned Highballs 定位于威士忌居家消费的场景延伸	24
图 61: 三得利集团 Horoyoi 2023 年季节限定口味上市计划	24
图 62: 公司品类建设趋于完善, 形成 3-5-8 度宽人群多场景的矩阵	25
图 63: 在品牌宣传上, RIO 通过代言人、综艺植入、影视植入三大手段将微醺与“一个人的小酒”消费场景实现强关联	26
图 64: 2022 年, 肖战成为 RIO 全球品牌代言人, 公司在广告上加大对清爽的投入	26
图 65: 强爽推出游戏《永劫无间》的联名罐、赞助 2023KPL 王者荣耀职业联赛重庆狼队和武汉 eStarPro 两大顶级战队	27
图 66: 公司广告费用率从 2016 年的 26.7% 逐年下降到 6.8%	27
图 67: 2020-2022 年公司品牌营销费用率呈现上升趋势	27
图 68: 公司广告费用绝对额从 2015 年的 3.30 亿元下降至 2022 年的 1.76 亿元	28
图 69: 和同为酒精度数较低的啤酒标的相比, 公司的广告费用率处于较高的水平	28
图 70: 2020-2021 年公司预调鸡尾酒全渠道实现增长	28
图 71: 2019-2022 年公司预调鸡尾酒业务渠道结构	28
图 72: 2019-2021 年华东地区的营收贡献处于提升趋势	29
图 73: 2018-2022 年华南地区保持了较好的增速	29
图 74: 2020-2022 年公司分区域经销商数量	29
图 75: 2020-2022 年公司分区域经销商人均创收	29
图 76: 公司在 2015 年高峰的时候销售人员高达 3231 人	30
图 77: 2020 年后的此次市场扩张中, 公司更加关注扩张的质量	30
图 78: 峡州蒸馏厂“峡此一游”开放日工厂参观海报	31
图 79: 2022 年 11 月公司在上海落地以原厂原桶尚未装瓶的威士忌为特色的品牌体验吧峡州吧	31
图 80: 百润股份近五年 PE 走势图	33

## 1 投资逻辑

**百润股份战略坚定，品类矩阵渐成。**市场对公司预调酒业务的成长性有一定的分歧，我们认为随着微醺、清爽、强爽构成公司 3-5-8 度的品类矩阵，通过不同酒精度数为消费者带来不同的饮用体验，并且匹配相应的营销为产品做足品牌拉力，有望实现细分人群的精准覆盖。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.83、1.08、1.37 元，复合增速为 28%，对应 2023 年 8 月 25 日收盘价（29.39 元/股）PEG 为 1.25、0.96、0.76，该估值低于行业平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

**创新是预调酒品牌的核心竞争力之一。**RTD 脱胎于现制鸡尾酒，是果汁+烈酒等基础品类的排列组合，消费者关注口味、口感、酒精度数，对品类的认知也源于即饮场景消费。这意味着在渠道基本功之上，品牌商或可通过包装、规格、酒精度数、口味四大维度的创新实现对消费场景和消费人群精准定位。

**预调鸡尾酒市场尚小但是增速较快，RIO 一家独大。**根据欧睿数据，2022 年国内 RTD(Ready to drink) 销量为 21.50 万千升，零售额为 72.67 亿元。和同为酒精度数 15 度以下的啤酒相比，RTD 的市场规模尚小。RTD 目前仍然处于快速扩容期，2019-2021 年销售额 CAGR 为 33%。从竞争格局来看，RIO 一家独大，2017-2021 年销量市占率都在 80% 以上、并且处于不断提升的趋势。

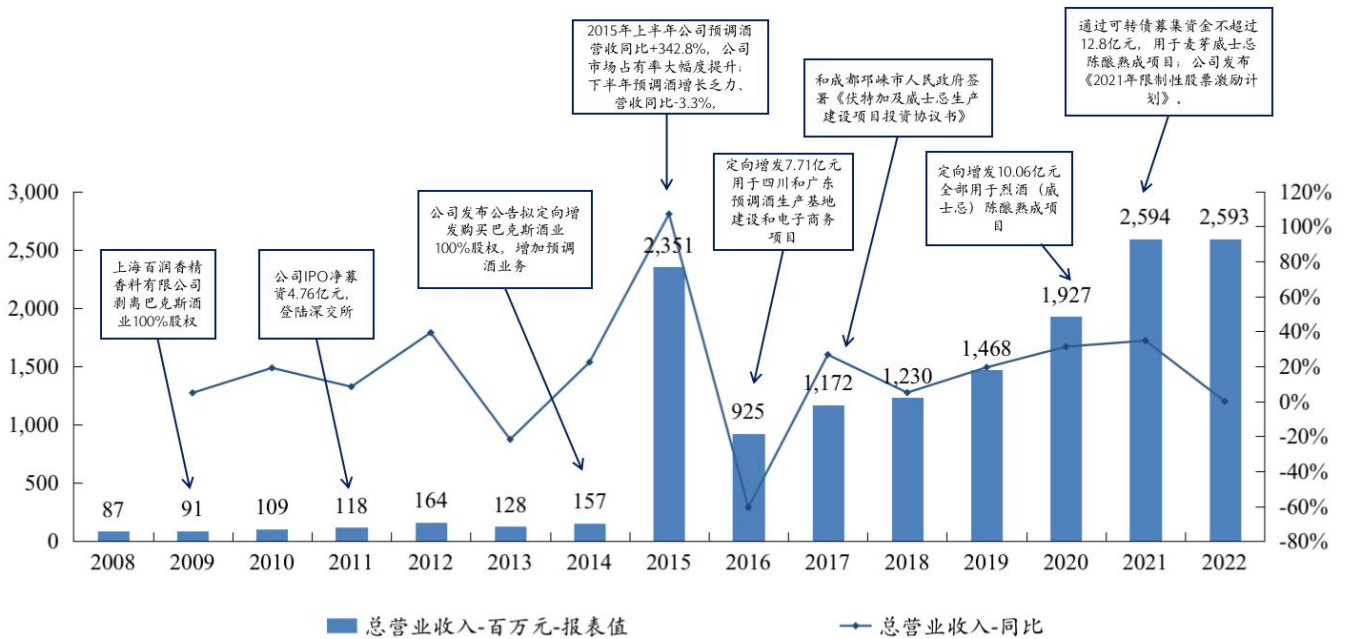
**公司善于汲取教训，预调鸡尾酒战略坚定，长期看好行业的发展空间。**在预调酒行业发展过程中，公司市占率的提升并非一帆风顺。2016 年面对行业寒冬期，公司卧薪尝胆，主动调整生产计划，推动经销商消化库存，同时定向增发扩大预调酒生产基地、布局上游基酒生产基地、持续推新做消费者培育，可以看出公司对预调鸡尾酒业务的长期信心。除了逆势布局上游产业，公司吸取以前盲目扩张的经验，广告费用投放上从粗放型逐渐精进为收放有度，微醺定位“一个人的小酒”成为经典案例；在区域市场选择更为聚焦和理性，业务团队管理更为精细化。

**就市场最关注的预调鸡尾酒业务方面，品类矩阵渐形成。**微醺系列定位于酒精度数 3 度的 RTD 市场，通过低酒精度数、丰富的果味面向年轻女性，主打的消费场景为居家消费的独饮。在品牌宣传上，RIO 通过代言人、综艺植入、影视植入三大手段将微醺与“一个人的小酒”消费场景实现强关联。清爽系列定位于酒精度数 5 度的 RTD 市场，对标酒精度数同为 4-5 度的啤酒，清爽系列有望帮助 RIO 在渠道深耕上进一步扩张。和 3 度的微醺相比，5 度的清爽有望带来更有体感的消费体验，我们认为或将成为面向更多消费人群的子品牌，为 RIO 贡献增量。强爽系列定位于酒精度数 8 度的 RTD 市场，产品设计上来看，一罐 500ml 的强爽酒精含量相当于二两 40 度的白酒，碳酸、果味的设计使得产品容易入口、上头较快，高度数进一步开拓了男性消费者群体。2022 年中秋节前后，强爽在小红书、抖音等社交媒体上走红，Q4 预调酒收入同比+39.5%，2023H1 继续高增长、预调酒收入同比+67.6%，强爽进入高速成长期，为公司预调酒增长注入新动能。

## 2 历史复盘：战略坚定，二次成长

上海百润投资控股集团股份有限公司成立于1997年，前身为上海百润香精香料股份有限公司，原主要从事香精香料的研发、生产、销售和服务业务，2015年对巴克斯酒业并购重组后，形成了香精香料和预调酒（以下简称预调酒）双主营业务发展格局。经过二十余年的发展，香精香料经营主体百润股份是中国香精香料行业的十强企业，而预调酒经营主体巴克斯酒业旗下的“RIO（锐澳）”是预调酒行业的领导品牌，国内预调酒行业市场占有率第一。传统主业香精香料业务主要产品为食用香精和烟用香精两大类千余种香精产品，是乳品、饮料、糖果、烘焙、冰品、肉制品、调味品和烟草等行业产品的重要的配套原料，2022年实现营收2.80亿元，占比11%，净利润1.82亿元，占比35%。预调酒鸡尾酒业务包括微醺系列、经典系列、清爽系列、强爽系列、轻享系列、本榨系列、从减系列、夜狮系列、限定/联名/定制系列等多个系列，产品矩阵丰富，2022年实现营收22.57亿元，占比89%，净利润3.39亿元，占比65%。从公司整体来看，2022年实现营收25.93亿元，同比-0.04%；归母净利润5.21亿元，同比-21.7%；2023H1实现营收16.51亿元，同比+59.20%，归母净利润4.39亿元，同比+99%。

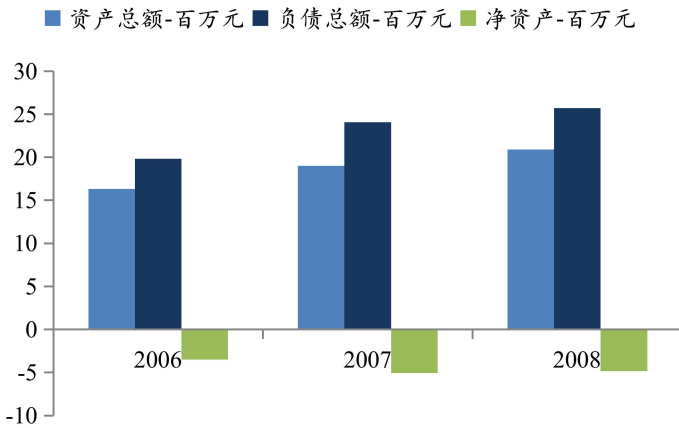
图1：1997年至今百润股份发展历程



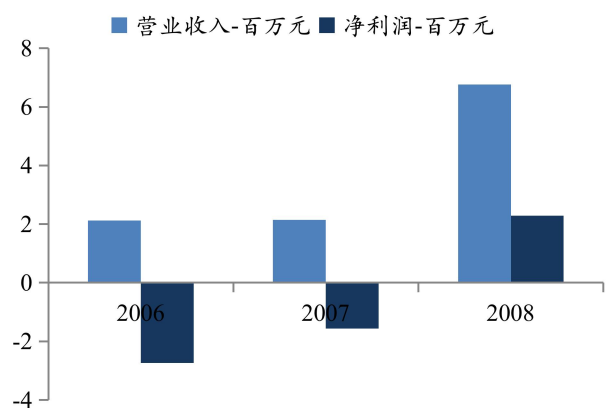
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 2.1 发展历程：战略坚定，二次成长

**1997-2011年以前，初创摸索期。**1997年，公司前身上海百润香精香料有限公司成立，由刘晓东、杜宇红、马小花、陆斌以及兰州津源化工有限责任公司共同出资组建，业务为香精香料的研发、生产、销售和服务。在预调酒方面，2003年，有限公司、王朝晖、张其忠、谢霖共同出资组建巴克斯酒业，业务为预调酒的生产销售，2005-2008年巴克斯酒业以北上广一线城市为核心拓展市场。巴克斯酒业经过数次股权转让后成为有限公司的全资子公司，但是当时由于市场处于培育阶段、投入较大，2006-2007年巴克斯酒业连续亏损，资不抵债，2009年有限公司剥离巴克斯酒业100%股权。2011年，为提高研发能力、扩建厂房，公司IPO净募资4.76亿元，成功登陆深交所成为A股首家香精香料行业上市公司。

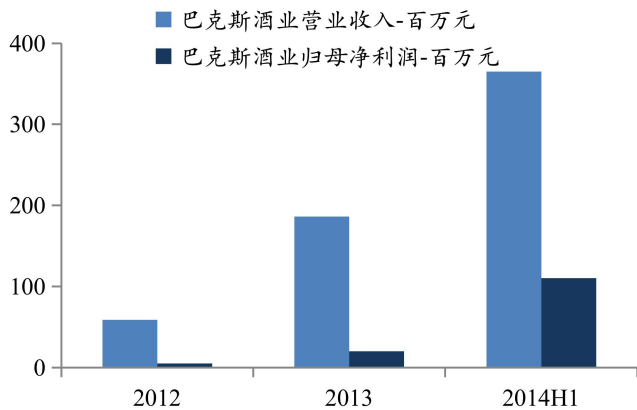
**图 2：2006-2008 年巴克斯酒业资不抵债**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

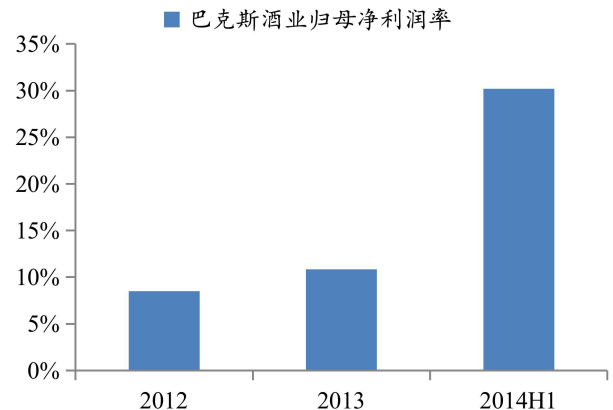
**图 3：2006-2007 年巴克斯酒业连续亏损**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**2012-2015 年：预调酒起势，收购巴克斯酒业。**从 2012 年开始，预调酒业务增长较好，巴克斯酒业 2012-2014 年分别实现营收 5881 万元、1.86 亿元、9.82 亿元，实现跨越式增长。考虑到其处于的行业领先地位以及未来的发展前景，2014 年 9 月 12 日，公司发布公告拟定向增发购买巴克斯酒业 100% 股权，增加预调酒业务。2015 年 6 月 16 日公司以发行价 17.17 元/股定向增发总募资 49.45 亿元收购巴克斯酒业有限公司 100% 股权，于 6 月 18 日完成重大资产重组，公司的业务格局由香精香料单一业务拓展为香精香料+预调酒双业务。

**图 4：公司重大资产重组以前，2012-2014H1 年巴克斯酒业增长迅速**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 5：公司重大资产重组以前，2012-2014H1 巴克斯酒业盈利能力改善明显**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**2016-2018 年：预调酒非理性增长，经营波动下公司信心坚定。**2015 年上半年公司预调酒营收同比+342.8%，公司市场占有率大幅度提升。行业扩容背后也有非理性增长，2015Q3 公司经销商库存达到高峰，Q4 仍在高位运行，下半年预调酒增长乏力、营收同比-3.3%，进入阶段平台期。从 2015Q4 开始，公司根据终端销售和经销商库存的变化，主动调整生产销售计划，降低产量，推动经销商及时消化库存，2016Q1、Q2、Q3 总营收分别同比-73.3%、-87.7%、-36.1%。在预调酒大幅度下滑的情况下，公司并未减少市场投入，增投广告费用、扩大销售团队，销售费用和管理费用率攀升，导致 2016 年亏损 1.47 亿元、2017 年仅盈利 1.83 亿元，并未完成重大资产重组时的业绩承诺。

**在行业调整期，公司三大举措齐下，彰显对行业的长期信心：**

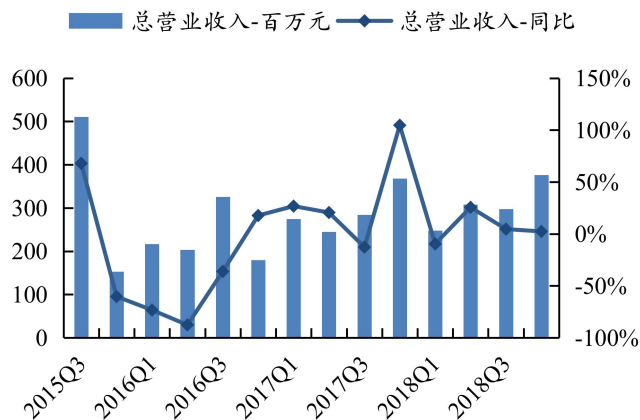
1) **扩产：**2015 年 12 月 21 日发布关于筹划非公开发行股票事项停牌公告，2016 年 12 月 15 日以发行价 21.98 元/股定向增发，总募资 7.71 亿元，用于四川和广东预调酒生产基地建

设和电子商务项目，其中四川成都和广东佛山生产基地达产后预计分别形成年产 2000 万箱生产能力。

2) **逆势布局上游原料基地**：伏特加和威士忌是预调酒产品的重要原料基酒，公司长期看好预调酒未来的市场容量以及公司保持领先市场占有率的能力，因此早在 2017 年便和成都邛崃市人民政府签署《伏特加及威士忌生产建设项目投资协议书》，拟投资约 5 亿元在邛崃市临邛工业园区建设伏特加及威士忌工厂，总体产能规划 3.1 万吨伏特加和 0.5 万吨威士忌，年产值约 3.2 亿元。我们认为，伏特加和威士忌工厂投产后，有助于公司核心原料高质高效供应，减少供应商牵制、降低原料成本。

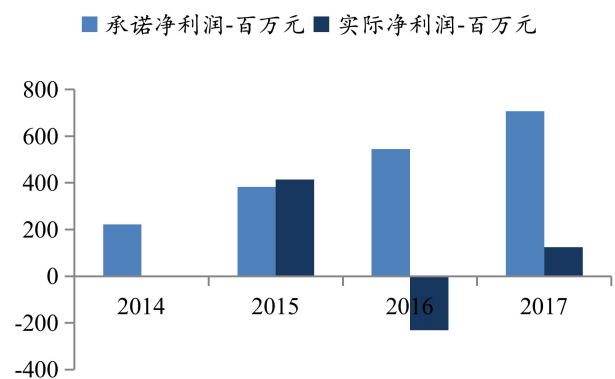
3) **持续推新**：公司持续做消费者培育，以“更美味的酒=果汁口味+碳酸口感+酒精体感”为核心诉求全产品线开发，从而满足不同消费者和消费场景的需求，2016 年上市 5 度本位系列、8 度强爽系列、Rio Slim 罐等新品，2017 年上市 Rio 本榨系列、升级微醺包装和口味，2018 年上市六神花露水味 Rio 鸡尾酒。

图 6：2015H2-2016Q3 公司预调酒业务收入下滑



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7：2016-2017 年公司并未完成重大资产重组时的业绩承诺



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 2019 年-至今：预调酒回暖，布局烈酒业务。

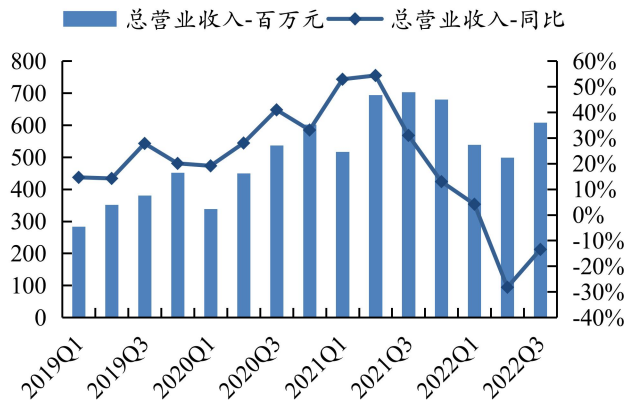
**预调酒业务 2020Q1-2021Q3 年恢复较快的增长。**经过三年的调整，2019 年开始企稳回升，2019Q1-Q4 营收同比增速均保持在 15% 以上。同年，公司巴克斯酒业（佛山）生产基地建设完成，由此形成上海、天津、成都、佛山四大生产基地布局、辐射全国，物流成本进一步优化。2020 年，公司预调酒增长态势明显，Q1-Q4 同比增速明显高于 2019 年，环比走强，一直持续到 2021Q2。从 2021Q1 开始，预调酒业务收入增速从 Q2 的 54.4% 下降至 31%，Q4 同比增速仅为 13%，2022Q2 由于疫情等原因、预调酒收入同比-28.2%，三季度疫情好转后预调酒下降幅度收窄、收入同比-13.5%。**2022 年中秋节前后，强爽在小红书、抖音等社交媒体上走红，Q4 预调酒收入同比+42.9%，2023H1 继续高增长、预调酒收入同比+67.6%，强爽进入高速成长期，为公司预调酒增长注入新动能。**

**烈酒业务方面**，公司 2020 年开始布局并推进烈酒全产业链战略，5 月发布《2020 年度非公开发行股票预案》，拟募资 10.06 亿元全部用于烈酒（威士忌）陈酿熟成项目，主要包括烈酒（威士忌）陈酿库建设项目和烈酒（威士忌）陈酿设施（橡木桶）项目，完全达产后预计实现 3.4 万吨威士忌原酒的储藏能力，11 月 19 日以发行价 62.68 元定向增发。2021 年 4 月 30 日，公司发布《公开发行可转换公司债券预案》，拟通过发行可转换公司债券募集资金不超过 12.8 亿元，用于麦芽威士忌陈酿熟成项目，2021 年 9 月 25 日以发行价 100 元/股公开发行。同年，公司推进成都邛崃蒸馏厂建设，年内顺利投产。2022 年，公司明确“在威士忌的世界地图上点亮中国产区”、“与时间为友，做中国自己的威士忌”战略目标，扎实推

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

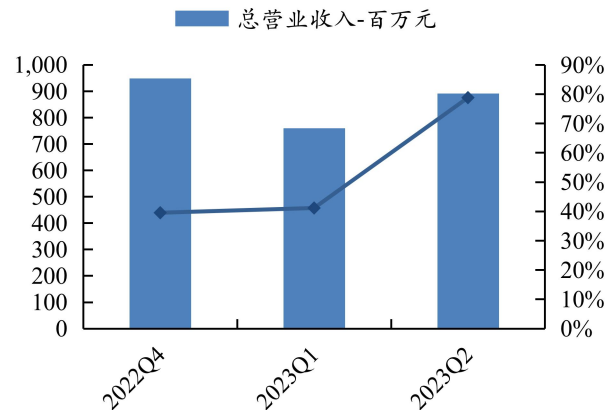
进以威士忌为核心的烈酒业务，年内顺利灌桶包括黄酒桶、雪莉桶、葡萄酒桶、波本桶、朗姆桶等各种风味的麦芽威士忌及谷物威士忌。

图 8：2019 年后公司预调酒业务企稳回升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：2022Q4-2023Q2 公司预调酒业务高增长

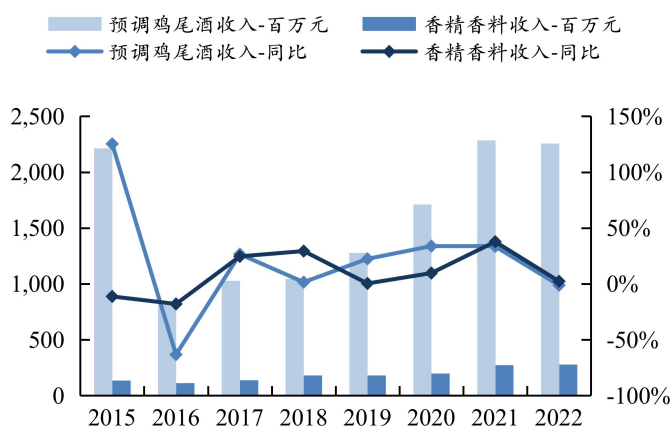


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 2.2 业务结构：香精香料和预调酒鸡尾酒双业务格局

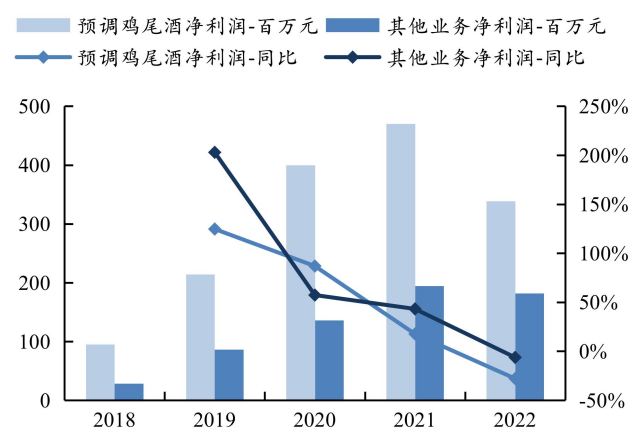
**香精香料和预调酒鸡尾酒双业务格局。**2015 年公司对巴克斯酒业并购重组后，形成了香精香料和预调酒双主营业务发展格局。1) **香精香料业务**：包括食用香精和烟用香精两大类千余种香精产品，是乳品、饮料、糖果、烘焙、冰品、肉制品、调味品和烟草等行业产品的重要的配套原料。2022 年，香精香料实现营收 2.80 亿元，占比 11%，其他业务（包含香精香料）实现净利润 1.82 亿元，占比 35%。2) **预调酒鸡尾酒业务**：包括微醺系列、经典系列、清爽系列、强爽系列、轻享系列、本榨系列、从减系列、夜狮系列、限定/联名/定制系列等多个系列 40 多个口味，包括 275mL、330mL、500mL 等不同容量的玻璃瓶装和易拉罐装，2022 年实现营收 22.57 亿元，占比 89%，净利润 3.39 亿元，占比 65%。

图 10：香精香料和预调酒鸡尾酒营收增长情况

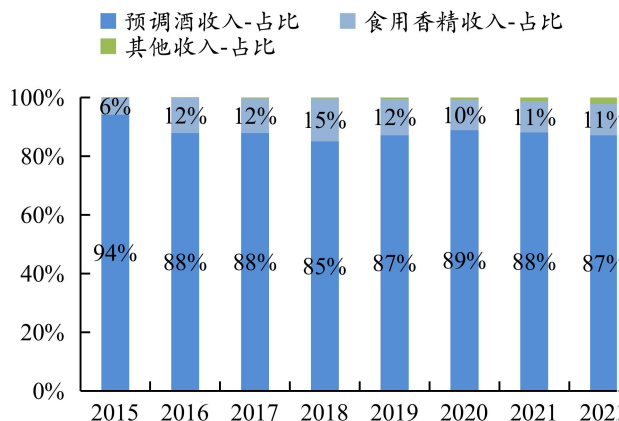


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

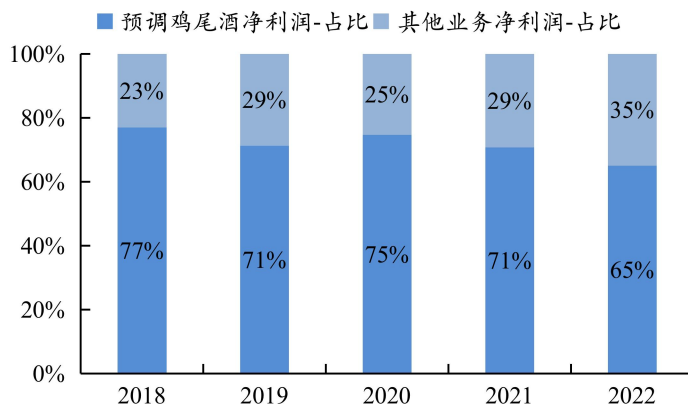
图 11：预调酒鸡尾酒和其他业务（包含香精香料）净利润增长情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

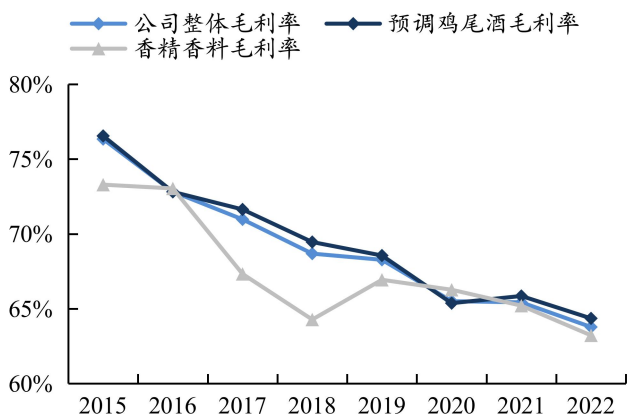
**图 12：香精香料和预调酒鸡尾酒双业务格局-营收占比**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

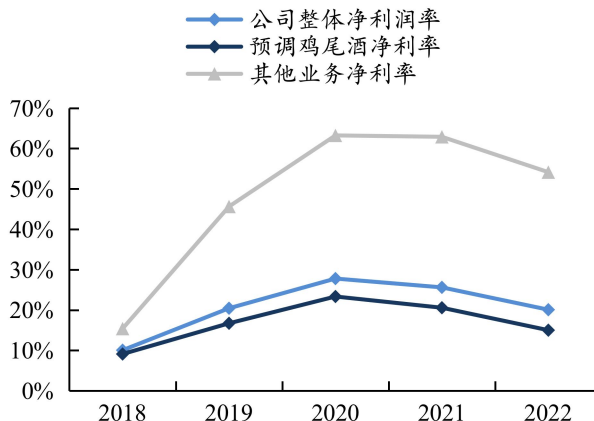
**图 13：预调鸡尾酒和其他业务净利润占比情况**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

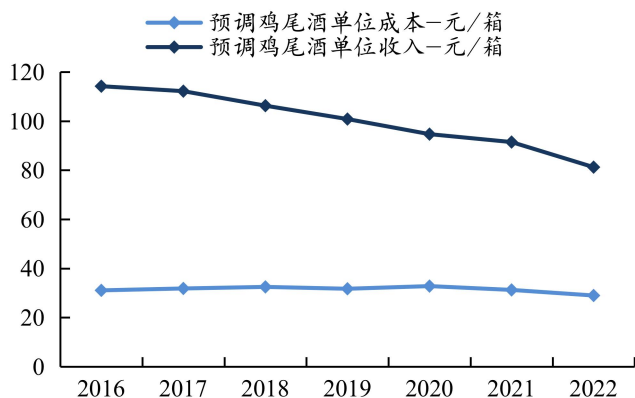
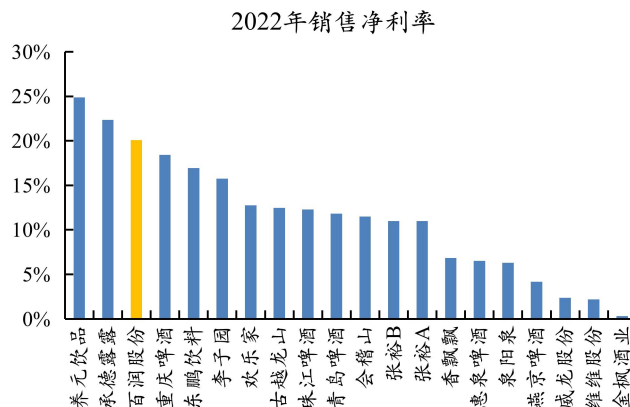
**预调酒高毛利率，市场费用投入自由度大。**从盈利能力来看，公司预调酒毛利率较高，2015年毛利率曾高达 76.55%。近年来由于产品结构变化等原因，公司预调酒单位收入下降，但是毛利率依然保持在 60% 以上，2022 年毛利率为 64.4%，略高于香精香料业务毛利率 63.2%。从净利润率情况来看，由于预调酒需要投入较多市场和广告费用，因此预调酒净利率（2022 年为 15.0%）低于公司整体水平（2022 年为 20.1%）。我们认为，预调酒市场竞争激烈，高费用投入难以避免，但是产品在零售端的高定价给予了公司较高的费用投放自由度。尽管公司 2022 年净利率下降到 20.1%，但是依然高于大部分的啤酒和饮料公司。

**图 14：公司预调鸡尾酒毛利率略高于香精香料毛利率**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 15：公司预调鸡尾酒净利率略低于公司整体水平**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 16：2017 年后公司预调鸡尾酒单位收入有所下降**

**图 17：公司盈利能力在 A 股啤酒饮料行业中处于较好的水平**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

### 2.3 公司治理：股权结构集中，实控人强信心

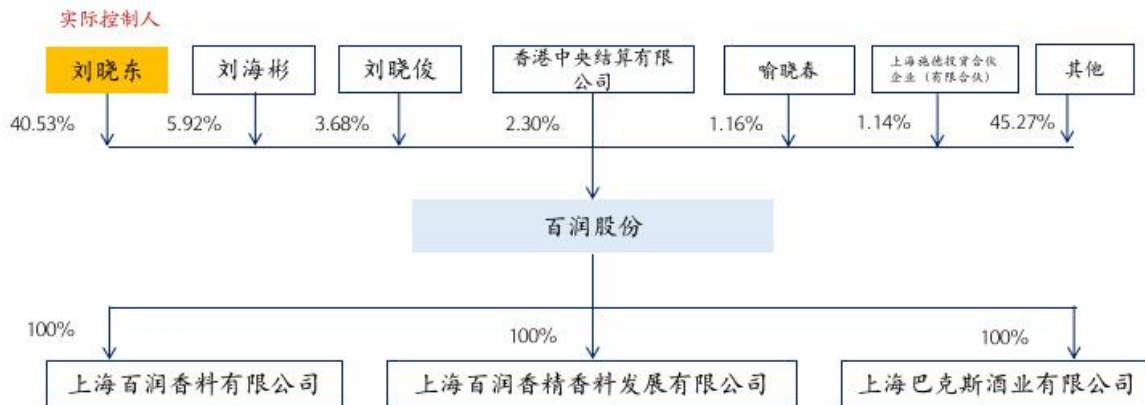
**股权结构集中。**公司为民营企业，从股权结构来看，截至2023年中报，董事长兼总经理刘晓东持有公司股权40.53%，为公司第一大股东以及实际控制人；其次为刘海彬持股5.92%，刘晓俊持股3.68%。

**实控人强信心，战略方向坚定。**实控人刘晓东于1997年成立上海百润香精香料有限公司，2008年开始担任公司董事长，在公司任职已有26年之久，管理经验丰富，是公司的灵魂人物。管理层的稳定对战略稳定性至关重要，在公司集中且稳定的股权结构下，巴克斯酒业预调酒的战略方向坚定。尽管2016年由于公司对渠道库存管理不善、管理和销售费用攀升导致预调酒业务亏损，公司根据重大资产重组时的对赌协议进行了2016-2017两年的盈利补偿，但是管理层并未改变巴克斯酒业的战略方向，反而积极消化经销商库存、优化渠道结构，可见管理层对预调酒业务保持了较强的信心。

图 18：截止 2022 年年报公司管理层

姓名	职务	年龄	任职日期	薪酬(万元)	期末参考持股市值(万元)	薪酬与期末持股市值合计(万元)	主要工作经历
刘晓东	董事长,总经理	55	2008-11-18	97.7	1,589,998.64	1,590,096.34	1967 年出生，硕士学位；中国国籍，无永久境外居留权；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	2015-06-25	126.38	14,076.34	14,202.72	1976 年出生，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。
马良	董事,副总经理,财务负责人	45	2015-06-25	139.55	0	139.55	1977 年出生，本科学历；中国国籍，无永久境外居留权；2014 年至 2015 年 6 月，在上海巴克斯酒业有限公司工作，任董事长助理。2015 年 6 月至 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	2013-03-20	17.92	14,673.44	14,691.36	1970 年出生，企业管理硕士、工商管理硕士，注册会计师；中国国籍，无境外永久居留权；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。
李鹏	独立董事	40	2018-09-10	17.92	0	17.92	1982 年出生，硕士学位；中国国籍，无境外永久居留权；曾任北京市隆安律师事务所上海分所律师，现任国浩律师（上海）事务所合伙人；吉林敖东药业集团股份有限公司、海南矿业股份有限公司独立董事。2018 年 9 月至今，任公司独立董事。
张晓荣	独立董事	54	2021-11-16	17.92	0	17.92	1968 年出生，复旦大学工商管理硕士，注册会计师；曾任职于上海市审计局商贸审计处，上海东方明珠股份有限公司；现任上会会计师事务所（特殊普通合伙）首席合伙人、主任会计师，万华化学集团股份有限公司、上海行动教育科技股份有限公司独立董事。张晓荣先生从事注册会计师行业已逾 25 年，参加过数百家单位的政府审计和社会审计，对国家产业政策、财会税务及工商政策等较为熟悉，在公司重组、上市、配股、收购、兼并等方面具有丰富的实操经验，2021 年 11 月至今，任公司独立董事。
潘煜	独立董事	45	2021-11-16	17.92	0	17.92	1977 年出生，博士学位，教授、博士生导师；中国国籍，无境外永久居留权；现任上海外国语大学国际工商管理学院院长、脑与认知应用科学重点实验室副主任；曾任北京邮电大学经济管理学院副院长，入选长江奖励计划、国家百千万人才工程、国家有突出贡献中青年专家，神经管理与神经工程研究会常务副理事长、全国电信用户委员会专家委员、中国信息经济学会常务理事。2021 年 11 月至今，任公司独立董事。
张其忠	监事会主席	53	2021-11-16	108.02	23,783.42	23,891.44	1969 年出生，硕士学位，注册会计师，高级会计师；中国国籍，无永久境外居留权；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。
蔡佩瑛	监事	38	2015-06-25	30.38	0	30.38	1984 年出生，本科学历，中级会计师；中国国籍，无永久境外居留权；2007 年至 2015 年，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，历任公司会计、内审负责人；2015 年 6 月至今任公司监事。
沈波	监事	45	2018-09-10	23.61	0	23.61	1978 年出生，本科学历；中国国籍，无永久境外居留权；2005 年至今，在上海巴克斯酒业有限公司工作，历任生产主管、物流经理；2015 年 6 月至今任公司监事。
耿涛	董事会秘书	45	2018-09-10	64.01	0	64.01	1977 年出生，本科学历，经济学、法学双学士学位，法律职业资格，证券从业资格，国际商务师执业资格；中国国籍，无永久境外居留权；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 6 月至 2018 年 9 月，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，历任副总经理、证券事务代表；2018 年 9 月至今，任公司董事会秘书。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 19：截至 2023 年中报公司股权结构**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

股权激励计划出台，团队积极性较高。2021 年 12 月 4 日，公司发布《2021 年限制性股票激励计划》，2022 年 1 月 13 日以 30.34 元/股价格授予 227 名激励对象，共计 287.5 万股。和公司第一次股权激励计划（2017 年）相比，我们发现，此次股权激励计划的激励对象仅涉及核心管理人员、核心技术人员、骨干业务人员，并未涉及高管，可见公司对中层干部以及一线人员的重视程度，有望进一步释放团队积极性。另一方面，公司此次激励计划并未对利润做出考核，采取的考核指标是营业收入增长率，以 2022 年营收为基础，2023-2025 年营收增长率不低于 25%、53.75%、84.50%，同比增长率分别不低于 25%、23%、20%。

**图 20：公司 2018 年 vs 2021 年限制性股票激励计划**

	2018-01-24	2022-09-24
激励方式	上市公司定向发行股票	上市公司定向发行股票
激励总数(万股/万份)	1,494.00	287.50
激励总数占当时总股本比例(%)	2.13	0.40
期权初始行权价格(股票转让价格)	7.55	30.34
激励总数*行权价格-万元	11,279.70	8,722.75
有效期(年)	4	5
预案公告日	2017-11-29	2021-12-04
首次实施公告日	2018-01-24	2022-01-13
激励对象	张其忠，林丽莺，马良，77 名核心管理人员、核心技术人员、骨干业务人员	227 名核心管理人员、核心技术人员、骨干业务人员
价格说明	本激励计划限制性股票的首次授予价格为 7.55 元/股。	本激励计划限制性股票的首次授予价格为 30.34 元/股。
期权行权特别条件	第一个解除限售期：以 2017 年归属于母公司所有者的净利润为基数，2018 年剔除股权激励影响后归属于母公司所有者的净利润增长率不低于 25%。 第二个解除限售期：以 2017 年归属于母公司所有者的净利润为基数，2019 年剔除股权激励影响后归属于母公司所有者的净利润增长率不低于 50%。 第三个解除限售期：以 2017 年归属于母公司所有者的净利润为基数，2020 年剔除股权激励影响后归属于母公司所有者的净利润增长率不低于 80%。	本激励计划首次授予的限制性股票各年度业绩考核目标如下所示： 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% 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% 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%。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 21：公司 2021 年限制性股票激励计划对 2023-2025 年的考核目标**

	2020	2021	2022	2023Q1	2023E	2024E	2025E
营业收入-百万元	1926.64	2594.36	2,593.41	760.06	3,241.76	3,987.37	4,784.84
2021 年股权激励计划考核目标					25%	53.75%	84.50%
营业收入-同比	31.20%	34.66%	-0.04%	41.10%	25.00%	23.00%	20.00%

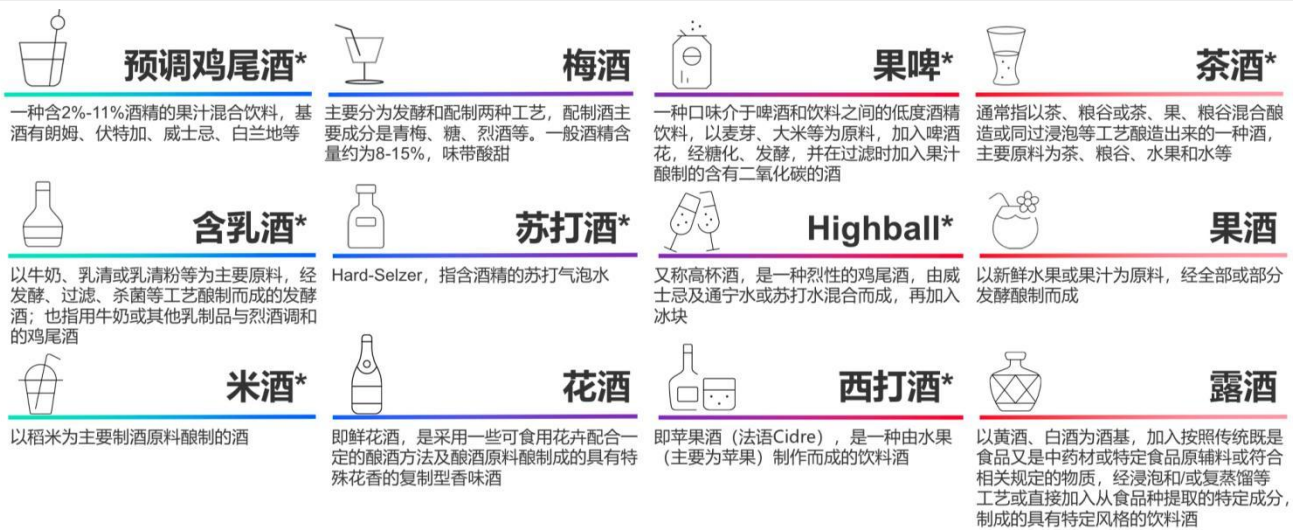
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3 预调酒行业：新品驱动，大有可为

#### 3.1 创新是预调酒品牌的核心竞争力之一

低度潮饮酒尚无行业标准，预调鸡尾酒团体标准出台。目前中国酒业协会并未对非白酒的低度酒做出行业定义，参考 TMIC 和凯度联合发布的《2022 年低度潮饮趋势报告》，广义来讲，低度潮饮酒是指 15 度以下，基于已有流行饮品及酒饮料基础，含酒精成分、兼具视觉、嗅觉、味觉等色香味俱佳综合体验感和微醺感的独特风味的创新型酒精饮料，其含有预调鸡尾酒、梅酒、果啤、茶酒、含乳酒、苏打酒、Highball、果酒、米酒、花酒、西打酒、露酒 12 个子品类。2018 年，中国酒业协会发布《预调鸡尾酒》团体标准，定义预调鸡尾酒指预先调配并预包装出售的鸡尾酒产品，主要由水、糖、果汁、酒基（伏特加、威士忌、白兰地、朗姆等）、酸料等调制后，充加二氧化碳制成。

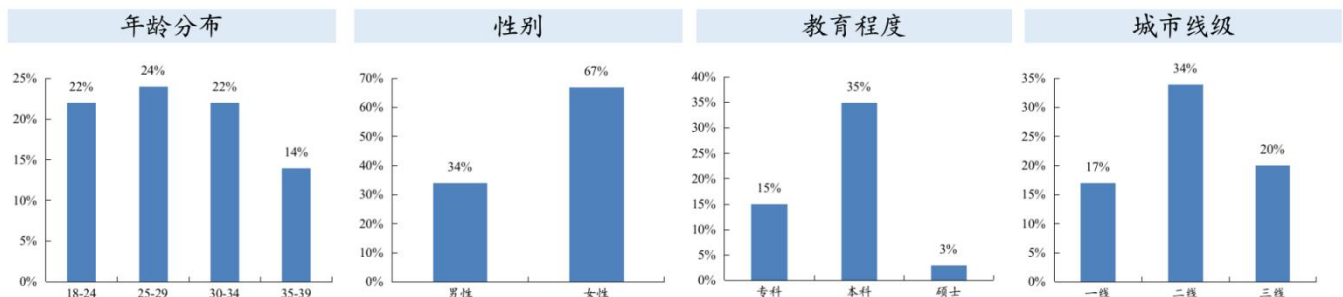
图 22：低度潮饮酒含有 12 个子品类



资料来源：数局微信公众号，《2022 年低度潮饮趋势报告》，信达证券研发中心

**消费者画像：以女性、18-34 岁、高线高知高收入为主。**根据《2022 年低度潮饮趋势报告》，女性、18-34 岁、高线高知高收入依然是国内低度潮饮酒市场的主流客群，样本数据中女性占比高达 67%、男性占比 34%。在“她经济”下，品牌商把女性市场作为低度潮饮的主战场。相比于男性消费者，女性更倾向于聚会和户外饮酒，关注产品的价格和颜值。值得一提的是，尽管女性消费者目前占据了低度潮饮酒的主流，但是考虑到男性消费者更高的人均饮用量，我们认为不能忽视男性消费者带来的市场潜力。

图 23：低度潮饮酒的消费者画像以女性、18-34 岁、高线高知高收入为主

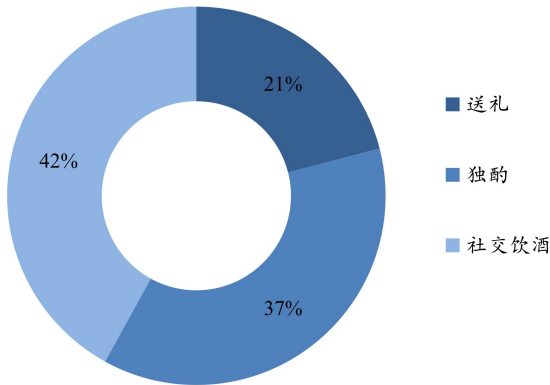


资料来源：数局微信公众号，《2022 年低度潮饮趋势报告》，信达证券研发中心

**消费场景：非现饮购买渠道为主，社交或者独酌为主要购买目的。**从购买渠道来看，预调酒

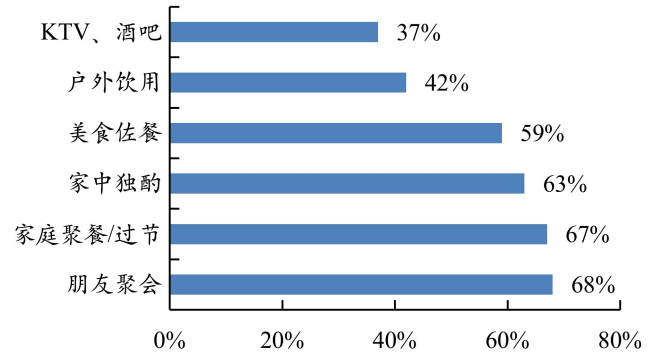
的购买渠道以非现饮（off-trade）渠道为主，根据欧睿数据，近五年占比高达 92-94%，而现饮渠道占比仅为 6-8%。在消费者完成非现饮渠道购买后，通常的消费场景是朋友聚会或者居家消费，因此社交和独酌是消费者最主要的购买目的。在《2022 年低度潮音趋势报告》中，在样本数据中，社交饮酒占比 42%，独酌占比 37%，送礼占比 21%。

图 24：社交和独酌是低度潮饮酒消费者最主要的购买目的



资料来源：数局微信公众号，《2022 年低度潮音趋势报告》，信达证券研发中心

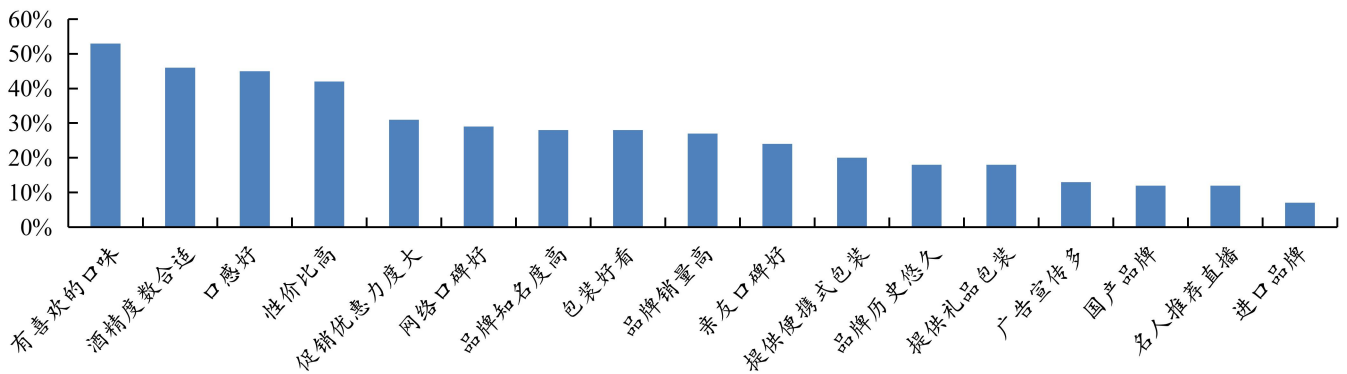
图 25：低度潮饮酒消费的场景是朋友聚会或者居家消费



资料来源：数局微信公众号，《2022 年低度潮音趋势报告》，信达证券研发中心

**产品趋势：饮料和酒在品类边界上逐渐模糊，创新是预调酒品牌的核心竞争力之一。**预调鸡尾酒脱胎于现制鸡尾酒，可以看做是现调鸡尾酒在工业化、标准化生产下的产物。根据《预调鸡尾酒》团体标准，预调鸡尾酒可以看做是果汁+烈酒的基础品类的排列组合，其中常见的烈酒有朗姆、伏特加、威士忌、白兰地等，因此产品呈现的趋势是饮料和酒在品类边界上逐渐模糊。根据《2022 年低度潮音趋势报告》，口味、口感、酒精度数是影响消费者购买的主要因素，果汁+烈酒的基础品类的排列组合意味着品牌商或可通过包装、规格、酒精度数、口味四大可创新维度去触达到更多潜在的、新的消费人群。因此我们认为除了开拓更多的终端网点，产品创新是预调鸡尾酒品牌的核心竞争力之一。

图 26：口味、口感、酒精度数是影响低度潮饮酒消费者购买的主要因素



资料来源：数局微信公众号，《2022 年低度潮音趋势报告》，信达证券研发中心

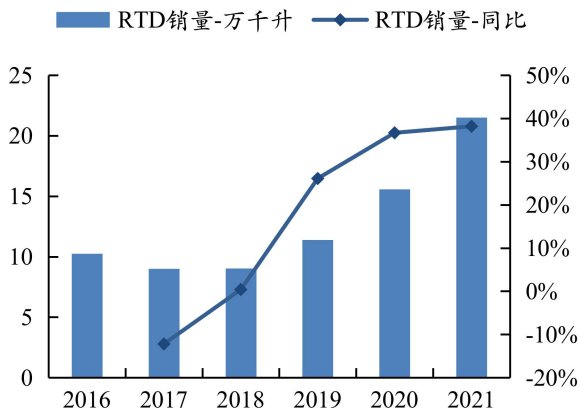
### 3.2 规模小但增速快，巴克斯一家独大

**预调鸡尾酒市场尚小但是增速较快。**根据欧睿数据，2021 年国内 RTD（Ready to drink）销量为 21.50 万千升，零售额为 72.67 亿元。和同为酒精度数 15 度以下的啤酒相比，RTD 的市场规模尚小。从增速来看，RTD 目前仍然处于快速扩容期，2019-2021 年销售额 CAGR 为 33%。

**巴克斯酒业一家独大。**从竞争格局来看，RTD 呈现的竞争格局为巴克斯酒业一家独大，

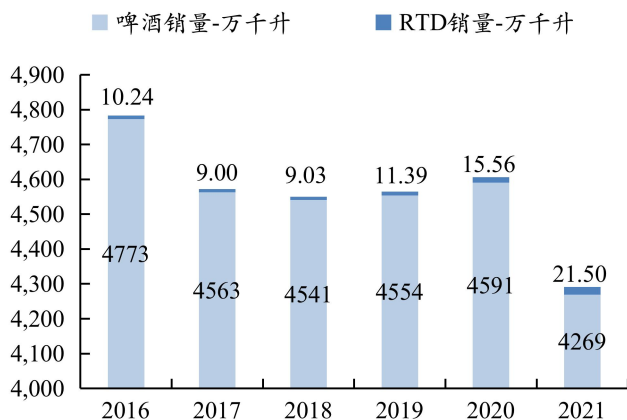
2017-2021年百润的销量市占率都在80%以上，并且处于不断提升的趋势；其次为日本三得利，2019-2021年销量市占率在2.4-2.6%左右，和百润的市占率相差甚远；位居行业第三的为百得利，但是从2017年开始，受到竞品的挤压，市场份额3.1%下滑到0.5%。

图 27：2021 年国内 RTD 销量为 21.50 万千升，同比+38%



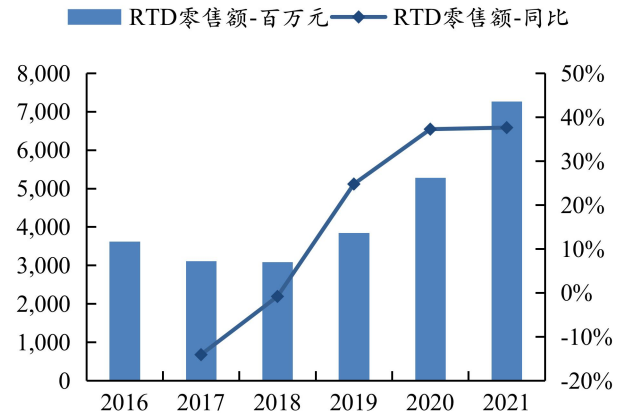
资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

图 29：和同为低酒精度数的啤酒相比，RTD 市场规模尚小



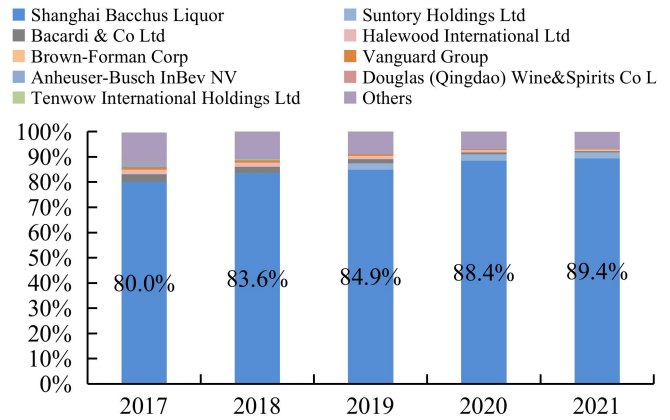
资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

图 28：2021 年国内 RTD 零售额为 72.67 亿元，同比+38%



资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

图 30：国内 RTD 市场中巴斯酒业一家独大



资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

### 3.3 海外市场：日本 RTD 市场规模持续增长

**日本 RTD 市场规模持续增长。**根据三得利发布的《关于 RTD 消费者饮用实际情况 2022 年调研报告》，RTD (Ready to Drink) 是指即时饮用的罐装酒精饮料，比如罐装硬苏打、罐装鸡尾酒、罐装高杯酒等。常见的日本 RTD 子品类有 Chu-hi 和 Highball 两种，其中 Chu-hi 是 Shochu Highball 的简称，基酒为 Shochu (烧酎)；Highball 是 Whisky highball 的简称，基酒为威士忌。根据三得利发布的《关于 RTD 消费者饮用实际情况 2022 年调研报告》，2021 年日本 RTD 市场规模为 2.75 亿箱、164.71 万千升（每箱 250ml\*24 瓶），同比+7%，连续十四年实现增长。

复盘日本 RTD 市场的发展，我们认为财税改革、人口结构、宏观经济是三大驱动因素：

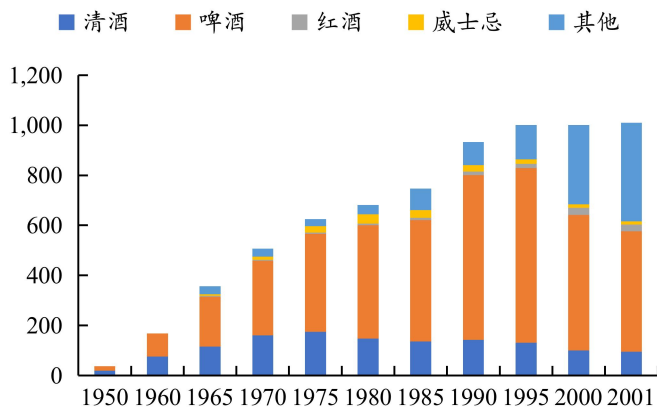
1) **1995 年-2002 年，酒税改革，啤酒巨头涉足 RTD 市场：**日本 RTD 市场起源于 20 世纪 80 年代，1994 年日本政府针对麦芽使用程度 67% 以上的啤酒税率提升至 222 日元/升，在啤酒高税率的背景下，啤酒产量从 1995 年开始逐年下降，1995-2001 年 CAGR 为 -6%，啤酒公司开始拓展非啤酒业务，比如价格更低的起泡酒、Chu-hi、类啤酒产品（新类型啤酒）。针对 RTD 市场，三得利在 1990s 陆续上市 The Cocktail Bar 系列、Totteoki Kajitsu no Osake、

强调性价比的 Super Chu-hi 系列，2003 年针对 Chu-hi 市场上市 Caroli 四个系列产品，麒麟 2001 年上市 Kirin Chu-hi Hyoketsu、2003 年旗下的红酒子公司 Mercian 上市 Honshibori Chu-hi。在这个阶段里，除了酒税改革对 RTD 市场的推动作用，我们发现日本消费取向的变化也是 RTD 开始发展的原因之一。根据《第四消费时代》，1975-2004 年日本处于第三消费社会，消费取向从以前的大量消费逐渐转向为个性化、多样化、差别化，酒水市场也衍生出很多新的品类。

**2) 2003-2008 年，酒水行业不振，蒸馏酒和利口酒增长较好：**受出生率下降、老龄化严重、人口减少等人口原因，日本酒水市场在 1999 年达到顶峰后开始下滑，2003-2008 年 CAGR 为 -0.6%。起泡酒课税产量从 2006 年的 159.4 万千升一直下滑到 2020 年的 39.1 万千升；于此同时，啤酒、清酒、烧酎课税产量都呈现下滑的趋势。在酒水行业不振的情况下，蒸馏酒和利口酒仍然实现了较好的增长，根据日本国税厅，Alcohol and Spirits for materials 课税产量从 2006 年的 11.4 万千升增长至 95.2 万千升，CAGR 为 16%，利口酒课税产量则是从 2006 年的 75.5 万千升增长至 256.8 万千升，CAGR 为 9%。

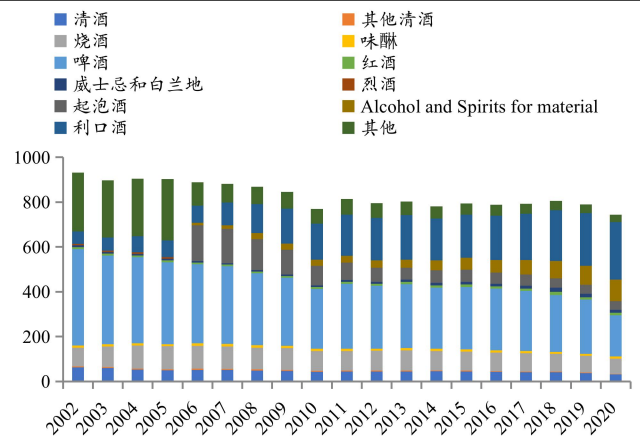
**3) 2009 年-至今，三得利 RTD 新品密集上市，开启 RTD 新一轮发展周期：**2009 年啤酒巨头三得利继续拓展 RTD 业务，继 2003 年上市 Caroli 系列、2005 年上市 -196C Chu-hi 系列，年内上市 -196C Strong Zero、Horoyoi、Kaku Highball 350ml Can，2010 年上市 Torys Highball Can，新品密集上市可以从侧面看出三得利对 RTD 市场发展的长期信心。行业的发展也验证了三得利的判断，根据《关于 RTD 消费者饮用实际情况 2022 年调研报告》，RTD 市场规模从 2010 年的 67.98 万千升增长至 2021 年的 164.71 万千升，CAGR 为 8.4%。根据日本国税厅，在整个酒水行业 2020 年课税产量来看，起泡酒仅为 39.1 万千升，啤酒仅为 183.9 万千升，远远低于以 RTD 为主的利口酒 256.8 万千升。

图 31：2002 年以前日本酒水课税产量变化情况（单位：万千升）



资料来源：日本国税厅，信达证券研发中心

图 32：2002 年后日本酒水课税产量变化情况（单位：万千升）



资料来源：日本国税厅，信达证券研发中心

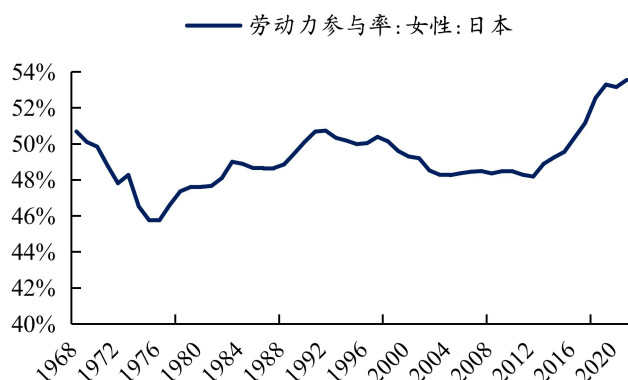
**图 33：第三消费社会背景下，消费取向从以前的大量消费逐渐转向为个性化、多样化、差别化**

时代划分	第一消费社会1912-1941	第二消费社会1945-1974	第三消费社会1975-2004	第四消费社会2005-2034
社会背景	从日俄战争胜利开始至中日战争	从战败、复兴、经济高速增长期开始至石油危机	从石油危机开始到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革	雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气、不稳定等导致收入减
	以东京、大阪等大城市为中心的中等阶级诞生	大量生产、大量消费 全国一亿人口中产阶级化	差距拉大	人口减少导致消费市场缩小
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
出生率	5	5>2	2>1.3-1.4	1.3-1.4
老年人比率	5%	5%-6%	6%-20%	20%-30%
国民价值观	national	family	individual	social
	消费属于私有主义，整体来讲重视国家	消费属于私有主义，重视家庭、社会	私有主义、重视个人	趋于共享、重视社会
消费取向	西洋化	大量消费	个性化	无品牌倾向
	大城市倾向	大的就是好的	多样化	朴素倾向
		大城市倾向	差别化	休闲倾向
		美式倾向	品牌倾向	日本倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车	从量变到质变	联系
		私人住宅	每家数量	几人一辆
		三大神器	每人一辆	汽车分享
		3C	每人数辆	住宅分享
消费承担者	中等阶级家庭	小家庭	单身者	所有年龄层里单一化的个人
	时尚男女	家庭主妇	啃老单身	

资料来源：三浦展-东方出版社-《第四消费时代》，信达证券研发中心

从消费趋势来看，我们认为日本 RTD 市场在 2010 年后增长较好，主要得益于以下几个原因：

1) 女性劳动力参与率提升，压力下对酒精依赖增加：从日本劳动力结构来看，2013 年后女性的劳动力参与率上升显著，迫于生活压力和工作压力，对酒精依赖度增加。而在日本整个酒水市场中，RTD 由于口味丰富、度数较低受女性喜爱。根据 2013 年三得利发布的《关于 RTD 消费者饮用实际情况调研报告》，在最近一个月饮用酒精的样本数据中，购买过并且在家消费的女性中，RTD 占比 51.6%，超过了啤酒（49.4%）、新类型啤酒（38.3%）。

**图 34：2013 年后日本女性的劳动力参与率上升显著**


资料来源：Wind, OECD, 信达证券研发中心

**图 35：日本市场的 RTD 深受女性喜爱**

最近一个月，自己选购在家里喝的酒/MA n=3000			
	全体 (n=3000)	男性 (n=1683)	女性 (n=1317)
第1位	啤酒 0.565	啤酒 0.621	RTD 0.516
第2位	RTD 0.439	新类型（第三类啤酒） 0.469	啤酒 0.494
第3位	新类型（第三类啤酒） 0.431	RTD 0.379	新类型（第三类啤酒） 0.383
第4位	葡萄酒 0.307	烧酒 0.322	葡萄酒 0.364
第5位	发泡酒 0.289	发泡酒 0.292	发泡酒 0.285

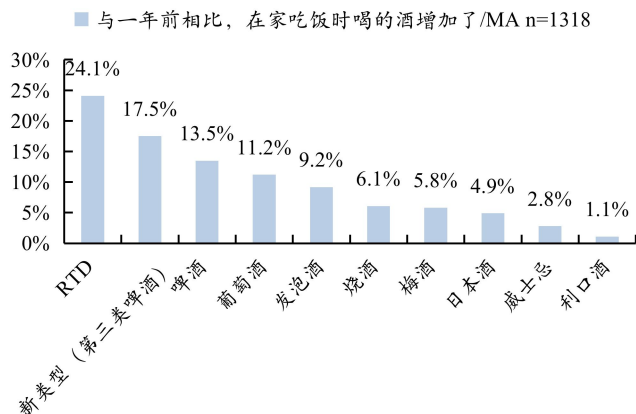
资料来源：三得利《关于 RTD 消费者饮用实际情况调研报告 2013 年》，信达证券研发中心

2) RTD 在佐餐场景的渗透率提升，饮用频率增加，对啤酒、葡萄酒有一定的替代。根据 2013 年三得利发布的《关于 RTD 消费者饮用实际情况调研报告》，在样本数据中，在居家消费同比增加的酒水消费中，RTD 排在首位、占比 24.1%，超过了新类型啤酒（17.5%）、

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 17

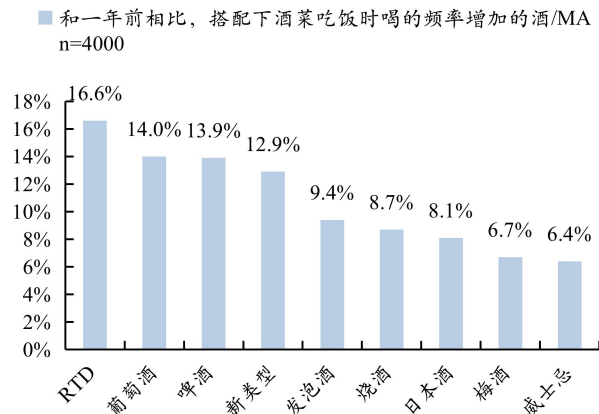
啤酒 (13.5%)、葡萄酒 (11.2%)。而在 2013 年三得利发布的《关于 RTD 消费者饮用实际情况调研报告》，在样本数据中，和一年前相比，在吃饭和下酒菜时喝酒频率增加的酒中，RTD (16.6%) 超过了葡萄酒 (14.0%)、啤酒 (13.9%)，位居首位，可以看出 RTD 在日本佐餐场景中渗透率不断提升。

图 36：日本市场的 RTD 对啤酒、葡萄酒有一定的替代



资料来源：三得利《关于 RTD 消费者饮用实际情况调研报告 2013 年》，信达证券研发中心

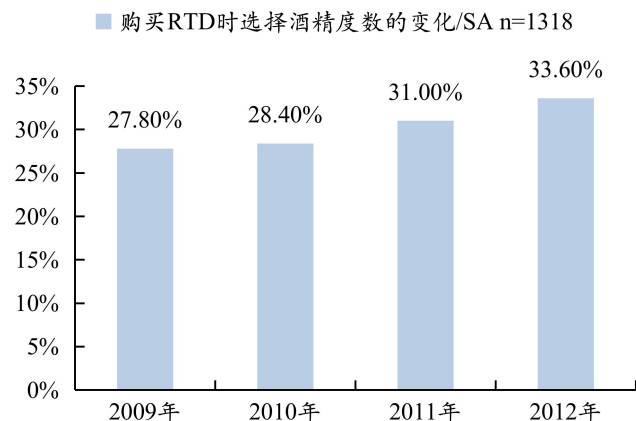
图 37：RTD 在日本佐餐场景中渗透率不断提升



资料来源：三得利《关于 RTD 消费者饮用实际情况调研报告 2013 年》，信达证券研发中心

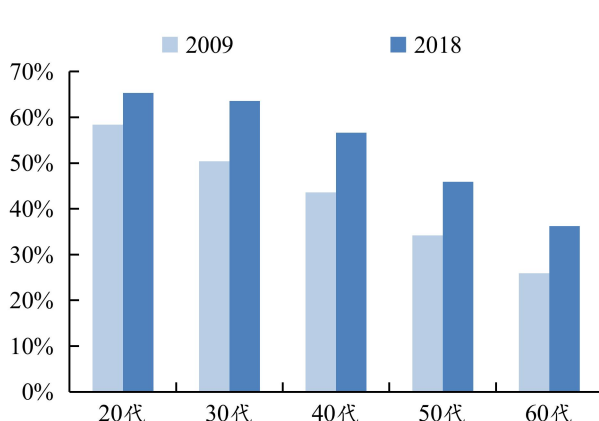
**3) 需求多元化，消费者开始关注不同度数的 RTD 产品带来的体验。**根据 2013 年三得利发布的《关于 RTD 消费者饮用实际情况调研报告》，2009-2012 年消费者区分购买酒精度数不同的产品，且这一比例从 2009 年开始便处于增长的态势，我们认为这反应的趋势是消费者在对 RTD 产品有一定的认知后，会开始关注不同度数带来的体验感。在高酒精度数 RTD 产品和低酒精度数 RTD 产品的选择上，酒量可能并不是主要的影响因素，更多是心情和目的主导。根据 2013 年三得利发布的《关于 RTD 消费者饮用实际情况调研报告》中，在高酒精度数 RTD 的消费者中，回答较多的是缓解压力 (49.9%) 和以合适的价格喝醉 (49.8%)；而在低酒精度数 RTD 的消费者中，回答较多的则是容易、可以轻松 (67.2%) 和感受到悠闲放松的心情 (58.6%)。在消费者看中性价比、体验等因素下，日本 RTD 在不同年龄段消费人群渗透率提升明显，根据 2019 年三得利发布的《关于 RTD 消费者饮用实际情况调研报告》中，对于近一个月以内自己选择、购买、居家消费的酒中，RTD 选择率在不同年龄段中都有明显的提升。

图 38：日本市场 2009-2012 年消费者区分购买酒精度数不同的产品，且这一比例从 2009 年开始便处于增长的态势



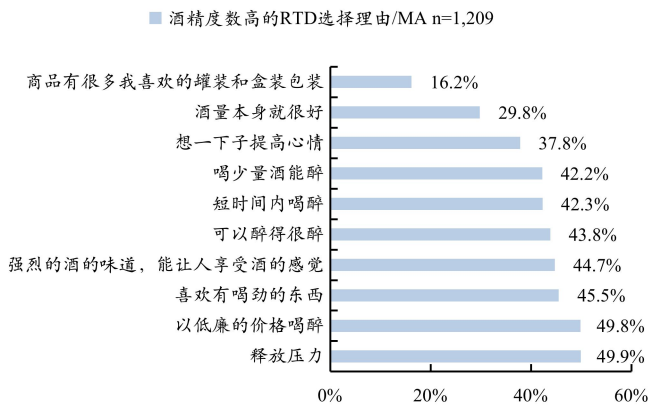
资料来源：三得利《关于 RTD 消费者饮用实际情况调研报告 2013 年》，信达证券研发中心

图 39：日本市场的 RTD 选择率在不同年龄段中都有明显的提升



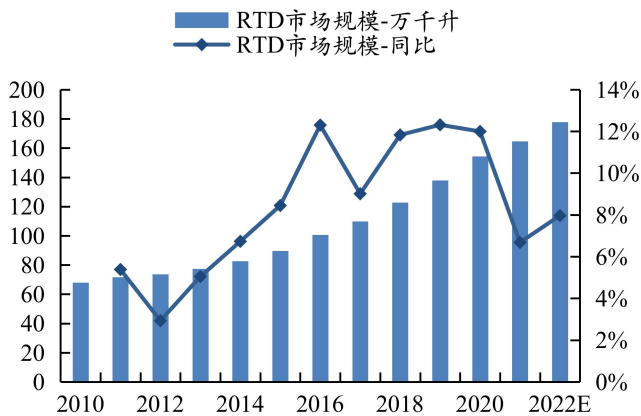
资料来源：三得利《关于 RTD 消费者饮用实际情况调研报告 2019 年》，信达证券研发中心

**图 40: 日本市场高酒精度数消费者比较看重缓解压力和以合适的价格买醉**



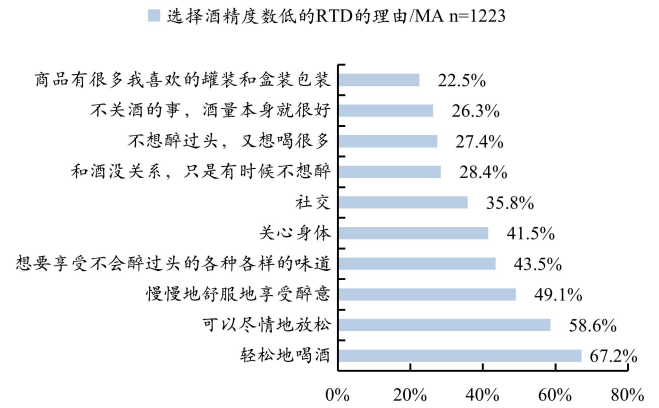
资料来源: 三得利《关于RTD消费者饮用实际情况调研报告2013年》, 信达证券研发中心

**图 42: 日本 RTD 市场规模 2010-2022E 销量 CAGR 为 8.3%。**



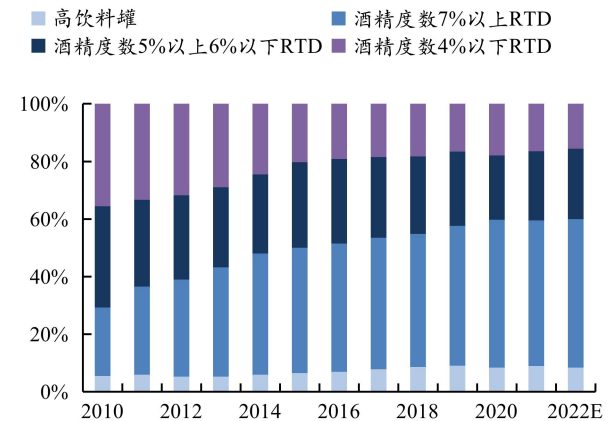
资料来源: 三得利《关于RTD消费者饮用实际情况调研报告2022年》, 信达证券研发中心

**图 41: 日本市场低酒精度数消费者比较看重容易入口、轻松、感受到悠闲放松的心情**



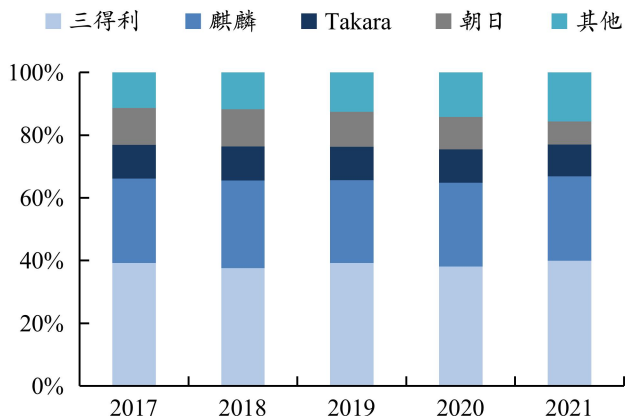
资料来源: 三得利《关于RTD消费者饮用实际情况调研报告2013年》, 信达证券研发中心

**图 43: 2010-2022E 日本 RTD 市场中酒精度数 7 度以上占比提升较快**

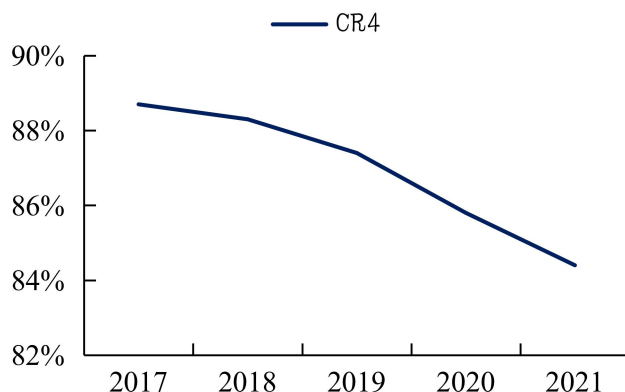


资料来源: 三得利《关于RTD消费者饮用实际情况调研报告2022年》, 信达证券研发中心

**CR4 高达 80%以上, 三得利拔得头筹。**日本 RTD 市场的竞争格局呈现一超多强的局面, 根据欧睿数据, CR4 已经高达 80%以上, 其中销量市占率位居首位的是 Sunntory Holdings Ltd (三得利), 2017-2021 年销量市占率在 38-40%左右; 其次是 Kirin Holdings Co Ltd (麒麟), 销量市占率在 27%左右; 位居第三的是 Takara Holdings Inc, 销量市占率在 10%-11%左右; 位居第四的是 Asahi Group Holdings Ltd (朝日), 2017-2021 年销量市占率呈现下降的趋势, 2021 年销量市占率仅为 7.4%。

**图 44：日本 RTD 市场中三得利拔得头筹**


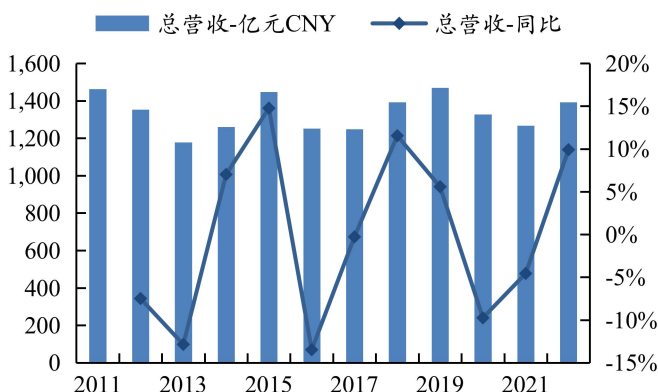
资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

**图 45：日本市场 CR4 高达 80%以上**


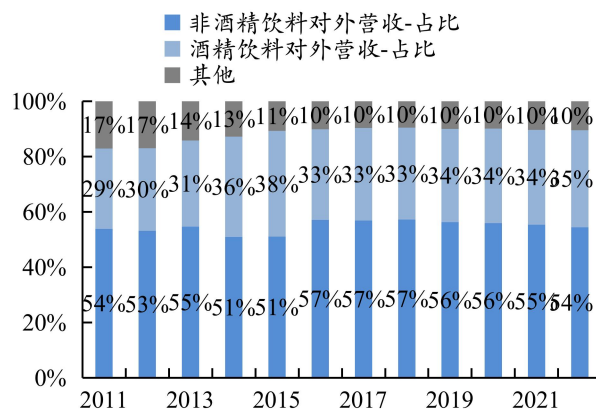
资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

### 3.4 三得利如何夺得日本 RTD 市场头筹：坚定与创新

三得利集团是全球规模领先的酒水、饮料、食品供应商。三得利集团前身为 1899 年成立于日本大阪的一家销售西式葡萄酒和烈酒的店铺，1907 年推出针对日本人口味的赤玉波特酒，赤玉甜葡萄酒 (Akadama Sweet Wine) 广受欢迎。1923 年，三得利进军威士忌业务，兴建了日本首家麦芽威士忌蒸馏厂——山崎蒸馏厂，成为世界闻名白标威士忌 (Suntory Shirofuda) 和山崎 (Yamazaki) 的诞生地。20 世纪 60 年代，三得利涉足啤酒业务，推出三得利万志啤酒 (The Premium Malt's)。随后，公司将业务拓展至无酒精饮料行业和 RTD 市场，1981 年上市罐装乌龙茶，1990s 推出罐装咖啡品牌即饮咖啡 (BOSS)。在威士忌、无酒精饮料的基础上，公司 1990s 开始涉足 RTD 市场，1995 年推出 Super Chu-hi，2003 年上市 Caroli 系列，2005 年上市-196C Chu-hi 系列，2009 年上市后来成为潮流单品的-196C Strong Zero、Horoyoi、Kaku Highball 350ml Can。由此，三得利集团业务形成酒精业务、非酒精业务两大板块，2022 年三得利集团实现营收 1392 亿人民币，其中酒精饮料对外营收 490 亿人民币，占比 35%；非酒精业务营收 756 亿人民币，占比 54%。

**图 46：2022 年三得利集团实现营收 1392 亿人民币**


资料来源：三得利官网，信达证券研发中心

**图 47：2009-2022 年三得利集团业务构成**


资料来源：三得利官网，信达证券研发中心

在 RTD 市场，三得利销量市占率位居首位，远超麒麟 10pct，其 RTD 销量 2009-2011 年 CAGR 为 11%，我们认为主要得益于三个原因：

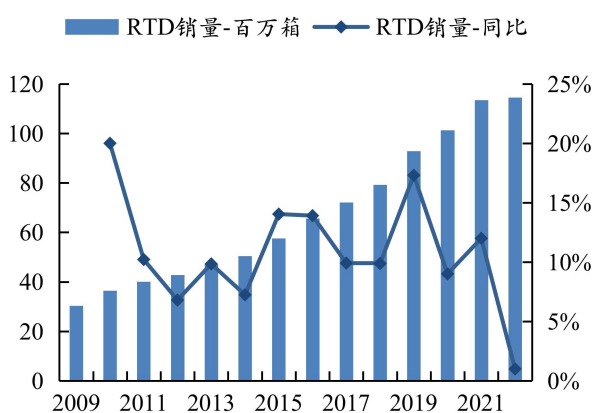
1) **精准把握消费趋势，战略正确。**我们认为，对于消费品公司来说，能否判断产业趋势长期的变化，是在品牌孵化、产品开发前关键的能力。日本 RTD 市场不乏啤酒巨头参与，从竞争格局来看并不是一家独大、能够制定行业游戏规则的格局。而三得利集团看准了日本人

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>20

口结构、社会环境变化下带来的 RTD 市场机会，早在 2003 年便上市 Caroli Chu-hi 系列，2005 年上市-196C Chu-hi 系列，2009 年内密集上市-196C Strong Zero、Horoyoi、Kaku Highball 350ml Can，2010 年上市 Torys Highball Can。新品牌的推出大都与消费趋势一一对应，比如-196C 对应的是希望性价比买醉的高酒精度数 RTD 消费者，Horoyoi 则是对应喜欢微醺的低酒精度数 RTD 消费者。

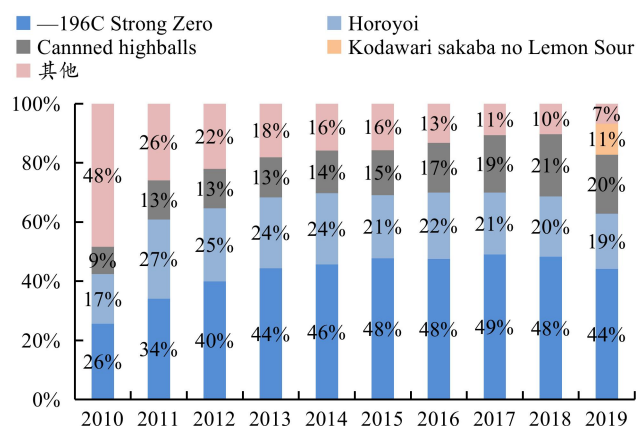
2) **品牌矩阵丰富，定位清晰。**和竞品麒麟、Takasa 对比，三得利 RTD 多品牌布局。根据欧睿数据，按照品牌市占率，前五销量市占率中，三得利占到了三个，分别是-196C Strong Zero (2021 年为 14.4%)、Kodawari Sakabano Lemon Sour (2021 年为 10.1%)、Horoyoi (2021 年为 6.5%)，而麒麟仅有 Hyoketsu (2021 年为 15.1%)，Takara Shuzo 仅有 Takara Shochu High Ball (2021 年为 8.0%)。我们认为，三得利 RTD 之所以有三个市占率相对占优的品牌是因为对细分人群定位清晰，具体来看：

图 48：2009-2022 年三得利集团 RTD 销量 CAGR 为 11%



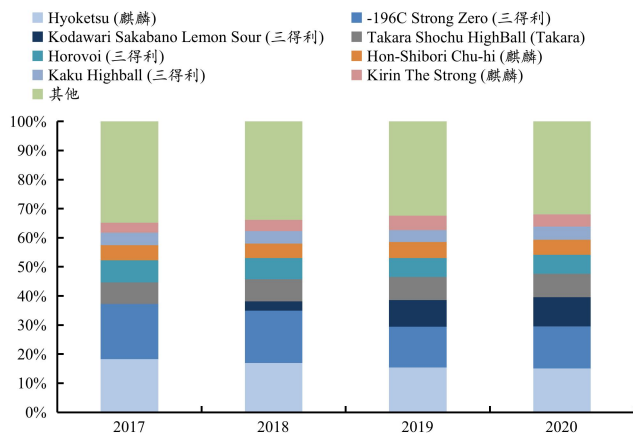
资料来源：三得利官网，信达证券研发中心

图 49：2010-2019 年三得利集团 RTD 品牌结构均衡



资料来源：三得利官网，信达证券研发中心

图 50：按照品牌市占率，前五销量市占率中，三得利占到了三个

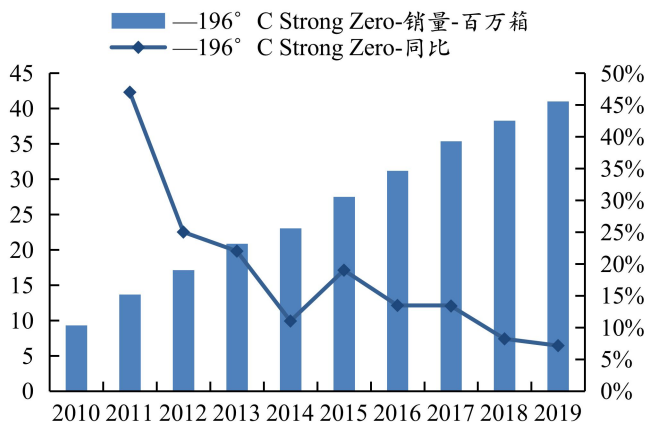


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

**-196C Strong Zero 定位 9 度，高酒精度数和零糖的结合：**-196C 系列于 2005 年上市，品牌故事源自三得利-196 度“液氮”冷冻技术，具体来说是将整颗水果在-196 度瞬间冷冻锁鲜再打成粉末、浸至酒中，从而将居酒屋的 Chu-hi 复刻至可以居家消费 RTD 产品。该系列包含了-196C Freeze Crush、Craft-196C、-196C Strong Zero 三大产品线。其中**-196C Strong Zero 是主力大单品**，2009 年上市后，销量从 2010 年 931 万箱增长至 2019 年的 4100 万箱，CAGR 为 18%，销量在品牌内占比从 2010 年的 61%提升到了 2018 年的 95%。相比于品牌内其他产品线，-196C Strong Zero 一是定位酒精度数为 9 度的 RTD 市场，而其他

产品线则为 5 度或者 6 度，高酒精度数的差异化卖点触达到了希望通过性价比喝醉的消费者；二是针对 Chu-hi 较甜、不适合佐餐的问题，口味设计上突出果味和零糖。

图 51：2010-2019 年三得利集团-196C Strong Zero CAGR 为 17.9%



资料来源：三得利官网，信达证券研发中心

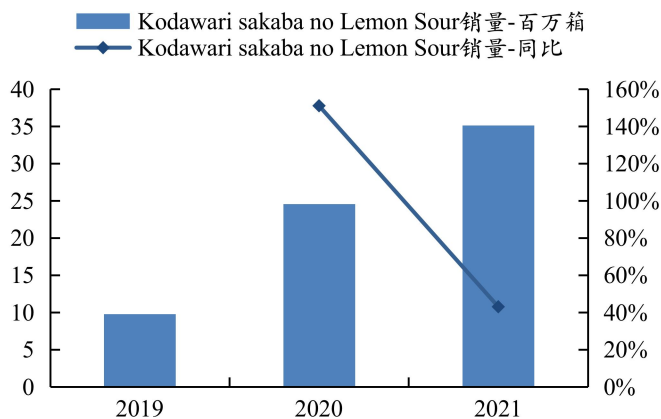
图 52：三得利集团-196C Strong Zero 定位酒精度数 9 度



资料来源：三得利官网，信达证券研发中心

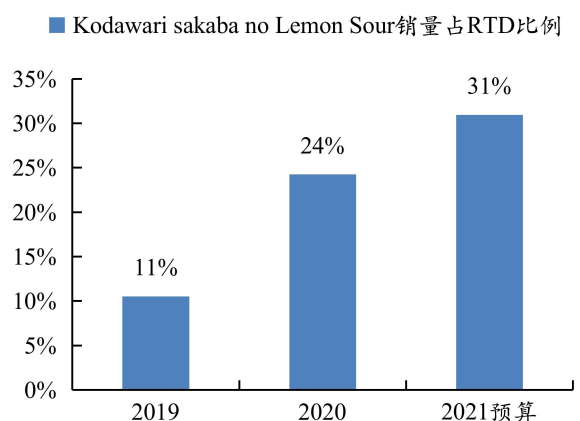
**Kodawari Sakaba No Lemon Sour 定位柠檬气泡酒市场：**Lemon Sour（柠檬气泡酒）是日本居酒屋经典的整柠制酒工艺——研磨整颗柠檬的每一部分，包括柠檬果皮、柠檬果汁果肉和柠檬籽，将其完全浸泡于酒中，并融入气泡水。根据三得利 2019 年《关于 RTD 消费者饮用实际情况调研报告》，RTD 柠檬口味的特点在于甜腻度较低、味道清爽、容易入口。看准柠檬口味的趋势，三得利在 Kodawari Sakaba no Lemon Sour no Moto liqueur 基础上于 2019 年推出 RTD 产品 Kodawari Sakaba No Lemon Sour。上市第一年便实现 978 万箱销量，远超过了公司的规划 210 万箱，2020 年更是实现 151% 的高增至 2455 万箱，在整个 RTD 占比从 2019 年的 11% 提升至 2020 年的 24%。

图 53：三得利集团 Kodawari Sakaba No Lemon Sour 上市后销量出色



资料来源：三得利官网，信达证券研发中心

图 54：Kodawari Sakaba No Lemon Sour 上市对三得利集团 RTD 业绩贡献突出



资料来源：三得利官网，信达证券研发中心

图 55：三得利根据 Kodawari Sakaba No Lemon Sour 甜腻度较低、味道清爽、容易入口的特点定位烧烤场景

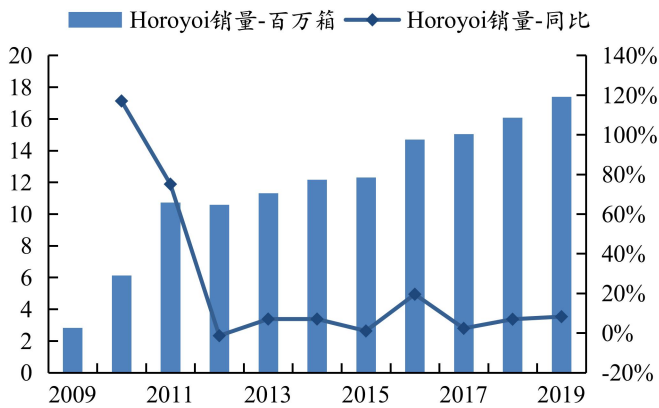


资料来源：三得利官网，信达证券研发中心

**Horoyoi 定位 3 度，面向喜欢微醺的年轻人：**Horoyoi 系列于 2009 年上市，品牌名字的中文意思是“微微的醉”。产品定位 3 度酒精度数，口味丰富、独特，微醺感使得 Horoyoi 成为闺蜜聚会或者独饮追剧占优的选择。Horoyoi 上市后深受日本年轻人的喜爱，上市第二年便实现 117% 的高增，销量从 2010 年的 613 百万箱增长至 2019 年的 1740 万箱，CAGR 为 12%，在 Kodawari Sakaba No Lemon Sour 上市前是三得利 RTD 品牌矩阵中第二大主力产品。

图 56：2009-2019 年三得利集团 Horoyoi 销量 CAGR 为 20%

图 57：微醺感使得 Horoyoi 成为闺蜜聚会或者独饮追剧占优的选择



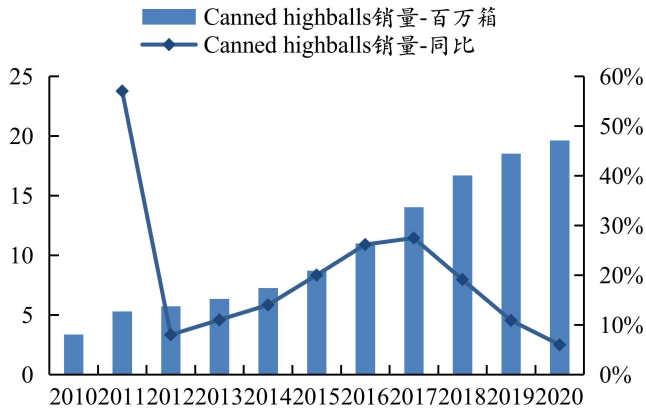
资料来源：三得利官网，信达证券研发中心



资料来源：三得利官网，信达证券研发中心

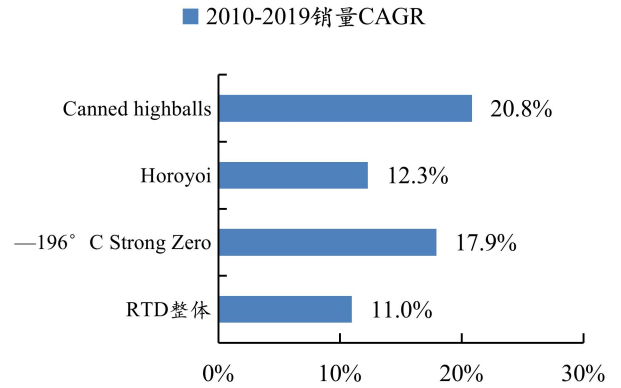
**Canned Highballs 定位于威士忌居家消费的场景延伸。**Highball 是现制鸡尾酒中一种常见的饮用方法，主要是威士忌或者白兰地混合苏打水或者 ginger ale 加冰制成放至高球杯中。在烈酒业务板块，三得利集团把威士忌从酒吧洋酒消费逐渐延伸至关东煮、寿司店、居酒屋等佐餐场景，烈酒+苏打水+冰的喝法深受消费者的喜爱。为了进一步延伸威士忌的居家消费场景，三得利集团推出经典威士忌品牌原瓶和 Torys Highball 的便利化包装，2009 年上市罐装 Kaku Highball、2010 年上市罐装 Torys Highball。在三得利集团对威士忌市场、RTD 市场发展趋势的精准判断下，2010-2019 年 canned highballs 复合增长率达到了 20.8%，超过了同为 2009 年上市的 Horoyoi 的复合增速 12.3%、-196C Strong Zero 的复合增速 17.9%。

图 58: 2010-2019 年三得利集团 Canned Highballs 销量 CAGR 为 22%



资料来源: 三得利官网, 信达证券研发中心

图 59: 2010-2019 年三得利集团 Canned Highballs 销量复合增速超过同年上市的 Horoyoi 和-196C Strong Zero



资料来源: 三得利官网, 信达证券研发中心

图 60: Kaku Highball 定位于威士忌居家消费的场景延伸



资料来源: 三得利官网, 信达证券研发中心

3) 口味创新, 品牌焕新。在品牌层面, 三得利通过多品牌布局满足了消费者对不同酒精度数、不同饮用体验的需求。而在品牌内部, 三得利则是通过口味创新、限定发售等方式使主力品牌保持增长, 一方面增加消费者粘性, 另一方面通过限定口味的稀缺吸引潜在的消费人群。

图 61: 三得利集团 Horoyoi 2023 年季节限定口味上市计划



资料来源: 三得利官网, 信达证券研发中心

## 4 未来发展：品类矩阵渐成，渠道精细化管理

### 4.1 宽人群多场景，RIO 品类矩阵渐成

品类建设趋于完善，形成 3-5-8 度宽人群多场景的矩阵。在品类布局上，公司坚持多品类方向，开发出了微醺系列、经典系列、清爽系列、强爽系列、轻享系列、本榨系列、从减系列、夜狮系列、限定/联名/定制系列等多个系列，包括 275mL、330mL、500mL 等不同容量的玻璃瓶装和易拉罐装，丰富的品类矩阵能够满足不同消费人群的需求。微醺、清爽、强爽构成公司 3-5-8 度的品类矩阵，通过不同酒精度数为消费者带来不同的饮用体验，并且匹配相应的营销为产品做足品牌拉力，实现细分人群的精准覆盖，我们认为三大品类有望持续为公司提供增长动能。具体来看：

图 62：公司品类建设趋于完善，形成 3-5-8 度宽人群多场景的矩阵

品牌	上市年份	酒精度数	规格	天猫商城零售价-元	口味	
经典系列	2013年焕新	3.8	275ml	15.9	蓝玫瑰威士忌，水蜜桃白兰地，青柠朗姆，洗葡萄白兰地，橙味伏特加，混合水果味伏特加	
微醺系列	2016年焕新	3	330ml	9.6	白桃白兰地、乳酸菌伏特加、玫瑰荔枝白兰地、草莓乳酸菌伏特加、百香果伏特加、葡萄白兰地、乐橘乌龙	
清爽系列	2021	5	330ml	8.8	青橘伏特加、草莓伏特加、春见白桃伏特加、阳光玫瑰葡萄伏特加、苹果伏特加	
强爽系列	2016	8	330ml 500ml	10	柠檬伏特加、卡曼橘伏特加、苹果西打、荔枝伏特加、葡萄伏特加、白桃伏特加	
本榨系列	2022年焕新	4.0	500ml	15	葡萄伏特加、芒果伏特加、柚子金酒、菠萝风味	
轻享系列	2022年焕新	4.5	500ml	15	葡萄白兰地、白桃白兰地、柠檬朗姆、西柚煎茶伏特加	

资料来源：RIO 锐澳天猫官方旗舰店，信达证券研发中心

**微醺系列：**定位于酒精度数 3 度的 RTD 市场，通过低酒精度数、丰富的果味面向年轻女性，主打的消费场景居家消费的独饮。在品牌宣传上，RIO 通过代言人、综艺植入、影视植入三大手段将微醺与“一个人的小酒”消费场景实现强关联：1) 2018 年选择周冬雨、2022 年选择张子枫作为品牌代言人，代言人形象与品牌契合度高；2) 2020 年，微醺打通三大视频平台三档“明星独居生活观察类真人秀”综艺（爱奇艺《我要这样生活》、腾讯《让生活好看》以及优酷《看我的生活》），通过综艺内容合作，将“陪伴年轻人享受一个人的时光”的品牌理念转化为具体场景，并在场景中链接用户情感，“润物细无声”地占领其心智，并逐步培养一个人在家喝点 RIO 的消费习惯；3) 2021-2022 年，公司针对微醺做密集的影视植入和广告赞助，在影视剧的选择上以都市剧、恋爱剧为主，通过生动的场景化消费塑造微醺“一个人的小酒”的品牌形象，持续保持营销高点热度，比如 2021 年的《理想之城》、《我的时代你的时代》，2022 年《女士的法则》、《欢乐颂 3》、2023 年的《欢乐颂 4》等。

图 63：在品牌宣传上，RIO 通过代言人、综艺植入、影视植入三大手段将微醺与“一个人的小酒”消费场景实现强关联



资料来源：RIO 锐澳鸡尾酒官方微博，信达证券研发中心

**清爽系列：**定位于酒精度数 5 度的 RTD 市场，全场景发力。2021 年，公司上市清爽系列，酒精度数为 5 度，果汁含量为 4%，通过酒精度数和果汁含量与微醺、强爽形成区分，上市后便成为销量贡献第三的子品牌。2022 年，肖战成为 RIO 全球品牌代言人，并且在下半年开启“20 城 40 屏”的宣传广告（在 40 个重点城市的大厦屏幕上线清爽宣传片），公司在广告上加大对清爽的投入。从消费场景来看，清爽则是全场景发力，包括了居家消费和餐饮场景。公司预调酒业务的渠道结构以线下零售渠道和数字零售渠道为主，2022 年分别占比 73%、24%，而即饮渠道仅为 3%。从渠道拓展的角度来看，对标酒精度数同为 4-5 度的啤酒，清爽系列有望帮助 RIO 在渠道深耕上进一步扩张。和 3 度的微醺相比，5 度的清爽有望带来更有体感的消费体验，我们认为或将成为面向更多消费人群的子品牌，为 RIO 贡献增量。

图 64：2022 年，肖战成为 RIO 全球品牌代言人，公司在广告上加大对清爽的投入



资料来源：RIO 锐澳鸡尾酒官方微博，信达证券研发中心

**强爽系列：**定位于酒精度数 8 度的 RTD 市场，高度数开拓男性消费者细分市场。2016 年，为了拓展男性消费者，公司推出酒精度数更高的 8% 的强爽系列。产品设计上来看，一罐 500ml 的强爽酒精含量相当于二两 40 度的白酒，碳酸、果味的设计使得产品容易入口、上头较快。2021 年推出苹果西打口味、0 糖柠檬伏特加、0 糖西柚伏特加，2022 年新增荔枝伏特加口味，2023 年继续完善 0 糖系列的口味。强爽上市后，2021 年销售量翻倍，复购率、复购周期表现优异，在真正饮酒人群中的渗透率有明显的提升。2022 年，强爽凭借“RIO 强爽 8 度不信邪”话题在抖音、小红书等社交媒体迅速走红，随后推出游戏《永劫无间》的联名罐、赞助 2023KPL 王者荣耀职业联赛重庆狼队和武汉 eStarPro 两大顶级战队，进一步通

过游戏电竞的场景突出**8度**带给消费者酒劲十足、快速来感的体验。得益于**强爽**的高速成长，公司 **2022Q4、2023H1 预调酒营收同比+42.9%、+67.6%**。

图 65：强爽推出游戏《永劫无间》的联名罐、赞助 2023KPL 王者荣耀职业联赛重庆狼队和武汉 eStarPro 两大顶级战队

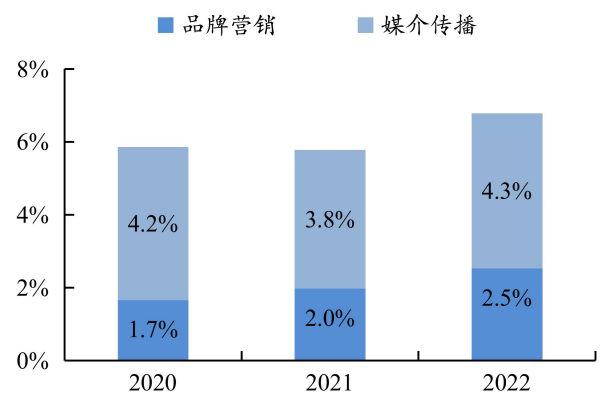
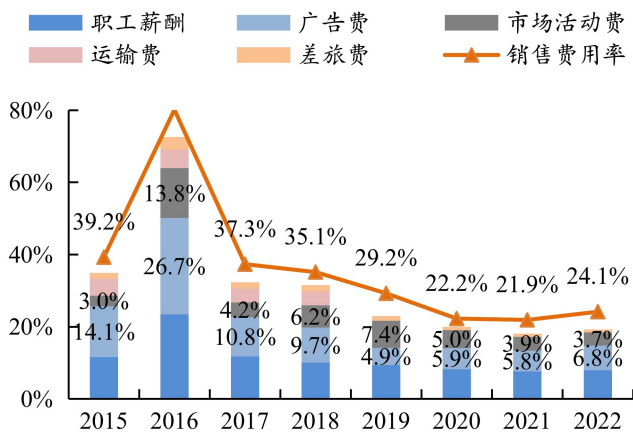


资料来源：RIO 锐澳鸡尾酒官方微博，信达证券研发中心

**费用投放收放有度。**在品牌建设方面，公司一直采用高举高打的模式，2022 年销售费用率为 24.1%，广告费用率高达 6.8%。按照广告投放的方式来看，2022 年品牌营销费用率为 2.5%，媒介传播费用率在 4.3%左右。和同为酒精度数较低的啤酒标的相比，公司的广告费用率处于较高的水平，但是高毛利产品提供了费用投放的空间。经过 2015 年调整以后，公司目前费用投放高举高打的同时兼顾费效比，广告费用绝对额从 2015 年的 3.30 亿元下降至 2022 年的 1.76 亿元，广告费用率也从 2016 年的 26.7%逐年下降到 6.8%。

图 66：公司广告费用率从 2016 年的 26.7%逐年下降到 6.8%

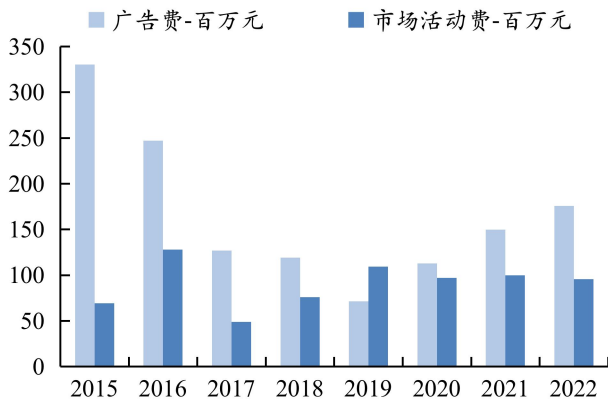
图 67：2020-2022 年公司品牌营销费用率呈现上升趋势



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

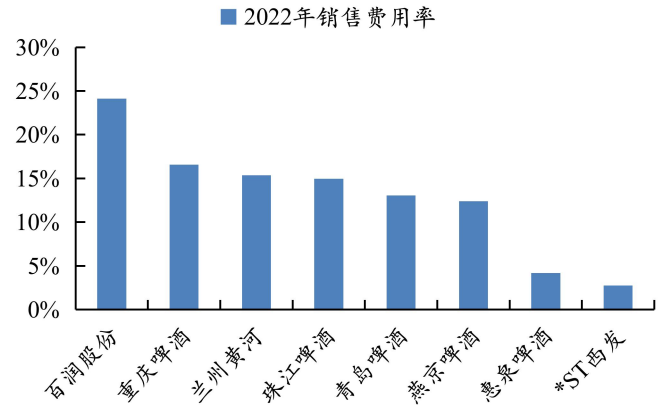
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 68：公司广告费用绝对额从 2015 年的 3.30 亿元下降至 2022 年的 1.76 亿元



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 69：和同为酒精度数较低的啤酒标的相比，公司的广告费用率处于较高的水平



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

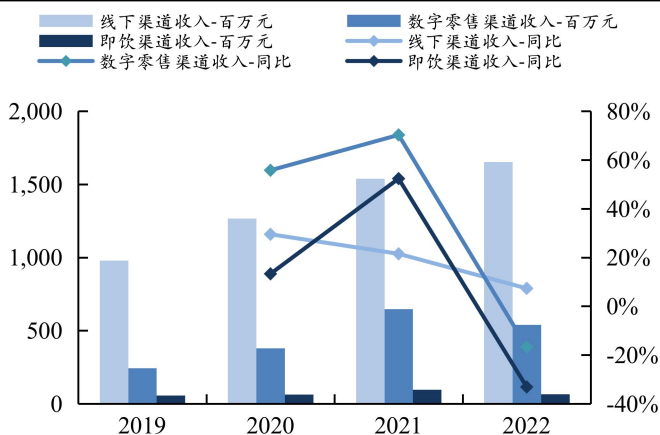
## 4.2 扁平化改革，渠道精细化管理

从渠道结构来看，公司预调酒业务以线下零售渠道为主。2022 年实现营收 16.53 亿元，占比 73%；其次为数字零售渠道，2022 年实现营收 5.39 亿元，占比 24%；即饮渠道实现收入 6487 万元，占比 3%。

2021 年，公司对预调鸡尾酒的营销组织实施重组，具体来看：

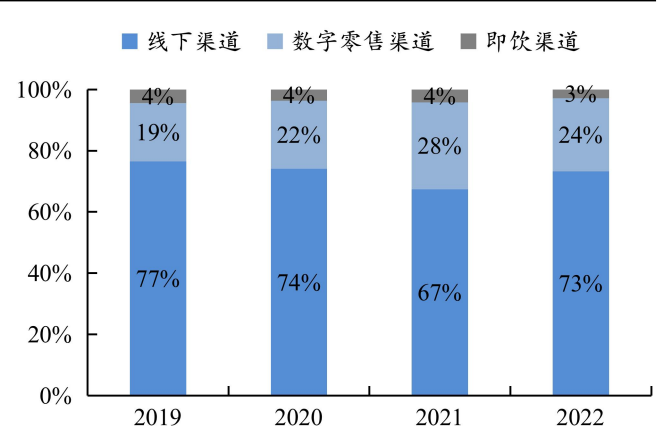
- 线上部门：**合并为品销一体的网络原生组织，全面面向消费者，针对不同“场”的特点，使用恰当的营销定位，构建从消费者洞察到体验的闭环。在三大渠道中，数字零售渠道增速较好，2020-2021 年预调鸡尾酒在该渠道营收分别同比+56%、+70%，增速超过了传统零售渠道和即饮渠道。
- 线下渠道：**扁平化改革，取消大区层级，本部直接对接省区管理，进一步提升管理沟通效率，我们认为此架构下的省区组织有望更加专注一线的业务发展，因地制宜制定销售策略和操作方案，推动清爽、强爽等重点潜力产品渠道渗透和终端覆盖率提升。
- 即饮渠道：**是公司目前处于比较弱势的状态，此次改革中设立专业的大客户部门，针对系统大客户推出定制化服务，我们认为有助于增加 RIO 一线品牌的知名度和好感度。

图 70：2020-2021 年公司预调鸡尾酒全渠道实现增长



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 71：2019-2022 年公司预调鸡尾酒业务渠道结构

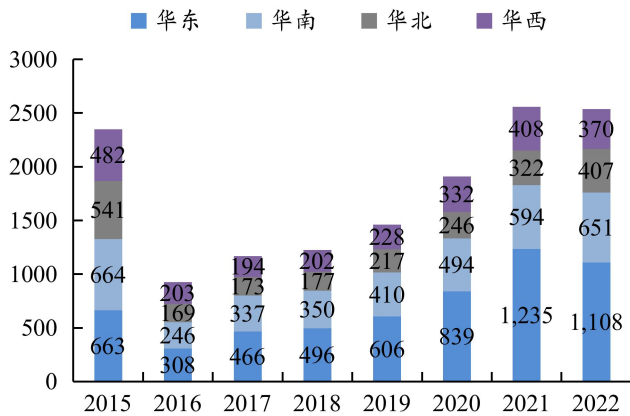


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

扩张稳健，优先选择优势区域。从公司的扩张节奏来看，相比于 2015-2016 年的盲目扩张，2019 年后公司步伐更加稳定。

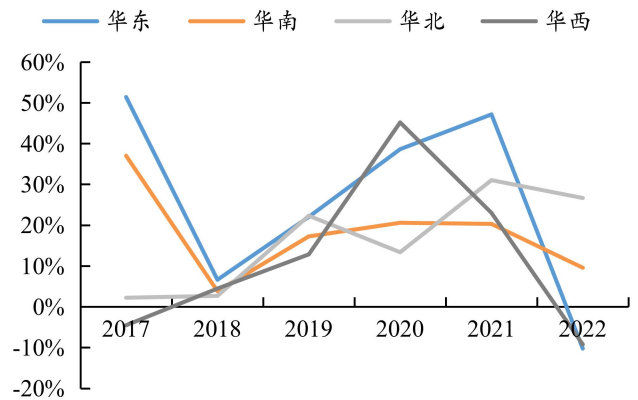
**区域选择方面**，在此轮扩张中，公司优选 RIO 有一定品牌基础、消费力较好的华东和华南：  
**1) 华东地区** 2019-2021 年营收增速都高于公司平均水平，对公司营收贡献从 2019 年的 41% 提升到 2021 年的 48%，而从经销商的角度来看，华东经销商的人均创收也是所有区域中最高的、2022 年为 202 万元。  
**2) 华南地区** 2019-2021 年营收增速在 20% 左右，是仅次于华东的第二大市场，在 2022 年公司整体业务略有下滑的背景下，华南依然保持了 10% 的增速，贡献营收 25%。  
**3) 华北和华西** 是公司体量相对较小的市场，2022 年分别实现营收 4.07 亿元、3.7 亿元，分别占比 16%、14%，经销商人均创收也明显低于华东和华南。

图 72：2019-2021 年华东地区的营收贡献处于提升趋势



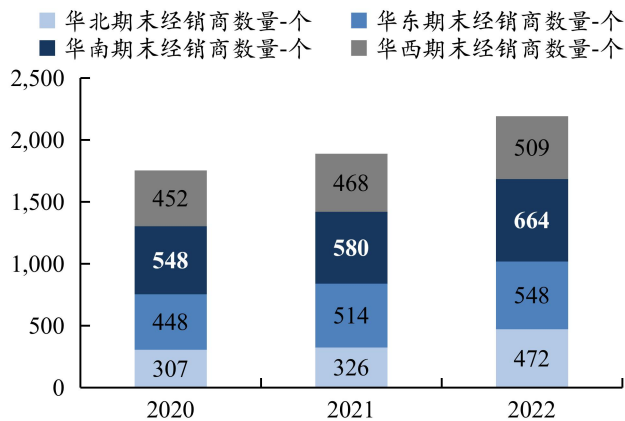
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 73：2018-2022 年华南地区保持了较好的增速



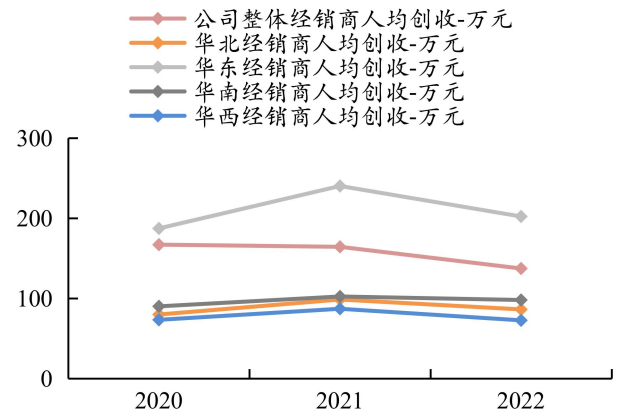
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 74：2020-2022 年公司分区域经销商数量



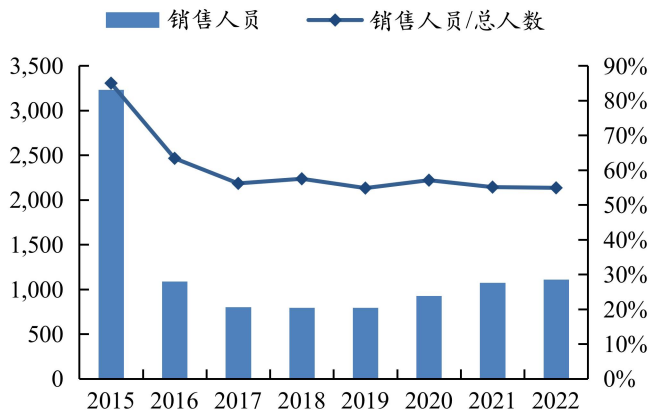
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 75：2020-2022 年公司分区域经销商人均创收

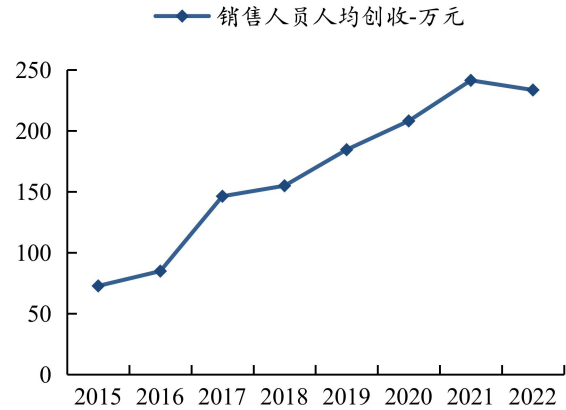


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**业务团队方面**，公司在 2015 年高峰的时候销售人员高达 3231 人，占公司人员比例高达 85%。而 2020 年后的此次市场扩张中，公司更加关注扩张的质量，对应到报表上，2020-2021 年公司销售人员同比+16%，人均创收分别同比+13%、+16%。

**图 76：公司在 2015 年高峰的时候销售人员高达 3231 人**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 77：2020 年后的此次市场扩张中，公司更加关注扩张的质量**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 4.3 全产业链布局，威士忌第二增长曲线可期

**全产业链布局，上下游协同效应明显。**香精香料是预调鸡尾酒的核心原料之一，而公司涉足预调鸡尾酒业务之前，在香精香料行业积累了较多的经验，2003 年被认定为上海高新技术企业，是中国香精香料行业十强企业，因此预调酒业务在产品新口感研发、适口度调整等方面，能充分发挥香精香料业务业已积累的产品、技术等优势，针对性地研发符合消费群体口感需求的预调鸡尾酒产品。此外，除了上游香精香料，公司同时布局预调酒另一个核心原料-烈酒，我们认为 2021 年公司成都莱州蒸馏厂顺利投产有望保证优质基酒的供应，预计预调鸡尾酒产品质量可控度高、可溯性强。

**威士忌第二增长曲线可期。**2021 年公司正式启动以威士忌为主的烈酒业务板块，提出“在威士忌的世界地图上点亮中国产品”、“与时间为友、做中国自己的威士忌”的，岷州蒸馏厂开元桶灌桶。岷州蒸馏厂坐落在北纬 30 度的成都邛崃，位于中国的黄金酿酒带，拥有横断山脉东麓独特的崖谷小气候，以及横断山脉的天然水源，自然环境优越，是中国大陆第一间被全球威士忌产业认可的威士忌蒸馏厂，同时被收录到全球麦芽威士忌年鉴 2022 年版。2023 年，公司将以“重点发展威士忌，占位高品质烈酒，成为中国本土威士忌行业龙头”为战略指引，进一步推进麦芽威士忌和调和威士忌品牌孵化和产品开发。在消费者培育方面，公司多举措齐下、希望拉近品牌与威士忌爱好者、潜在消费者距离，开启岷州蒸馏厂“岷此一游”开放日工厂参观，包含了“名人单桶桶陈仓库”开放参观、伴手好礼、品鉴三大环节，2022 年 11 月在上海落地以原厂原桶尚未装瓶的威士忌为特色的品牌体验吧岷州吧。我们认为，短期看烈酒业务较难贡献营收，但是看好预调鸡尾酒+烈酒多酒饮业务的长期战略意义。

**图 78： 嵊州蒸馏厂“嵊此一游”开放日工厂参观海报**


资料来源：嵊州蒸馏厂公众号，信达证券研发中心

**图 79： 2022 年 11 月公司在上海落地以原厂原桶尚未装瓶的威士忌为特色的品牌体验吧嵊州吧**


资料来源：嵊州蒸馏厂公众号，信达证券研发中心

## 5 盈利预测和评级

### 5.1 盈利预测及假设

**收入端：分业务来看，1) 香精香料方面**，公司采取大客户战略，需求较为稳定，我们预计 2023-2025 年的销量将分别为 3188702 公斤、3408702 公斤、3638702 公斤，分别同比 6.69%、6.90%、6.75%；单位收入分别为 94.56 元/公斤、96.45 元/公斤、99.34 元/公斤，分别同比 1.0%、2.0%、3.0%；收入分别为 3.02 亿元、3.29 亿元、3.61 亿元，分别同比 7.8%、9.0%、9.9%。**2) 预调鸡尾酒方面**，考虑到 2022 年下半年强爽走红、2023Q1 进入高速成长期，微醺销售稳定，清爽仍然处于培育期，我们预计 2023-2025 年销量分别为 4098 万箱、5378 万箱、6703 万箱；单位收入分别为 78.81 元/箱、77.23 元/箱、76.46 元/箱；收入分别为 32.30 亿元、41.54 亿元、51.25 亿元，分别同比 43.1%、28.6%、23.4%。综上，我们预计 2023-2025 年公司整体实现营业收入 36.01 亿元、45.95 亿元、56.69 亿元，同比 38.87%、27.58%、23.37%。

**成本端：分业务来看，1) 香精香料方面**，我们预计单位成本分别为 35.12 元/公斤、35.47 元/公斤、35.47 元/公斤，分别同比+2.0%、1.0%、0.0%；营业成本分别为 1.12 亿元、1.21 亿元、1.29 亿元，分别同比+8.8%、8.0%、6.7%；毛利率分别为 62.86%、63.22%、64.29%，分别同比-0.36pct、0.36pct、1.07pct。**2) 预调鸡尾酒方面**，我们预计单位成本分别为 28.38 元/箱、29.23 元/箱、29.82 元/箱，分别同比-2.0%、3.0%、2.0%；营业成本分别为 11.63 亿元、15.72 亿元、19.99 亿元，分别同比+44.7%、35.2%、27.1%；毛利率分别为 63.99%、62.15%、61.00%，分别同比-0.41pct、-1.84pct、-1.15pct。综上，我们预计 2023-2025 年公司整体营业成本分别为 12.36 亿元、16.39 亿元、20.54 亿元，同比+31.58%、32.62%、25.30%。

**费用端：销售费用率方面**，公司费用投放以预调鸡尾酒为主。我们认为，尽管费用投放以高举高打为主，但是经过 2015-2016 年调整后，公司对费用投放趋于理性，我们预计销售费用率小幅上升，2023-2025 年分别为 20.76%、20.26%、20.00%，同比-0.14pct、-0.02pct、-0.01pct。**管理费用率方面**，2019 年后基本稳定在 5-6%左右，我们预计 2023-2025 年分别为 5.47%、5.26%、5.26%，同比-0.18pct、-0.04pct、0pct。**研发费用率方面**，公司注重香精香料的基础研发以及预调鸡尾酒的商用性研发，2018 年以后基本稳定在 3-4%，我们预计 2023-2025 年分别在 2.82%、2.82%、2.50%左右，同比-0.15pct、0pct、-0.11pct。

**利润端：**综上，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 8.90 亿元、11.73 亿元、14.75

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>31

亿元，同比 70.68%、31.89%、25.67%，归母净利润率分别为 24.7%、25.5%、26.0%，同比+0.2pct、0.03pct、0.02pct。

表 1：公司分业务盈利预测

		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
预调鸡尾酒	收入-百万元	1,711.99	2,285.4	2,257.16	3,229.68	4,153.63	5,125.16
	yoy	33.8%	33.5%	-1.2%	43.1%	28.6%	23.4%
	销量-万件	1,808	2,499	2,778	4,098	5,378	6,703
	yoy	42.51%	38.20%	11.19%	47.51%	31.23%	24.64%
	单位收入-元/箱	94.69	91.47	81.24	78.81	77.23	76.46
	yoy	-6.1%	-3.4%	-11.2%	-3.0%	-2.0%	-1.0%
	成本-百万元	592.86	780.44	803.60	1,163.14	1,572.21	1,998.74
	yoy	47.4%	31.6%	3.0%	44.7%	35.2%	27.1%
	单位成本-元/箱	32.79	31.24	28.96	28.38	29.23	29.82
	yoy	3.4%	-4.7%	-7.3%	-2.0%	3.0%	2.0%
香精香料	收入-百万元	198.53	273.42	279.80	301.51	328.76	361.47
	yoy	9.7%	37.7%	2.3%	7.8%	9.0%	9.9%
	销量-公斤	1,934,073	2,853,234	2,988,702	3,188,702	3,408,702	3,638,702
	yoy	3.27%	47.52%	4.75%	6.69%	6.90%	6.75%
	单位收入-元/公斤	102.65	95.83	93.62	94.56	96.45	99.34
	yoy	6.2%	-6.6%	-2.3%	1.0%	2.0%	3.0%
	成本-百万元	66.97	95.14	102.91	111.99	120.92	129.08
	yoy	11.9%	42.1%	8.2%	8.8%	8.0%	6.7%
	单位成本-元/公斤	34.63	33.34	34.43	35.12	35.47	35.47
	yoy	8.4%	-3.7%	3.3%	2.0%	1.0%	0.0%
其他业务	收入-百万元	16.12	35.53	56.44	70.20	112.32	181.96
	yoy	98.5%	120.4%	58.9%	24.4%	60.0%	62.0%
	成本-百万元	4.79	21.41	32.88	-39.07	-53.92	-73.87
	yoy	25.4%	347.0%	53.6%	-218.8%	38%	37%
公司整体	收入-百万元	1,926.64	2,594.36	2,593.41	3,601.40	4,594.71	5,668.59
	yoy	31.20%	34.66%	-0.04%	38.87%	27.58%	23.37%
	成本-百万元	664.61	896.98	939.39	1,236.06	1,639.21	2,053.94
	yoy	42.63%	34.96%	4.73%	31.58%	32.62%	25.30%
	毛利率	65.50%	65.43%	63.78%	65.68%	64.32%	63.77%
	yoy	-2.76%	-0.08%	-1.65%	1.90%	-1.35%	-0.56%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

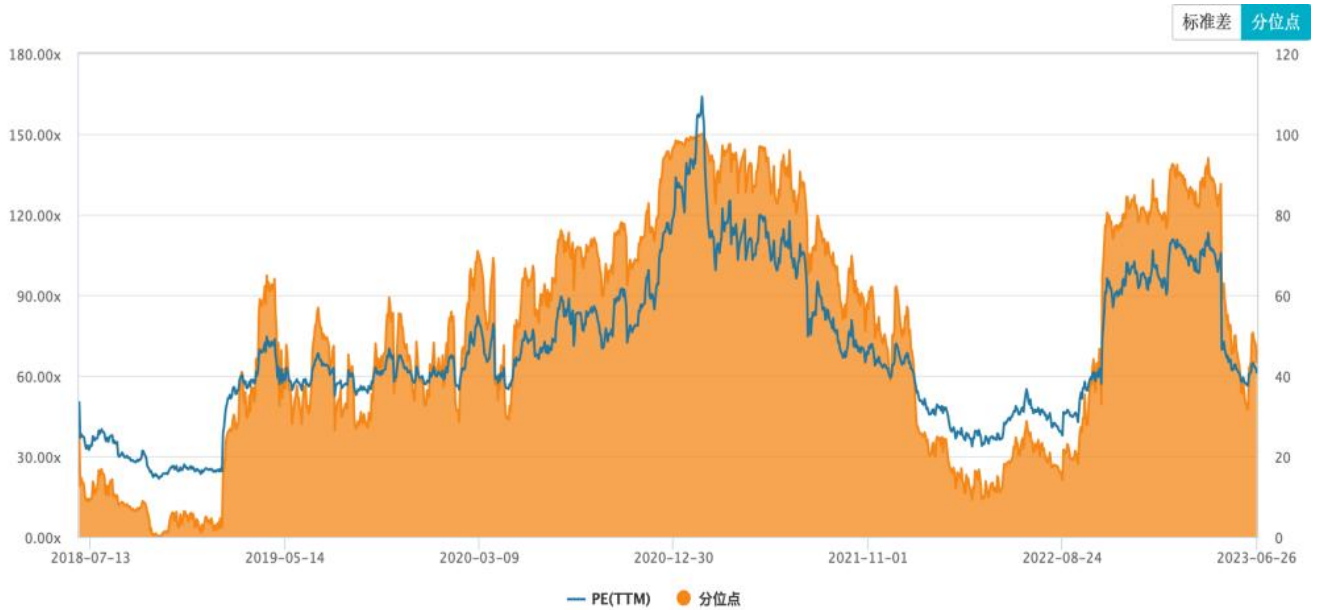
## 5.2 投资评级

我们采取 PEG 估值方法，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.83、1.08、1.37 元，复合增速为 28%，对应 2023 年 8 月 25 日收盘价（29.39 元/股）PEG 为 1.25、0.96、0.76，该估值低于行业平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 2：可比公司盈利及估值对比 (PEG 估值)**

2023/08/25	收盘价-元/股	市值-亿元	EPS-元/每股				EPS-CAGR		PE				PEG			
			22A	23E	24E	25E	23E-25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
重庆啤酒	87.39	423	2.61	3.15	3.72	4.32	17%	33.48	27.74	23.49	20.23	1.96	1.62	1.37	1.18	
东鹏饮料	181.44	726	3.60	4.88	6.18	7.63	25%	50.40	37.18	29.36	23.78	2.01	1.48	1.17	0.95	
<b>平均</b>								<b>41.94</b>	<b>32.46</b>	<b>26.43</b>	<b>22.00</b>	<b>1.98</b>	<b>1.55</b>	<b>1.27</b>	<b>1.07</b>	
百润股份	29.39	309	0.50	0.83	1.08	1.37	28%	58.78	35.28	27.16	21.47	2.09	1.25	0.96	0.76	

资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心预测 注：重庆啤酒、东鹏饮料为 Wind 一致预测，总市值对应 2023 年 8 月 25 日

**图 80：百润股份近五年 PE 走势图**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 6 风险提示

---

### 老品改良或新品推出后销量增长低于市场预期

公司持续改进现有产品的口味和包装，并开发、推出、推广新品维持竞争力，若公司改良的产品及推出的新产品未能产生正向现金流或长期未盈利，公司盈利能力可能会下滑。

### 行业竞争加剧

预调鸡尾酒行业发展迅速，市场容量不断扩张，行业内原有企业经营水平逐步提升的同时，不断有新的企业涉足预调鸡尾酒行业，行业竞争逐步显现。未来若预调鸡尾酒行业竞争加剧，行业规模扩大，公司在保持增长的情况下，市场份额存在受到一定程度冲击的风险。

### 食品安全风险

消费者关注食品安全，如若发生产品质量瑕疵问题，则有可能损害到公司的品牌形象，导致产品滞销或者库存积压。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	<b>2,813</b>	<b>3,282</b>	<b>4,804</b>	<b>6,470</b>	<b>8,177</b>	
货币资金	2,335	2,532	4,282	5,808	7,364	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	165	127	205	262	324	
预付账款	47	43	62	67	73	
存货	184	535	206	274	344	
其他	82	44	49	60	72	
<b>非流动资产</b>	<b>2,827</b>	<b>3,177</b>	<b>3,277</b>	<b>3,434</b>	<b>3,645</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	2,120	2,172	2,134	2,136	2,175	
无形资产	231	404	454	521	605	
其他	476	600	689	777	865	
<b>资产总计</b>	<b>5,640</b>	<b>6,458</b>	<b>8,080</b>	<b>9,904</b>	<b>11,821</b>	
<b>流动负债</b>	<b>868</b>	<b>1,685</b>	<b>2,435</b>	<b>3,123</b>	<b>3,605</b>	
短期借款	0	444	1,200	1,600	1,800	
应付票据	1	0	0	0	0	
应付账款	540	487	618	775	917	
其他	326	754	616	748	889	
<b>非流动负债</b>	<b>982</b>	<b>1,007</b>	<b>1,006</b>	<b>1,006</b>	<b>1,006</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	982	1,007	1,006	1,006	1,006	
<b>负债合计</b>	<b>1,849</b>	<b>2,692</b>	<b>3,441</b>	<b>4,129</b>	<b>4,611</b>	
少数股东权益	0	2	2	1	-1	
归属母公司股东	3,791	3,764	4,638	5,774	7,211	
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,640</b>	<b>6,458</b>	<b>8,080</b>	<b>9,904</b>	<b>11,821</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,594	2,593	3,638	4,653	5,762	
同比(%)	34.7%	0.0%	40.3%	27.9%	23.9%	
归属母公司净利	666	521	874	1,136	1,437	
同比(%)	24.4%	-21.7%	67.8%	29.9%	26.5%	
毛利率(%)	65.4%	63.8%	65.5%	64.2%	63.7%	
ROE(%)	17.6%	13.8%	18.9%	19.7%	19.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.63	0.50	0.83	1.08	1.37	
P/E	94.97	74.72	35.28	27.16	21.47	
P/B	16.57	10.42	6.65	5.34	4.28	
EV/EBITDA	47.05	46.94	21.92	16.48	12.64	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	<b>2,594</b>	<b>2,593</b>	<b>3,638</b>	<b>4,653</b>	<b>5,762</b>	
营业成本	897	939	1,254	1,664	2,091	
营业税金及附加	145	162	246	261	300	
销售费用	567	626	757	943	1,152	
管理费用	136	173	199	245	303	
研发费用	73	86	103	131	144	
财务费用	-20	1	62	88	99	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	0	
其他	42	45	76	97	120	
<b>营业利润</b>	<b>838</b>	<b>651</b>	<b>1,094</b>	<b>1,419</b>	<b>1,793</b>	
营业外收支	4	0	-6	-6	-6	
<b>利润总额</b>	<b>842</b>	<b>651</b>	<b>1,087</b>	<b>1,412</b>	<b>1,787</b>	
所得税	178	130	213	277	351	
<b>净利润</b>	<b>664</b>	<b>521</b>	<b>874</b>	<b>1,135</b>	<b>1,436</b>	
少数股东损益	-2	0	-1	-1	-1	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>666</b>	<b>521</b>	<b>874</b>	<b>1,136</b>	<b>1,437</b>	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>869</b>	<b>903</b>	<b>1,341</b>	<b>1,569</b>	<b>1,882</b>	
净利润	664	521	874	1,135	1,436	
折旧摊销	107	160	163	176	193	
财务费用	11	42	76	102	116	
投资损失	0	0	0	0	0	
营运资金变动	69	198	221	148	131	
其它	18	-18	7	7	7	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-881</b>	<b>-635</b>	<b>-270</b>	<b>-340</b>	<b>-410</b>	
资本支出	-433	-624	-271	-341	-411	
长期投资	-448	0	1	1	1	
其他	0	-11	0	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>841</b>	<b>-75</b>	<b>679</b>	<b>297</b>	<b>84</b>	
吸收投资	0	71	0	0	0	
借款	1,117	450	756	400	200	
支付利息或股息	-267	-384	-76	-102	-116	
<b>现金净增加额</b>	<b>829</b>	<b>196</b>	<b>1,750</b>	<b>1,526</b>	<b>1,556</b>	

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**唐有力**，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

**姜青丰**，金融硕士，毕业于中央财经大学，覆盖速冻食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品），和调味品（深度研究安琪酵母、天味食品，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、颐海国际、宝立食品、日辰股份）。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

**满静雅**，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

**王雪骄**，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深度研究农夫山泉）行业。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深300指数 (以下简称基准); 时间段:报告发布之日起6个月内。	<b>买入:</b> 股价相对强于基准20%以上;	<b>看好:</b> 行业指数超越基准;
	<b>增持:</b> 股价相对强于基准5%~20%;	<b>中性:</b> 行业指数与基准基本持平;
	<b>持有:</b> 股价相对基准波动在±5%之间;	<b>看淡:</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出:</b> 股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。