



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

百味具臻，润心怡情

——百润股份首次覆盖

买入（首次）

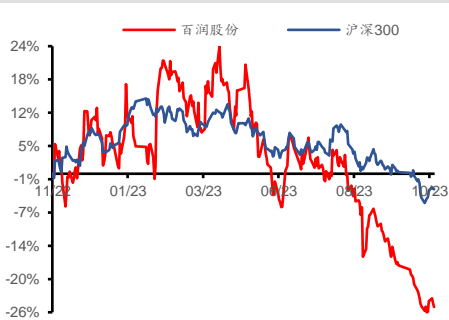
行业：食品饮料
日期：2023年11月03日

分析师：王殊琳
Tel: 021-53686405
E-mail: wangzhulin@shzq.com
SAC 编号: S0870523050001
联系人：袁家岗
Tel: 02153686249
E-mail: yuanjiagang@shzq.com
SAC 编号: S0870122070024

基本数据

最新收盘价（元）	26.08
12mth A 股价格区间（元）	25.73-43.94
总股本（百万股）	1,049.69
无限售 A 股/总股本	68.33%
流通市值（亿元）	187.07

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

行业概况：行业渗透率尚低，天花板逐渐打开。据欧睿预测，2026年国内预调酒市场规模有望达120亿元，2021-2026年CAGR达10.5%，而国内人均销量尚不足日本的百分之二，发展空间仍然巨大。竞争格局方面，2021年RIO市占率接近90%，稳居龙头地位，领先优势持续巩固。

公司概况：香精香料领先者，预调酒绝对龙头。公司以香精香料业务起家，深耕预调酒行业二十年，通过渠道创新、产品创新、数字营销等站稳国内龙头地位，并有望未来发展以威士忌为主的烈酒业务。行业底部出清后，公司稳健经营，积极控费提效改善净利水平，带动营收净利持续恢复。公司长期扎根华东，目前正积极开拓市场，华北等区域经销商数量显著提升，全国化扩张持续加速，未来有望继续驱动公司高速增长。

核心优势：强产品力筑品牌，拓渠道布局未来。
1) 产品布局：公司产品涵盖不同酒精度的微醺/经典/清爽/强爽等多个系列，可以满足不同消费者在各种消费场景的需求，并持续扩充品类矩阵，有效接力单品生命周期；2) 品牌塑造：公司重视品牌塑造，善于抓住时下流行趋势，并及时采取多元化的营销手段开展营销活动，从而逐渐成为消费者心智中对于品类的具象化描述，成功让品牌成为品类指代；3) 渠道精耕：公司精细化渠道深耕，多渠道齐头并进，提升终端覆盖率，目前餐饮和夜店渠道铺货空间仍然较大，公司正积极推新，加速渗透；4) 布局未来：基于国内威士忌等烈酒市场的巨大潜力，公司积极占位高质烈酒，业务扎实推进，新品陆续亮相，打造新增长曲线的同时，也奠定了未来的扩张基础。

■ 投资建议

目前预调酒行业渗透率较低，市场规模稳步增长，公司在行业底部出清后持续韧性经营，市占率常年稳居第一，牢牢占消费者心智。公司通过持续扩充品类矩阵实现单品生命周期的有效接力，且产品均有清晰的场景和定位，营销端优势持续增强，精细化深耕渠道不断提升终端覆盖率，积极布局烈酒也奠定了公司未来酒饮板块的扩张基础。预计公司 23-25 年营收为 37.59/49.79/61.06 亿元，同比分别为 44.9%/32.5%/22.6%；归母净利润分别为 9.27/12.75/16.22 亿元，同比分别为 77.8%/37.6%/27.2%。对应 PE 30/21/17 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

行业竞争加剧风险；食品安全风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2593	3759	4979	6106
年增长率	0.0%	44.9%	32.5%	22.6%
归母净利润	521	927	1275	1622
年增长率	-21.7%	77.8%	37.6%	27.2%
每股收益（元）	0.50	0.88	1.21	1.55
市盈率（X）	52.52	29.53	21.47	16.87
市净率（X）	7.27	6.38	5.46	4.61

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 11 月 01 日收盘价）

目 录

1 香精香料领先者，预调酒绝对龙头	5
1.1 发展历程：香精业务起家，站稳预调酒龙头	5
1.2 公司治理：股权结构稳定，管理层经验丰富	5
1.3 经营情况：业绩强劲反弹，韧性经营稳修复	6
2 行业渗透率尚低，天花板逐渐打开	7
2.1 发展现状：行业增速领先，渗透率仍待提升	7
2.2 未来展望：政策助力支持，时机场景多元化	10
3 强产品力筑品牌，拓渠道布局未来	13
3.1 品牌塑造：品牌走向品类，牢占消费者心智	13
3.2 渠道精耕：精准定位人群，精细化渠道深耕	16
3.3 布局未来：占位高质烈酒，打造新增长曲线	17
4 投资建议	20
4.1 盈利预测	20
4.2 投资建议	21
5 风险提示：	21

图

图 1：公司稳步成长为预调酒龙头	5
图 2：股权结构稳定集中（截至 2023H1）	6
图 3：营业收入（单位：亿元，%）	6
图 4：净利润（单位：亿元，%）	6
图 5：香精为基，预调为翼（单位：%）	7
图 6：深耕华东，走向全国（单位：%）	7
图 7：净利率波动向上（单位：%）	7
图 8：费用率稳中有降（单位：%）	7
图 9：低度潮饮酒品类众多	8
图 10：中国大陆地区各低度酒销量同比增速（单位：%）	8
图 11：中国大陆地区即饮酒销量在低度酒中的占比逐渐提升（单位：%）	8
图 12：成熟市场预调酒销量仍稳定增长（单位：千升）	9
图 13：国内预调酒市场恢复增长（单位：千升，%）	9
图 14：RIO 市占率大幅领先（单位：%）	10
图 15：我国预调酒的人均销量远低于其他国家（单位：升/人）	10
图 16：中高收入人群占比提升（单位：百万户）	11
图 17：女性相比男性更偏爱低度酒（单位：%）	11
图 18：年轻人最爱 10 度左右的酒（单位：%）	12
图 19：日本 RTD 市场趋势（单位：万罐）	12
图 20：饮酒时机无限化	12
图 21：公司产品矩阵不断丰富	13
图 22：产品生命周期接力	13
图 23：强爽不信邪	14

图 24: 强爽上新瓶装	14
图 25: 营销思路不断加码更新	14
图 26: 研发费用率对比 (单位: %)	15
图 27: CDP 平台	15
图 28: 立足线下, 发力线上 (单位: %)	16
图 29: 数字零售渠道	16
图 30: RIO Lab	16
图 31: 公司逐渐发力餐饮渠道	17
图 32: 酒类 Off-Trade/On-Trade 渠道拆分 (单位: 千升, %)	17
图 33: 烈酒为强爽第二大原料	17
图 34: 烈酒认知度 (单位: %)	18
图 35: 威士忌进口快速攀升 (单位: 千升, 万元)	18
图 36: 年轻人 2022 年平均每月喝威士忌的花销较高 (单位: %)	18
图 37: 公司积极布局第三增长曲线	19
图 38: 崂州蒸馏厂	19
图 39: 崂州蒸馏厂旗下首款伏特加与金酒亮相	19

表

表 1: 高管从业经历丰富 (截至 2023H1)	6
表 2: 行业政策引领	11

1 香精香料领先者，预调酒绝对龙头

1.1 发展历程：香精业务起家，站稳预调酒龙头

食用香精香料业务起家，稳步成长为预调酒龙头。公司自设立以来便致力于食用香精和烟用香精的研发与生产，应用领域包括饮料、乳品、冰品、糖果、烘焙食品及烟草制品，2003 年起就被认定为上海市高新技术企业，是国内香料香精行业十强企业及 A 股首家香精行业上市公司。

公司的预调鸡尾酒业务最早可追溯至 2003 年，2002 年巴克斯酒业旗下品牌 RIO（锐澳）成功研发出适合亚洲市场的预调鸡尾酒配方，次年 RIO 预调鸡尾酒正式诞生。2009 年上市前期，为突出公司的主营业务，规避对公司未来发展产生的不确定影响，将巴克斯酒业从内部剥离。2015 年公司收购巴克斯酒业，此后通过渠道创新、产品创新、数字营销和综合性业务开拓等，逐渐站稳了预调酒行业的国内领先地位。

图 1：公司稳步成长为预调酒龙头

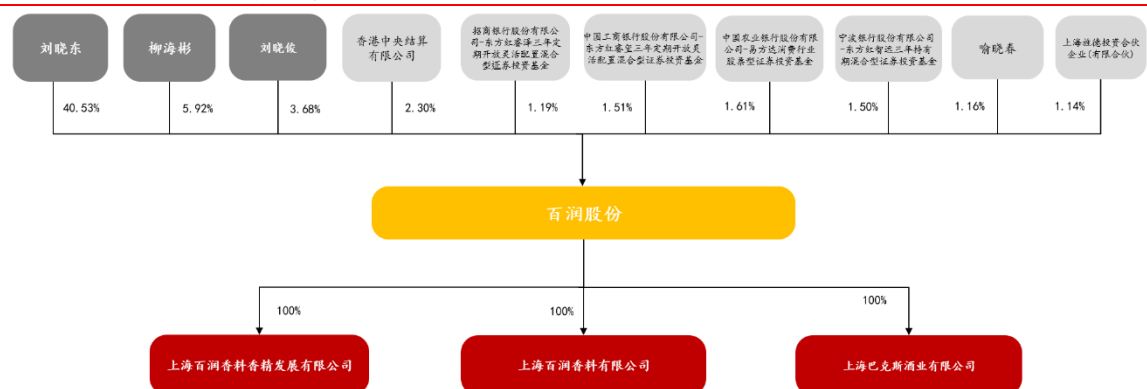


资料来源：RIO 鸡尾酒官网，百润股份公司官网，公司公告，RIO 锐澳鸡尾酒公众号，RIO 锐澳鸡尾酒官方微博，深交所官网，上海证券研究所

1.2 公司治理：股权结构稳定，管理层经验丰富

股权结构集中稳定，高管从业经验丰富。公司股权结构较为集中，公司董事长兼创始人刘晓东先生为实际控制人，截止 2023H1 共持有 40.53% 的公司股份。除董事长外，公司副总经理、董事长秘书等核心高管均早年便加入公司，长期扎根预调酒行业，积累了丰富的行业经验。

图 2：股权结构稳定集中（截至 2023H1）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

表 1：高管从业经历丰富（截至 2023H1）

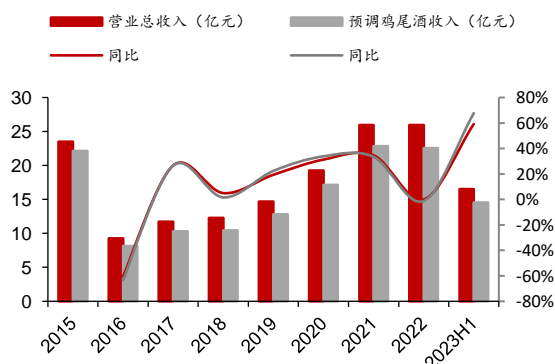
姓名	职务	主要工作经历
刘晓东	董事长兼总经理	1997年至今，任上海百润投资控股集团股份有限公司董事长兼总经理。
林丽莺	公司董事、副总经理	1999年至2013年7月，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，历任行政助理、工厂经理；2013年8月至今，任上海巴克斯酒业有限公司总经理。2015年6月至今，任公司董事、副总经理。
马良	董事、副总经理、财务负责人	2014年至2015年6月，任上海巴克斯酒业有限公司工作董事长助理。2015年6月至2021年11月，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，历任公司副总经理、董事会秘书。2021年11月至今，任公司董事、副总经理、财务负责人。
耿涛	董事会秘书	2000年至2007年，在上海中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。
高原	董事	曾任职于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；2013年3月至今任公司董事。

资料来源：公司公告，上海证券研究所

1.3 经营情况：业绩强劲反弹，韧性经营稳修复

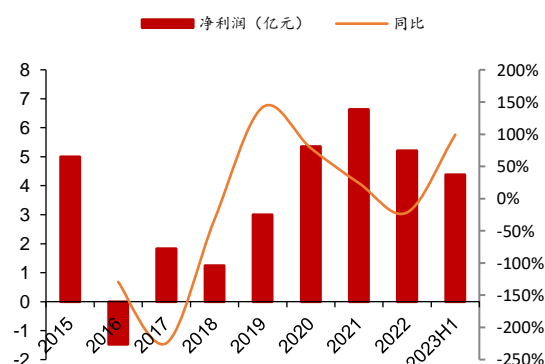
行业泡沫与库存高企双重压力下公司业绩触底，韧性经营带动营业收入与净利润持续修复。2016 年受行业无序竞争与渠道库存积压影响，公司预调酒业务受到较大影响，随后三年，公司稳健经营，业绩持续恢复。2022 年下半年以来，强爽高速增长带动公司业绩强劲反弹，未来有望继续韧性成长。

图 3：营业收入（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

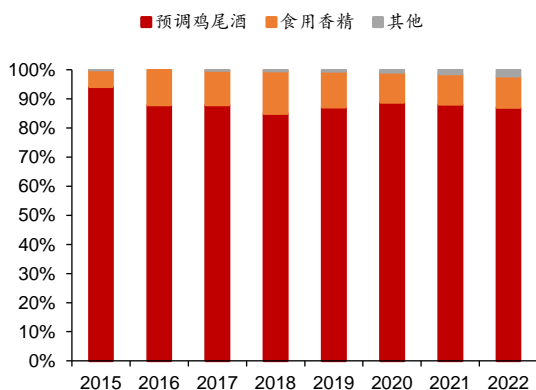
图 4：净利润（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

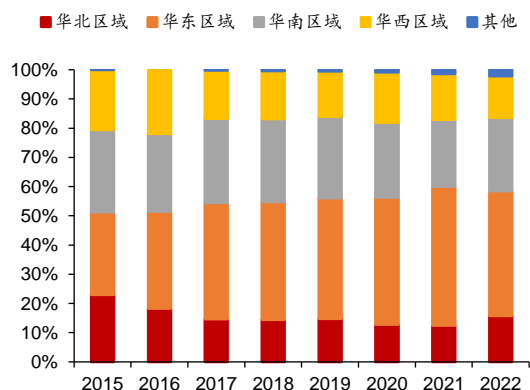
香精为基，预调为翼，深耕华东，走向全国。公司当前以预调鸡尾酒为核心业务，常年占比稳定在 85% 以上，2022 年香精业务占比约 11%，整体稳中有进，并有望未来发展以威士忌为主的烈酒业务。从区域来看，华东区域目前为公司销售核心区域，持续多年贡献四成以上收入，2022 年华南、华北收入分别占比 25%、16%，未来有望继续向全国扩张。

图 5：香精为基，预调为翼（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

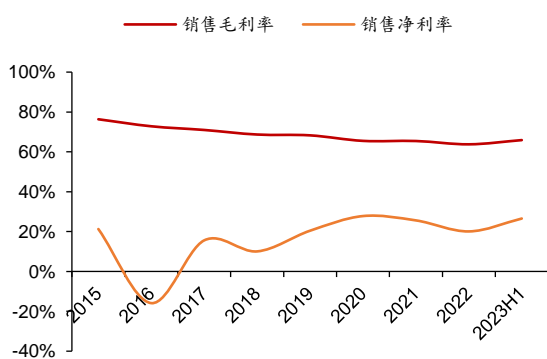
图 6：深耕华东，走向全国（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

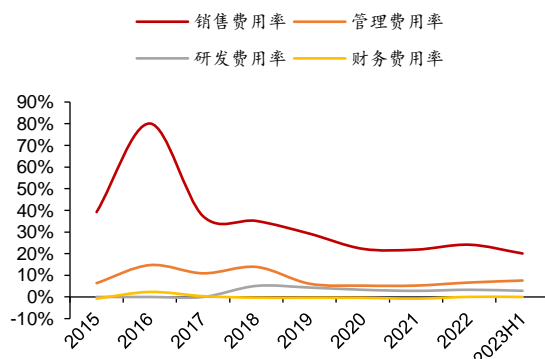
费用端控制向好，净利率波动向上。2016 年，公司在消化经销商库存、优化渠道结构的过程中，公司端产品出货量显著低于终端产品销量，公司营业收入因此出现大幅波动，进一步体现为管理和销售费用率攀升，此后公司费用支出趋于平稳，净利率呈波动向上趋势。

图 7：净利率波动向上（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8：费用率稳中有降（单位：%）



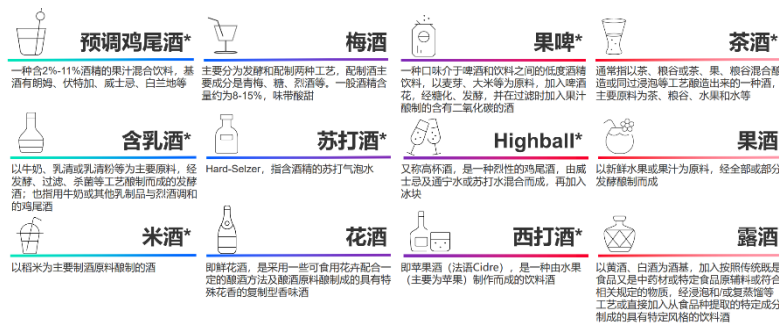
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 行业渗透率尚低，天花板逐渐打开

2.1 发展现状：行业增速领先，渗透率仍待提升

低度潮饮酒类众多。广义上说，低度潮饮酒指 15 度以下的含酒精成分，兼具视觉、嗅觉、味觉等色香味俱佳综合体验感和微醺状态的独特风味的创新型酒精饮料，预调鸡尾酒即为其中一种，其是预先调配好并预包装出售的鸡尾酒产品，英文名为 Ready-to-drink，简称为 RTD，以朗姆、伏特加、威士忌、白兰地等洋酒做基酒，加上橙、柠檬、苹果等果汁调配而成。

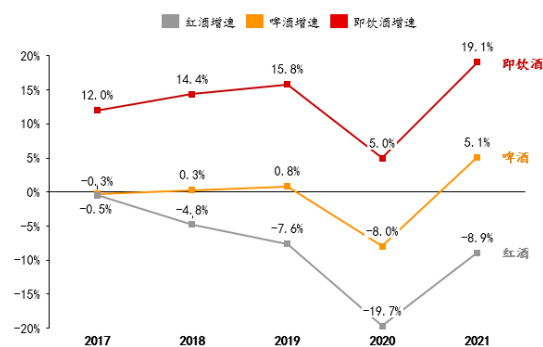
图 9：低度潮饮酒类众多



资料来源：TMIC&凯度，上海证券研究所

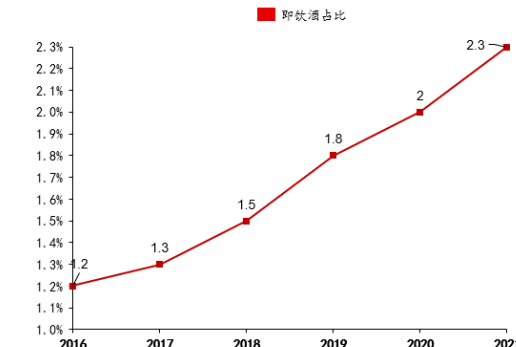
即饮酒发展势头迅猛，在低度酒中表现亮眼。根据欧睿数据，2017-2021 年即饮酒同比增速保持在较高的水平，领先于同属低度酒的其他品类啤酒和红酒，在低度酒销量中的占比也逐年提升。

图 10：中国大陆地区各低度酒销量同比增速（单位：%）



资料来源：欧睿，上海证券研究所

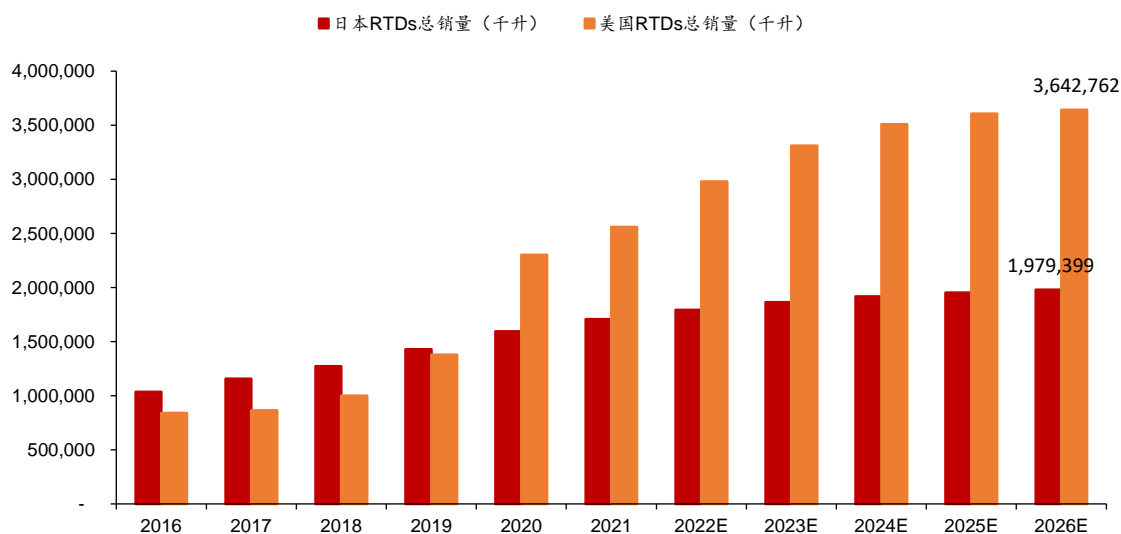
图 11：中国大陆地区即饮酒销量在低度酒中的占比逐渐提升（单位：%）



资料来源：欧睿，上海证券研究所

源起欧洲，兴于日美，成熟市场销量依然稳定增长。预调鸡尾酒最早于 20 世纪 80 年代出现于欧洲，后逐步流行全球。亚洲市场方面，预调酒在日本已经从 2009 年以来连续市场出现增长，现已开发出上百种口味，已成为人们日常生活交际的重要饮品。美国市场预调酒也表现强劲，2016-2021 年销售额 CAGR 达 24.7%，未来有望进一步带动全球市场发展。

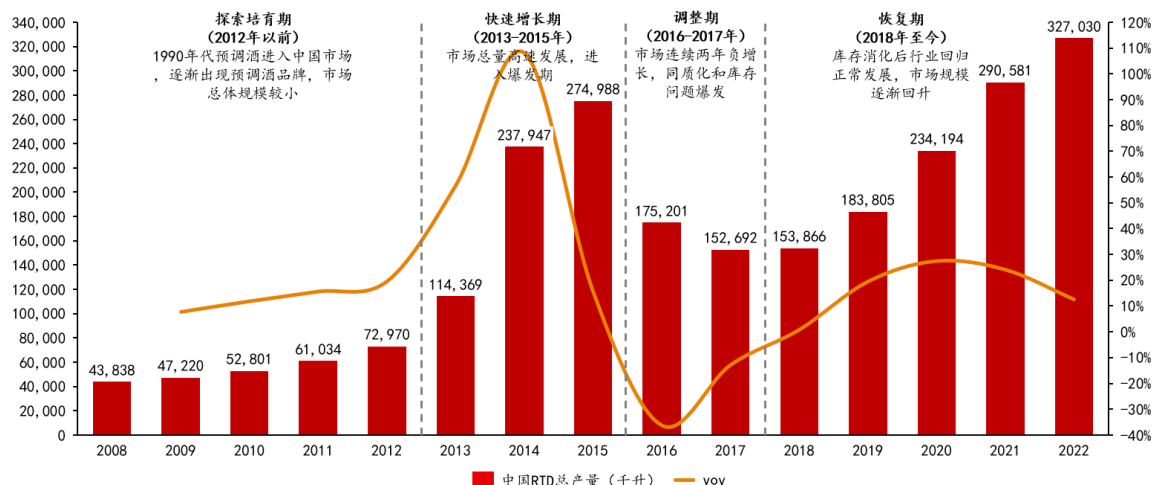
图 12：成熟市场预调酒销量仍稳定增长（单位：千升）



资料来源：欧睿，上海证券研究所

国内市场经历调整后稳步回升。上世纪末，预调酒在亚洲等地流行，国内也逐渐兴起。2012 年之前，市场处于探索培育阶段，出现了 RIO 等预调酒品牌，开始对消费者认知进行培育，但整体市场规模较小。从 2013 年开始，行业快速发展，大量资本入局，竞争趋于无序。2016 年起，库存问题暴雷，部分新入局的厂商退出市场，行业进入调整阶段。自 2018 年后，消化库存后的行业回归正常增长，市场稳步回升。据欧睿数据，2026 年国内预调酒市场规模有望达 120 亿元，2021-2026 年复合增速达 10.5%。

图 13：国内预调酒市场恢复增长（单位：千升，%）

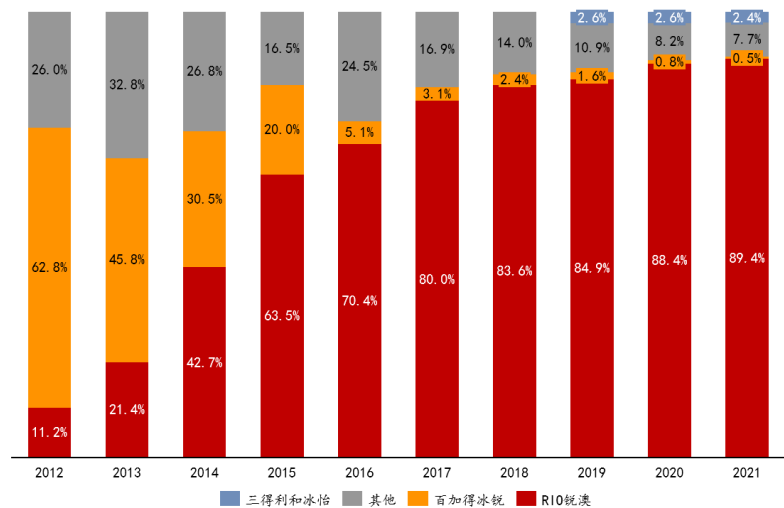


资料来源：欧睿，观研报告网，上海证券研究所

国内一超多强，百润稳居龙头。早期冰锐市场占有率第一，后期 RIO 通过线上线下渠道双重布局、开展大规模营销在 2014 年

正式超越冰锐成为赛道龙头。在行业发展过热引发的调整期中，大量品牌退出预调酒行业，RIO 品牌地位得到巩固。近年来，公司持续加大品牌推广力度，加强品牌建设，据欧睿数据，RIO 的市场占有率连续多年在行业内全国排名第一，品牌先发优势明显。

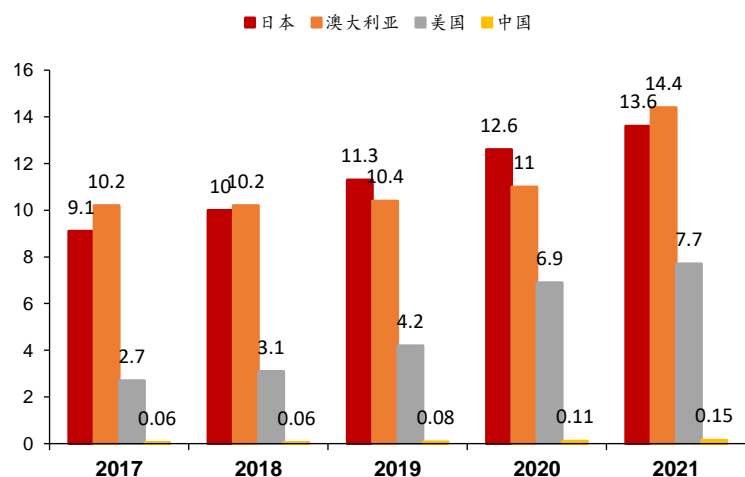
图 14: RIO 市占率大幅领先 (单位: %)



资料来源: 欧睿, 上海证券研究所

人均销量差距较大, 发展空间仍需不断挖掘。当前尽管我国预调酒行业已经步入稳步回升期, 但是无论是与国内其他酒类市场比较还是与国际同类别酒比较, 其都还存在着巨大发展空间, 仍需不断挖掘。与发展时间较长、市场比较成熟的国外市场相比, 我国预调酒的人均销量均远低于国外市场, 未来成长空间广阔。

图 15: 我国预调酒的人均销量远低于其他国家 (单位: 升/人)



资料来源: 观研报告网, 上海证券研究所

2.2 未来展望: 政策助力支持, 时机场景多元化

多方政策助力行业发展。2017 年以来, 国务院、国家发改委、

请务必阅读尾页重要声明

商务部、工信部和中国酒业协会等多部门陆续出台了多项与低度潮饮酒行业相关的政策以及扶持项目，驱动行业长期向好。

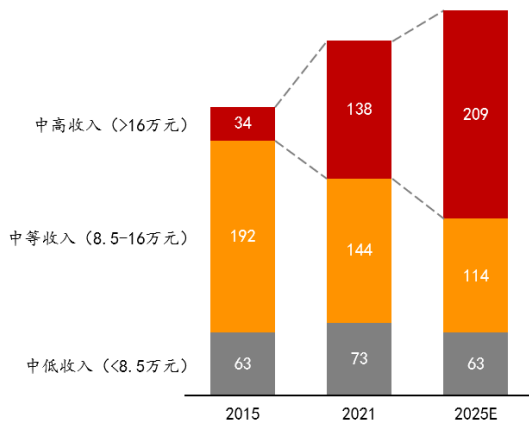
表 2：行业政策引领

颁布日期	颁布政策	颁布主体	政策主要内容
2022-01	《关于加快现代轻工产业体系建设指导意见（征求意见稿）》	工业和信息化部	针对年轻消费群体、国外消费群体发展多样化、时尚化、个性化、低度化白酒产品。
2021-09	《商务部关于“十四五”时期促进酒类健康发展的指导意见》	商务部	到2025年，基本建成规模化发展、连锁化运营、标准化引领、多渠道、多业态、多层次、多场景、全覆盖的酒类流通新格局。基本形成依法经营、公平竞争、放心安全、绿色科学的酒类流通发展环境。
2021-03	《西部地区鼓励类产业目录（2020 年本）》	国家发展和改革委员会	“果酒制造”被列入西部地区新增鼓励类产业中。
2020-01	《跨境电子商务零售进口商品清单》	财政部、发改委、工业和信息化部等 11 部门	新版《清单》增加了 92 类商品，纳入了部分近年来消费需求比较旺盛的商品，包括杜松子酒、伏特加酒等酒类。
2019-01	《中国酒业协会团体标准管理办法（试行）》	中国酒业协会	批准 T/CBJ5101《预调鸡尾酒》团体标准并予以实施，对于预调鸡尾酒的定义、原辅料、酒精含量、物理特性以及相关卫生检验标准进行了规范。
2017-02	《“十三五”国家食品安全规划》	国务院	整治食品安全突出隐患及行业共性问题，重点治理超范围超限量使用食品添加剂、使用工业酒精生产酒类食品。继续推进实施国家食品安全监管信息化工程建设项目，完善酒类食品追溯信息管理平台。
2021-12	果酒项目：宁波对口支援盐源县，苹果生产项目	盐源县润丰农业科技有限公司与宁波宁展生物技术有限公司	促进盐源县酒业从粮食酒转型为水果酒。官方新闻中表示，此次协作，将通过宁波的有效帮扶提升盐源农产品深加工能力，打造苹果酒产业品牌，延伸固定产业链，增加产品附加值，实现盐源苹果产业的跨越式高质量发展。
2021-10	宁夏葡萄酒白兰地项目	宁夏农垦集团	塔式、三锅串联、传统壶式三种蒸馏设备。三种蒸馏设备同时运行，既可以生产出不同酒精度数的葡萄酒蒸馏酒，又可以通过不同工艺设备配合，提升白兰地基酒特色和品质，逐步形成贺兰山东麓葡萄酒产区独特的技术路线及标准，满足葡萄酒蒸馏酒市场多元化和个性化需求，持续推动高度酒消费群体由传统白酒向葡萄酒蒸馏酒逐步转变的消费观念。
2021-9	广东茂名荔枝白兰地项目	茂名大唐荔乡酒业有限公司	茂名“大唐荔乡”文旅酒庄项目规划占地 100 亩，按照中国大唐建筑风格设计建筑和园林，将打造成包含观赏、研学、展示、休闲、娱乐、社交、康养、购物、食宿为一体的循环式“工业+旅游+康养”的综合体。

资料来源：TMIC&凯度，上海证券研究所

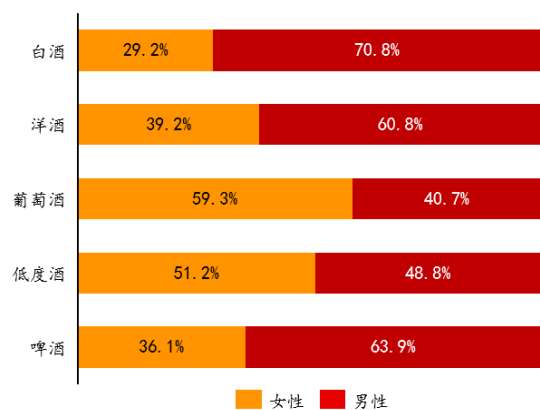
中高收入人群占比提升，她经济助推低度酒热潮。随着我国经济的发展，城镇中高收入家庭数量强劲增长，人均可支配收入增加，为预调酒行业增长提供消费基础。此外，女性的消费能力逐年增强，她经济热度攀升。艾瑞咨询数据显示，就酒类消费而言，女性相比男性更偏爱低度酒，51.2%的女性更偏爱低度酒，仅有 29.2%的女性喜爱饮用白酒。

图 16：中高收入人群占比提升（单位：百万户）



资料来源：麦肯锡，上海证券研究所

图 17：女性相比男性更偏爱低度酒（单位：%）

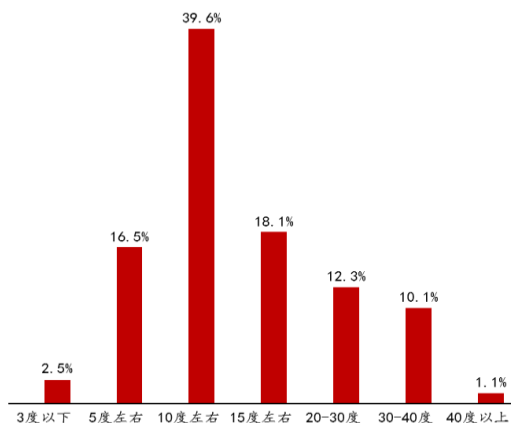


资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

拒绝过于低度，10 度左右最受偏爱。10° 左右的酒饮是年轻人最常饮用及最喜欢饮用的范围，兼顾适口性好以及能快速达到微醺的双重功能，是年轻人普遍偏好的酒精度范畴，2022 年以来 8 度强爽系列的爆火也证明了这一低度酒发展的趋势。海外市场欧美日韩中，高速成长的年轻人的酒度数均在 10° 左右。例如，在预调酒高度发展的日本，酒精含量 7% 以上的 RTD 呈现更高的复请务必阅读尾页重要声明

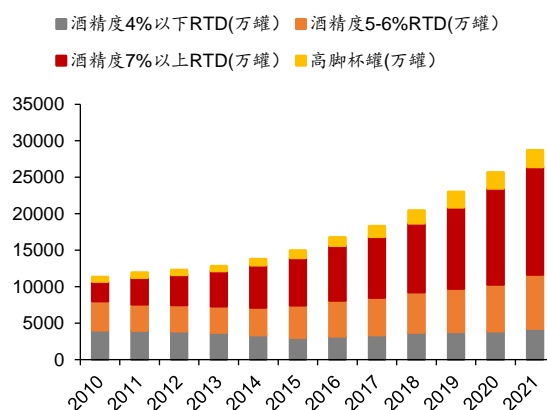
合增速，且占比明显高于其他，对比 2010-2021 年的复合增速，酒精度含量 7% 以上的 RTD 为 16.7%，而酒精度含量 4% 以下及 5-6% 的 RTD 的复合增速仅为 0.5% 和 5.8%。

图 18：年轻人最爱 10 度左右的酒（单位：%）



资料来源：里斯咨询，上海证券研究所

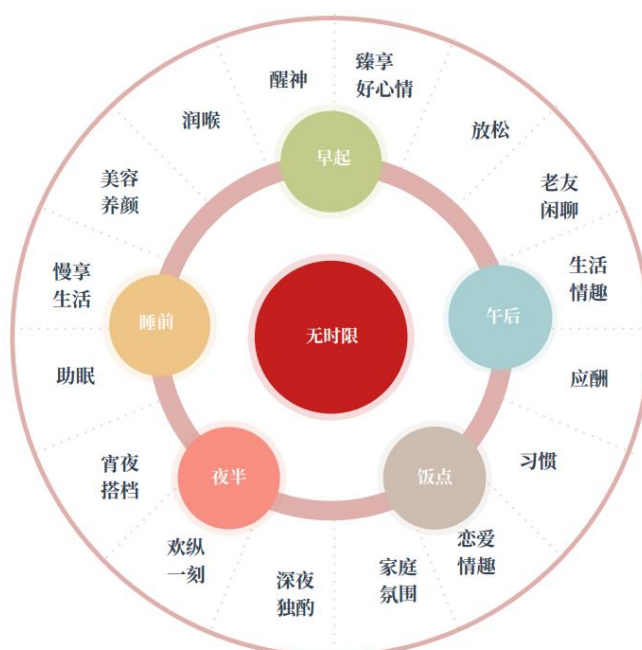
图 19：日本 RTD 市场趋势（单位：万罐）



资料来源：里斯咨询，上海证券研究所

饮酒时机无限化，饮酒场景多元化。酒文化随着时代发展深入到消费者的日常生活中，饮酒的时间不再局限与传统正餐时间，而可以是任何想放松休息的时刻。无论是饮酒的时间，还是饮酒的空间，亦或是饮酒的对象，都变得愈加多元。喝酒变成日常，传统的限制越来越少。

图 20：饮酒时机无限化



资料来源：网易&知萌咨询，上海证券研究所

3 强产品力筑品牌，拓渠道布局未来

3.1 品牌塑造：品牌走向品类，牢占消费者心智

引领行业走向品牌品类化时代，致力成为品类代名词。目前，公司预调鸡尾酒在售产品涵盖了不同酒精度的微醺系列、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，可以满足不同消费者在各种消费场景的需求。公司产品精准覆盖不同的饮用人群，打造了契合品牌战略的产品矩阵，用多元化布局的产品作为品牌竞争的“护城河”。

图 21：公司产品矩阵不断丰富

产品系列	经典系列	本味系列	强爽系列	本榨系列	微醺系列	Cool 系列	夜狮系列	经典系列升级版	清爽系列	梅之美系列	轻享系列
上新时间	2003	2016	2016	2017	2017	2018	2020	2020	2021	2021	2022
天猫旗舰店 零售价	15元/275ml	官网无销售	7.2元/330ml	13元/330ml	9.9元/330ml	官网无销售	官网无销售	15元/275ml	4.9元/330ml	官网无销售	13元/500ml
产品特点 (果汁含量、酒精度、基酒)	果汁含量≥3.0%，酒精度3.8%，基酒为威士忌、白兰地、伏特加、朗姆	果汁含量≥2.0%，酒精度5%，基酒为伏特加	果汁含量≥3.0%，酒精度8%，基酒为伏特加	果汁含量≥20.0%，酒精度4-4.4%，基酒为伏特加、金酒	果汁含量≥3.0%，酒精度3%，基酒为伏特加、白兰地	果汁含量2.5-3%，酒精度2.7-2.8%，基酒为伏特加、葡萄酒、威士忌	酒精度3.6%，基酒为纯净伏特加	果汁含量≥3.0%，酒精度4.2-4.5%，基酒为威士忌、白兰地、伏特加、朗姆	果汁含量≥5.0%，酒精度4%，基酒为伏特加	酒精度12.5%，基酒为伏特加、青梅原酒、白兰地	酒精度4.2-4.5%，基酒为伏特加、白兰地、朗姆
产品图示											

资料来源：RIO 锐澳鸡尾酒官网、公众号、微博、天猫旗舰店，公司公告，上海证券研究所

持续扩充品类矩阵，有效接力单品生命周期。2022 年初，公司制定 RIO 产品“358”（3 度、5 度、8 度酒精含量）品类矩阵规划，全面扩充产品矩阵的同时实现单品生命周期的接力与潜在客户的挖掘。公司高度重视产品前端研究，持续通过多维度消费者研究，反复验证产品，根据市场调研结果，选择合适的新产品在合适的时机推向市场。

图 22：产品生命周期接力



资料来源：上海证券研究所

公司对原有产品迭代升级、重新定位的能力进一步增强。强爽系列产品于 2016 年推出后，经历多轮包装升级与口味升级，产

品力不断提升。公司精准定位持续营销推广，注重社媒宣传，私域流量造势营销，进而激励消费者实现自发宣传。到 2022 年下半年，强爽系列在话题营销、联名营销、热播剧植入等共同推动下，销量实现强劲增长。

图 23：强爽不信邪



资料来源：RIO 锐澳鸡尾酒公众号，上海证券研究所

图 24：强爽上新瓶装



资料来源：RIO 锐澳鸡尾酒公众号，上海证券研究所

营销端优势持续增强，营销思路不断加码更新。公司善于抓住时下流行趋势，并及时采取多元化的营销手段开展营销活动。2015 年，公司借势热门剧集《何以笙箫默》和热门综艺节目《奔跑吧兄弟》开展主题营销活动，迅速打开了年轻人群的认知度，推动了经典系列的爆火。2018 年，公司邀请当红影星周冬雨以微电影形式打造“一个人的小酒”概念，影片获得广泛传播，使微醺系列获得巨大成功。2022 年，公司签约新品牌代言人组合，官宣 RIO 微醺新代言人张子枫、RIO 全球品牌代言人肖战。而强爽则通过话题营销、联名营销、热播剧植入等共同推动下销量持续增长，RIO 品牌社交声量增长显著。

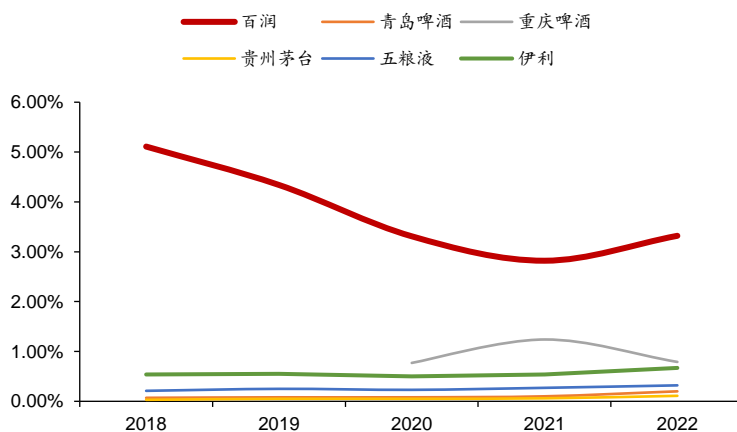
图 25：营销思路不断加码更新



资料来源：RIO 锐澳鸡尾酒官方微博、公众号，上海证券研究所

香精细分龙头，基本功稳固扎实。公司深耕香精香料行业二十余年，是国内香精香料行业技术领先的高新技术企业，对食品饮料口味发展趋势研究自成体系。预调鸡尾酒业务在产品新口感研发、适口度调整等方面，能充分发挥香精香料业务业已积累的产品、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。

图 26：研发费用率对比（单位：%）



资料来源：各公司公告，上海证券研究所

CDP 平台赋能运营。公司持续搭建和优化 CDP 平台（Consumer Data Platform）和在线内容库，以消费者为中心，升级“RIO（锐澳）”会员中心，创建品牌私域群组，通过分析全域消费者画像和行为特征，进行统一的人群资产沉淀和管理，协同各渠道优势、组合互补，形成对公司品牌和产品人群更高效的运营能力。

图 27：CDP 平台

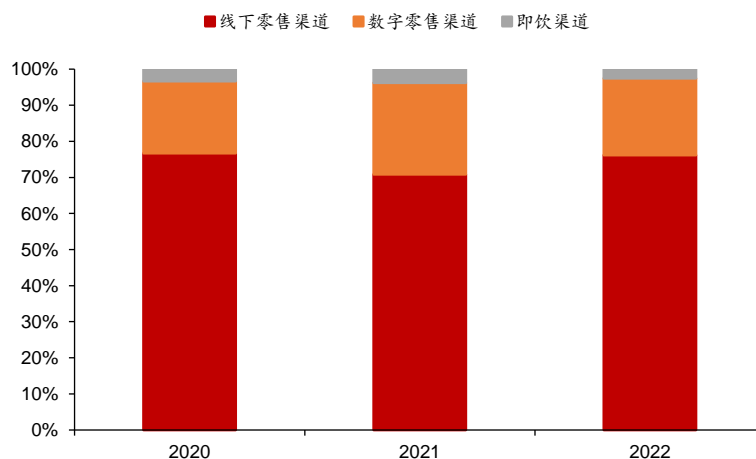


资料来源：上海证券研究所

3.2 渠道精耕：精准定位人群，精细化渠道深耕

立足线下零售，发力数字零售与即饮。公司实现销售多渠道协同发展，努力提升终端覆盖率。数字零售渠道取得较快发展，2022 年有所回落，未来公司将持续发力，即饮渠道有望成为新的业务爆发点。

图 28：立足线下，发力线上（单位：%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

线下渠道依据“上单一覆盖—终端基础执行—消费者拉动”完整链路，做好终端精细化管理，数字零售渠道顺应各平台发展趋势，及时调整渠道定位，坚守品牌和价格形象，优化运营策略，持续提升运营效率。随着宅经济，社区团购、到家业务等近场模式持续进化，公司积极拥抱线上线下融合带来的新变化，加强社区团购、到家业务，新零售业务发展情况良好。

图 29：数字零售渠道



资料来源：RIO 锐澳天猫官方旗舰店，上海证券研究所

图 30：RIO Lab



资料来源：RIO 锐澳鸡尾酒官网，上海证券研究所

即饮空间加速打开，夜间经济助推发展。公司目前以非即饮渠道为主，即饮渠道采取稳步推进的策略，丰富即饮渠道产品线，

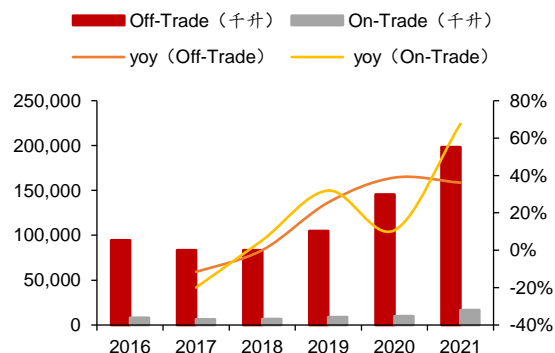
逐步扩展消费场景。6月27日，RIO 强爽官宣推出瓶装版强爽 8 度产品，多人聚餐场景适用，有望帮助公司进一步拓展餐饮渠道。此外，随着“夜间经济”成为激发新一轮城市消费升级的重要形态，它正在助推中国低度潮饮酒产业链下游的新式酒馆发展，通过新的社交场景提升饮酒体验。

图 31：公司逐渐发力餐饮渠道



资料来源：RIO 强爽公众号，上海证券研究所

图 32：酒类 Off-Trade/On-Trade 渠道拆分（单位：千升，%）



资料来源：欧睿，上海证券研究所

3.3 布局未来：占位高质烈酒，打造新增长曲线

奠定扩张基础，构建战略协同。公司全产业链布局已具一定规模，战略性协同效应逐步显现。公司烈酒基地的建成，奠定了公司酒饮板块扩张的基础，同时，保证了预调鸡尾酒业务核心原料高质高效供应，降低了预调鸡尾酒产品成本，更使产品可控度高、可追溯性强，产品安全更有保障。

图 33：烈酒为强爽第二大原料

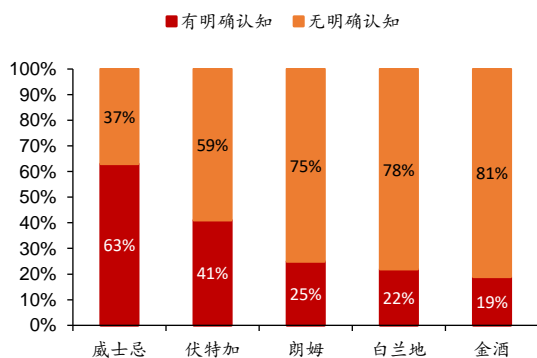


资料来源：产品实拍，上海证券研究所

威士忌历史悠久，国内外酒商加速布局。威士忌是世界六大著名烈酒之一，以日本威士忌为例，随着日本威士忌在全球范围内的畅销，日本威士忌产品全线溢价，品尝日本威士忌的成本已请务必阅读尾页重要声明

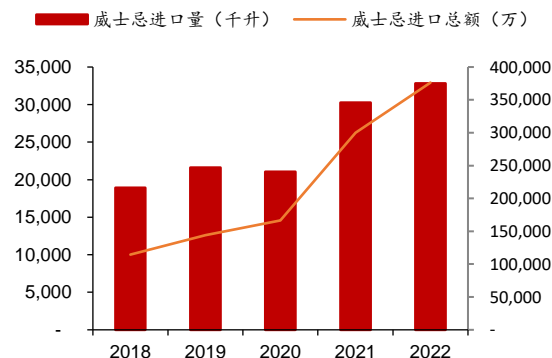
经越来越高。目前，中国的烈酒消费以白酒为主，在饮食文化与日本等地区相近，随着以威士忌为代表的国外烈酒在中国的日益普及，国内外知名酒商开始纷纷在国内布局威士忌业务。

图 34：烈酒认知度（单位：%）



资料来源：里斯咨询，上海证券研究所

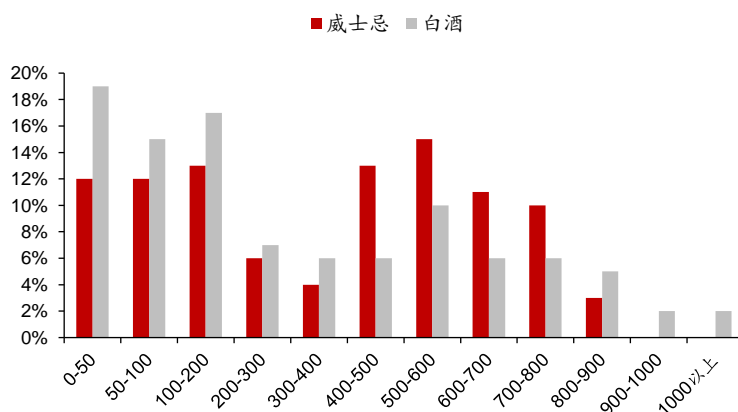
图 35：威士忌进口快速攀升（单位：千升，万元）



资料来源：中国海关总署，上海证券研究所

威士忌消费偏好逐渐建立，年轻人消费倾向更高。威士忌以风格多样、口感丰富的特点给消费者带来丰富多元的饮用体验，其覆盖的饮用场景和消费者群体也相对更加多元，例如居家独饮、商务宴请、娱乐休闲、聚会等。随着互联网快速发展带来的全球信息传播及新零售模式的开展，东西方酒类文化不断融合，国内威士忌市场持续向好，威士忌系列酒的年轻消费者群体稳步扩大，威士忌正逐步成为一种消费趋势。国产威士忌市场规模的发展趋势和中国消费者对威士忌的消费偏好已逐步建立。

图 36：年轻人 2022 年平均每月喝威士忌的花销较高（单位：%）

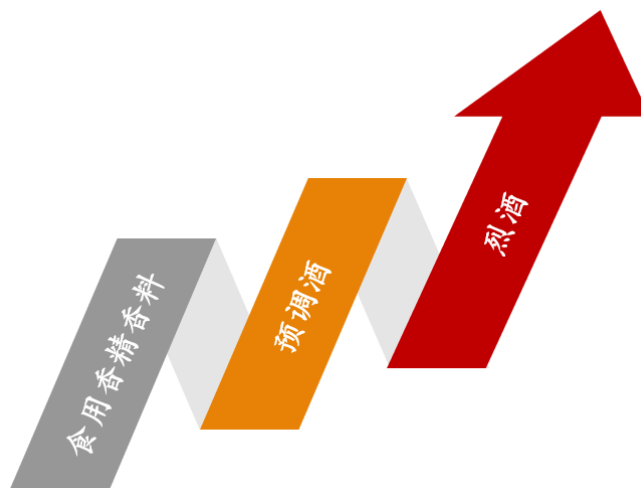


资料来源：里斯咨询，上海证券研究所

布局第三曲线，目标本土威士忌龙头。公司烈酒业务以“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，2023 年将加快烈酒基地升级项目建设进程，保证高

品质烈酒高效供应；同时将重点做好麦芽威士忌、调和威士忌的品牌孵化和产品开发；对于高品质白色烈酒，如金酒、伏特加，将围绕专业品牌形象、高品质产品和有效渠道渗透等方面开展市场运营。

图 37：公司积极布局第三增长曲线



资料来源：上海证券研究所

烈酒业务扎实推进，新品陆续亮相。公司致力于“在威士忌的世界地图上点亮中国产区”，本着“与时间为友，做中国自己的威士忌”之初心，扎实推进以威士忌为主的烈酒业务。岷州蒸馏厂经过层层严格工艺测试及质量检验，已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，桶陈中间样品酒经业内专家品评，获得极高赞誉。2023 年 7 月 5 日与 6 日岷州蒸馏厂于四川邛崃举办全新产品发布会，旗下首款伏特加品牌“岭冽”首款金酒品牌“椒语”双双面世。

图 38：岷州蒸馏厂



资料来源：成都市经济和信息化，上海证券研究所

图 39：岷州蒸馏厂旗下首款伏特加与金酒亮相



资料来源：岷州蒸馏厂公众号，上海证券研究所

4 投资建议

4.1 盈利预测

7月28日，百润股份发布2023年半年度报告，营收收入16.51亿元，同比增长59.20%，归母净利润4.39亿元，同比增长98.85%；扣非归母净利润4.31亿元，同比增长111.65%，主要系公司预调鸡尾酒业务及香精香料业务销售收入同比增长较快，经营利润和净利润相应大幅增加。

2022年下半年，强爽系列在话题营销、联名营销、热播剧植入等共同推动下，销量实现强劲增长，并有望继续维持增长趋势。2023年，公司对微醺系列全线产品及强爽系列、清爽系列部分产品进行了包装升级，我们认为，受益于公司对于产品、营销优秀的把控能力，各个单品有望复制强爽的品牌热度。而在渠道方面，公司一方面会针对公寓、校园超市等网点继续下沉，另一方面还将在铺货空间较大的餐饮与夜店渠道做出新的尝试，我们认为公司的预调酒业务后续增长动力十足。

此外，公司烈酒基地升级项目目前正在建设中，建设完成后不仅能降低预调鸡尾酒产品成本，保证基酒高质高效供应，同时奠定了公司酒饮板块扩张的基础。未来公司将推出包括威士忌、伏特加在内的各种高品质烈酒产品，项目投产后，公司烈酒业务产销规模将得以大幅增长。

香精业务方面，伴随着食品行业健康化、天然化、方便化，跨界创新、市场细分、热点快速切换的发展趋势，以及我国食品相关政策法规日趋完善的形势，下游客户产品日趋多样化，上新节奏加快。公司凭借强大的研发实力与创新能力，实现了食用香精业务的稳健、快速发展。未来，公司将加快新产品开发，持续提升服务能力，满足大客户升级需求，业务规模有望稳步增长。

附表1 公司分业务营收增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务营收测算	2022A	2023E	2024E	2025E
预调酒	2,257.16	3,385.75	4,570.76	5,667.74
食用香精	279.80	293.79	305.54	314.71
其他	56.44	79.02	102.72	123.27
合计	2,593.41	3,758.56	4,979.02	6,105.72
分业务成本测算	2022A	2023E	2024E	2025E
预调酒	803.60	1,245.58	1,681.54	2,085.11
食用香精	102.91	113.20	124.52	136.97

其他	32.88	44.38	55.48	63.80
合计	939.39	1,403.17	1,861.54	2,285.88
分业务营收增速	2022A	2023E	2024E	2025E
预调酒	-1.24%	50.00%	35.00%	24.00%
食用香精	2.33%	5.00%	4.00%	3.00%
其他	58.84%	40.00%	30.00%	20.00%
分业务毛利率	2022A	2023E	2024E	2025E
预调酒	64.40%	63.21%	63.21%	63.21%
食用香精	63.22%	61.47%	59.25%	56.48%
其他	41.75%	43.83%	45.99%	48.24%

资料来源：Wind，上海证券研究所

4.2 投资建议

目前预调酒行业渗透率较低，市场规模稳步增长，公司在行业底部出清后持续韧性经营，市占率常年稳居第一，牢占消费者心智。公司通过持续扩充品类矩阵实现单品生命周期的有效接力，且产品均有清晰的场景和定位，营销端优势持续增强，精细化深耕渠道不断提升终端覆盖率，积极布局烈酒也奠定了公司未来酒饮板块的扩张基础。预计公司 23-25 年营收为 37.59/49.79/61.06 亿元，同比分别为 44.9%/32.5%/22.6%；归母净利润分别为 9.27/12.75/16.22 亿元，同比分别为 77.8%/37.6%/27.2%。对应 PE 30/21/17 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示：

- 1) **行业竞争加剧风险：**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。
- 2) **食品安全风险：**公司主要产品包括预调鸡尾酒和食用香精，其中预调鸡尾酒直接供消费者饮用，食用香精广泛应用于食品工业，产品质量安全均关系到消费者健康。公司自成立以来质量管理体系运作良好，从未因产品质量问题发生过重大质量纠纷，但概率性的食品安全事件也有可能发生，对公司的经营产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表（单位：百万元）

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2532	2880	3500	4434
应收票据及应收账款	127	189	236	272
存货	535	533	771	980
其他流动资产	87	114	153	185
流动资产合计	3282	3717	4660	5871
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	30	30	29	28
固定资产	2172	2369	2548	2617
在建工程	328	342	354	363
无形资产	404	494	582	668
其他非流动资产	242	367	364	361
非流动资产合计	3177	3603	3877	4037
资产总计	6458	7319	8537	9908
短期借款	444	444	444	444
应付票据及应付账款	487	777	1025	1249
合同负债	219	185	270	352
其他流动负债	535	597	756	899
流动负债合计	1685	2003	2496	2944
长期借款	0	0	0	0
应付债券	984	984	984	984
其他非流动负债	22	42	42	42
非流动负债合计	1007	1026	1026	1026
负债合计	2692	3029	3522	3970
股本	1050	1050	1050	1050
资本公积	1745	1742	1742	1742
留存收益	1060	1588	2313	3235
归属母公司股东权益	3764	4288	5013	5935
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益合计	3766	4290	5015	5938
负债和股东权益合计	6458	7319	8537	9908

现金流量表（单位：百万元）

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	903	1382	1670	2033
净利润	521	927	1275	1622
折旧摊销	160	202	226	240
营运资金变动	198	236	169	171
其他	24	16	0	0
投资活动现金流量	-635	-645	-500	-400
资本支出	-624	-500	-500	-400
投资变动	0	0	0	0
其他	-11	-145	0	0
筹资活动现金流量	-75	-389	-550	-700
债权融资	450	-5	0	0
股权融资	71	-4	0	0
其他	-596	-380	-550	-700
现金净流量	196	348	620	933

利润表（单位：百万元）

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2593	3759	4979	6106
营业成本	939	1403	1862	2286
营业税金及附加	162	210	279	342
销售费用	626	714	896	1038
管理费用	173	207	259	305
研发费用	86	105	129	147
财务费用	1	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	651	1159	1594	2028
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	651	1159	1594	2028
所得税	130	232	319	406
净利润	521	927	1275	1622
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	521	927	1275	1622

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	63.8%	62.7%	62.6%	62.6%
净利率	20.1%	24.7%	25.6%	26.6%
净资产收益率	13.8%	21.6%	25.4%	27.3%
资产回报率	8.1%	12.7%	14.9%	16.4%
投资回报率	10.0%	16.2%	19.8%	22.0%
成长能力指标				
营业收入增长率	0.0%	44.9%	32.5%	22.6%
EBIT 增长率	-20.2%	77.7%	37.6%	27.2%
归母净利润增长率	-21.7%	77.8%	37.6%	27.2%
每股指标（元）				
每股收益	0.50	0.88	1.21	1.55
每股净资产	3.59	4.08	4.78	5.65
每股经营现金流	0.86	1.32	1.59	1.94
每股股利	0	1	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.43	0.55	0.63	0.66
应收账款周转率	17.78	23.87	23.54	24.11
存货周转率	2.61	2.63	2.86	2.61
偿债能力指标				
资产负债率	41.7%	41.4%	41.3%	40.1%
流动比率	1.95	1.86	1.87	1.99
速动比率	1.60	1.55	1.52	1.62
估值指标				
P/E	52.52	29.53	21.47	16.87
P/B	7.27	6.38	5.46	4.61
EV/EBITDA	46.94	19.05	13.91	10.75

资料来源：Wind，上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。