



买入（维持）

所属行业：食品饮料/非白酒
当前价格(元)：22.20

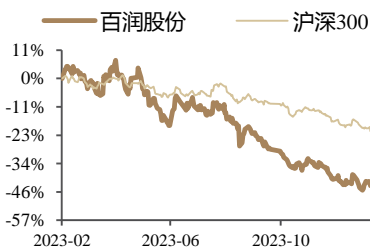
证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002
邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.50	-9.88	-20.76
相对涨幅(%)	-5.70	-8.87	-13.89

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《百润股份(002568.SZ)：业绩高增延续，龙头地位强化》，2023.10.29
- 《百润股份(002568.SZ)：22Q4重回快增通道，23Q1向上势能延续》，2023.5.4

百润股份(002568.SZ)：春华秋实二十载，坡长雪厚再出发

投资要点

- **产品、营销、渠道三大“法宝”打造核心竞争力。**我们对RIO自创立起的发展历程进行了深度复盘。由于产品定位不清晰和库存积压等问题，预调酒市场于2015年下半年后进入深度调整和出清阶段。经过几年的系统性调整，公司于2017年推出新“微醺”，实现“建场景、联情感、细营销、优产品”，奠定了公司预调酒业务发展基调并帮助预调酒市场重回增长快车道，公司业绩表现持续亮眼。近年来，公司开启新一轮渠道下沉，目前公司“358”产品矩阵以线带面合力更显，营销精耕细作投放效率更高，渠道稳扎稳打管理能力更强。RIO经过20年努力，核心竞争力已全面升级，未来发展值得持续看好。
- **低度酒快速增长，RIO五大优势不惧挑战。**2019年后我国低度酒市场快速增长，新品牌迅速涌现，尽管2022年后已有所降温，但也冲出了个别代表性品牌。对比梅见，我们认为RIO与其价格和场景定位上错位明显，产品丰富度更高；对比贝瑞甜心，我们认为RIO也具有自有产线、成本更低、渠道先发的优势。总的来说，有产品、营销、渠道守护“RIO=预调酒”的基本盘，对比其他低度酒，RIO独饮场景打造深入人心，品类丰富价格更低，公司的多环节布局有利于进一步维护高品质低成本。2021年公司推出的股权激励也有助于留下关键人才。优势齐备，RIO将充分享受低度酒市场扩容红利。
- **强爽清爽拉升产能利用率潜力十足，公司预调酒长期规模可看200亿。**通过ROE拆解及与白酒、啤酒、饮料企业的对比分析，我们认为目前制约公司ROE的关键因素在于产能利用率。作为公司的新增长极，营销过后，差异化定位将有助于强爽留下消费者，清爽也有望逐步为公司打开下沉市场，未来二者将拉升产能利用率潜力十足。23年8月后公司开启新一轮定增扩张预调酒产能，市场对此有所顾虑。我们认为，长期来看，我国女性3度及以下预调酒消费量有望向日本女性看齐，中性预测下未来公司预调酒销量有望达到2.55亿箱，对应收入约207亿元，完全足以支撑公司产能。
- **布局基酒&烈酒迎第二增长线。**2020和2021年，公司分别通过定增和可转债项目布局基酒和烈酒产能。基酒产能将充分有助于公司降低产品成本并丰富以威士忌为基酒的产品类型。从日韩经验来看，highball系列产品已充分受年轻消费者青睐，成功经验具有可复制性。公司烈酒板块布局有序推进，参考日本、印度、中国台湾经验，做好利用人口基数大的国情优势并精准定位人群偏好、结合市场特色与品牌资源进行口味改良、规划有效的营销策略以实现消费者教育和提高品牌声量三点，公司将充分享受我国威士忌市场发展带来的总量与结构性机遇。
- **投资建议：**预计23-25年公司营业收入分别为33.0/39.8/48.3亿元，同比增速为27.2%/20.6%/21.5%。归母净利润分别为8.2/10.3/13.1亿元，同比增速为58.1%/24.9%/27.3%。我们认为公司仍将受益于预调酒市场扩容，烈酒有望成为第二增长曲线，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新品推广不及预期风险，竞争加剧风险，食品安全风险

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,049.69		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	717.28	营业收入(百万元)	2,594	2,593	3,299	3,978	4,834
52 周内股价区间(元):	19.20-43.28	(+/-)YOY(%)	34.7%	-0.0%	27.2%	20.6%	21.5%
总市值(百万元):	23,303.14	净利润(百万元)	666	521	824	1,029	1,310
总资产(百万元):	7,213.71	(+/-)YOY(%)	24.4%	-21.7%	58.1%	24.9%	27.3%
每股净资产(元):	3.73	全面摊薄 EPS(元)	0.63	0.50	0.79	0.98	1.25
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	65.4%	63.8%	65.9%	66.6%	67.7%
		净资产收益率(%)	17.6%	13.8%	21.3%	23.4%	28.5%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

投资要素

核心逻辑

强爽持续增长，微醺稳健恢复，清爽有序推进，预调酒空间进一步打开。自微醺打造独饮消费场景成功后，公司进一步发力强爽和清爽，覆盖更广的人群和更下沉的市场，并延伸至更广的居家消费场景。2022年9月强爽借助营销逐渐放量后，微醺收入和占比均有所下降。但进入2023年下半年后，在强爽势能仍旧强劲的情况下，微醺进入稳健恢复通道，显示强爽成功拓展了原有微醺消费者之外的增量需求，产品差异化定位成功。伴随着“358”为主的产品矩阵进一步发力，预调酒市场空间有望进一步打开。

从预调酒到烈酒，Highball可作为连接桥梁。公司积极布局基酒、烈酒，在我国威士忌市场挑战与机遇并存的背景下，公司的高ball产品储备可作为培育威士忌市场的导入型产品。从日韩经验看，highball主要针对年轻消费者的“悦己”饮用需求，与公司预调酒产品定位近似，公司也具备产品设计和营销方面的成功经验。以预调酒的成功经验服务highball产品线，将进一步有助于公司烈酒产品赢得消费者青睐。

估值和投资建议

预计23-25年公司营业收入分别为33.0/39.8/48.3亿元，同比增速为27.2%/20.6%/21.5%。归母净利润分别为8.2/10.3/13.1亿元，同比增速为58.1%/24.9%/27.3%。我们认为公司仍将受益于预调酒市场扩容，烈酒有望成为第二增长曲线，维持“买入”评级。

与市场观点的差异之处

近年来低度酒市场扩容较快，出现了个别有竞争力的新品牌，市场担心会对RIO份额有影响。我们认为，RIO占据的预调酒赛道具有品类丰富、价格更低的优点，其他产品多错开了与RIO的价格和场景定位，定位相似的在价格上也处于劣势。RIO能够从容地面对相近赛道的竞争。

市场担忧强爽在营销热度褪去之后势能会明显减弱。我们认为，对比2015年后“AK-47”的失败，强爽此次成功主要在于锚定功能和锚定场景上实现突破，这有助于强爽实现更牢固的消费者培育，帮助强爽在营销之后通过差异化定位留住消费者，使强爽成为一款长期成长的大单品。

股价的催化因素

- 第一，强爽动销韧性强于预期；
- 第二，微醺超预期恢复；
- 第三，威士忌基酒系列新品推出。

风险提示

新品推广不及预期风险；竞争加剧风险；食品安全风险。

内容目录

投资要素	3
核心逻辑	3
估值和投资建议	3
与市场观点的差异之处	3
股价的催化因素	3
风险提示	3
1. 预调酒二十年复盘：烈火真金，RIO 手握三项“法宝”前路更宽广	7
1.1. 市场孕育期：早期入局，RIO 挫折中探索发展（2003-2010 年）	8
1.2. 市场快速增长期：弯道超车，营销渠道助 RIO 坐上头把交椅（2011-2015 上半年）	9
1.3. 市场调整期：潮水退去，孤勇者深度调整苦练内功（2015 下半年-2017 年） ..	13
1.4. 新一轮增长：涅槃重生，绝对龙头完成全面进化（2018 年至今）	17
1.5. 总结：对比两轮上升期，RIO 手握三项“法宝”核心竞争力全面升级	21
2. 新一轮竞争：多点开花，RIO 五大优势持续护航	25
2.1. 井喷式增长之后，低度潮饮冰火两重天	25
2.2. 梅见：青梅酒赛道独树一帜，价格场景定位均有差异	26
2.3. 贝瑞甜心：瞄准女性打造健康果酒，未来还需坚持长期主义	28
2.4. 五大优势护航，RIO 享受市场扩张红利不惧挑战	29
3. 展望未来：ROE 提升主要看强爽清爽拉动产能利用率	32
3.1. 拆分 ROE：重点关注产能利用率提升	32
3.2. 强爽：营销过后，差异化定位留住消费者	34
3.3. 清爽：有序推进，两大看点打开品类想象空间	37
3.4. 天高海阔，市场空间完全足以支撑新增产能	38
3.5. 股价复盘：两次成为十倍股，目前估值性价比较高	39
4. 眼光向前：布局基酒&烈酒迎第二增长线	42
4.1. 多元拓展，两次再融资布局基酒&烈酒	42
4.2. 日韩为鉴，看 Highball 兴起的关键因素	43
4.3. 他山之石，从亚洲经验看中国本土威士忌突围之道	45
5. 盈利预测与估值	54
5.1. 盈利预测	54
5.2. 相对估值	54

6. 风险提示..... 55

图表目录

图 1: 2022 年我国预调酒行业市占率 7

图 2: 百润股份分业务营收占比 7

图 3: 巴克斯酒业历年营收及净利润 7

图 4: 部分中外预调酒品牌进入中国市场时间 8

图 5: 2015 年上半年以前 RIO 推出新产品情况 9

图 6: 部分 RIO 植入的大热影视及综艺 10

图 7: 2014-2018 年公司广告费用率较高 10

图 8: 市场快速增长期行业山寨云集 11

图 9: 2014 年 RIO 瓶装成本构成 11

图 10: 2013 年后我国非即饮渠道 RTD 占比迅速提升 12

图 11: 2001 年后我国对外来消费品需求逐渐增加 13

图 12: 我国城镇居民人均可支配收入不断提升 13

图 13: 百润股份分季度营收及归母净利润 13

图 14: RIO 的广告宣传难以让消费者理解消费场景或产品功能 14

图 15: 黑牛食品 2015 年广宣费增幅较大 14

图 16: 黑牛 TAKI 预调酒广告同样定位不清晰 14

图 17: 2016 年后公司缩减销售人员 15

图 18: 公司已完成全国产能布局 16

图 19: 公司产能及利用情况 16

图 20: 全国化的产能布局帮助公司节约物流成本 16

图 21: 本味主打“好喝” 17

图 22: 本味曾尝试围绕独饮宣传 17

图 23: 微醺成功“四因素” 18

图 24: 我国一人户家庭占比呈上升趋势 18

图 25: 我国初婚年龄不断推迟 18

图 26: 不少年轻人将“小酌怡情”作为放松方式 (2021 年) 18

图 27: 《微醺恋爱物语》带动锐澳搜索指数爆炸式上升 19

图 28: 微醺通过明星、网红在微博、小红书等平台宣传 19

图 29: 微醺产品推出时间 19

图 30: 强爽: 从“配餐超棒”到“一罐就到位”	20
图 31: 强爽营销热度高	20
图 32: 清爽发展历程	21
图 33: 公司为不同产品选择不同的联名对象	22
图 34: 销售费用率下降使盈利能力更具弹性	23
图 35: 公司预调酒业务渠道布局完善	23
图 36: 分渠道营收占比	23
图 37: 分区域营收占比 (中国大陆)	24
图 38: 分区域经销商数量 (个)	24
图 39: 年轻人更偏爱低度酒	25
图 40: 我国女性饮酒量较低 (2019 年)	25
图 41: 微醺、清爽&强爽具备价格优势	29
图 42: 统一酒精度后的低度潮饮价格对比	29
图 43: RIO 和梅见线下销售额占比更高	29
图 44: 有喜欢的 SKU 和低价格是消费者购买低度酒时的重要考虑因素	30
图 45: ROE 对比 (%)	32
图 46: 销售净利率对比 (%)	32
图 47: 总资产周转率对比	32
图 48: 权益乘数对比	32
图 49: 公司固定资产折旧额提升较快	33
图 50: 公司较高的周转天数主要由固定资产贡献	33
图 51: 日本男性高度预调酒消费者在受访男性中占比高于女性	34
图 52: 日本女性低度预调酒消费者在受访女性中占比高于男性	34
图 53: 释放压力和更易醉是消费高度预调酒的主要动机	35
图 54: 高度预调酒适合想喝醉和悠闲的时候	35
图 55: 低度预调酒适合不想喝醉的时候和平日里	35
图 56: AK-47“男人鸡尾酒”	35
图 57: 强爽锚定多元居家饮用场景	35
图 58: 强爽具有高醉价比	36
图 59: 我国高尿酸血症患者人数上升迅速	36
图 60: 3/4 以上的 Z 世代认为低糖饮食是必要的	36
图 61: 日本 7 度以上预调酒市场规模增长迅速	36
图 62: 动力火车推出“速感”	37

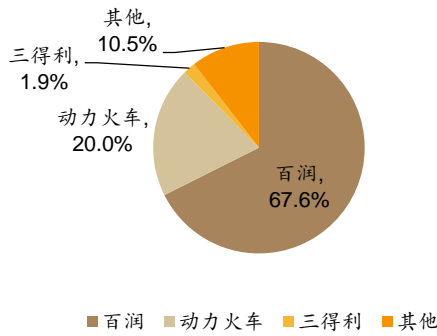
图 63: 杭州亚运会中国王者荣耀夺冠后强爽微博话题量激增.....	37
图 64: 强爽与动力火车苏打酒百度指数对比.....	37
图 65: 三四线城市年轻人是酒水消费的主力军.....	38
图 66: 强爽、清爽与即饮渠道啤酒价格对比.....	38
图 67: 敏感性分析 (百润预调酒销量, 亿箱).....	39
图 68: 海外市场预调酒占啤酒销量比例.....	39
图 69: 上市以来公司股价及 PE 走势.....	40
图 70: 公司股价年涨幅的盈利与估值拆分.....	40
图 71: 股价复盘: 2014H2-2017.....	40
图 72: 股价复盘: 2018-2023/9.....	41
图 73: 日本 Highball 销量提升迅速.....	42
图 74: 日本 Highball 2022 年占比已达到 9.47%.....	42
图 75: 公司自制半成品增加迅速.....	43
图 76: 日本民众在三得利“Torys Bar”中.....	44
图 77: “Uncle Torys”正在调制 highball.....	44
图 78: “Highball 复活计划”使日本 highball 销量迅速增加.....	45
图 79: 韩国威士忌市场规模 2021 年后强势反弹.....	45
图 80: 世界前 10 大威士忌出口国.....	46
图 81: 三得利威士忌使用的水榼桶.....	47
图 82: 斩获各种奖项的山崎水榼桶单一麦芽威士忌.....	47
图 83: 日本威士忌历史产量.....	47
图 84: 三得利“响”在电影 Lost in Translation 中出镜.....	48
图 85: 日本知名女星井川遥代言三得利角瓶威士忌.....	48
图 86: 日本威士忌出口额.....	48
图 87: 台湾白酒与威士忌销售额及同比增速.....	48
图 88: 台湾烈酒销量及同比增速.....	49
图 89: 2021 年台湾威士忌本土与外来品牌占比.....	49
图 90: 金车集团在台湾烈酒市场份额.....	49
图 91: 噶玛兰在台湾销量及同比增速.....	49
图 92: 印度烈酒销量.....	50
图 93: 2022 年印度烈酒本土与外来公司占比.....	50
图 94: 中国大陆洋酒进口额.....	51
图 95: 中国大陆威士忌市场销量规模.....	51

图 96: 中国大陆人均威士忌饮用量较低	52
图 97: 中国大陆与日本威士忌单瓶市场均价 (美元)	52
图 98: 中国大陆威士忌进口份额	52
表 1: 2013-2015 年 RIO 重点广告营销动作	10
表 2: 业绩承诺及完成情况	10
表 3: 预调酒市场跨界者众多	11
表 4: RIO 与王老吉等产品广告语对比	14
表 5: 传统渠道改革措施汇总	15
表 6: 358 产品矩阵不断丰富	21
表 7: 部分 2023 年 9 月仍在运营的低度酒品牌创投融资情况	25
表 8: 梅见产品体系	27
表 9: 贝瑞甜心主要产品	28
表 10: 限制性股票解锁条件及时间安排	31
表 11: 百润与 A 股白酒、啤酒、饮料主要上市公司 2019-2022 年盈利能力对比	33
表 12: 公司积极开展基酒、洋酒布局	42
表 13: 1943 年日本酒税法规定的威士忌分级制度	43
表 14: 三得利 highball 系列产品	44
表 15: 噶玛兰威士忌获奖情况	49
表 16: 2023 年世界威士忌销量前十品牌	50
表 17: 百润股份主营业务拆分及预测	54
表 18: 百润股份可比公司估值表	54

1. 预调酒二十年复盘：烈火真金，RIO 手握三项“法宝”前路更宽广

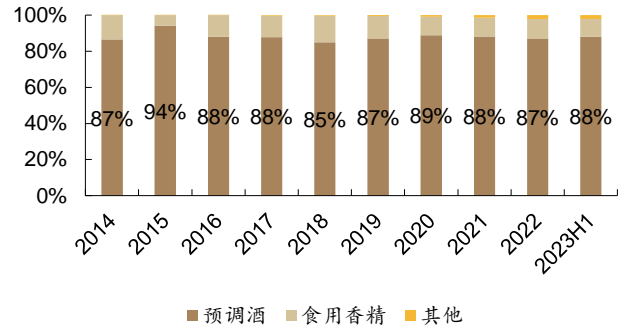
百润股份原名百润香精香料股份有限公司，创立时间为 1997 年 6 月，主营香精香料业务，于 2011 年 3 月上市。2003 年 12 月，公司创立子公司上海巴克斯酒业有限公司，从事锐澳(RIO)预调鸡尾酒的生产和销售工作。2012 年后，我国预调酒行业迅速发展，RIO 抓住机遇于 2014 年一跃成为市占率第一的品牌，随后一直保持领先地位，是我国预调酒业的龙头企业。2022 年，预调酒业务占公司营业收入的 87.0%。

图 1：2022 年我国预调酒行业市场市占率



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

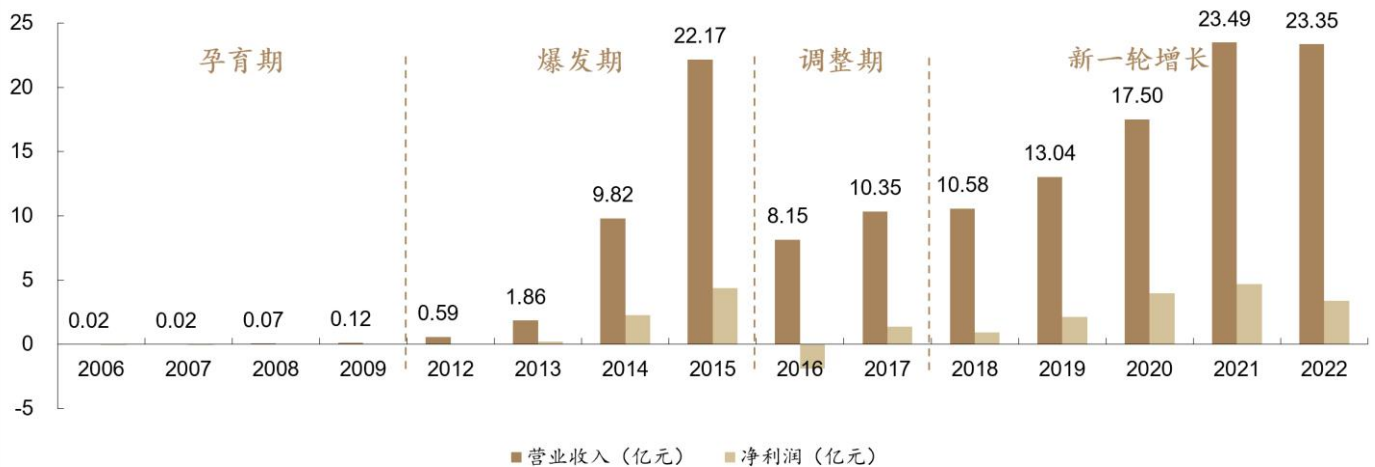
图 2：百润股份分业务营收占比



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

我们对 RIO 预调酒从创立起进行复盘，从我们划分的阶段来看，2011 年前国内预调酒市场尚处于孕育期，RIO 于 2003 年诞生后在夜场发展并不顺利，后跟随冰锐进入非即饮渠道，度过生存危机。2011-2015 年上半年，预调酒市场迅速增长，公司借助海量营销进行品牌推广、快速大规模推进渠道下沉，2014 年实现从跟随者到市占率第一的反超。但在这一轮增长中，由于产品定位不清晰，预调酒市场积累了库存积压等一系列问题，2015 年下半年后进入了调整和出清阶段。经过几年的系统性调整，公司于 2017 年推出新“微醺”帮助预调酒市场重回增长快车道，公司业绩表现持续亮眼。近年来，公司开启新一轮渠道下沉，与 2015 年的泡沫式增长相比，目前公司“358”产品矩阵以线带面合力更显，营销实现更高效的精细化运作，渠道管理能力也显著提升，核心竞争力已全面升级，未来发展值得持续看好。

图 3：巴克斯酒业历年营收及净利润

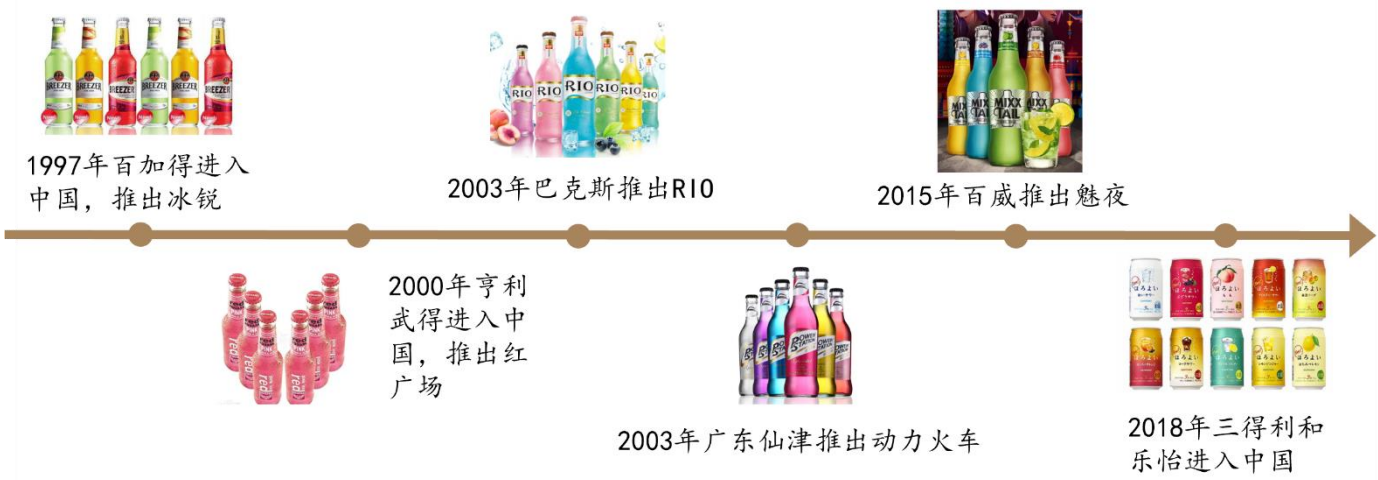


资料来源：公司公告，德邦研究所

1.1. 市场孕育期：早期入局，RIO 挫折中探索发展（2003-2010 年）

初入中国，预调酒闪耀夜场。预调酒指以蒸馏酒、发酵酒、配制酒等为酒剂，加入可食用原料或药食两用的原料、辅料、食品添加剂等进行调配、混合，含有或不含有二氧化碳的饮料酒。预调酒于上世纪八九十年代诞生后迅速风靡欧美、日韩等地区，并于 1997 年年底进入中国。第一批进入中国的预调酒品牌包括“紫星”等，“冰锐 (Breezer)” 所属的百加得 (中国) 有限公司也于 1997 年在上海成立。进入中国市场后，预调酒消费主要集中在沿海发达城市的夜场和高端餐饮渠道。在广州等地的酒吧和 KTV，预调酒受到了年轻时尚人群的推崇，当时最火爆的品牌紫星在 2000 年左右在华南市场就有三四十万箱的年销量，销售额接近 8000 万元。然而，2001 年年底，预调酒“一夜入冬”，并进入长达近 10 年的再探索期，包括紫星在内的预调酒品牌销量逐渐减少，甚至彻底消失。

图 4：部分中外预调酒品牌进入中国市场时间



资料来源：公司官网，酒水代理网，美酒招商网，界面新闻，动力火车官方公众号，魅夜官方公众号等，德邦研究所

预调酒在 2001 年年底遭遇失败主要有两方面的原因。一是夜场渠道竞争激烈。当时有部分啤酒产品采用低价策略与预调酒竞争，预调酒本身价格较高且依赖大量投放推广费用，降价能力有限，市场份额迅速丢失。二是预调酒的消费还多基于尝鲜，真正的消费习惯并未真正形成。这一轮的起伏向预调酒市场中的玩家抛出了两个问题：除了夜场，预调酒还有没有其他道路（渠道）？作为外来品，预调酒如何培养起真正稳定的消费群体？观察后来的行业发展我们会发现，第一个问题解决后，预调酒市场迅速迎来了一轮快速增长，并于 2015 年到达顶点；然而，由于第二个问题仍未解决，2015 年的快速增长也未能持续。至于这第二个问题的答案，还要由后来的行业龙头 RIO 在 2018 年给出。

RIO 推出后跟随冰锐转移流通渠道。2005 年以后，预调酒国内生产趋势增强，许多国外预调酒品牌也均实现了本土生产。2003 年 12 月，百润出资 300 万元成立了巴克斯酒业，生产销售 RIO 品牌预调酒。2004 年，当时中国最大的预调酒制造基地——巴克斯位于上海浦东的生产制造基地正式建成并投产。2005 年，RIO 开始全面开拓市场，首先发力夜场渠道。然而，由于前述与啤酒的价格竞争以及预调酒消费习惯缺失这两项问题的存在，RIO 在夜场经营并不顺利。2006/2007 年，RIO 实现营业收入 211.78/213.90 万元，净利润-274.21/-156.69 万元。同样受挫的还有百加得的“冰锐”，2008 年其上海地区夜场的销售额只有几百万元。2008 年后，冰锐首先通过降低价格、借力电商、线下流通渠道招募大商等手段转向“白场”流通渠道，销量迅速提升。RIO 亦继冰锐之后转向流通渠道。这一时期的 RIO 尚且处于跟随与挑战者的角色，但预调酒这一品类通过抓住非即饮渠道度过了生存危机。

1.2. 市场快速增长期：弯道超车，营销渠道助RIO坐上头把交椅（2011-2015上半年）

快速推新，双寡头竞争中培育市场。进入流通渠道后，RIO与冰锐在产品上不断推陈出新，竞争激烈。自RIO经典瓶推出开始，就与冰锐作出了区分：度数上，相比冰锐4.8%的酒精含量，RIO酒精含量为3.8%，对无饮酒习惯人群更友好。基酒上，冰锐使用朗姆酒作为基酒，强调百加得朗姆酒的正宗；而RIO有威士忌、伏特加、白兰地和朗姆酒4种基酒，种类更加丰富。进入线下竞争后，二者不断在产品包装和口味上进行创新：2009年，RIO在原来瓶装酒的基础上推出罐装系列，酒精度降为更低的3度；2013年11月，又推出4-4.5度的佐餐酒。口味上，2012年7月，冰锐推出蓝莓和葡萄柚两种新口味，RIO也于2013年6月在原有6种口味上推出新款葡萄口味。包装上，2013年9月，RIO在线上发售具有发光底座的“炫彩发光瓶”，冰锐也于2014年7月推出具有荧光效果的假日瓶……不断创新的产品，不仅延续了消费者对于预调酒的新鲜感，也成了助推市场扩容的一项重要因素。

图 5：2015 年上半年以前 RIO 推出新产品情况



资料来源：RIO 官方微博，官方公众号，德邦研究所

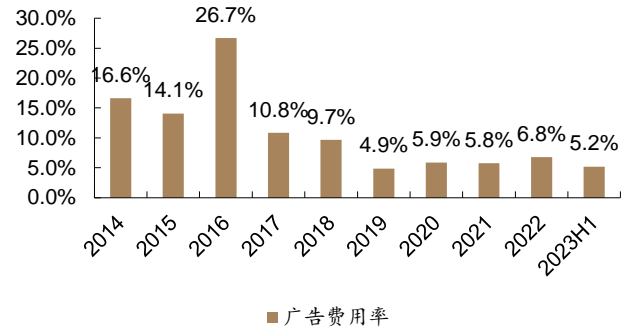
紧追潮流，RIO 营销发力成就第一品牌。2013年后，RIO通过密集的营销操作成功打响了品牌知名度。2013年，RIO在完成产品包装升级后邀请周迅作为代言人，开始在各大主流媒体投放广告；2014年年底前后，RIO又植入《奔跑吧兄弟》和《何以笙箫默》两档爆款节目，收获大量关注和热议。除了节目中的内容营销外，RIO还积极利用微博平台发起主题营销和线上活动，借助剧情延申实现消费者转化。在《何以笙箫默》首播的16天中，RIO天猫店限量版包装日均销量同比增长4倍，达到4500瓶；常规包装日销量同比增长8倍，达到12000瓶。2015年，RIO又先后植入《奔跑吧兄弟》第二季、《天天向上》以及《加油吧实习生》、《冰与火的青春》等10余部电视剧。从单纯的广告代言到活动互动，再到影视剧植入、线上主题营销，RIO的品牌效应迅速建立。2014年RIO实现营收9.8亿元，同比上升427.29%，首次超越冰锐成为预调酒行业第一品牌；2015年，RIO实现营收22.17亿元，进一步巩固了市占率第一的位置。2014-2017年，百润股份（均包含巴克斯酒业）分别发生广告费用1.89/3.30/2.47/1.27亿元，占营业收入比重分别达到16.64%/14.05%/26.70%/10.85%。

图 6: 部分 RIO 植入的大热影视及综艺



资料来源: RIO 官方微博, 传媒头条公众号, 湖南卫视广告部公众号, 德邦研究所

图 7: 2014-2018 年公司广告费用率较高



资料来源: 公司公告, 德邦研究所
注: 分母为营业总收入

表 1: 2013-2015 年 RIO 重点广告营销动作

时间	广告营销动作
2013 年	邀请周迅代言, 在各大主流媒体投放广告
2014 年 1 月	植入热播电视剧《爱情公寓 4》
2014 年 8 月	冠名湖南卫视热门综艺《我们都爱笑》第 3 季
2014 年 9 月	植入江苏卫视热门栏目《非诚勿扰》
2014 年 9 月	植入湖南卫视热播电视剧《把爱带回家》
2014 年 10 月	植入热播爆款综艺《奔跑吧兄弟》第一季
2014 年 11 月	植入电视剧《青年医生》
2015 年 1 月	植入热播爆款电视剧《何以笙箫默》
2015 年 4 月	植入《奔跑吧兄弟》第二季
2015 年 7 月	赞助知名综艺《天天向上》
2015 年 7 月	植入电视剧《加油吧实习生》
2015 年 7 月	植入电视剧《冰与火的青春》
2015 年	签约杨洋、郭采洁为代言人, 开启双代言模式

资料来源: 微酒, 公司官网, RIO 官方微博等, 德邦研究所

定向增发, 巴克斯重新回归百润。由于 2008 年及以前经营情况不佳, 2009 年 6 月百润将巴克斯 100% 的股权按对母公司的持股比例转让给了百润全部 17 名自然人股东。在预调酒市场和 RIO 快速增长的背景下, 2015 年 6 月, 百润以发行股份的方式完成对巴克斯 100% 股权的收购。收购完成后, 百润实现预调酒和香精香料双主业发展, 2015 年预调酒业务占营业收入的比重达到 94.13%, 至 2022 年一直维持在 84% 以上。自 2009 年 6 月巴克斯从百润剥离至收购时, 巴克斯一共经历了 4 轮增资, 其中 3 次发生在 2013 年以后。高速发展期的巴克斯急需资金进一步发挥自身品牌、营销等方面的优势, 以稳固在预调酒市场中的领先地位, 而此次收购正是为巴克斯及 RIO 日后的发展打下了基础。收购中, 百润与刘晓东等人签署《盈利补偿协议》, 规定若 2014-2017 年巴克斯酒业未能完成预测的盈利数额, 刘晓东等人需以股份回购的方式对差额进行补偿。2014/2015 年, 巴克斯酒业实现扣非净利润 2.23/4.14 亿元, 完成承诺业绩的 100.60%/108.06%。

表 2: 业绩承诺及完成情况

时间	承诺净利润 (亿元)	实际净利润 (亿元)	当年补偿股数 (亿股)
2014	2.22	2.23	0
2015	3.83	4.14	0
2016	5.44	-2.31	2.31
2017	7.06	1.25	1.81

资料来源: 《关于深圳证券交易所 2016 年年报问询函的回复公告》, 《2016 年度业绩承诺完成情况的专项审核报告》, 《2017 年度业绩承诺完成情况的专项审核报告》, 德邦研究所

加速下沉, RIO 大规模布局传统渠道。在行业高速增长、品牌效应逐渐形成的过程中, RIO 也加紧布局线下渠道, 经销商数量较快增长; 除了一线城市和各

大省会城市，RIO 还完成部分二、三线城市覆盖，在河南等地还下沉到了县乡。RIO 较高的利润也吸引一些渠道经销商及终端店主主动售卖。

与飞速扩张的渠道相比，RIO 此时的产能有所不足。RIO 的生产有自产和委托加工两种方式，其中罐装产品均为委外生产。2014 年，RIO 产量 817.30 万箱，其中委外生产 643.84 万箱，占比达 78.78%。自 2014 年起，RIO 就开始出现缺货现象。2015 年一季度，在自有产能和委外加工产能均处于满产的状态下，产销率仍高达 94%。为了避免断货问题导致市场份额被其他品牌抢占，据食品商公众号，2015 年初 RIO 开始对经销商实行周转金政策。周转金政策下，经销商需提前一个月付款，RIO 再根据预定量进行生产。周转金政策的推出加上 2015 年二季度上海新工厂的 600 万箱新产能，使缺货的问题得到了有效缓解，2015 年二季度产销率降低为 80%。

行业大热，白酒、饮料、山寨入局者众。预调酒市场的飞速增长引来了众多参与者，首先就是白酒企业。2013 年后，白酒行业进入调整期，白酒企业亟须找到新的业绩增长点，高增长、高毛利的预调酒就成了理想的目标。2014 年 8 月，古井贡酒成立百味露酒有限公司，推出预调酒“佰色”；2014 年 11 月，五粮液推出以白酒作为基酒的“德古拉”中式预调酒；洋河也于 2013 年宣布将进入预调酒行业，并准备于 2015 年上半年推出产品“滴诱”；泸州老窖、水井坊等也采取了相关行动，准备进入预调酒行业。另一批入局的是其他食品饮料企业，如原主营豆奶的黑牛食品和汇源果汁。2014 年 12 月，黑牛食品推出达奇 (TAKI) 鸡尾酒，上线半年就完成招募代理商 200 个、夜场代理商 127 个，其董事长也于 2015 年 1 月公开表示将致力成为预调酒行业前 3 名；汇源果汁也于 2015 年 1 月推出“真炫”预调酒。除了白酒企业和跨界食品饮料企业，蜂拥而至的还有许多实力参差不齐的小厂商。预调酒本身的制作成本低且成分、工艺并不复杂。以 RIO 为例，2014 年，RIO 自产鸡尾酒中成本占比最高的是包装材料，为 66.39%；基酒和果汁分别占 8.65%/3.07%。

表 3：预调酒市场跨界者众多

类型	企业	品牌	推出时间	特点	结局
白酒企业	五粮液	德古拉	2014 年 11 月	以白酒为基酒，2015 年京东单瓶售价 35 元，价格较高	销售基本仅限线上
	古井贡	佰色	2014 年 8 月	露酒（可添加食药两用原料）	销售地仅限安徽
	洋河	滴诱	未实际推出	提出“三步走”计划，用 3-5 年将预调酒打造成洋河新增长极，并成为行业领导者	产品推出时间不断推迟，2016 年 3 月正式确认被叫停
啤酒、洋酒企业	百威	魅夜	2015 年 11 月	首先在夜场推出	推广不顺，已逐渐退出夜店渠道
	青岛道格拉斯洋酒	AK-47	2015 年 9 月	度数更高（5 度、8 度），主打“男人鸡尾酒”，重金植入《全员加速中》、跑男等大热综艺	2017 年破产清算已受理
其他食品饮料企业	黑牛食品	达奇 (TAKI)	2014 年 12 月	豆奶主业增长乏力下多元化经营的产物；重金邀请韩国明星金秀贤代言	亏损严重，2015 年底开始拍卖预调酒子生产线，退出预调酒业务；后又剥离食品饮料业务
	汇源果汁	真炫	2014 年 12 月	果汁主业增长乏力下多元化经营的产物，使用塑料瓶包装	多元化经营失败，2021 年从港交所退市

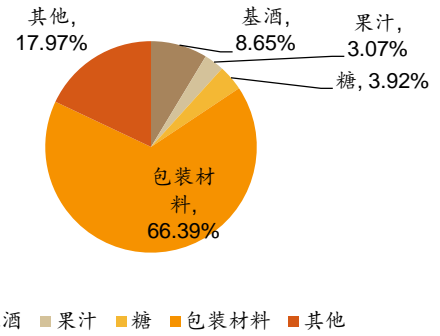
资料来源：公司公告，微酒，酒海导航，华夏酒报，新经销，全国企业破产重整案件信息网，Foodaily 等，德邦研究所

图 8：市场快速增长长期行业山寨云集

图 9：2014 年 RIO 瓶装成本构成



资料来源: LifeHere 公众号, 德邦研究所

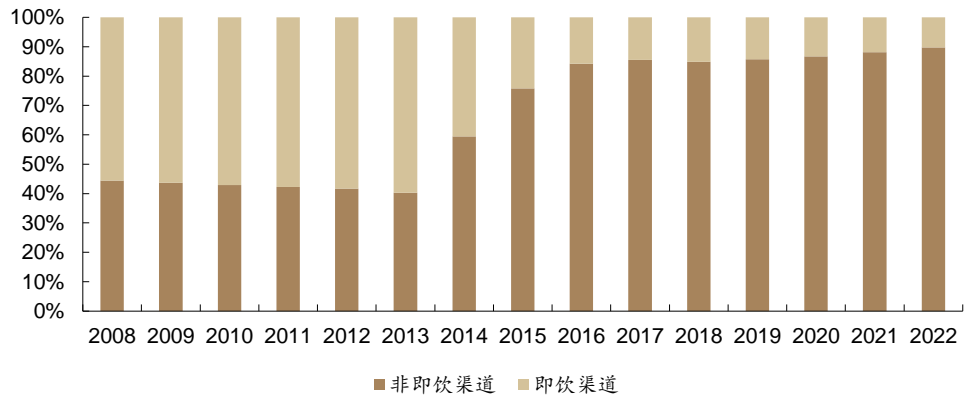


资料来源:《上海百润香精香料股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)》, 德邦研究所
注: 其他包括直接人工、制造费用、其他直接材料。

总结: 一鼓作气, 营销渠道双管齐下助力 RIO。 2011 年起, 在中国蛰伏十余年的预调酒市场进入增长快车道, RIO 也于 2014 年完成弯道超车, 从跟随者转变为领导者。回顾 2011-2015 年的发展, RIO 的成功不仅有行业层面的助力, 也有自身在战略和运营层面的高明之处。

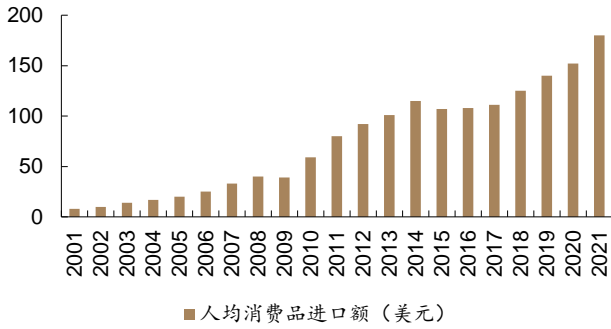
- **行业层面:** 预调酒行业能够快速增长, 首先在于预调酒具备品类上的新鲜感, 能够吸引年轻人注意。虽然预调酒早已于 1997 年前后进入中国, 但大规模进入流通渠道发生在 2010 年以后, 仍属于新鲜品类。此外, 随着对外开放程度不断增加, 彼时我国居民对外来品的尝试意愿和接受度也在不断增加。2001 年, 我国消费品进口额仅 106 亿美元, 至 2015 年已达到 1474 亿美元。预调酒作为舶来品, 也享受了我国居民消费意愿转变带来的红利。其二, 消费能力的升级也为预调酒扩容提供了支撑。1997 年预调酒初入中国时, 中国城镇居民家庭人均可支配收入仅 7359 元, 而到了 2011 年已经提升至 30971 元。此外, 头部企业借力流行娱乐大力度进行营销, 也使预调酒品类知名度不断提升。

图 10: 2013 年后我国非即饮渠道 RTD 占比迅速提升



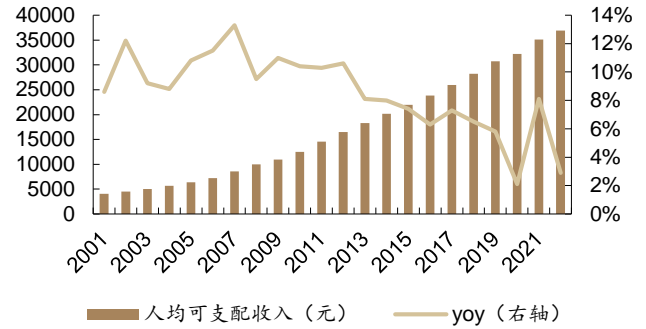
资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

图 11: 2001 年后我国对外来消费品需求逐渐增加



资料来源:《2022 中国进口发展报告》, 德邦研究所

图 12: 我国城镇居民人均可支配收入不断提升



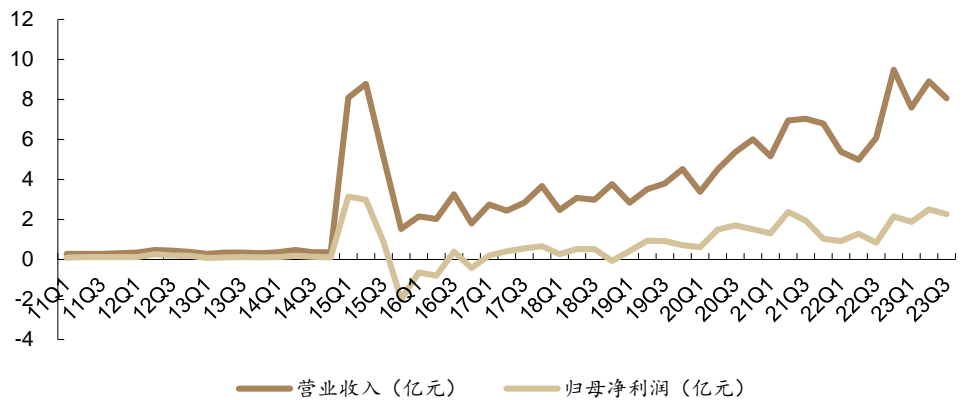
资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

公司层面: 在品牌推广方式上, RIO 采取品牌代言人、电视节目冠名赞助、电视剧植入、网络媒体等多种方式进行组合式推广, 短时间内从多个媒体端触及终端消费者; 特别是重点围绕年轻人追捧的流行青春电视剧和人气娱乐节目进行大规模植入, 迅速受到年轻消费者青睐。在渠道控制模式上, RIO 针对快消品的销售特点, 采取直销、经销、电商等多渠道共同发展的策略, 重点积极推进线下传统渠道建设, 构建多层次渠道, 实现从一线城市到三线城市的快速覆盖, 建立起了全国性的经销网络。RIO 还积极创新产品, 推出带有年轻人喜爱的动画形象的产品 (Hello Kitty 瓶) 和带有底座的发光瓶, 受到热捧。

1.3. 市场调整期: 潮水退去, 孤勇者深度调整苦练内功 (2015 下半年-2017 年)

预调酒行业于 2015 年下半年至 2016 年步入调整期。2016/2017 年, 我国预调酒市场规模分别同比下滑 36%/13%。公司层面, 2015 年第三季度, 百润实现归母净利润 8816.39 万元, 较二季度 5.99 亿元环比下降 85.29%, 四季度进一步陷入亏损。凭借着上半年的表现, 巴克斯酒业 2015 全年实现扣非净利润 4.14 亿元, 顺利完成业绩承诺; 然而 2016 和 2017 年市场持续调整, 巴克斯实现扣非净利润-2.31/1.25 亿元, 低于承诺的 5.44/7.06 亿元。2016 和 2017 年, 公司共收到补偿 4.11 亿股, 占收购时发行股数 5.76 亿股的 71.41%, 总股本由 9.31 亿股减少至 5.32 亿股。2015 年下半年后, 许多预调酒行业的其他参与者也逐渐退出行业, 2016 年 10 月, 微酒报道冰锐基本停产。

图 13: 百润股份分季度营收及归母净利润



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所
注: 15Q1, 15Q2 根据 16 年一季报和中报上期数计算

反思: 产品功能场景定位难解决消费者痛点。 根据《现代食品》、《企业管理》等期刊刊载的相关文章分析, 整个预调酒行业的这次“跌落”的一大关键原因在于产品功能场景的定位难以戳中消费者痛点。RIO 的目标客群是追求自由、时尚

和个性的年轻人，彼时其品牌定位是“时尚、轻松、多彩”。但自由、个性、多彩是对年轻人群体性格的一种标签化的表述，较难构成消费理由。通过在广告及影视剧中植入中展现“时尚、轻松、多彩”的主张，RIO 成功地唤起了年轻人的尝鲜消费的风潮，但由于缺乏产品功能性的描述，可能较难将尝鲜消费者转化为长期消费者。作为对比，“怕上火喝王老吉”、“经常用脑，多喝六个核桃”、“累了困了、喝红牛”、“小困小饿，喝点香飘飘”都能抓住产品的功能特点，让消费者联想到对应的消费场景。

图 14: RIO 的广告宣传难以让消费者理解消费场景或产品功能



资料来源: RIO 官方微博, 德邦研究所

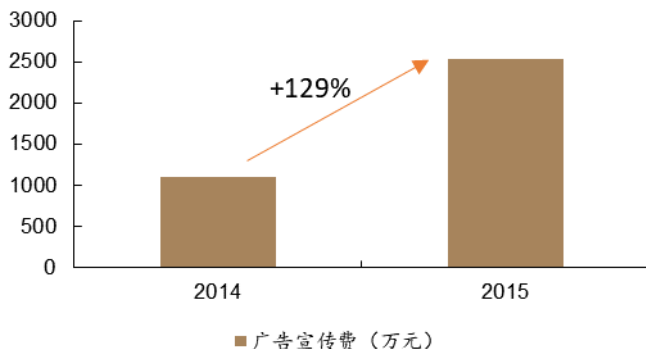
表 4: RIO 与王老吉等产品广告语对比

产品	广告语	产品功能/消费场景
王老吉	怕上火, 喝王老吉	清凉祛火、清热解毒
六个核桃	经常用脑, 多喝六个核桃	补脑
东鹏特饮	累了困了, 喝东鹏特饮	提神抗疲劳
香飘飘	小饿小困, 喝点香飘飘	解饿解困
RIO	I love RIO、RIO, 超自在、RIO, my colorful world、Let's RIO	不明确

资料来源: 公司公告, 东鹏饮料官网, FBIF 食品饮料创新公众号, 德邦研究所

同样产品定位难以戳中消费者痛点的是黑牛食品推出的达奇预调酒。达奇预调酒在营销方面的投入同样较大, 包括以千万级代言费签下著名韩国男星并植入相关韩剧。达奇定位“新示爱神器”, 其口号“爱, TAKI 一下”亦无法体现产品功能和消费场景。2015 年, 黑牛食品发生广告宣传费 2528 万, 较 2014 年增加 129.34%; 含酒饮料业务实现收入 2463.10 万元, 经营预调酒业务的子公司苏州黑牛、广州达奇和宁波达奇共计净亏损 5033.06 万元。当年, 黑牛食品即退出预调酒业务。

图 15: 黑牛食品 2015 年广宣费增幅较大



资料来源: 黑牛食品公司公告, 德邦研究所

图 16: 黑牛 TAKI 预调酒广告同样定位不清晰



资料来源: 达奇鸡尾酒官方微博, 德邦研究所

受经销商提前囤货等因素影响，2015 年公司渠道库存有所增加。经销商方面，据《商界》等，出于对断货的担心或投机目的，大量经销商提前向公司下单囤货。不同于可以长期保存的白酒，RIO 的保质期通常在 18 个月，保质期临近后不少经销商开始提前甩货，造成价格体系混乱。同时，由于三线城市及县乡市场的动销情况不如一线城市，部分下沉市场库存问题较为突出。

2015 年下半年后公司主动减少发货清理渠道库存。2015 年，公司实现销售量 1838.57 万箱，终端消化约 1500 万箱，年底渠道库存超过 400 万箱。2015 年下半年开始，公司主动调整生产销售计划，帮助经销商消化库存。2016 年，公司出货量同比下降 61.28% 至 711.90 万箱，7 月左右渠道库存下降至 130-150 万箱。年底前，经销商库存消化显著，进入新的补库存阶段。

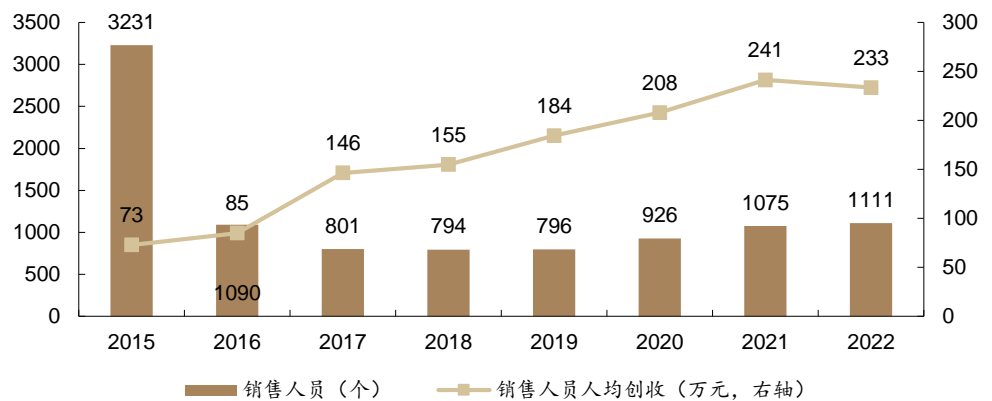
缩量提质，传统渠道优化升级。针对 2014-2015 年线下渠道出现的一系列问题，公司开始有计划地整改。针对经销商过多带来的价格混乱问题，一方面通过市场的自然淘汰和退出，留下一部分有实力的大商，另一方面公司也主动清退部分非核心经销商，最终实现一个区域由一到两个大经销商进行支撑。精选大商的做法不仅完成从源头上稳定价盘，也有利于维护经销商利润空间，增强经销商信心。针对下沉市场动销不畅的问题，公司主动优化区域策略和重点，实现更高质量的覆盖和拓展。随着非核心经销商的清退和市场的聚焦，销售人员数量也得到精简，销售人员（百润层面）从 2015 年的 3231 人减少至 2017 年的 801 人，销售人员人均创收显著上升。

表 5：传统渠道改革措施汇总

问题	解决措施	结果
由于经销商投机性囤货等因素导致渠道库存堆积	减少发货帮助经销商消化库存，新建工厂接解决产能短缺问题	渠道库存消化显著，2016 年底进入新一轮补库存阶段
经销商数量过多，形成渠道内竞争，甩货现象严重	精选大商合作	价盘更稳固，经销商利润更有保障、信心更足
下沉市场动销不畅	主动优化区域策略和重点	覆盖质量提高

资料来源：微酒，百润股份《非公开发行股票预案（修订稿）》，2016 年年报，2017 年年报，中国证券网等，德邦研究所

图 17：2016 年后公司缩减销售人员

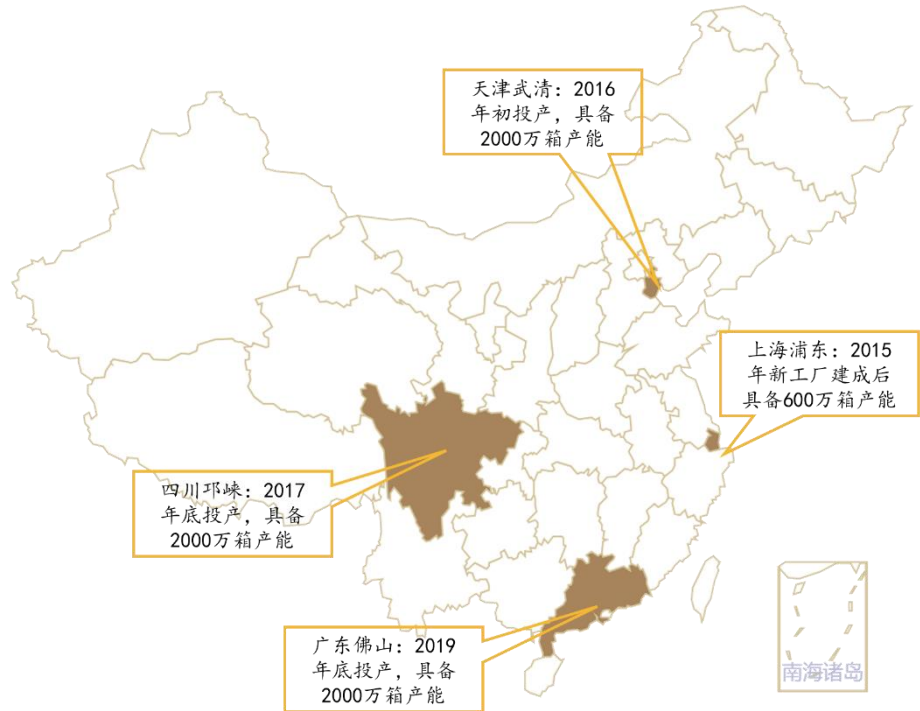


资料来源：公司公告，德邦研究所

全面发展，渠道建设分类推进。除了传统渠道的整改，公司其他渠道的建设也有条不紊推进。KA 渠道方面，市场费用支持从以前的随量搭赠变成了针对终端的投入，下沉更加彻底，费效比不断提升的同时也有助于维护价盘稳定。线上渠道方面，公司电商平台于 2016 年 6 月启动，通过推出适合电商平台的专属产品、构建跨平台协同营销体系等方式实现高速发展。餐饮渠道方面，公司于 2016 年 4 月推出 8° Strong 强爽系列，2017 年又推出瓶装 Strong 劲爽系列，分别在 KA 和餐饮渠道铺货，主打“RIO Strong，配餐超棒”，以解油腻、解辣和无嘌呤的特点瞄准火锅、烧烤、川菜等重油重辣餐饮。2017 年劲爽推出 2 个月后实现在全国 5 个省份近 20 余个城市的 5000 余家餐饮网点进行覆盖。对餐饮渠道的开发上，公司聚焦重点城市开发和样板市场打造，而不急于快速推进全国化。

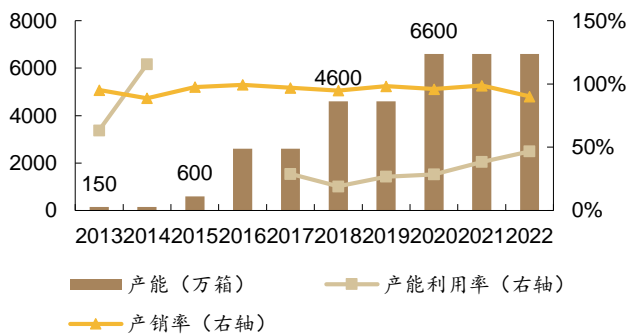
布局未来，定向增发扩张产能。2016年12月，公司以21.98元/股的价格完成定向增发3510万股（其中董事长刘晓东获配600万股，占17.09%），募集资金净额75028.76万元，用于在成都和佛山分别新建具备年产2000万箱产能的预调酒生产基地。随着均具备2000万箱产能的天津武清/成都邛崃/佛山工厂在2016年初/2017年底/2019年底投产，公司目前已具备了6600万箱预调酒产能。近年来公司一直保持较低的产能利用率，充沛的产能储备使公司能够自如地应对市场需求的突然增加，生产基地的区域化布局方式也能够帮助公司节约物流成本。同时，实现产品的全部自产也有助于维持产品品质的稳定并降低食品安全风险。

图 18：公司已完成全国性产能布局



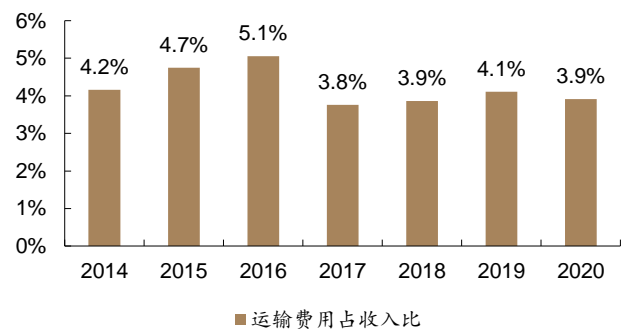
资料来源：《关于上海百润投资控股集团股份有限公司公开发行可转换公司债券申请文件反馈意见的回复（修订稿）》，《关于上海百润投资控股集团股份有限公司非公开发行股票申请文件反馈意见的回复（修订稿）》，2021年年报，天津日报，德邦研究所

图 19：公司产能及利用情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 20：全国化的产能布局帮助公司节约物流成本



资料来源：公司公告，德邦研究所

产品创新，本味初探独饮场景。2016年4月，公司推出5°本味系列，其灵感源于将伏特加和柳橙汁混合而成的螺丝起子鸡尾酒，主打“好喝的酒”。公司

对于本味的宣传中一度突出过独饮场景，但并未获得像日后微醺一样的成功，我们认为原因主要有以下 4 点：1)，从包装来看，本味虽然已经采用旋盖设计，开盖更加方便，但整体的瓶装外观让其更像经典瓶，视觉上酒的属性强于饮料，更适合于即饮。而易拉罐装的微醺不仅外观更贴近饮料，本身的便携性也更强，更贴合居家独饮场景。2)，定价上，2016 年一瓶 275ml 的本味价格在 12.5 元左右；而同期一罐 330ml 的微醺定价仅 6 元左右，本味的价格对于一人饮的场景来说偏高。3)，营销上没有打好组合拳。对于本味的宣传，公司更突出其味觉上的体验，是“好喝的酒”，特点是“最经典最纯粹的口感”。广告宣传上，无论是本味“只赞助、不打广告”式冠名《中国新歌声》，还是植入《火星情报局》、《全员加速中》等顶流综艺，虽然扩大了品牌知名度，但无助于使消费者建立起对独饮消费场景的认知。4)，就本味的推出时间来说，公司在 2016 年上半年正处于深度调整期，渠道处于清理库存和收缩重整的阶段，也不利于本味的推广。但总的来说，本味完成了对于搭建独饮这一新消费场景的一次预先尝试。

图 21：本味主打“好喝”



资料来源：RIO 官方微博，德邦研究所

图 22：本味曾尝试围绕独饮宣传



资料来源：RIO 官方公众号，德邦研究所

1.4. 新一轮增长：涅槃重生，绝对龙头完成全面进化（2018 年至今）

微醺开辟独饮场景成超级大单品。2017 年 8 月底，完成了包装、口味升级的微醺正式上线首发，推出即围绕独饮场景进行宣传。2018 年 5 月，微醺邀请 90 后双金影后周冬雨作为代言人，拍摄的微剧《微醺恋爱物语》打出微醺“一个人的小酒”的独特定位，一经上映立即在各大平台刮起“微醺风”，仅在微博一个平台 7 天时间内播放量就超过 3000 万，微博话题“一个人的小酒”也引来 2.7 亿阅读量和近 62 万的讨论量。伴随火热的宣传，微醺动销迅速放量并出现断货现象。借助微醺的强大势能，2018 年 RIO 重回增长快车道，2018-2021 年公司预调酒业务分别实现收入 10.45/12.79/17.12/22.85 亿元，分别同比增长 1.6%/22.4%/33.8%/33.5%，2021 年营业收入已超越 2015 年水平。2021 年，微醺贡献 RIO 50% 以上的营业收入，是公司第一大单品。微醺的上市吹响了 RIO 二次增长和预调酒市场复苏的号角，我们认为微醺的成功主要有以下 4 方面原因：

- ▶ **开辟场景，深刻洞悉现代年轻人生活状态。**对比 RIO 经典瓶系列倡导以分享为核心的聚会场景，微醺瞄准的是年轻人一个人时的独饮场景。RIO 从“大部分年轻人在工作日的独处时间比派对、聚会场景更多，出现的频次也更高”的观察出发，将微醺定位为“一个人的小酒”，突出饮用微醺的日常感。饮用场景的独特定位为微醺开辟了广阔的空白市场。一方面，我国拥有庞大的处于独居状态的年轻人群体。民政局数据显示，2018 年我国成年人中单身人数达 2.4 亿，经预计 2021 年约 9200 万处于独居状态。国家统计局的数据也显示，2020 年我国 4.94 亿个家庭户中，有 1.25 亿个一人户家庭；2000 年，我国初婚者中男/女性平均年龄分别为 25.11 岁/23.28 岁，2020 年已增加至 29.38 岁/27.95 岁，年轻人进入社会后组建家庭的年龄明显推迟。另一方面，独居背景下年轻人的生活和消费方式也在发生改变，据艾媒咨询，2021 年有 18.5% 的年轻

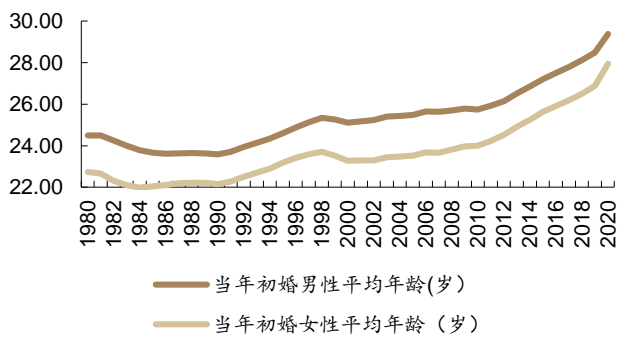
人会选择“小酌怡情”来放松，尼尔森的一项调查也表明有42%的单身者愿意为“悦己”消费，远高于非单身者的27%。

图 23：微醺成功“四因素”



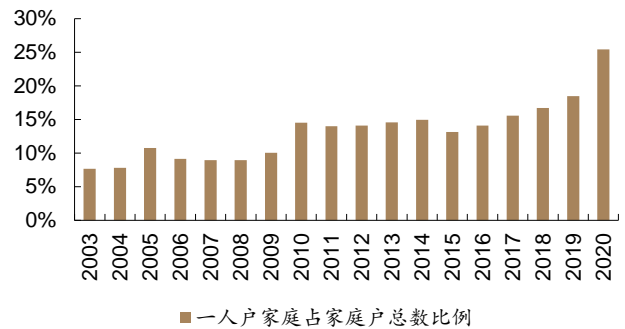
资料来源：德邦研究所绘制

图 25：我国初婚年龄不断推迟



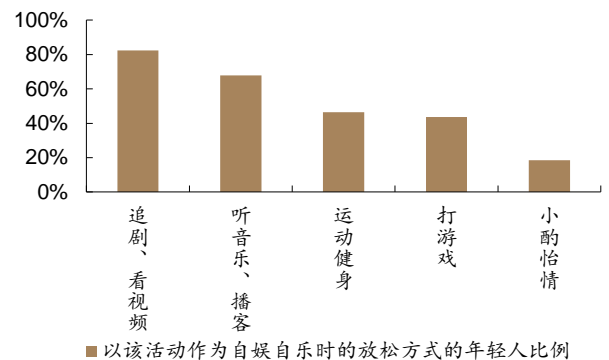
资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 24：我国一人户家庭占比呈上升趋势



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 26：不少年轻人将“小酌怡情”作为放松方式（2021年）



资料来源：艾媒咨询，德邦研究所

- **链接情感，从口腹之欲到心之所属。**“一个人的小酒”之小，不仅是微醺产品精致小巧之小，更是一人独饮时感觉、氛围之小；微醺之微，不仅是3%酒精含量之微，亦是酒后短暂释放个人情绪的轻度、有克制之微。从我国年轻人的生活状态来看，工作生活的压力除了与朋友一起释放之外，也需要独自面对。微醺针对这种年轻人独处时的情绪释放和自我取悦，营造出独饮时情绪和场景的向往感，使场景的构建不仅反映一种生活习惯，更传递了一人独处时有品质有调性的生活态度。微醺对年轻人“懂得”而引起的这种情感共鸣，恰恰是微醺独特的稀缺卖点，是帮助微醺获得高粘性高复购率的关键之一。
- **多元营销，消费者教育紧扣产品定位。**除了延续以往植入顶流综艺进行大声量营销的做法，微醺在宣传上更注重通过多元化载体引导消费者对独饮场景的认知。2018年5月至2021年5月，由周冬雨演出的多部微电影分别结合“一个人的小酒”、“一人微醺的快乐，是一人以上无法体会的”等关键词条进行宣传，围绕恋爱、职场等紧扣年轻人生活的主题展开，反复强化在家中一人独饮微醺的场景印象，在多个平台引起广泛关注。微醺也持续瞄准年轻人，尤其是年轻女性这一目标消费者群体，在粉丝圈、社交圈、读者圈等线上群体中持续宣传。RIO多次邀请王一博、魏大勋等一众当红明星参与助阵，让微醺触及众多“粉丝圈”。微醺还通过内容创作红人在微博、小红书等平台组织话题，引发用户在“社交圈”内讨论，促成短时间内传播曝光。这些红人创作的内容往往更贴近年轻人日常生活的状态和感受，具有较强的共鸣感和带动性。同时，微醺还借助《视觉志》等一众备受年轻人关注的头部微信公众号，通过深度内容创作在“读者圈”内对微醺进行直接、精准宣传。植入电视剧方面，微醺也多选择贴近目标消费者群体日常生活的都市剧进行植

入，通过剧中画面和场景宣传微醺独饮定位。

图 27: 《微醺恋爱物语》带动锐澳搜索指数爆炸式上升



资料来源: 周冬雨微博, 快消锐观察, 德邦研究所

图 28: 微醺通过明星、网红在微博、小红书等平台宣传



资料来源: 快消锐观察, 德邦研究所

- **精雕细琢，产品精准契合目标场景与消费者。**巧妙的场景定位和营销手法需要产品本身作为支撑，而微醺一经推出就在包装、定价、口味上与其场景与消费者定位高度契合。包装上，微醺采用更易开启、携带的易拉罐包装，相比于瓶装更适合买回家后饮用；外观设计也突出水果元素和缤纷色彩，更易获得年轻女性青睐，同时酒的属性被弱化，日常饮品的属性得到增强。价格上，微醺 330ml 定价 7.5 元左右，低于经典瓶等老品，高性价比适合独饮及年轻消费者。口味上，微醺于 2018 年上市时仅有 5 种口味，至 2023 年 9 月其线上售卖的口味已多达 14 种。微醺上市后还多次推出季节限定款、联名款，不断刷新产品新鲜感，符合年轻人猎奇心理。2021 年 8 月，升级后的微醺小美好系列上线，该系列采用小众新奇口味及卡通猫咪图案包装的组合，还推出“微醺罐造型猫窝”等周边，再次在互联网上引起热烈讨论，尤其受到“萌宠圈”关注。升级的小美好系列再次体现了 RIO 对作为微醺目标消费者群体的当代年轻人的兴趣爱好、消费习惯的精准认知。

图 29: 微醺产品推出时间



资料来源: RIO 官方微博, 官方公众号, 德邦研究所

- **场景满足消费者诉求、传播契合消费者偏好、为消费者同步提供使用价值和情绪价值，是微醺成为一款好产品的关键。**微醺推出后，RIO 不是站在预调酒品类快速增长的趋势中，而是站在“单身经济”、“宅经济”、

“她经济”等消费行为深刻变化的潮流里，这也决定了此轮增长的动能或将比 2015 年更强劲、更持久。

步入规范，预调酒权威标准出台。2018 年 7 月 1 日，中国酒业协会发布了由上海市酿酒专业协会负责起草的《预调鸡尾酒》团体标准。作为行业龙头的巴克斯酒业参与了该团体标准的起草。2013-2015H1 的市场快速增长期中，一众企业跟风进入，使预调酒产品呈现良莠不齐的局面。许多企业滥用色素、添加剂，各产品糖、酒精度与基酒也没有一定的标准，导致一些消费者在尝鲜后反馈不佳，影响了行业整体形象。而 2018 年发布的团体标准详细规定了预调酒行业的技术标准问题，提高了行业准入门槛，使预调酒行业长期健康稳定发展更有保障。

强爽爆量，营销催化迎成长机遇。2018 年后微醺大获成功，其定位倾向女性消费者。区别于微醺，强爽以 8-9 度的酒精度主打“酒劲十足”、“一罐就到位”，更能满足有饮酒习惯者和男性消费者。强爽于 2016 年推出时定位“配餐超棒”，但几次尝试打开餐饮渠道效果均不明显。2022 年初，公司提出围绕 3 度微醺、5 度清爽、8 度强爽的“358”品类矩阵规划，要求经销商多款产品捆绑进货，同时在终端货架增加强爽陈列，减少微醺陈列，强爽增长迅速。此后，借助抖音和小红书等平台的“强爽 8 度不信邪挑战”以及与《永劫无间》、《暗黑破坏神》的联名，强爽动销迅速爆量，并于 2022 年 9 月出现断货现象。虽然 2022 年上半年由于疫情等原因，公司原材料供应、生产、物流和销售推广均受严重影响，公司至三季度末实现营收 16.45 亿元，同比下降 14.07%，但在强爽带动下，22Q4 营收达 9.48 亿元，同比增加 39%，成为公司上市后营业收入最高的一个季度；2022 年预调酒业务实现营收 22.57 亿元，同比仅下跌 1.24%。2023 年上半年，公司进一步加大强爽投入力度，陆续落地连续剧投放、电竞代言人、电竞赛事赞助、网络话题营销、跨品牌 CP 营销、游戏版包装等项目，推出新零售系列和高质感餐饮版。在强爽带动下，公司 23H1 实现营收/净利润 16.51/4.39 亿元，分别同比增长 59.20%/98.85%。

图 30：强爽：从“配餐超棒”到“一罐就到位”



资料来源：RIO 官方公众号，数英 DIGITALING，德邦研究所

图 31：强爽营销热度高



资料来源：RIO 官方微博，抖音，德邦研究所

布局清爽，性价比产品带动新一轮渠道下沉。微醺大单品放量后，公司开启新一轮渠道扩张，经销商数量从 2019 年底的 1153 个增长至 2022 年底的 2193 个。2021 年 4 月，主打丰富气泡和微甜果味的 5 度产品清爽在线上推出，下半年开启线下铺货。清爽定位偏向聚会的全场景，5 度的酒精度也较微醺和强爽更具广谱性，上市后即成为 RIO 销量贡献第三的子品牌。定价策略上，2022 年提价后清爽 330ml 定价 6.5 元左右，较微醺价格更低，有望打通三四线城市等下沉市场。为配合清爽进行渠道下沉，公司自 2021 年起进行渠道销售组织扁平化改革，取消大区层级，本部直接对接省区管理，提高了管理沟通效率，省区组织更专注于一线的业务发展，将更有益于清爽的下沉与推广。营销策略上，公司在小红书、抖音等平台发起种草话题营销，声量持续发酵；2022 年 9 月官宣顶流艺人肖战成为 RIO 全球品牌代言人，主推清爽系列，微博话题“清爽更爽更带感”阅读量迅速突破 15 亿，推动动销加速放量。2023 年，清爽完成包装升级并推出全新 0 糖系列，SKU 不断丰富，清爽有望为 RIO 未来成长做出更多贡献。

图 32: 清爽发展历程



资料来源: RIO 官方公众号, 德邦研究所

1.5. 总结: 对比两轮上升期, RIO 手握三项“法宝”核心竞争力全面升级

产品力: 精准洞悉预调酒消费场景, 358 产品矩阵不断丰富

2011-2015 上半年的快速增长期中, 凭借营销和渠道两个方向发力, RIO 一举超越冰锐成为行业龙头, 尤其是通过营销让品牌力迅速确立。然而, 2015 下半年后整个行业进入调整的背后是彼时预调酒品类定位的缺失。2018 年后, 通过定位“一个人的小酒”, 微醺顺应我国人口经济社会发展变革的深层逻辑, 成功搭建了预调酒消费场景画像, 为预调酒品类找到了一条独占的空白跑道。沿着微醺奠定的“女性”+“独饮”的基调, 到强爽的“男性”+“居家”, 再到清爽的“更广谱的人群”+“更广泛的场景”, 公司 358 产品主干在酒精度、目标人群、目标场景上均环环相扣, 每个产品均能对应消费者差异化的需求, 以点带线, 以线带面, 形成了层次丰富、协同配合的多元产品矩阵。公司目前已具备 8 个主要产品系列及丰富的 SKU 数量。

表 6: 358 产品矩阵不断丰富

产品	酒精度	容量	价格	定位	推出时间	示意图
微醺	3%	330ml	7.25 元	SKU 多, 女性+独饮	2017 年 8 月线上发售	
清爽	5%	330ml	6.9 元	丰富气泡, 更广谱的人群+居家+餐饮	2021 年 4 月	
强爽	8%或 9%	330ml/500ml	8.38 元/12.5 元	酒精度较高, 男性和有饮酒习惯的女性+居家+餐饮	2016 年 4 月	
经典瓶	4.2%-4.5%	275ml	14 元	聚会	2003 年	
轻享	4.2%-4.5%	500ml	12.5 元	低糖、零色素	2022 年 3 月	
本榨	3.5%-5.5%	330ml	10 元	果汁含量高	2017 年 5 月	
从减	3.3%	330ml	7.83 元	0 糖 0 脂苏打酒	2021 年 12 月	
梅之美	12.5%	150ml	19.9 元	青梅酒	2021 年 9 月	

资料来源: RIO 淘宝旗舰店, RIO 官方微博, 蓝小喝, 德邦研究所

产品研发方面, 公司在香精香料行业具有二十余年深耕经验, 是国内香精香料行业技术领先的高新技术企业。预调酒在产品新口感研发、适口度调整等方面

能充分发挥公司在香精香料行业积累的产品技术优势，针对性地研发符合消费群体口感需求的预调酒产品。公司已多次推出季节性风味、地域性风味、新奇风味等多系列产品，研发能力凸显。公司设有消费者研究中心，能够进行多维度消费者研究，反复验证产品，为多品类发展提供有效指引和支持。公司还多次通过官方微信公众号发起新风味调研、评测等活动，实现研发与营销联动，产品风味充分贴近消费者喜好与需求。

营销力：精细化营销精准服务产品定位，投放效率不断提升

如果说产品上的转折在于从预调酒“酒”的一面找准消费场景，那公司在营销上则是一以贯之地坚持以“快消品”的方式联动消费人群。2014 年后的快速增长期内，公司就形成了硬广投放+栏目合作+线下推广+影视剧植入+代言人合作等一系列多元化的品牌营销方式，利用海量营销帮助 RIO 建立了广泛的品牌知名度。2018 年新微醺上市后，公司营销紧紧围绕产品消费场景定位，使“一个人的小酒”深入人心，帮助微醺迅速放量。随着公司产品矩阵的逐渐多元，各产品差异化定位不断清晰，公司在营销方面也更加注重精细化管理，充分利用内容营销、网络种草、话题营销、品牌跨界等方式服务于不同产品，为不同的产品选择各自契合的话题内容、投放平台、联名对象，实现更精准的目标人群覆盖和更有效的消费习惯培育。

图 33：公司为不同产品选择不同的联名对象

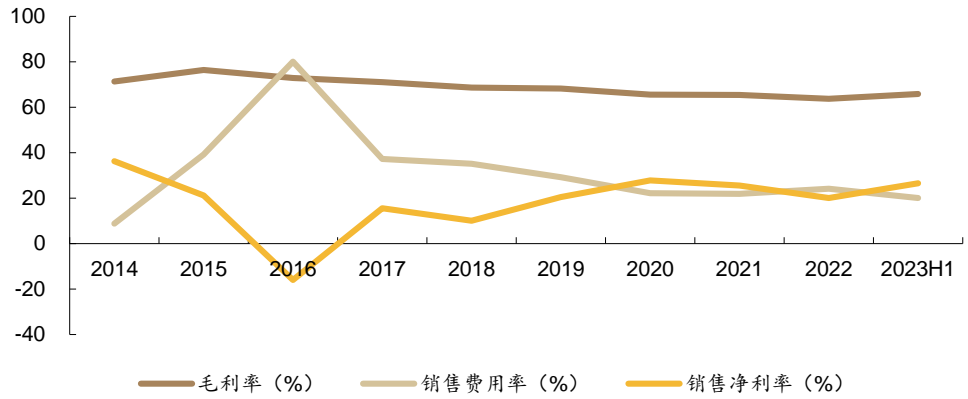


资料来源：RIO 官方微博，官方公众号，公关界 007，德邦研究所

扬帆再启航，公司数字化营销的能力不断增强。为了使营销更紧密地与消费者行为联系在一起，公司在累计 6 年消费者数据的基础上搭建了自有的数据平台 CDP (consumer data platform)。利用 CDP，公司可以收集京东、天猫、官网等多渠道的交易数据和业务系统内的会员信息，通过分析全域消费者画像和行为特征，构建起对消费者更完整的认知，让营销动作更精准地触达不同人群，完成对消费者全生命周期的营销管理，实现营销效率的不断提升。在此基础上，公司还建立了品牌自有的私域，依托会员小程序和微信群组，直接与消费者进行互动交流，极大程度地缩短营销链路并提升销售效率。

从海量营销转向更高效的精细化营销，新一轮增长中公司销售费用率已经明显下降，使公司盈利能力更具弹性。

图 34: 销售费用率下降使盈利能力更具弹性



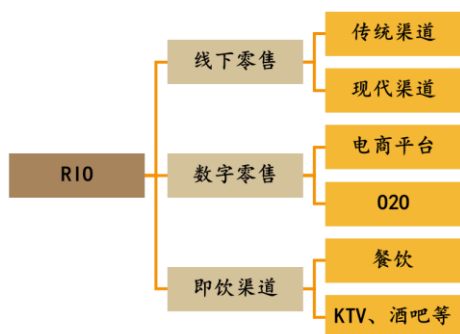
资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

渠道力: 线下渠道稳扎稳打, 线上渠道增长迅速

2016年后, 公司主动进行渠道改革, 有针对性地解决上一轮渠道野蛮生长过程中暴露的问题, 建立了相应的防范机制。针对经销商过多带来的价格混乱, 公司采用精选大商的做法, 从源头上稳固价盘、维护经销商利润; 针对下沉市场的动销不畅, 公司主动阶段性聚焦重点市场, 实现更高质量的覆盖。微醺放量后, 公司开启新一轮市场开拓和渠道下沉。本轮下沉中, 公司更加注重层次重点, 通过做好终端精细化管理、加大终端陈列和品牌展示投入、执行多场景线下推广活动, 实现覆盖率和覆盖质量双提升。2021年, 公司推出更具性价比的产品“清爽”, 并积极推动销售组织扁平化改革, 充分调动一线业务发展潜能, 进一步助力渠道下沉稳扎稳打向纵深推进。

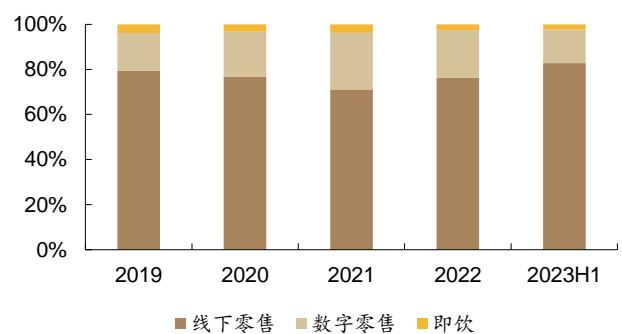
除传统渠道外, 公司积极推进多渠道共同发展, 建立了包括传统渠道和现代渠道的线下零售渠道、包括第三方网络销售平台和 O2O 模式的数字零售渠道以及包括酒吧、KTV、餐厅等的即饮渠道。公司预调酒业务目前销售模式以经销为主, 但在部分大型连锁商超 (沃尔玛、大润发等)、大型连锁便利店 (7-11、全家等)、各类娱乐场所以及天猫、京东等网络销售平台采取直销模式。2016年6月, 公司电商平台正式启动, 近年来, 通过推出适合电商平台的专属产品、构建跨平台协同营销体系、在顺应各平台发展趋势中不断调整, 公司数字零售渠道发展迅速, 不断发挥线上平台在宣传品牌和价格形象上的优势, 已成为了公司经销模式的重要补充。

图 35: 公司预调酒业务渠道布局完善



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 36: 分渠道营收占比

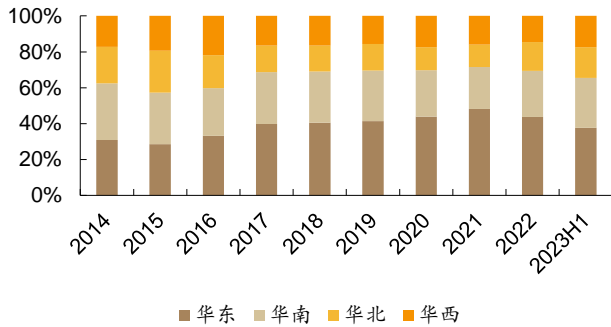


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

分区域来看, 公司已经形成了以华东和华南为主的全国化布局。2022年华东/华南/华北/华西分别贡献公司营业收入的 43%/25%/16%/14%。本轮渠道下沉

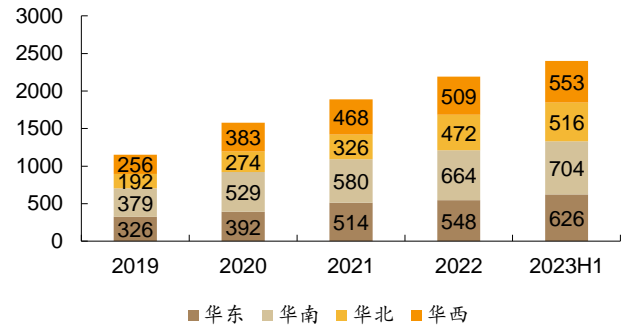
中，公司经销商数量已从 2019 年底的 1153 个增加至 2022 年底的 2193 个，增幅达 90%，华东/华南/华北/华西经销商数量分别增加 68%/75%/146%/99%，在华北和华西地区扩张速度快。在公司预调酒工厂全国化布局的背景下，销售全国化将更有支撑。

图 37：分区域营收占比（中国大陆）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 38：分区域经销商数量（个）



资料来源：公司公告，德邦研究所

2. 新一轮竞争：多点开花，RIO 五大优势持续护航

2.1. 井喷式增长之后，低度潮饮冰火两重天

百舸争流，低度潮饮迎井喷式增长。低度潮饮指 15 度以下的创新型酒精饮料，除预调酒外，还包括果酒、梅酒、苏打酒、米酒等多个子品类。近年来，我国低度酒市场发展迅速，据艾媒咨询，2018-2021 年我国低度酒市场 CAGR 达 3 2.35%；天猫发布的《2022 年低度潮饮趋势报告》也显示，2021 年我国低度潮饮总体电商销售额同比增幅达到 42%。

- 从需求侧来看，年轻人消费力的提升和“她力量”的凸显是低度酒市场快速扩容的主推力量。据 CBN Data《2020 年轻人群酒水消费洞察报告》，90 后和 95 后是 2020 年线上酒水市场中消费人数和人均消费水平增长最快的人群，也是消费占比唯二提升的人群。相比于高度酒，更多年轻人偏好更易入口的低度酒。里斯咨询发布的《年轻人的酒——中国酒类品类创新研究报告》显示，更喜欢 20 度以下的酒的年轻人占比达到 76.7%。同时，我国女性在酒水市场中正在扮演越来越重要的作用。自 2017 年到 2021 年，1919 平台女性用户占比逐年递增，已由 4.79% 增长至 19.02%。目前我国女性人均饮酒量仍明显低于其他世界主要国家，男女饮酒量比偏高，未来我国女性饮酒需求持续增长的空间仍然充足。相比于男性，女性也更偏爱低度酒，更喜欢 20 度以上酒饮的女性仅 11.9%；目前低度酒消费者中女性群体的比例超过 6 成。

图 39：年轻人更偏爱低度酒

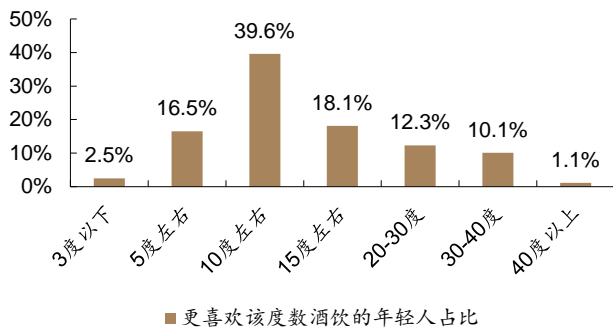
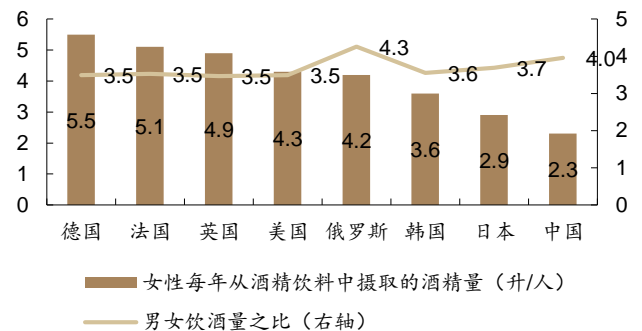


图 40：我国女性饮酒量较低（2019 年）



资料来源：里斯咨询《年轻人的酒——中国酒类品类创新研究报告》，名酒观察公众号，德邦研究所

资料来源：WHO，德邦研究所

- 供给侧观察，2020 和 2021 年，我国低度酒品牌经历了一轮井喷式增长。2020 年新增注册低度酒企业达 9000 余家，天猫新加入的低度酒品牌也达 5000 多家。融资方面，不论频率还是规模都呈现出快速增长，两年中共发生 60+ 起创投融资案例，2021 年投资总额超过 25 亿元。不少企业获多轮融资，女性果酒品牌贝瑞甜心 (Miss Berry) 更是在 1 年内斩获 4 轮融资。

表 7：部分 2023 年 9 月仍在运营的低度酒品牌创投融资情况

品牌	品类	特点	融资时间	融资轮次	融资金额	投资方
梅见	青梅酒	配制型青梅酒，新兴低度酒中第一个销售过 10 亿的品牌	2019 年 9 月	A 轮	未披露	德祐鸿晖股权投资 (高瓴)
			2022 年 10 月	战略投资	10 亿元	华信集团 (重庆市江津区国资委)
冰青	青梅酒	青梅原果发酵酿造	2017 年 12 月	Pre-A 轮	未披露	唐德影视，千树资本，京东科技
			2018 年 7 月	A 轮	数千万	德商资本，连捷集团，美源基金，千章资本
			2019 年 8 月	A+轮	千万级	亲亲食品，王睿
空卡	苏打酒	0 糖 0 脂 0 色素	2021 年 8 月	B 轮	近亿元	东方富海，壹叁资本，江小白
			2020 年 9 月	天使轮	未披露	金沙江创投，经纬创投，德迅投资等
			2021 年 2 月	A 轮	未披露	量子悦动科技 (抖音子公司)
			2022 年 3 月	战略投资	未披露	元承创投，元初投资 (腾讯、阿里持股)
贝瑞甜心	果酒	采用低温慢发酵工艺	2020 年 3 月	天使轮	未披露	康之诚电商
			2020 年 8 月	A 轮	数千万	经纬创投，新世相，尚承投资
			2021 年 5 月	A+轮	过亿元	CPE 源峰，C 资本，经纬创投，尚承投资

兰舟	果酒	绑定剧本杀场景	2021年9月	Pre-B轮	数千万	碧桂园创投, CPE源峰
			2021年12月	B轮	未披露	百威英博
			2020年11月	天使轮	未披露	天使湾创投
			2021年8月	A轮	千万级	传化集团, 境界投资, 天使湾创投
落饮	果酒	茶果酒	2021年12月	B轮	未披露	百威英博
			2020年9月	种子轮	未披露	光良酒业
			2020年12月	天使轮	数百万	XVC, 天图投资
醉鹤娘	红酒	定位红酒小白	2021年11月	Pre-A轮	近千万美元	BAI资本, XVC, 天图投资
			2017年1月	天使轮	1500万	氩基金, 传媒梦工场
			2018年5月	Pre-A轮	未披露	氩基金, 青骢资本, 真格基金, 乾通互连, 伽利略资本
赋比兴	—	专为低度酒提供研发、代工、物流等供应链服务	2020年12月	A轮	数千万	泮途资本
			2020年11月	天使轮	未披露	宽窄创投, 东方创投
			2021年1月	A轮	未披露	银河系创投, and me coffee 社区连锁咖啡
			2021年4月	A+轮	数千万	银河系创投, 钟鼎资本, 宽窄创投
			2021年8月	B轮	近亿元	钟鼎资本, 银河系创投, 彬复资本

资料来源: 各品牌淘宝官方旗舰店, 企业预警通, 36氩创投平台, FBIF 食品饮料创新公众号, 浪潮新消费公众号, 德邦研究所

加速洗牌, 潜力赛道领头羊初露头角。进入 2022 年后, 低度酒市场迅速进入快速冷却阶段。首先是销售方面增长乏力。2022 年果酒行业增速 30%左右, 与最高峰时的 200%形成鲜明对比。2021 年 618, 天猫数据显示低度酒增长率超过 120%, 而到了 2022 年, 618 酒类目销售前 20 的榜单上, 只有 RIO 一个低度酒品牌。紧随其后的是品牌的清退和资本的降温, 大量品牌销声匿迹。2022 年新增注册的低度酒企业仅 600 余家, 融资减少至 10 起左右。究其原因, 除了疫情影响, 一是产品同质化造成价格竞争激烈, 利润受到严重挤压; 二是大多数品牌线下渠道延伸不足, 线上竞价买流量又随着入局的增加而陷入恶性竞争。伴随着实力稍弱品牌陆续退场, 一些赛道的领头羊选手也初露头角, 其中就包括江记酒庄旗下的青梅酒品牌“梅见”和切入女性赛道的果酒品牌“贝瑞甜心”。但我们认为, 目前来看二者对 RIO 的威胁仍较小。

2.2. 梅见: 青梅酒赛道独树一帜, 价格场景定位均有差异

青梅煮酒, 江小白低度酒赛道论英雄。梅见是由江小白酒业的子公司重庆江记酒庄于 2019 年推出的青梅酒品牌。上市以后梅见持续保持高速增长, 2020 和 2021 年增幅分别达到 90%和 200%。2022 年, 梅见零售市场总规模超过 25 亿元, 厂家端销售额达到 10 亿元, 成为低度潮饮赛道中第一个达到 10 亿级销售额的品牌。梅见的成功, 一是产品上的匠心, 二是供应链上的投入, 三是中式品牌文化的打造, 四是在餐饮渠道的长期布局。

- **产品上, 经过研发团队反复打磨, 梅见形成了一系列品质优良、风味独特的产品。**梅酒的酿造工艺有发酵型、浸泡型和配制型 3 类, 目前梅见多采用配制型的方式。以销售占绝对多数的白梅见为例, 每年 4、5 月的成熟季节, 普宁青梅在人工采摘后, 需在 72 小时内完成冷链空运、筛选、清洗、沥干等工序, 此后利用黄冰糖进行大约 90 天的糖渍得到青梅汁, 最终再和江记酒庄自有的单一高粱酒基酒调配并陈放产出最终产品。这种使用青梅汁配制的做法, 不仅有利于节约成本, 降低产品价格, 也有利于节约处理时间, 锁住新鲜青梅风味, 实现大规模生产。除白梅见外, 梅见不断探索创新, 推出了拥有独特烟熏风味的金梅见、陈皮梅见等融合中国原生元素的风味系列, 走出了中式梅酒的差异化道路。2022 年 4 月, 由江记酒庄提出、重庆市酒类管理协会管理的《青梅酒》团体标准正式发布, 梅见有望以行业领头羊的身份引领青梅酒行业走向规范化。

表 8: 梅见产品体系

产品	酒精度	容量	价格	配料	保质期	推出时间	示意图
白梅见	12%	330ml	32 元	水, 高粱, 青梅, 白砂糖, 浓缩青梅汁, 焦糖色	4 年	2019 年	
金梅见 (烟熏风味)	14%	750ml	118 元	水, 高粱, 青梅, 白砂糖, 浓缩乌梅汁, 浓缩青梅汁, 焦糖色	3 年	2019 年	
青柑梅见	16.8%	750ml	148 元	水, 高粱, 青梅, 黄冰糖, 新会陈皮, 青皮, 青梅汁	2 年	2022 年 9 月	
双子梅见	15%	750ml	238 元	水, 高粱, 梅酒原酒 (日本纪州南高梅、砂糖、酿造酒精), 四川大邑南高梅, 黄冰糖	3 年	2022 年 9 月	
十年陈皮梅见	15%	750ml	368 元	水, 高粱, 青梅, 黄冰糖, 10 年新会陈皮	2 年	2022 年 9 月	
十五年陈皮梅见	15%	750ml	468 元	水, 高粱, 青梅, 黄冰糖, 15 年新会陈皮	2 年	2022 年 9 月	
大红袍梅见	14%	750ml	358 元	水, 高粱, 青梅, 黄冰糖, 武夷山大红袍, 维生素 C	2 年	2022 年 9 月	
时光梅酒 (江记酒庄旗下产品)	8%	330ml	29 元	水, 果葡糖浆, 伏特加, 浓缩青梅汁, 食用香精	2 或 3 年	2021 年 4 月	

资料来源: 梅见旗舰店, 时光梅酒旗舰店, 梅见官方微博等, 德邦研究所

- **供应链上, 梅见深入研究青梅产区和种植, 已完成青梅产地布局。**中国的青梅有 190 多个品种, 自 2014 年起, 江记酒庄就开始在全国进行富梅产区的品种溯源与研究, 不断锁定优质青梅产区。目前, 梅见已经在广东普宁、福建诏安、四川大邑、云南洱源建立了四大青梅种植基地, 甄选了 10 个主要梅种。江记酒庄还在重庆和上海设立了研发中心, 在重庆江津种植了 5000 亩研发类品种, 服务青梅品类的改进与创新。
- **渠道上, 定位“中式佐餐酒”的梅见背靠江小白数万餐饮渠道加持, 已逐渐在餐饮终端打开突破口。**梅酒本身具有酸甜口感, 适宜于配餐饮用, 自带的东方基因也能够和多种中餐场景适配。在终端, 梅见通过灯箱、吊牌等个性化物料进行宣传展示, 通过推出主题定制菜单与特色菜绑定, 通过一线团队与消费者的游戏互动进行推广, 实现从视觉、产品、传播等多维度打通餐饮门店与消费者的连接。以餐饮渠道的广泛布局为核心, 目前梅见已实现 2: 8 的线上线下销售比例。
- **品牌上, 梅见借力梅酒在我国的悠久历史, 树立起了具有东方文化气质的品牌形象。**青梅原产于我国, 自夏商起至今已有 7000 多年种植历史, 梅酒也自宋朝就开始普及。近年来国潮消费概念的兴起为梅酒复兴带来了机遇。以“建立一个风雅世界的东方青梅酒品牌”为目标, 梅见通过“梅见夜宴”等场景体验 IP, 打造综合的“唐风宋骨”式佐餐饮酒场景氛围体验, 将中华文化融入产品和品牌的传播中, 为梅见在传统文化和中国审美崛起大势下实现品牌长期价值发展奠定了基础。

各美其美, 梅见 RIO 各项定位均有差异。1) 从价格定位上来看, RIO 比梅见更具备价格优势。工艺上, 由于青梅保鲜能力弱, 成熟以后需要短时间内进行人工采摘以及冷链空运, 此后还需经历筛选、清洗等多个步骤, 导致梅酒的成本高。2022 年 9 月后, 梅见积极推进产品高端化, 连续发布多款中高端系列产品, 使梅见和 RIO 进一步错开了价格带。2) 二者在场景定位上明显不同。梅见主打“中式佐餐”, 抢占啤酒和白酒的餐饮市场, 而 RIO 目前的基本盘在于居家饮用, 二者在价格和酒精度上的错位也在加强二者在场景上的差异。即便清爽和清爽未来在餐饮渠道投放, 我们也认为由于清爽和强爽在口感、价格、配餐种类等方面更多是对标啤酒, 与梅见重合度不高, 二者间不构成最主要的竞争关系。3) 从产品丰富程度来看, 梅酒本身就原属于果酒中的子品类, 品类范围较窄, 而预调酒产品创新的灵活性更强, 使 RIO 能够比梅见实现更广的风味类型覆盖, 满足更多人群更多元化的口味需求。

2.3. 贝瑞甜心：瞄准女性打造健康果酒，未来还需坚持长期主义

精准定位，初心明确打法清晰。贝瑞甜心由RIO前数字零售事业部总监唐慧敏于2019年创立。贝瑞甜心精准定位客群，瞄准女性低度酒市场，主打“小聚开心，喝贝瑞甜心”，聚焦于满足闺蜜聚会、独居小酌等多元化的女性饮酒场景，立志于提供能为女性带来陪伴和情绪价值的酒饮产品，其80%以上的消费群体是22-30岁之间的年轻女性。2020年4月，贝瑞甜心推出其主推产品——甜心小方瓶系列果酒，上线后即成为爆款，连续3个月蝉联天猫果酒类目销量第一。2021年，贝瑞甜心销售额实现2020年5倍增长，2020-2022年在天猫低度酒类目排名稳居前三。能够在一众低度酒品牌中脱颖而出，除了客群和场景的聚焦外，还有贝瑞甜心在产品、营销、渠道上的功力。

- **以饮料的方式做产品。**贝瑞甜心从创立之初就拥有自己的研发团队和自有实验室，从口味市场调研到调制、测试都由研发团队全程负责。继小方瓶系列之后，贝瑞甜心又陆续推出罐装气泡酒、巧克力酒、咖啡酒、花草酒等多口味创意酒品，不断通过创新产品试错和迭代发掘大单品。目前，贝瑞甜心主要聚焦小方瓶和罐装两款产品。酿造工艺上，有别于其他果酒大多采用配制勾兑的做法，贝瑞甜心采用真果低温慢发酵工艺，不添加香精、色素、防腐剂等元素，更契合女性客群健康饮食的理念。

表 9：贝瑞甜心主要产品

产品	酒精度	容量	价格	生产厂家	保质期	推出时间	示意图
小方瓶系列	8%	300ml	39元	杭州金谷酒业	3年	2020年4月	
气泡果酒系列	2.5%	330ml	10.8元	杭州千岛湖啤酒	1.5年	2020年8月	
全球精选系列	6%	280ml	29元	杭州金谷酒业	2年	—	
血橙黑加仑晚安酒	6%	300ml	46元	烟台查理斯堡酒业	3年	2021年4月	

资料来源：MissBerry旗舰店，贝瑞甜心官方公众号，CDIE数字化创新博览会等，德邦研究所

- **以美妆的方式做营销。**唐慧敏曾操盘“RIO六神鸡尾酒”、“RIO英雄钢笔鸡尾酒”等爆款项目，贝瑞甜心也善于利用跨界创意联名打造品牌调性、实现更广度的人群覆盖。贝瑞甜心还将联名营销与产品推新结合在一起，推出了巧克力酒、麻辣香锅酒、冰镇青梅酒等一系列新口味产品。明星代言上，贝瑞甜心也是直击Z世代女性圈层，先后与R1SE翟潇闻、INTO1刘宇合作，强化年轻化的品牌形象，演绎“甜心”品牌人设，通过加强代言人与产品的互动曝光，将明星粉丝转化为品牌新客，拉动品牌声量与销量共同增长。同时，贝瑞甜心还在多个平台进行种草营销，多角度实现消费者互动，在小红书和抖音上的销售效果尤为突出。
- **以酒的方式做渠道。**与大多数低度酒品牌不同，线上起家后，贝瑞甜心积极推进线下终端布局。2022年底，贝瑞甜心已完成4万家零售终端的布局，辐射全国近20余个省份，用户分布同时覆盖一二三线及以下城市。

道阻且长，未来还需坚持长期主义。早期的脱颖而出足以证明贝瑞甜心比大多数低度酒做对了更多，但看向未来，至少有3个主要方面需要完善。1) 像大多数低度潮饮一样，贝瑞甜心目前对供应链的掌控能力还较弱，生产均采用代工模式。代工模式虽然能够减少前期投入，缩短回报周期，但会带来企业对生产掌控能力弱、产品品质不稳定、影响新产品研发和推出等问题。2) 代工生产也会相应地增加产品成本，从品类本身来说，果酒相对于预调酒就不具备成本优势，尤其贝瑞甜心采用真果低温慢发酵的酿造工艺（以小方瓶为例，加入酵母的果汁或果浆须在严格20℃的环境中发酵28天），使得成本进一步抬升。价格上的劣势一方面为培育消费者对真果发酵概念的认知提出了更高的要求，一方面也为打开

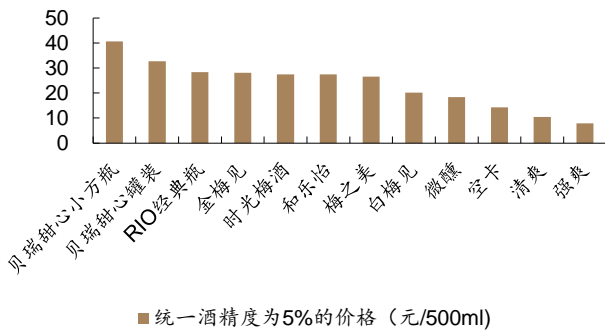
三四线城市等下沉市场增加了难度。3) 虽然贝瑞甜心在渠道布局上已经取得了不错的效果, 但覆盖网点的数量依然较少。打通线下渠道并非易事, 条码费、陈列费等高昂的终端铺货成本对品牌的资金实力有着较高的要求。从线上线收入结构来看, 2021年贝瑞甜心线下渠道收入占比约40%, 2022年约60%, 与RIO及梅见也存在一定的差距。要在“大资本+大品牌+大流通”的酒水行业稳定立足, 如何进一步加强品牌认同和真果发酵概念认知、提升供应链掌控能力、推进线下渠道建设更完善, 预计是贝瑞甜心未来必须面临的问题。

图 41: 微醺、清爽&强爽具备价格优势



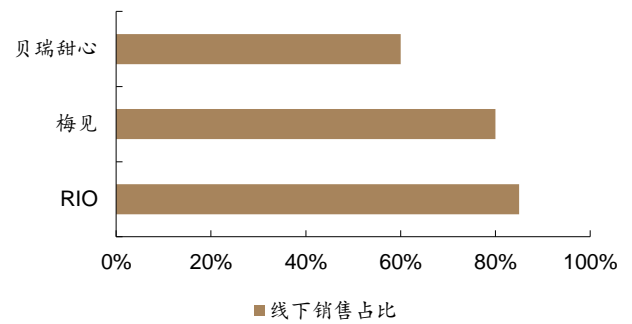
资料来源: 各品牌淘宝官方旗舰店, 德邦研究所

图 42: 统一酒精度后的低度潮饮价格对比



资料来源: 各品牌淘宝官方旗舰店, 德邦研究所

图 43: RIO 和梅见线下销售额占比更高

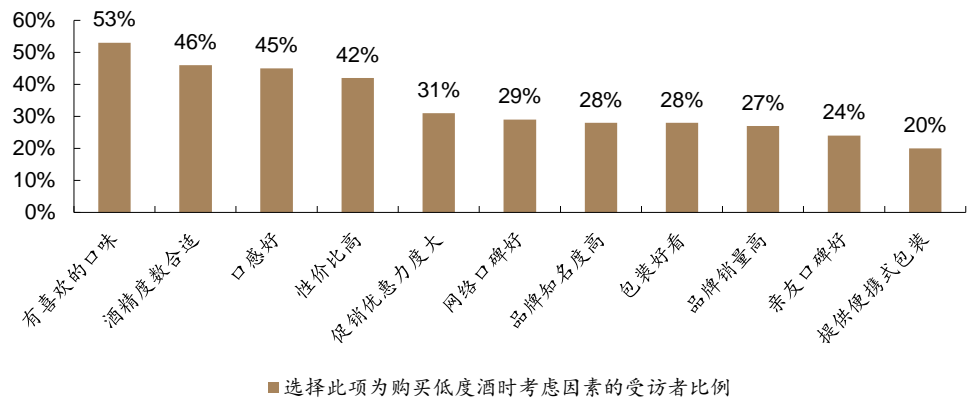


资料来源: 公司公告, 新营销, CDIE 数字化创新博览会, 德邦研究所
注: 梅见和贝瑞甜心为 2022 年数据, RIO 为 2023 年上半年数据。

2.4. 五大优势护航, RIO 享受市场扩张红利不惧挑战

产品: 预调酒品类丰富价格更低。预调酒具备口感风味创新上的灵活性。在强大的研发能力加持下, RIO 目前已经形成了 SKU 较为丰富的产品矩阵, 能够满足各种多元化的饮用需求。尤其是在低度酒多为女性酒或不区分饮用者性别的背景下, RIO 拥有的细分产品能够更精准地切中不同性别和不同饮酒经验者的饮用需求, 实现更广泛的消费者覆盖。此外, 许多此轮快速增长的低度酒在生产工艺的复杂程度上甚至高于一些高度酒, 对原材料的要求也较高, 需交给有经验的代工厂家进行生产, 价格普遍较高。而预调酒相对来说工艺门槛较低, 生产成本也较低, 对于其他低度酒品类来说具备价格优势, 更容易受到消费者青睐。

图 44: 有喜欢的 SKU 和低价格是消费者购买低度酒时的重要考虑因素



资料来源:《2022 年低度潮饮趋势报告》, 德邦研究所

产业链: 多环节布局进一步维护低成本高品质。与多数新兴品牌仍采用代工方式生产相比, 公司目前已完成研发、基酒、食用香精、自有产能的多个环节布局。这样的多环节布局不仅能帮助公司稳定产品品质、降低食品安全风险, 还有利于进一步放大预调酒的成本优势、协同研发生产, 更好应对预调酒赛道潜在竞争对手以及果酒等口感风味相近品类的威胁。

品牌: “RIO=预调酒” 守护基本盘。经过多年运作, RIO 已经形成了独树一帜的品牌力, 树立了“RIO=预调酒”的行业名片形象。2019 年后的低度酒快速增长并未影响到 RIO 在预调酒赛道中的绝对领先地位, 龙头地位仍然稳固。从预调酒行业内的不同竞争者来看:

- 三得利和乐怡于 2018 年后进入中国, 2022 年三得利在我国市占率 1.9%。目前和乐怡仍为日本生产, 根据《中华人民共和国进出口税则 (2022)》规定, 我国从日本进口的利口酒需征收 9.1% 的协定税率。受关税及其他因素影响, 和乐怡目前在中国售价较高, 其官方旗舰店中单罐 (350mL) 售价约 11.5 元。从消费者购买意愿来看, 《2022 年低度潮饮趋势报告》显示, 只有 7% 的消费者明确表示更青睐进口品牌, 而有 12% 的消费者表示更会考虑国产品牌。考虑价格、消费意愿等因素, 我们认为三得利对 RIO 造成严重威胁的可能性较小。
- 如第一章所述, 2015 年前后预调酒快速增长时许多白酒企业曾短暂涉足预调酒业务, 后随着预调酒行业转冷逐渐退出。目前来看, 虽然预调酒行业空间相较 2015、16 年增长明显, 但本轮低度酒从大热到转冷的过程说明预调酒在内的低度酒的行业空间仍需进一步的发展, 以容纳更多玩家。我们认为在预调酒行业规模大幅提升前, 白酒企业二次发力预调酒业务的性价比较低, 可能性较小。

综合以上分析, 在第一章中总结的“产品力”、“营销力”、“渠道力”三项“法宝”的持下, 我们认为“RIO=预调酒”的行业地位有望长期稳固。占据了预调酒这一具有创新灵活性和低成本优势的品类, RIO 也能更从容地面对未来还可能发生的竞争。

场景: 开辟独饮场景深入人心。贝瑞甜心瞄准闺蜜聚会、兰舟绑定剧本杀、醉鹅娘推出晚安酒……在 RIO 开辟独饮场景这一成功经验的启发下, 本轮中各低度酒品牌也抓紧通过场景营销抢占市场。从头部品牌来看, 无论梅见还是贝瑞甜心, 其主攻场景与 RIO 均有错位。同时, 通过各产品的协同配合, RIO 的饮用场景也在不断向与独饮场景基因相近的、更广泛的居家饮用场景延伸。相较于其他新兴品牌, RIO 前述的产品、产业链、品牌的特点和优势也已经形成合力, 场景巩固和延伸的先发优势明显。

人才: 股权激励保障人员稳定。2021 年 9 月, 公司推出股权激励计划, 以 3

0.34 元/股的价格向 227 名激励对象授予 300 万股限制性股票，激励对象包括核心管理人员、核心技术人员、骨干业务人员等，授予的股票占公司股本总额的 0.40%，其中 102.07 万股来自股份回购，剩余 197.93 万股来自定向增发。由于 2022 年疫情对公司生产运营产生影响较大，公司对激励计划进行了调整，将业绩考核年度向后顺延一年。调整后，限制性股票考核目标变更为以 2022 年营收为基数，2023/2024/2025 年营收增长率不低于 25%/53.75%/84.50%，对应收入 3 2.4 亿/39.9 亿/47.8 亿元，同比增长 25%/23%/20%。作为在低度酒领域深耕 20 载的企业，公司许多管理及业务人员都拥有丰富的行业经验，本次股权激励计划的推出将有助于公司维持人员结构的稳定，留住有竞争力的关键人才。

表 10：限制性股票解锁条件及时间安排

解除限售期	解锁条件	解锁时间	解锁比例
第一个解除限售期	以 2022 年营收为基数，2023 年营收增长率不低于 25%	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二个解除限售期	以 2022 年营收为基数，2024 年营收增长率不低于 53.75%	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个解除限售期	以 2022 年营收为基数，2025 年营收增长率不低于 84.50%	自授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	40%

资料来源：《关于调整 2021 年限制性股票激励计划的公告》，德邦研究所

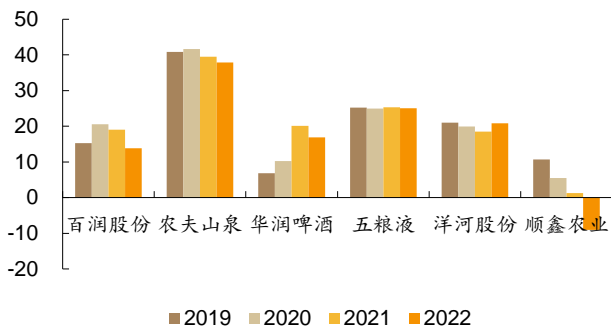
3. 展望未来：ROE 提升主要看强爽清爽拉动产能利用率

3.1. 拆分 ROE：重点关注产能利用率提升

从杜邦分析来看，公司目前经营模式为较高净利率+较低周转率和杠杆率。

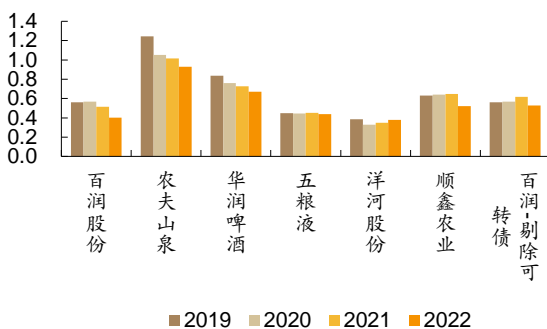
- 随着新微醺的上市，公司 ROE 在 2019 年后相较此前基本企稳，2019-2022 年均 ROE 达 17.16%。考虑到我们重点关心公司预调酒业务，而公司 2021 年发行可转债为烈酒业务募资对公司杠杆率的影响较大（2021/2022 年年底，可转债余额占公司负债总额的 51.20%/36.56%），我们还计算了剔除年末可转债余额后的总资产周转率和权益乘数。不考虑可转债，除 2022 年末受强爽爆量导致公司合同负债、预计销售返利及短期借款增加抬升权益乘数外，公司权益乘数及总资产周转率基本保持稳定，ROE 变动趋势与销售净利率一致。
- 与啤酒、饮料、白酒行业龙头企业对比，公司目前经营模式为较高净利率+较低周转率和杠杆率。公司销售净利率高于啤酒而低于定价能力较强的次高端以上白酒；资产周转速度与饮料及啤酒企业差距较大，而与存货较多的白酒企业相近；剔除可转债后，公司对财务杠杆的利用也较为谨慎。

图 45：ROE 对比(%)



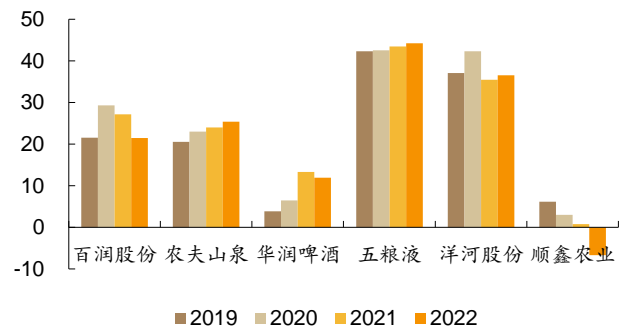
资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

图 47：总资产周转率对比



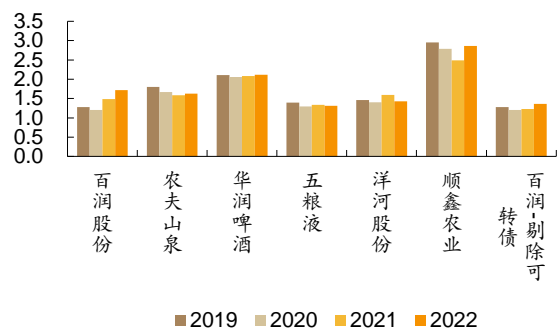
资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

图 46：销售净利率对比(%)



资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

图 48：权益乘数对比

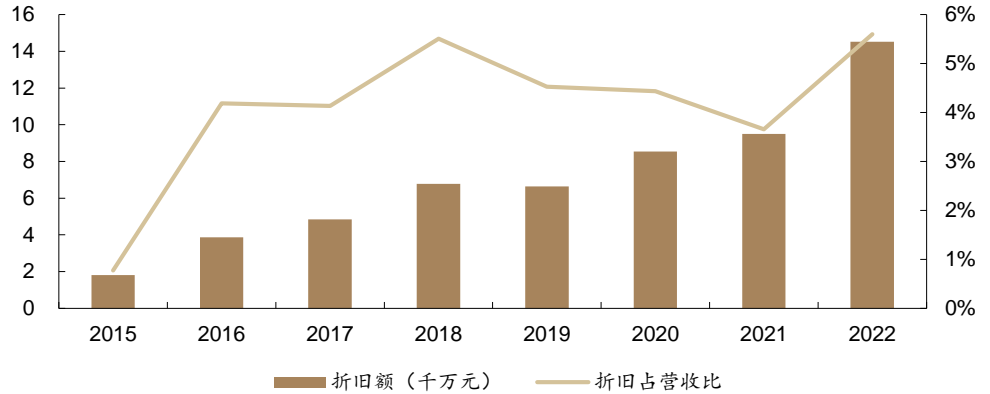


资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

- 公司净利率较高主要因为毛利率较高。2019-2022 年，公司平均毛利率高达 65.74%，接近白酒行业均值，明显领先于饮料与啤酒。2014 年后公司毛利率整体呈小幅波动下行态势，主要原因包括：（1）毛利率稍低的罐装产品占比不断提升（2）2020 年起会计准则变化导致运输费从销售费用调整至营业成本（3）2022 年上半年疫情对公司原材料供应、物流等影响较大（4）随着预调酒产线为主的固定资产转固，公司年折旧额增加较为迅速。毛利率相近的情况下，公司近年来平均销售费用率及研发费用率明显高于白酒企业（以及啤酒、饮料企业）。虽然 2018 年后

公司销售费用率较之前改善明显，但由于预调酒市场仍处于成长期，公司仍在加紧渠道铺设及消费者培育，客观上对渠道费用及广告宣传费用需求较高。同时，不同于白酒、啤酒具有产品生命周期长的特点，预调酒需要保持更快的推新速度，公司也积极推动新系列、新风味产品研发，保持了较高的研发费用率。

图 49：公司固定资产折旧额提升较快



资料来源：公司公告，德邦研究所

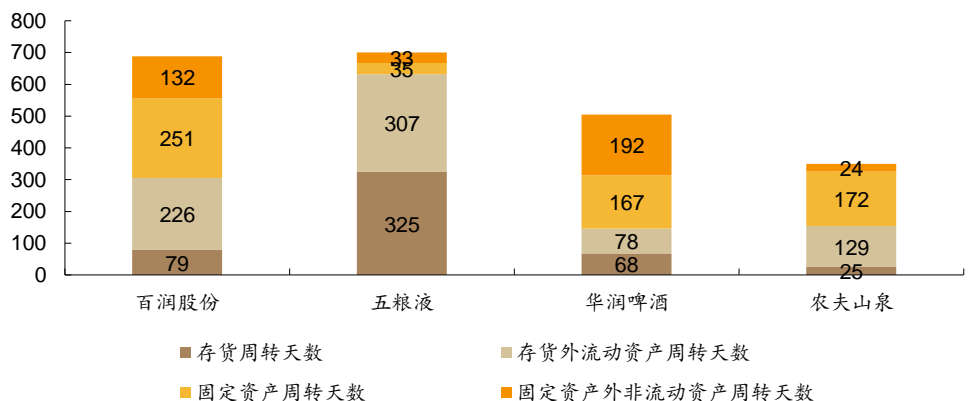
表 11：百润与 A 股白酒、啤酒、饮料主要上市公司 2019-2022 年盈利能力对比

行业 (公司)	平均毛利率	平均销售费用率	平均管理费用率	平均研发费用率	平均净利率
百润股份	65.74%	24.36%	9.26%	3.45%	23.48%
白酒	68.93%	17.65%	8.13%	1.01%	23.33%
啤酒	36.17%	13.97%	9.44%	1.97%	7.08%
饮料	39.45%	14.25%	5.91%	0.71%	12.69%

资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

- 公司资产周转率较低主要因为固定资产周转率较低。虽然总资产周转天数与白酒企业相近，但与白酒企业主要由存货等流动资产拉高周转天数不同，公司周转天数主要由固定资产贡献。公司除存货以外的其他流动资产的周转天数也较高主要是因为 2020 和 2021 年两次再融资募集了较多货币资金，随着基酒及烈酒项目的推进，募集资金也将进一步转化为在建工程及固定资产。因此固定资产周转速度慢是公司总资产周转速度较慢的主要原因。

图 50：公司较高的周转天数主要由固定资产贡献



资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

注：数据对应 2019-2022 年平均

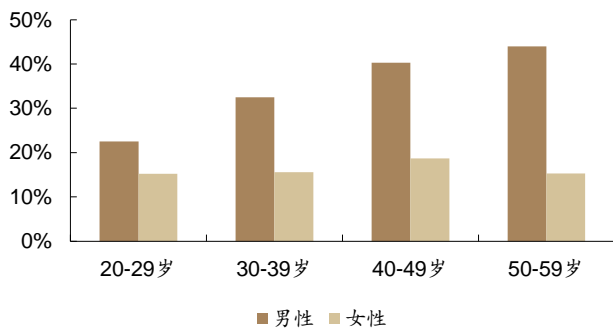
公司未来 ROE 提升主要关注产能利用率提升情况。1) 从净利率看，如前所述，我们认为目前公司保持一定比例的销售和研发费用比是较为必要的，进一步

提升净利率的关键在于稳住毛利率。由于毛利率更低的罐装产品比例持续提升是配合居家饮用场景定位的必然，故未来毛利率提升的应主要依靠产量上升后摊薄单位产品所负担的折旧金额等固定成本，亦即提升公司产能利用率。2) 从总资产周转率来看，目前公司周转率主要受固定资产拖累，单位固定资产所支持的营业收入金额还存在较大的提升空间，产能利用率不高也是造成这种现象的一个主要原因。3) 从以上两方面分析看来，公司未来 ROE 的提升应主要依靠产能利用率提升。结合公司产品矩阵构成及战略重心判断，产能利用率的变动或主要依赖于**强爽和清爽两款更具人群和场景拓展性产品的市场表现情况**。我们接下来的分析将表明，强爽和清爽完全具备为公司一进步打开市场空间的能力。

3.2. 强爽：营销过后，差异化定位留住消费者

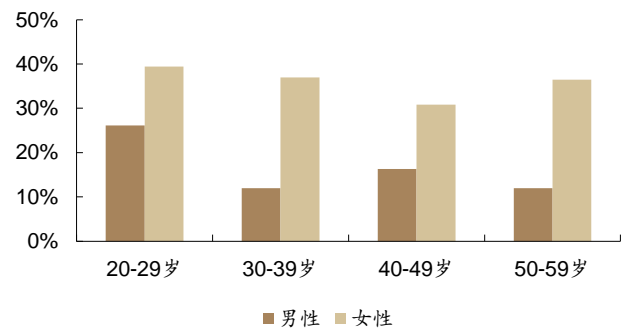
细分人群，高度产品扩展客群。根据三得利的调查，相比于日本女性，日本男性普遍更青睐度数更高的预调酒产品。区别于微醺的低度女性酒定位，强爽能以更高的酒精度满足男性和有饮酒习惯女性的需求，实现预调酒在消费者人群上的拓展。同时，通过锁定有饮酒习惯的高频次消费者，强爽也更易获得消费者粘性。在公司产品矩阵中，强爽常年保持第一的复购率，复购率较其他品类多出 2-3 倍。

图 51：日本男性高度预调酒消费者在受访男性中占比高于女性



资料来源：三得利官网，德邦研究所

图 52：日本女性低度预调酒消费者在受访女性中占比高于男性



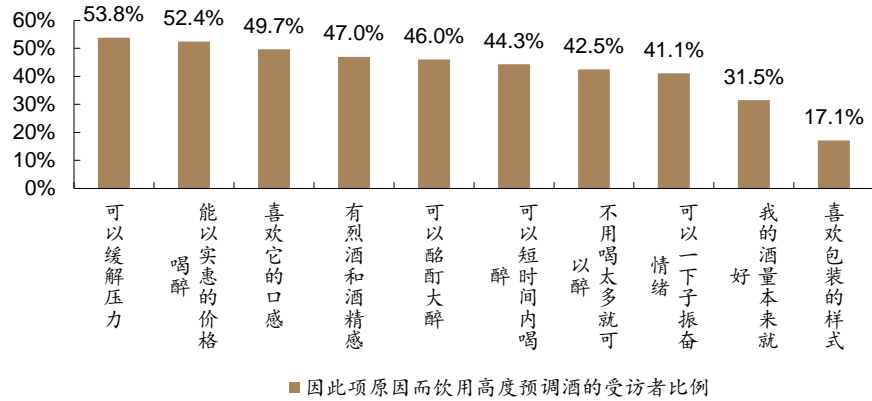
资料来源：三得利官网，德邦研究所

顺势而为，消费者教育思路明确。在细分预调酒市场消费人群这件事上，强爽并不是第一个。2015 年，青岛道格拉斯洋酒曾推出一款名为“AK-47”的预调酒，当时就主打“男人鸡尾酒”，酒精度也达到了 5%和 8%。然而，这款产品并未获得持续的成功。我们认为，强爽和 AK-47 存在两点重要的差别，这两点就决定了强爽大概率不会重复 AK-47 的失败。

- **一是锚定功能。**因以往预调酒的酒精度普遍较低，在强爽爆量以前，消费者通常认为预调酒是酒量不好的人才喝的“小甜酒”。AK-47 的推出并未改变大众的这种刻板印象。“男人鸡尾酒”这样的标语并未告诉消费者出为何有白酒和啤酒等众多选择的男性需要选择一款预调酒，导致 AK-47 上市后不久就有媒体发出中国男性是否真的需要鸡尾酒的疑问。相反，在对于强爽的宣传上，RIO 重点通过“一罐就到位”的广告语进行宣传，这句广告语归根结底是对强爽功能特征的一种表述——强爽是一款可以让人快速喝醉的酒。通过“不信邪”挑战等活动的造势，RIO 进一步加深了消费者对强爽“易醉”特征的认知。强爽这种与微醺的反差感，在打破消费者对于预调酒刻板的印象的同时，还引发网友们在各平台自发进行分享宣传。在日本，消费者对于高度预调的易醉功能有着明确的认知。根据三得利的调查，“可以缓解压力”和“能以实惠的价格喝醉”是消费者提到最多的理由。“可以酣畅大醉”、“可以短时间内喝醉”、“不用喝太多就可以醉”被提到的比例也很高。高度预调酒能实现这样的功能主要是因为做到了适口性和酒精含量的平衡，8%-9%的

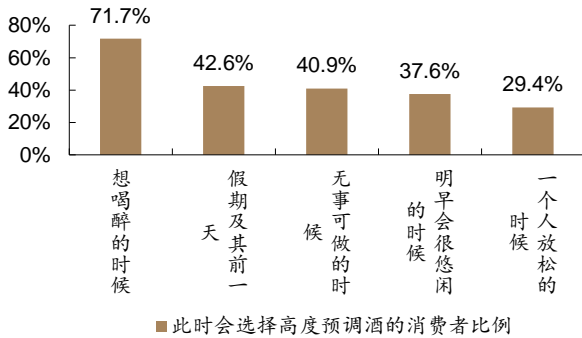
酒精度正处于主流啤酒和烈酒两大品类之间，能在更易醉的同时保证整体口感不过于刺激。这样的功能是微醺等低度产品不具备的，多数预调酒消费者表示在“不想喝得太醉的时候”、“还有工作要做的时候”会选择低度预调酒，而高度预调酒则可以在假期或“无所事事的时候”享用。从这一点来看，强爽的存在是有消费者的“醉酒需求”作为实际支撑的，而强爽本身的产品特点也可以很好地满足这样的需求。

图 53：释放压力和更易醉是消费高度预调酒的主要动机



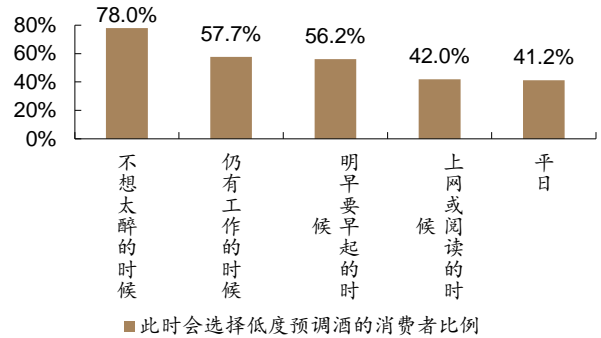
资料来源：三得利官网，德邦研究所

图 54：高度预调酒适合想喝醉和悠闲的时候



资料来源：三得利官网，德邦研究所

图 55：低度预调酒适合不想喝醉的时候和平日里



资料来源：三得利官网，德邦研究所

➤ 二是锚定场景。同样，对于比微醺诞生得更早的 AK-47 来说，没有锚定独饮或居家场景，也使消费者找不到消费它的理由。强爽爆量后，RIO 并不局限于就强爽易醉的特点进行宣传，而是将其进一步锚定下班回家快速放松、组队开黑、观看体育赛事等多元居家饮用场景，这将帮助强爽进一步留住消费者。

图 56：AK-47 “男人鸡尾酒”



资料来源：华夏酒报，德邦研究所

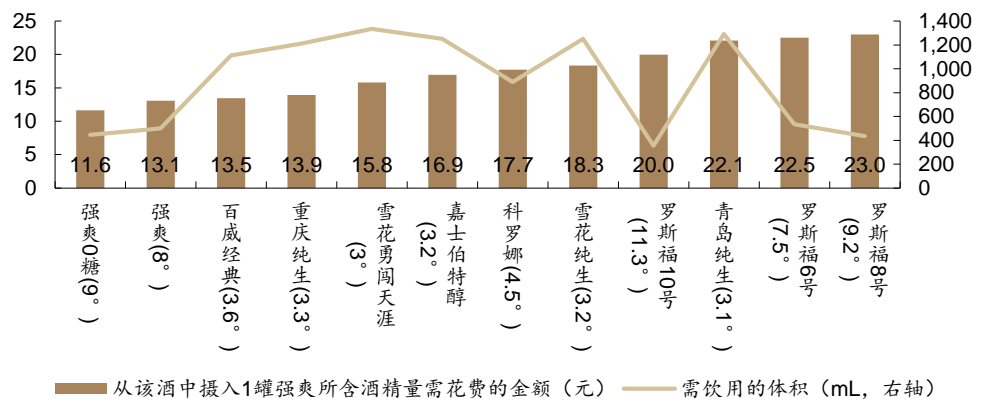
图 57：强爽锚定多元居家饮用场景



资料来源：数英 DIGITALING，德邦研究所

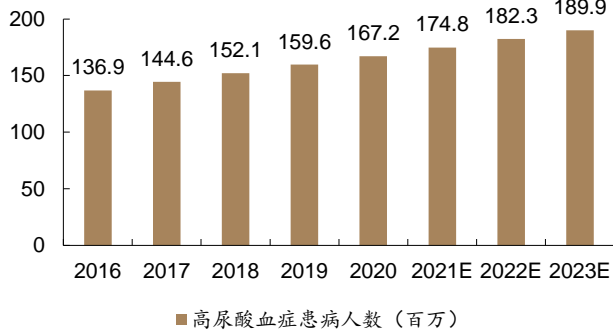
对比啤酒，高“醉价比”+更健康优势凸显。强爽定位有饮酒需求的消费者，不可避免会与啤酒形成竞争。对比啤酒，我们认为强爽主要具备更高“醉价比”+更健康的优势。“醉价比”方面，虽然一款酒有多容易使人达到醉酒程度受多项因素影响，但从市面上主流的中档以上啤酒中摄取1罐强爽所含酒精量需花费的金额均高于强爽本身，这一事实可以部分说明强爽具有较高的“醉价比”。健康化方面，随着受教育水平和生活水平的不断提高，越来越多的我国民众开始注重健康饮食和疾病预防。关于啤酒的一个主要顾虑是，由于啤酒中的嘌呤和鸟苷酸含量较高，容易诱发高尿酸血症甚至痛风。近年来，我国高尿酸血症呈明显上升和年轻化趋势，患病率已达到13.3%，痛风的患病率也上升至1.1%。相比于啤酒，强爽的基酒——伏特加中含嘌呤数极少，强爽0糖版更是实现了0嘌呤。以上差异化定位和优势叠加，将有助于强爽在营销爆量之后通过产品本身的特点留住消费者。从日本经验来看，过去12年7度以上预调酒CAGR达14.35%，已成为占比最高的子品类。

图 58：强爽具有高醉价比



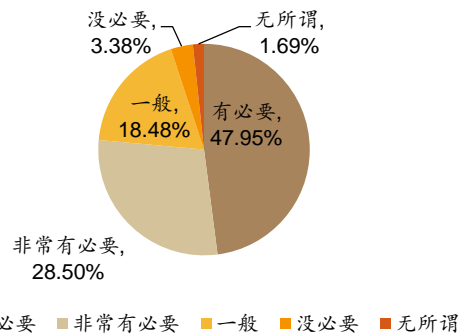
资料来源：各品牌淘宝官方旗舰店，天猫超市等，德邦研究所

图 59：我国高尿酸血症患者人数上升迅速



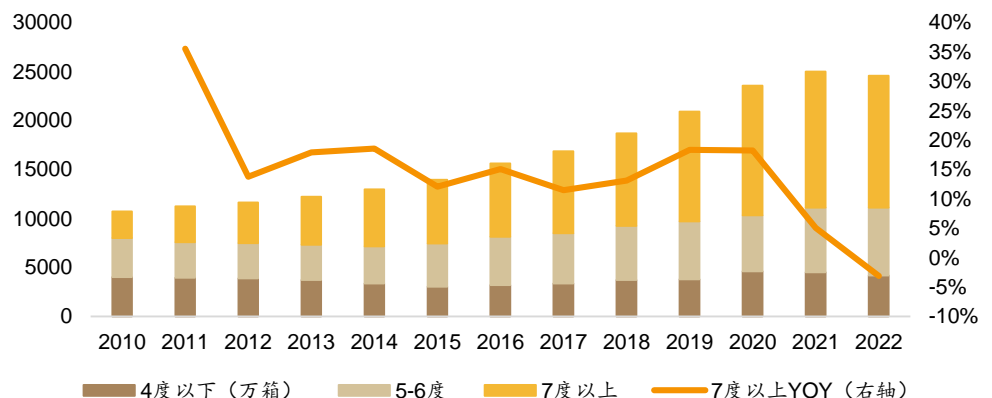
资料来源：沙利文，德邦研究所

图 60：3/4 以上的 Z 世代认为低糖饮食是必要的



资料来源：新华网，德邦研究所

图 61：日本 7 度以上预调酒市场规模增长迅速



资料来源：三得利官网，德邦研究所

无惧竞争，三项“法宝”继续助力强爽“强过想象”。在强爽取得成功后，有部分厂商也推出了8度及以上的预调酒产品。2023年7月31日，动力火车推出9度“速感”，淘宝官方旗舰店定价约12元，以与强爽相似的“一步到位”进行宣传。我们认为，同样的，在我们第一章中所述的产品力、营销力、渠道力三项“法宝”的加持下，强爽将持续站稳高度预调酒市场。产品上看，自2016年推出以来，强爽已经历了多轮口味升级换代，公司已在产品开发、消费者洞察方面累积了丰富的经验，已形成不同口味、不同规格、无糖版本等丰富的SKU。而速感目前仅包含两种口味，产品细分结构相对单一。营销上看，自2022年9月以来，强爽不断运用联名营销、赞助营销、话题种草等多种营销动作占领消费者心智。2023年9月26日，杭州亚运会上中国王者荣耀国家队夺得冠军后，微博话题“中国电竞强强强爽强强强过想象”在一天内获得超过6000万阅读量，强爽百度指数也实现飙升。而速感自推出至今始终未在互联网平台上引起较大关注。渠道上看，公司已在流通渠道深耕十余年，而动力火车主要经营夜场渠道，流通渠道运营经验和渗透程度都相对不足，强爽也更具渠道优势。

图 62：动力火车推出“速感”



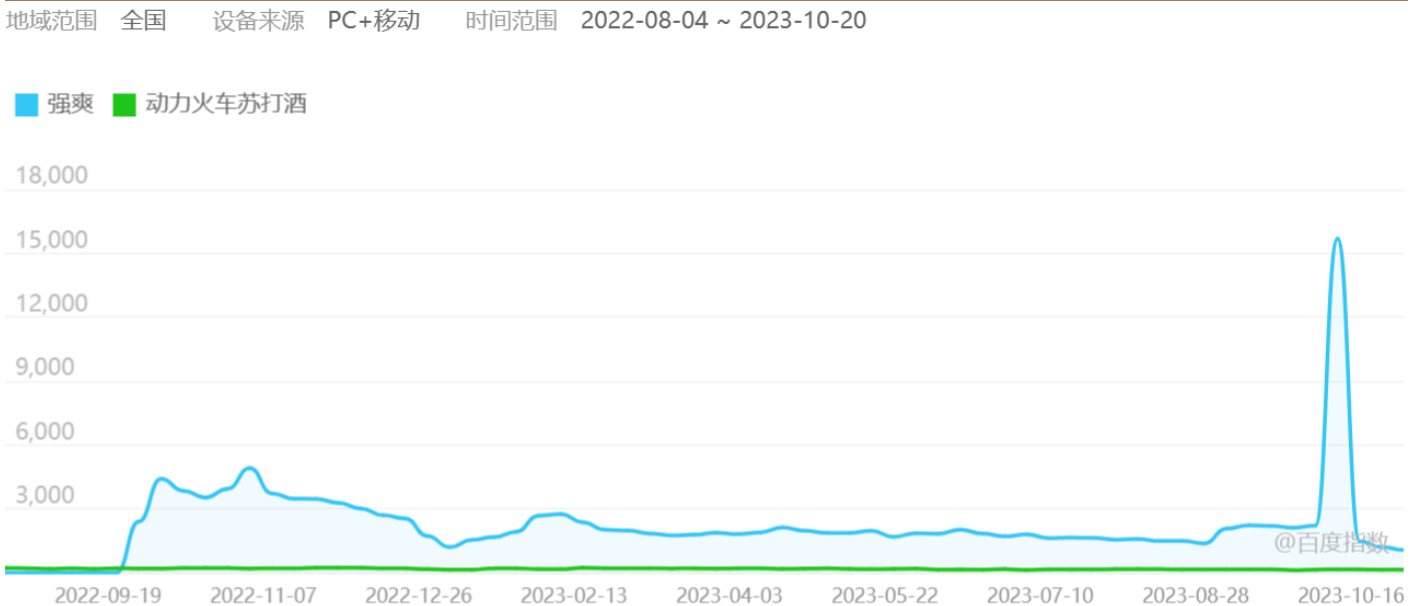
资料来源：动力火车官方微博、淘宝官方旗舰店，德邦研究所

图 63：杭州亚运会中国王者荣耀夺冠后强爽微博话题量激增



资料来源：新浪微博，RIO 强爽官方微博，德邦研究所

图 64：强爽与动力火车苏打酒百度指数对比



资料来源：百度指数，德邦研究所

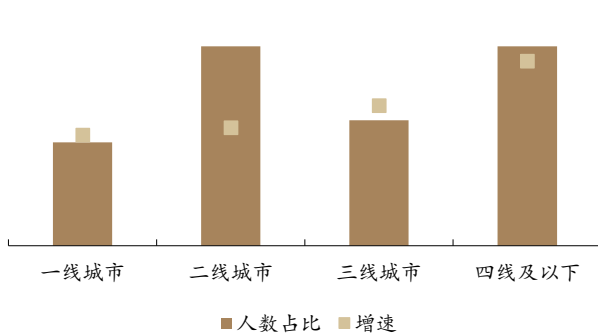
注：百度指数未收录“速感”词条，故我们用“动力火车苏打酒”代替

3.3. 清爽：有序推进，两大看点打开品类想象空间

高性价比，助力渠道二次下沉。作为公司的性价比产品，清爽将有助于 RIO 稳步打开三四线城市市场。其他低度酒，一是本身价格更贵，二是受资金和后天等因素制约导致渠道布局不足，普遍在下沉市场渗透较弱，使清爽能够更加从容

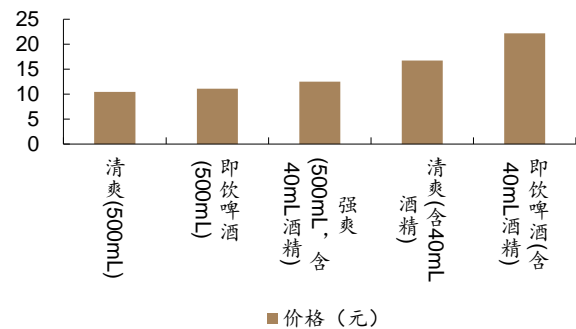
有序地推进渠道布局计划。根据 CBN Data 《2020 年轻人群酒水消费洞察报告》的调查，小镇青年是 90/95 后酒水消费者的第一大构成，且消费人数还在迅速增长，下沉市场极具想象空间。

图 65：三四线城市年轻人是酒水消费的主力军



资料来源：CBN Data 《2020 年轻人群酒水消费洞察报告》，德邦研究所

图 66：强爽、清爽与即饮渠道啤酒价格对比



资料来源：Euromonitor, RIO 官方旗舰店, 德邦研究所

佐餐基因，配合强爽发力即饮市场。从品类上讲，目前我国配餐最多的是白酒和啤酒，但二者较难兼顾口感、舒适度、酒精度的需求。清爽作为一款酒精度更适中的酒饮，口味丰富、气泡感足，具备更强的适口性，更适宜于搭配广泛的餐饮场景。目前我国即饮渠道啤酒价格较高，综合考虑清爽和强爽酒精度比主流啤酒更高的特点，未来价格优势将有助于二者协同配合打入即饮渠道。

3.4. 天高海阔，市场空间完全足以支撑新增产能

2023 年 8 月 25 日，公司发布定增预案拟进一步增加预调酒产能。据 8 月 25 日发布的定增预案，公司拟投资 20.40 亿元于产能扩建项目，共将新增 9000 万箱预调酒年产能（百润口径下 1 个标准箱为 24 瓶，约 0.00792 千升）。加上现有的 6600 万箱产能，将能够年产 1.56 亿箱（约合 123.6 万千升）预调酒。短期来看，公司新增产能具有必要性。自 22 年四季度以来，公司产品出货呈现加速增长趋势，现有产能已基本达到饱和。长期来看，未来预调酒市场广阔的空间也完全能够支撑这样的产能。未来我国预调酒市场究竟有多大空间，我们从两个角度看待。

一是分产品来看。我们可以通过类比日本预调酒市场的情况来估算未来我国预调酒市场的规模。日本是目前全球预调酒市场发展最为成熟的国家之一，预调酒在日本发展成熟的原因既包括宅文化兴起等需求侧的原因，也包括由于税率不同导致预调酒价格低于啤酒带来的预调酒对啤酒的替代效应。目前公司 358 产品矩阵中，清爽和强爽因为度数更高，目标群体为有饮酒需求的人群，一定程度上与啤酒形成竞争关系。不考虑酒精度的情况下，清爽与强爽相较于我国的主流中低档啤酒并不具有价格优势，因此对啤酒的替代很可能不及日本，与日本市场的可类比性较低。但微醺由于瞄准较少饮酒的年轻女性，具有功能和消费场景的独占性，与啤酒的竞争替代关系较弱，与日本市场的可类比性更强，可以作为我们测算的切入点。我们的核心假设共有如下 4 点：

- 1) 经过长期消费者培育，中国女性所消费的 4 度以下预调酒占她所消费的所有酒精饮料的比重将达到日本女性该项指标水平的 60%（日本数据根据三得利及 WHO 相关统计数据计算）。该假设并不是关于中国女性人均饮酒量的直接假设，而是关于其饮酒结构的假设。
- 2) 假设中日 4 度以下预调酒市场消费者性别结构相近；
- 3) 考虑到预调酒市场规模扩大可能造成竞争加剧，假设长期中百润市占率下降至 70%；

4) 2022 年，日本 4 度以下预调酒占预调酒市场总规模（量口径）的 15.48%。考虑到清爽和强爽相对于啤酒不具备价格优势，假设长期中微醺占百润所有预调酒产品的比重为 40%。

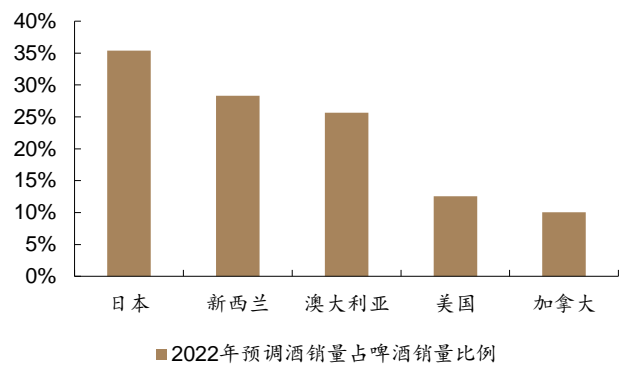
据 WHO，2019 年日本女性人均每年从酒精饮料中摄入酒精量为 2.9L。据三得利，2019 年日本 4 度以下预调酒市场规模为 3810 万箱（三得利口径下一个标准箱为 24 罐×每罐 250ml，即 0.006 千升）。考虑到两国 4 度以下预调酒的最具代表性的单品（和乐怡和微醺）酒精度都为 3 度，以 3 度代表 4 度以下预调酒的平均酒精度。2019 年，中国女性人均每年从酒精饮料中摄入的酒精量为 2.3L，不考虑长期中我国女性人均饮酒量的增加，结合假设，测算得公司预调酒销量将达到 202.1 万千升，即 2.55 亿箱（对应预调酒业务销售收入约 207 亿元），远大于公司目前的产能布局。根据我们进行的敏感性分析来看，即便中国女性 4 度以下预调酒消费量占其酒精饮料总消费量之比只到达日本女性该水平的 40%且百润市占率下降至 60%，目前规划的产能也基本能够被市场消化。

图 67：敏感性分析（百润预调酒销量，亿箱）

		百润市占率		
		60%	70%	80%
中日女性预调酒消费量占其所有酒精饮料消费量之比	0.4	1.46	1.70	1.94
	0.6	2.19	2.55	2.92
	0.8	2.92	3.40	3.89

资料来源：三得利官网，日本总务省统计局，WHO，公司公告等，德邦研究所

图 68：海外市场预调酒占啤酒销量比例



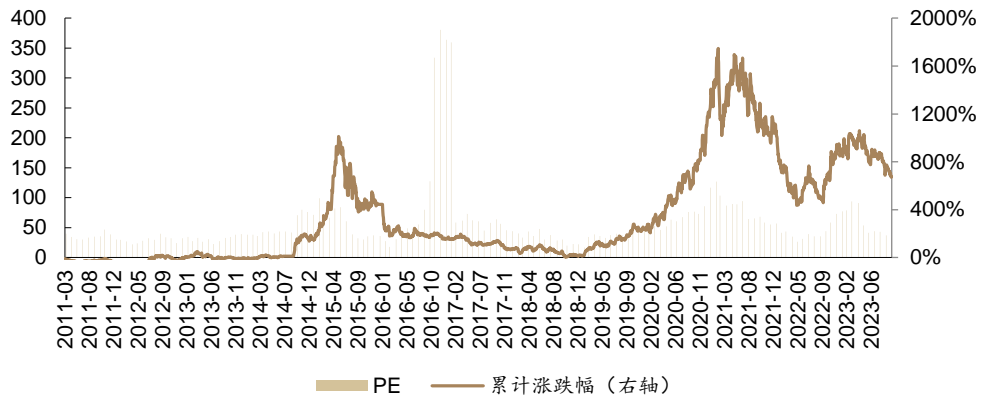
资料来源：Euromonitor, 德邦研究所

二是从预调酒销量占啤酒销量的比例来看。据 Euromonitor，2022 年我国啤酒市场规模约 431.05 亿升，假设在预调酒市场扩容后百润（产能利用率 100%）市占率下降至 70%，则我国预调酒消费量占啤酒消费量之比将达到 6.7%。这样的占比仍远低于日本、新西兰、澳大利亚等预调酒成熟市场的水平。

3.5. 股价复盘：两次成为十倍股，目前估值性价比较高

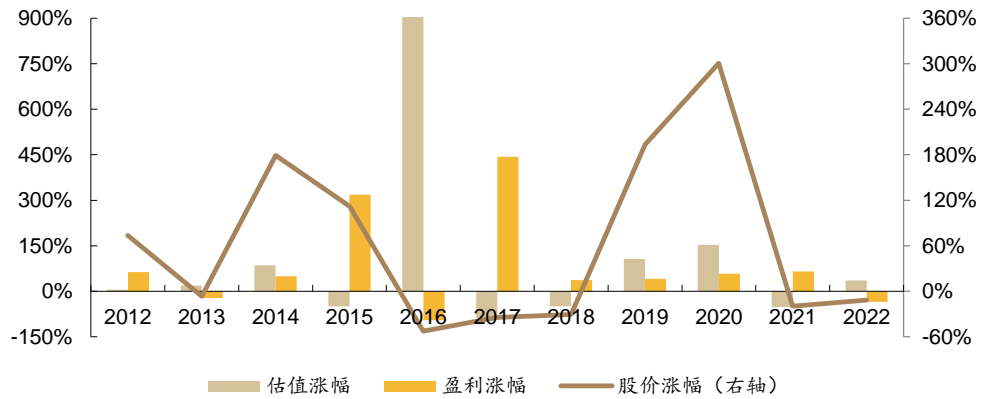
结合我们第一部分的复盘来看，在两轮上升期中公司分别借助经典瓶和微醺两次成为 10 倍股。第一次股价的顶点出现在 2015 年 5 月，相较于上市时股价累计涨幅达 1012.1%；第二次顶点出现在 2021 年 2 月，相较于上市时累计涨幅达 1746.4%。2022 年 9 月中旬至 10 月底，在食品饮料板块整体向下调整的行情中，凭借着强爽的爆量，公司股价实现逆市上扬，9 月 16 日至 10 月 31 日涨幅 44.56%。2023 年上半年，强爽动能持续，公司业绩表现持续亮眼，但受到板块整体走势及市场对 8 月 25 日发布的新增产能的定增公告有所担忧的影响，近期估值有所回调。2023 年 9 月底，公司 PE 约 33.2，而 18 年至今/20 年至今公司 PE 中位数分别为 46.0/58.6，目前公司估值性价比强。

图 69: 上市以来公司股价及 PE 走势



资料来源: wind, 德邦研究所
注: PE 计算方式为当月股价/预测的当年 EPS

图 70: 公司股价年涨幅的盈利与估值拆分



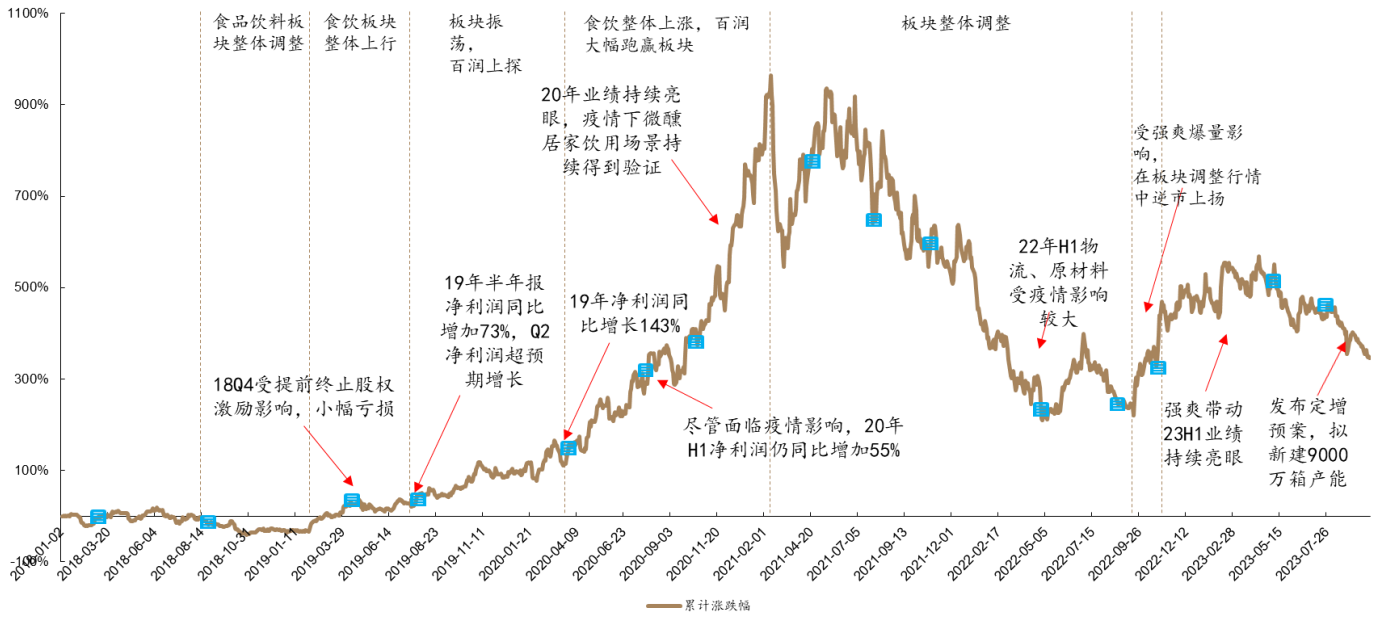
资料来源: wind, 德邦研究所
注: PE 计算方式为当月股价/预测的当年 EPS

图 71: 股价复盘: 2014H2-2017



资料来源: wind, 公司公告等, 德邦研究所
注: 蓝色标记表示业绩公告日

图 72：股价复盘：2018-2023/9



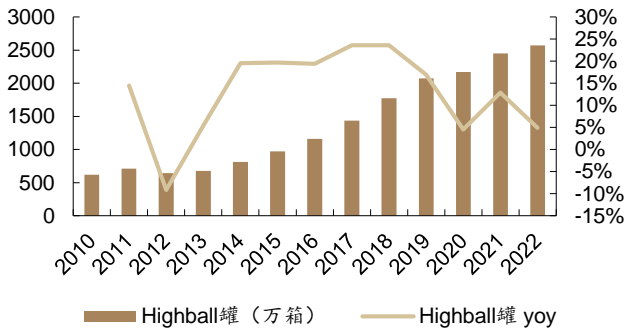
资料来源：wind，公司公告等，德邦研究所
注：蓝色标记表示业绩公告日

4. 眼光向前：布局基酒&烈酒迎第二增长线

4.1. 多元拓展，两次再融资布局基酒&烈酒

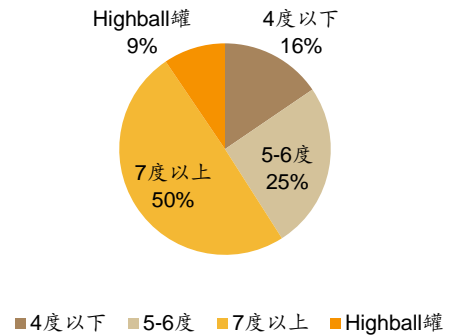
整合上游，定向增发自建基酒生产线。2020年11月，公司以62.68元/股的价格非公开发行股票募集资金9.91亿元（预计总投资11.74亿元），用于投资威士忌陈酿库建设和威士忌陈酿橡木桶。威士忌基酒是预调酒的重要原料，此前公司威士忌基酒主要依赖国外进口。由于全国威士忌市场升温，公司采购威士忌成本由2017年的3.76万元/吨上涨至2019年的7.08万元/吨。若能实现自产，威士忌基酒的成本将降低至2.16-2.26万元/KL，大大降低公司预调酒的生产成本。早在2017年公司位于成都的伏特加及威士忌生产建设项目就开工建设，经过两期项目建设共形成2.4万吨伏特加（折纯）和1.2万吨威士忌（折纯）的生产能力。烈酒生产线产出的威士忌新酒仍需经至少2年的陈酿，借助该次非公开发行，公司得以通过建设烈酒（威士忌）陈酿熟成项目满足威士忌基酒产能的陈酿需求，更充分地保障公司威士忌基酒品质和供应的稳定性，降低威士忌基酒成本。同时，实现威士忌基酒自产还将有助于丰富公司预调酒品类。从日本经验来看，近10余年以威士忌和苏打水为组合的Highball增长迅速，2010-2022年CAGR达12.84%，在2022年的RTD市场中占比已达到9.47%。

图 73：日本 Highball 销量提升迅速



资料来源：三得利官网，德邦研究所

图 74：日本 Highball 2022 年占比已达到 9.47%



资料来源：三得利官网，德邦研究所

品类拓展，发行可转债进军烈酒市场。着眼于中国威士忌市场的巨大潜力，公司于2021年正式启动以“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”为战略指引的烈酒业务板块。2021年5月，公司旗下位于四川邛崃的岷州蒸馏厂正式面世。2021年10月，公司以发行可转债的方式（其中董事长刘晓东持有发行总数的40.61%）募集资金11.17亿元（预计总投资15.60亿元），投向麦芽威士忌陈酿熟成项目，使公司具备生产威士忌产品酒的能力，完成产品线全面布局威士忌、伏特加、金酒等多种烈酒。同月，岷州蒸馏厂开元桶灌桶，开元桶不仅是岷州蒸馏厂的第一批陈酿桶酒，更是全球首个使用了具有中国特色的黄酒桶的威士忌。2022年，公司已完成灌桶包括雪梨桶、葡萄酒桶等多种风味的威士忌，桶陈中间样品经专家品评，获得极高赞誉。2023年7月，作为体现岷州蒸馏厂形象和占位高品质白色烈酒的“椒语”金酒及“岭冽”伏特加亮相。据北京商报报道，公司烈酒产品将于2024年三四季度启动销售，长期来看，烈酒业务将有望为公司开辟第二增长曲线。随着公司威士忌灌桶的陆续进行，公司存货科目下自制半成品账面余额迅速增加。2023年6月30日，自制半成品账面余额以达到4.30亿元，占公司存货总账面余额的63.3%。

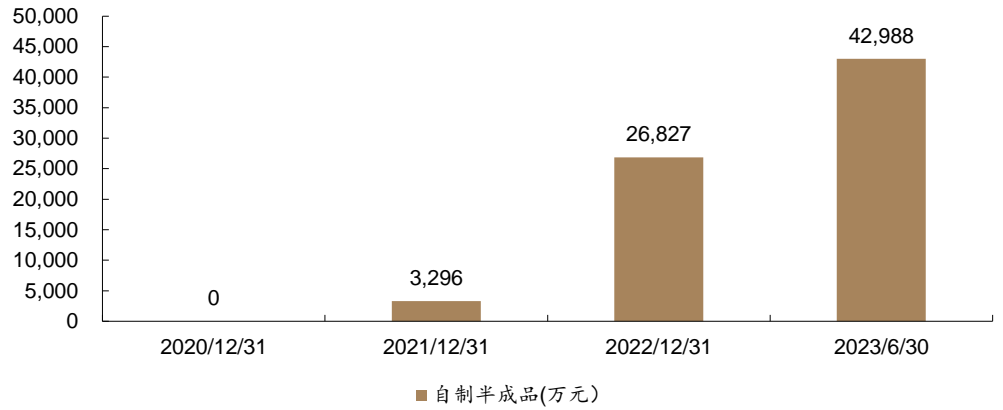
表 12：公司积极开展基酒、洋酒布局

项目	产品类型	产能	对应产品产能	完工时间
伏特加及威士忌项目	基酒	两期项目共建成2.4万吨伏特加（折纯）和1.2万吨威士忌（折纯）的年产能	—	2021年完工； 2022年4月通过环保验收

烈酒（威士忌）陈酿成熟项目	基酒	形成 34000KL 威士忌原酒（酒精度 70%）的储藏能力	威士忌系列平均酒精度按 8% 计，将形成预调酒年产能 13.4 万千升	未完工
麦芽威士忌陈酿成熟项目	最终产出烈酒成品酒	形成 33750 千升麦芽威士忌原酒（酒精度约 70%）的储藏能力	威士忌原酒酒精度按 70% 计，将形成威士忌原酒年产能 0.75 万千升	未完工

资料来源：《关于上海百润投资控股集团股份有限公司公开发行可转换公司债券申请文件反馈意见的回复（修订稿）》，《关于上海百润投资控股集团股份有限公司非公开发行股票申请文件反馈意见的回复（修订稿）》，公司年报，邳州市人民政府门户网站，德邦研究所

图 75：公司自制半成品增加迅速



资料来源：历年年报，2023 半年报，德邦研究所

4.2. 日韩为鉴，看 Highball 兴起的关键因素

高性价比，二战后 Highball 引领威士忌走向日本民众。二战之后，美国帮助日本进行重建，美式文化也成为了日本年轻人追捧的生活方式，其中就包括饮用威士忌。然而，战后的日本物资并不丰裕，价格昂贵的威士忌也是普通人难以负担的稀缺品。当时的日本政府使用一套名为“威士忌分级制度”的税则对威士忌征税，产品中“真威士忌（含义见表 13 注）”的含量决定了其级别，而级别越高的产品需缴纳的酒税越多，价格也越高。Highball 作为一种将威士忌和苏打水兑在一起饮用的产品，就成为了极具性价比的选择。1946 年，三得利推出平价威士忌“Torys”，并提出“冬天喝热酒，夏天喝 highball”的宣传口号。1950 年后，三得利创立的“Torys Bar”酒吧陆续在日本出现，在日本全国的数量一度超过 2000 家，其主打的酒饮便是受到广泛欢迎的、以 Torys 威士忌调制的 highball。

表 13：1943 年日本酒税法规定的威士忌分级制度

	第一级	第二级	第三级
酒精度	43%	40-42%	37%-39%
混合比例	30%+	5%-30%	0-5%
酿造税（日元/石（180 公升），下同）	50	50	50
出货税	570	470	350
合计	620	520	400

资料来源：FBIF 食品饮料创新，德邦研究所

注：混合比例指产品中含真威士忌（通过麦芽/谷物发酵蒸馏并且在橡木桶中熟成 3 年以上的酒液）的比例。

好的产品是一种生活方式，三得利营销将 highball 发扬光大。三得利通过“喝 Torys，游夏威夷”的广告及抽奖活动巧妙地将 Torys 威士忌及 highball 与当时日本人心中对于美式生活和文化的向往绑定，使相关广告成为当时日本人耳熟能详的范例。三得利又于 1956 年创办了日本第一本介绍西洋烈酒的、突出西方文化元素及审美情趣的杂志《洋酒天国》，对大众进行威士忌消费启蒙，得到了热烈的反响。1958 年，Torys 威士忌的卡通人物形象“Uncle Torys”问世，三得利将其设定为为每天努力工作赚钱养家、又具有有趣灵魂的普通上班族，爱好为

调制和饮用好喝 highball。这样的形象引起了三得利 highball 目标消费人群——当时日本普通工薪阶层男性的共鸣，其成功的宣传效果让我们至今仍能在三得利的威士忌产品包装及广告中看到 Uncle Torys 的身影。在日本经济高速发展的年代，Uncle Torys 逐渐代表了上班族在一天工作后想要消除疲惫的心情。饮用 highball 也不再只是赶时髦，而是成了一种寄托情感、获得短暂休憩的生活方式。通过三得利这样的一系列运作，下班后去酒吧喝 highball 放松已经蔚然成风。而在 highball 的带动下，日本的威士忌市场也开始蓬勃发展。

图 76：日本民众在三得利“Torys Bar”中



资料来源：三得利官网，德邦研究所

图 77：“Uncle Torys”正在调制 highball



资料来源：三得利官网，德邦研究所

是造势亦是顺势，“highball 复活计划”拯救日本威士忌。在 1983 年达到顶峰后，日本的威士忌市场就开始快速萎缩。到了 2007 年，全日本威士忌的销量仅为最高峰时的 1/6。导致威士忌市场萎缩最关键的原因有 3 点。一是经济的不景气放大了威士忌价格较高的劣势，二是啤酒和预调酒等其他低度酒兴起为民众提供了更多选择，三是高度的威士忌在年轻人心中的形象老化，成了“老年人的酒”。为了拯救威士忌市场，三得利开启了一场名为“Highball 复活计划”的行动。在这场行动中，highball 再次发挥了其价格适宜和度数较低的优点，而三得利利用了 3 招助推 highball 成功“复活”。一是为了使 highball 摆脱“老人酒”的形象，提出使用啤酒杯饮用 highball；二是为了保证 highball 的口味适合年轻人饮用，且能够像啤酒和预调酒一样畅饮，制定了“3+1”的 highball 制作方法，将 highball 的度数控制在 7-8 度并通过加入柠檬汁增加清爽口感；三是为了加强 highball 的传播质量并加强年轻人对 highball 的了解，打造了居酒屋样板店来出售按其标准制作方法调制的 highball。最后，在居酒屋中的 highball 销量逐渐增加后，三得利发现由于“不知道怎么做”等原因，消费者居家饮用 highball 的需求得不到满足，于是推出了罐装方瓶 highball 并通过广告投放等手段培养消费者居家饮用 highball 的意识。“Highball 复活计划”的效果是立竿见影的，不仅罐装 highball 迅速成为日本 RTD 市场中增长最强劲的一级，也帮助了整个日本威士忌市场走向“复活”。

表 14：三得利 highball 系列产品

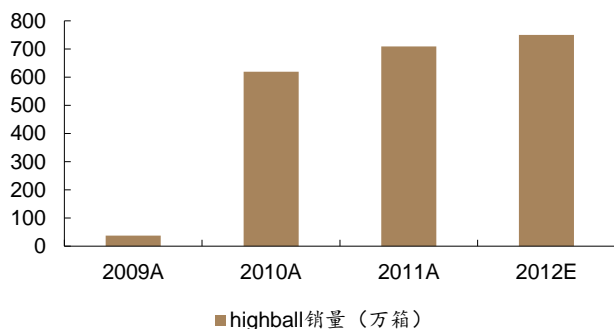
系列名	容量	建议零售价	特点	原料	示意图
方瓶 highball	350ml	196 日元	使用经典方瓶威士忌	威士忌(日本制造)、柠檬烈酒、食物纤维/碳酸、酸味料等	
Torys highball	350ml	167 日元	使用更平价的 Torys 威士忌，具有多种水果口味	威士忌(日本制造)、柠檬烈酒、柠檬、糖类/碳酸、酸味料、香料等	
Jim Beam highball	350ml	167 日元	使用美国进口威士忌，具有多种水果口味	威士忌(美国制造)、烈酒、柠檬、糖类/碳酸、酸味料等	

资料来源：三得利官网，德邦研究所

烧酒之下，Highball 撑起韩国威士忌市场。如果说 highball 在日本的二次成功多少借力了几十年形成的威士忌饮用文化，那 highball 在韩国的异军突起则说明了 highball 作为一种自带情感调性的产品对年轻人的吸引是其“自身实力”。一直以来，韩国的烈酒市场都被其传统酒饮——韩国烧酒所牢牢占据。根据欧睿，

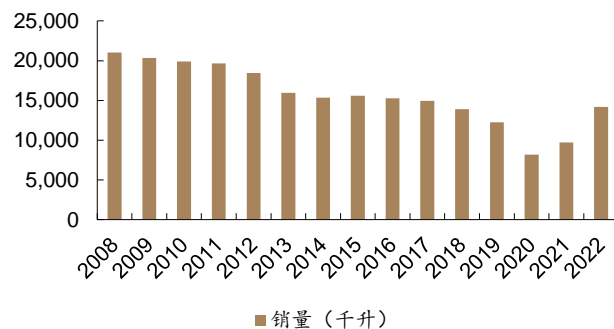
2022 年，烧酒在韩国烈酒市场中的占比高达 98.08%。反观威士忌，自 2008 年后其在韩国的销量就持续萎缩，一直持续到 2020 年。然而，2021 年后，韩国威士忌市场规模开始强势反弹并持续至今。根据韩国海关的统计数据，2023 年上半年韩国威士忌进口量达 1.69 万吨，同比增加 50%，创下自 2000 年以来的最高纪录。威士忌在韩国的反弹，正是得益于 highball 在韩国年轻人中的迅速流行。知名咨询公司 KPR Insight Tree 对韩国互联网上威士忌关键词进行分析发现，韩国人购买威士忌的主要原因便是用于调制鸡尾酒和 highball。

图 78：“Highball 复活计划”使日本 highball 销量迅速增加



资料来源：三得利官网，德邦研究所

图 79：韩国威士忌市场规模 2021 年后强势反弹



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

Highball 为何能受到韩国年轻人的青睐？ 主要是疫情之下的居家饮用和独饮潮流的影响。传统上，韩国人热衷于将酒调制后饮用，如将烧酒与啤酒进行调制得到的 **somaek (소맥)**。根据乐天的调查，有 52.5%/43.4% 的年轻受访者表示“喜欢和其他饮料搭着喝”/“有自己偏好的酒类混合配方或有独家小窍门”。在疫情的居家场景下，更多韩国年轻人开始关注如何自己调制鸡尾酒。相比于烧酒的酒精味较重和容易宿醉，威士忌更适配日常的居家饮用场景。同时，威士忌混合饮用的方式多样，尤其是 highball 配方简单、易于制作、成本合理，迅速受到了欢迎。顺应 highball 流行的趋势，多家韩国连锁便利店推出罐装 highball 产品并大获成功，三星集团旗下的 HomePlus (韩国三大超市之一) 于 2022 年推出的罐装 highball 在上市半年内就强势售出 30 万罐。Highball 的热潮还吸引了多家看好韩国威士忌市场未来前景的零售业巨头布局威士忌版图，乐天和新世界同于 2022 年宣布将在韩国建设自己的威士忌工厂。

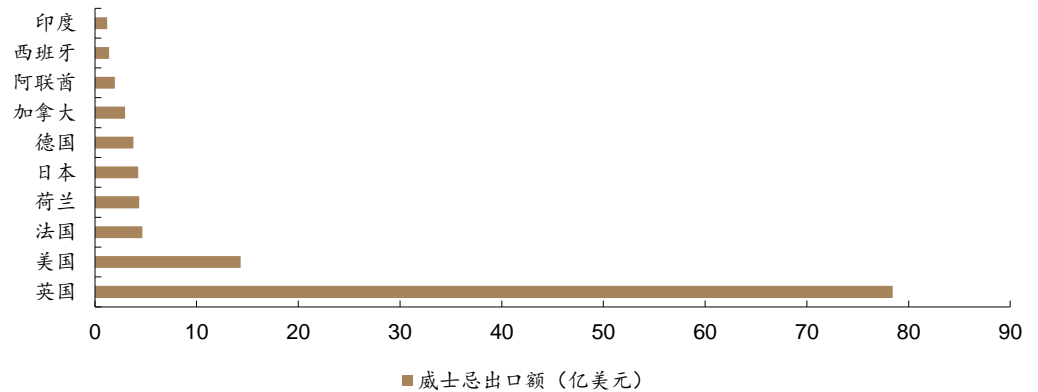
对百润的启示： 纵观日本与韩国 highball 发展的历史，尽管存在不同的背景，但 highball 本身的产品特点始终是其成功的一项关键因素。一方面，highball 连接着预调酒，有着预调酒的精神内核——这是一种在一天的劳累后，通过一杯浅酌放松身心、取悦自己的生活方式。微醺的成功，正是做到了“开辟场景”和“链接情感”，使其成为了能为消费者提供情感价值的产品，验证了这样的逻辑在我国同样可以实现，公司也具备类似营销的丰富经验。另一方面，highball 又连接着威士忌，使其相比于普通预调酒能为消费者提供更有品质感、更有独特风味的饮用体验，其受众更广的价格、酒精度和口味，也可以很好作为威士忌消费的启蒙。在我国威士忌市场不断扩容的背景下，也需要 highball 这样一个导入者的角色。这两方面的因素，将为公司 highball 产品的成功提供坚实的基础。

4.3. 他山之石，从亚洲经验看中国本土威士忌突围之道

日本、中国台湾和印度等的亚洲地区，其本土品牌均已实现在国内市场的突围。世界威士忌发展历史跨足数世纪，从最初的家庭制作到工业化生产，如今已成为全球第二大烈酒品类，市场规模超过 800 亿美元。相较于欧美威士忌的“血统纯正”，亚洲本土威士忌与其国内市场结合较好，走出了差异化的成功之路，并开始在国际市场上崭露头角。2022 年，日本威士忌市场规模达到 54.6 亿美元，排名全球第 4；日本经过近百年的发展，也已经成为公认的世界五大威士忌产区

之一，根据 WITS 数据，2022 年全球威士忌出口量占比达到 0.81%，排名世界第 9。台湾地区威士忌品牌虽然起步较晚，但在十余年的发展后，频获世界威士忌大奖，广受市场认可，台湾地区人均威士忌消费量也较高。印度威士忌品牌则是凭借本土庞大的人口市场以及成功的品牌市场战略，在印度这个全球最大的威士忌市场中成为了世界最畅销的威士忌品牌。从以日本、印度、中国台湾等地区为代表的亚洲本土威士忌品牌发展经验来看，亚洲本土威士忌品牌完全可以突破欧美威士忌知名品牌的重围，在国内市场甚至世界舞台展现属于亚洲本土威士忌的独特风味。

图 80：世界前 10 大威士忌出口国



资料来源：Statista，德邦研究所

当前亚洲威士忌市场方兴未艾，中国大陆等潜力巨大的市场仍然缺乏代表性的本土威士忌品牌。重读日本、印度、中国台湾等地区的本土威士忌品牌发展经验对其他亚洲威士忌品牌的发展与突围具备较强的借鉴意义。

➤ 日本：沉淀品质有效营销，世界第四大威士忌产区复兴

日本威士忌的崛起既源于其创新与改良，又得益于精准的市场营销策略。通过不断突破传统，探索新领域，以及与消费者的深度互动，日本威士忌成功赢得市场青睐。日本威士忌市场在二战后与 2008 年后经历的两次快速增长阶段，也正是市场龙头三得利和 Nikka 的产品创新与有效营销推动。

- **快速增长期：**1965 至 1980 年，伴随着日本经济的高速增长，日本威士忌产量迎来高速增长，CAGR 约 12.2%。如 4.2 节所述，在这一期间，三得利推出风靡日本的平价威士忌产品 Torys 威士忌及 highball，并通过广告、抽奖、杂志、卡通人物形象等多元营销方式培育日本消费市场，将威士忌植入日本人的生活，取得了巨大的成功。饮用威士忌迅速从一种时髦变成一种生活方式，三得利也凭借着出色的产品力和营销能力在国内市场提升了知名度。除了从价格 (Torys) 和饮用方式 (highball) 上进行改良，三得利在风味上的创新也是其成功的关键。三得利的创始人鸟井信次郎在学习了苏格兰传统威士忌酿造技艺后，对日本威士忌的口味和酿造工艺进行了本土改良。从优质麦芽的选用到陈化过程中使用不同类型的酒桶，如日本水榭木桶、雪莉桶和波本桶，三得力赋予了威士忌柔顺精致又略带泥煤味的独特的日本风味。

图 81：三得利威士忌使用的水桶桶



资料来源：Japanese Whisky，德邦研究所

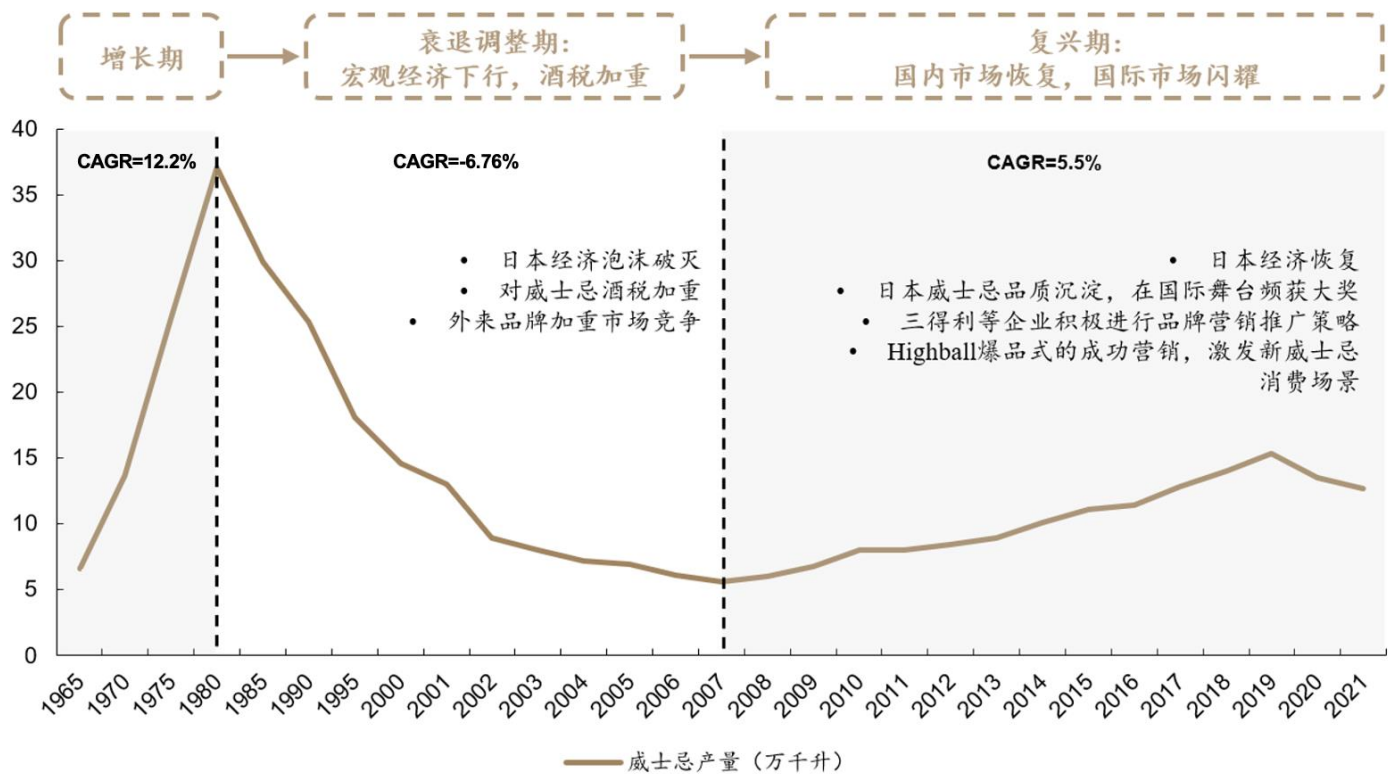
图 82：斩获各种奖项的山崎水桶桶单一麦芽威士忌



资料来源：Japanese Whisky，德邦研究所

- **衰退调整期：**1983 年至 2007 年，这一时期，日本经济泡沫破灭以及威士忌在年轻人心中的形象老化共同导致威士忌行业受到重创，市场经历了大约 20 年的衰退。

图 83：日本威士忌历史产量



资料来源：日本国税厅，德邦研究所

- **恢复崛起期：**2007 年至今，日本威士忌产量迎来了稳定恢复，CAGR 为 5.50%。在“highball 复活计划”带动日本威士忌成功复苏后，三得利与 Nikka 的一系列跟进营销活动也正式激发了新一轮威士忌热潮。2014 年，描述 Nikka 创始人竹鹤政孝一生的早间剧《阿政》的热播，引发大众对威士忌的进一步关注；三得利和 Nikka 还频繁通过代言、主题推广活动、酒厂参观活动等动作与消费者建立触点，推动整个日本乃至世界对日本威士忌的认知与消费。2013 年后，日本威士忌出口额快速增长，尤其是 2021 年日本威士忌同比增长高达 70.18%，并于 2022 年创下了日本威士忌的历史出口顶点 561 亿日元。

图 84: 三得利“响”在电影 Lost in Translation 中出镜



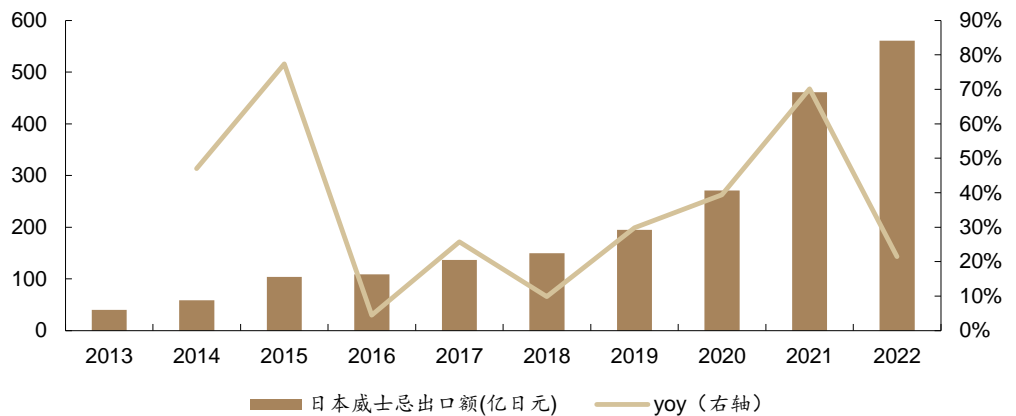
资料来源: Lost in Translation, 德邦研究所

图 85: 日本知名女星井川遥代言三得利角瓶威士忌



资料来源: dekantā, 德邦研究所

图 86: 日本威士忌出口额

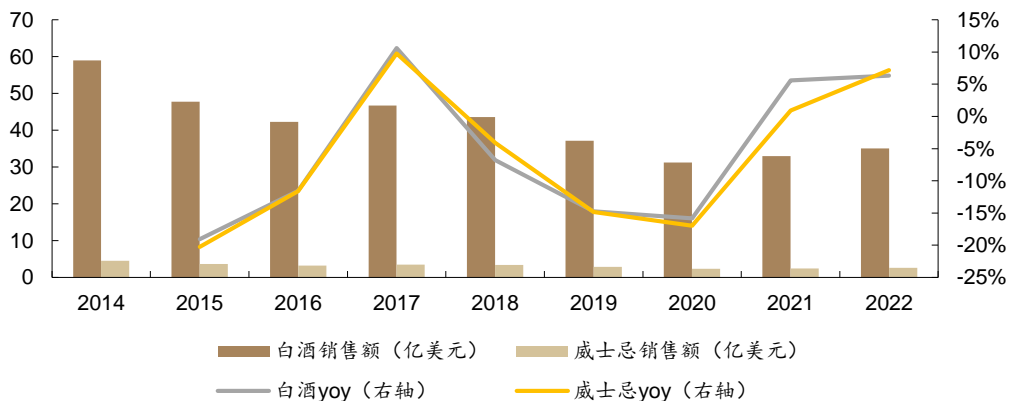


资料来源: 日本国税厅, 德邦研究所

➤ 中国台湾: 独特气候与创新酿造工艺, 缔造热带的威士忌世界佳酿

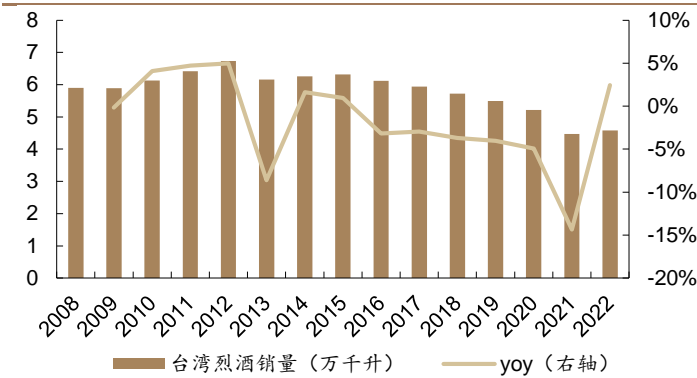
台湾具有悠久白酒饮用历史, 同时也在全球威士忌市场扮演者重要角色。台湾是全世界人均威士忌消费量和单一麦芽威士忌销售比例最高的地区。根据苏格兰威士忌协会数据, 作为苏格兰威士忌的第四大进口地区, 台湾仅 2022 年就进口了约 3.1 亿美元的苏格兰威士忌。在苏格兰单一麦芽威士忌占有重要市场地位的背景下, 台湾本土威士忌品牌, 如金车集团的噶玛兰威士忌, 在不到 20 年的时间内成功地脱颖而出, 突破了传统欧美威士忌品牌的竞争, 赢得了在台湾本土和国际市场上的声誉和成功。

图 87: 台湾白酒与威士忌销售额及同比增速



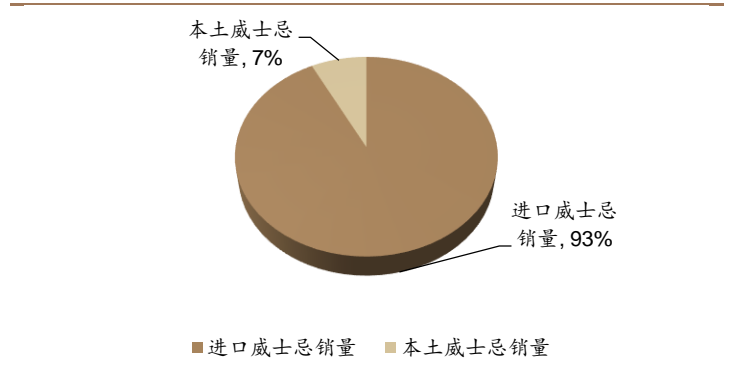
资料来源: Statista, 德邦研究所

图 88: 台湾烈酒销量及同比增速



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

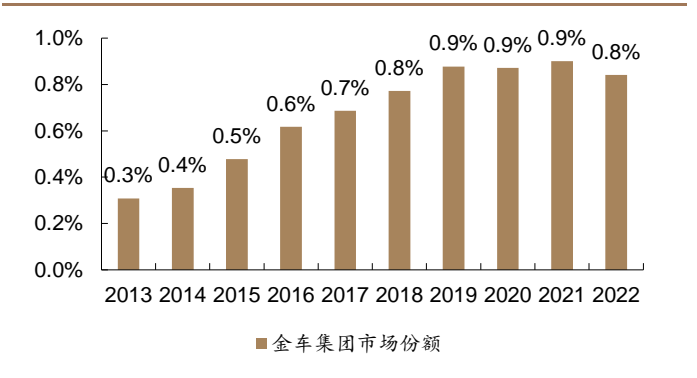
图 89: 2021 年台湾威士忌本土与外来品牌占比



资料来源: IWSR, 德邦研究所

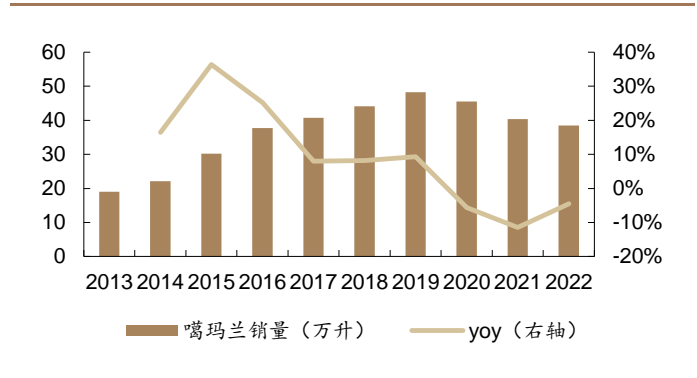
金车集团的噶玛兰为台湾代表性本土威士忌品牌。金车集团拥有台湾本土的第一家威士忌酒厂，主要生产台湾市场销量最高的本土威士忌品牌噶玛兰。自 2013 至 2022 年，在以白酒消费为主的台湾烈酒市场，金车集团的市场份额从 0.31% 增加至 0.84%，增势迅猛。噶玛兰威士忌的销量也维持稳定增长，2013 年至 2022 年，CAGR 高达 8.16%。

图 90: 金车集团在台湾烈酒市场份额



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

图 91: 噶玛兰在台湾销量及同比增速



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

利用气候特色与本土资源改良酿造工艺，是噶玛兰威士忌成功的秘诀。台湾气候相比苏格兰等传统威士忌产地更湿更热，导致噶玛兰威士忌陈年酿造中有更多的酒液蒸发。苏格兰威士忌通常只蒸发 2%，噶玛兰则高达 12%。这导致了噶玛兰威士忌的价格相对较高，但也有助于其独特风味的形成。更湿热的气候带来了陈年过程中的微妙化学反应，这些反应有助于丰富酒液的风味。正确的利用这些气候特点，可以加速风味化合物在酒体和木桶之间的交互作用，从而更有效地将风味成分提取到酒液中。这意味着噶玛兰威士忌只需经过相对较短的 4-6 年陈年过程，就能够达到理想的口感和风味。自 2010 年开始，凭借其独特工艺与品质，噶玛兰威士忌在国际舞台频频斩获各种大奖，在全球各大烈酒竞赛获得数百次奖项。伴随着频频获奖，噶玛兰在国际市场上也已经拓展至美洲、欧洲、亚洲等六十多个国家，取得了显著的成绩。

表 15: 噶玛兰威士忌获奖情况

产品	图片	奖项
噶玛兰经典单一麦芽威士忌		<ul style="list-style-type: none"> 2010 年英国伯恩之夜盲饮比赛冠军 2014 年 IWSC 国际葡萄酒暨烈酒竞赛特金奖与威士忌奖杯
噶玛兰经典独奏雪莉桶威士忌原酒		<ul style="list-style-type: none"> 2014 年 MMA 麦芽狂人竞赛金牌与至尊冠军 2017 年 SFWS 双金牌最高殊荣

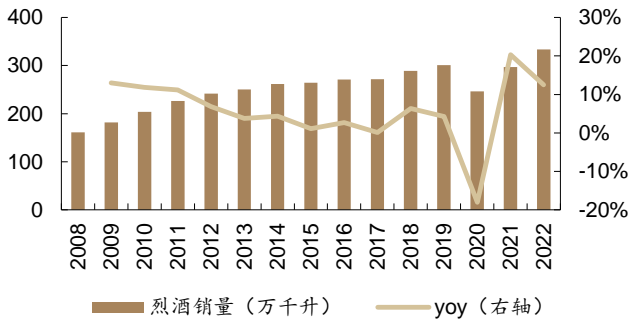
葛玛兰经典独奏 VINHO 葡萄酒桶威士忌原酒		<ul style="list-style-type: none"> • 2015年 WWA 世界单一麦芽威士忌冠军 • 2017年 SFWS 双金牌最高殊荣
葛玛兰经典独奏 Amontillado 雪莉桶威士忌原酒		<ul style="list-style-type: none"> • 2016年 WWA 世界单一桶单一麦芽威士忌冠军 • 2016年 SFWSC 金奖 • 2018年 SFWSC 双金奖
葛玛兰经典独奏波本桶威士忌原酒		<ul style="list-style-type: none"> • 2017年 ISC 世界威士忌单一麦芽冠军奖杯 • 2017年 IWSC 世界威士忌冠军奖杯 • 2018年 IWSC 金牌

资料来源：葛玛兰官网，德邦研究所

印度：结合地域特色和市场偏好，打造世界最畅销威士忌品牌

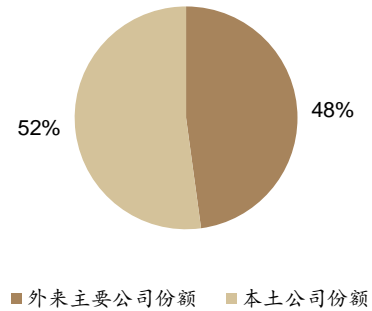
印度是世界威士忌消费和生产的重要参与者。印度的烈酒销量自 2008 年以来维持稳定的增速，烈酒消费中以威士忌为主。由于收入普遍较低，大多数印度人民只能选择成本更低的改良款印度威士忌。针对这样的消费者特点，印度威士忌采用了与传统苏格兰威士忌不同的制作原料，主要依赖于成本较低的甘蔗蜜糖，再与谷物或麦芽威士忌进行调和，实现降低产品价格的目的，同时也为印度市场带来了别具一格的风味体验，在印度国内市场大获成功。极低的价格使印度本土威士忌与外来的传统欧美威士忌形成了错位竞争，印度的本土企业市场份额领先于外来品牌，份额为 52%。受印度庞大人口数量的影响，印度威士忌在世界销量最高的前 10 个威士忌产品中占据了 7 个席位。

图 92：印度烈酒销量



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 93：2022 年印度烈酒本土与外来公司占比



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

备注：数据仅包含印度主要烈酒企业，其他公司因体量过小未纳入统计对比中

表 16：2023 年世界威士忌销量前十品牌

品牌	代表产品	价格	容量	产地	品种	所属集团	销量 (百万升)
McDowell's	McDowell's No.1	\$17	750ml	印度	调和威士忌	帝亚吉欧	493
Royal Stag	Royal Stag 精选苏格兰威士忌	\$9	750ml	印度	调和威士忌	保乐力加	244
Officer's Choice	Officer's Choice	\$5	750ml	印度	调和威士忌	Allied Blenders & Distillers	231
Imperial Blue	Imperial Blue	\$6	750ml	印度	调和威士忌	保乐力加	220
尊尼获加	黑牌 12 年混合苏格兰威士忌	\$38	750ml	苏格兰	调和威士忌	帝亚吉欧	162
杰克丹尼	杰克丹尼黑牌	\$27	750ml	美国	波本威士忌	百富门	139
Original Choice	Original Choice	\$7	750ml	印度	调和威士忌	约翰酒厂	99
宾三得利	金宾波本威士忌	\$19	750ml	美国	波本威士忌	三得利	96
Blenders Pride	Blenders Pride	\$15	750ml	印度	调和威士忌	保乐力加	87
Rampur	8PM	\$15	750ml	印度	调和威士忌	Radico Khaitan	84

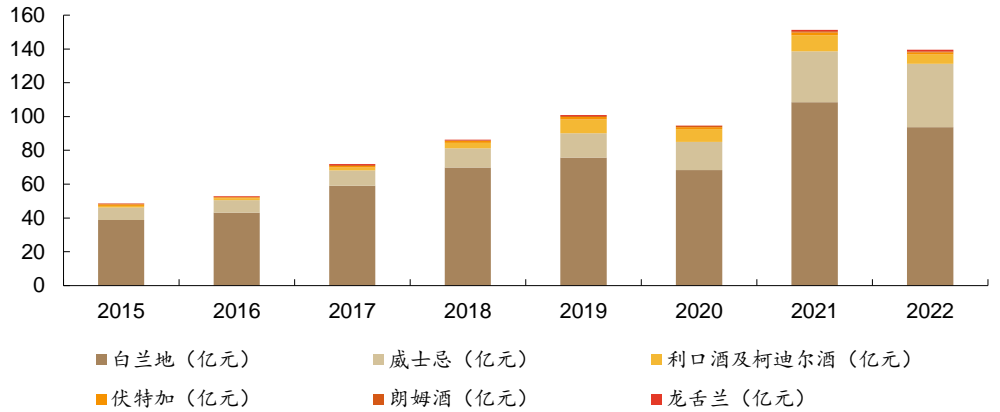
资料来源：Euromonitor，Wine-Searcher，德邦研究所

中国大陆威士忌市场目前仍处于发展初期，挑战与机遇并存。客观上讲，中国大陆本土威士忌的发展目前面临一定程度的挑战。首先，中国大陆的白酒市场

份额较大，白酒消费文化和消费习惯牢固。其次，威士忌市场竞争较为激烈，国际知名的欧美和日本老牌威士忌品牌已经部分占据了中国大陆威士忌市场。与此同时，一些海外知名品牌和国内其他酒类生产企业也开始在中国大陆布局威士忌业务，进行生产线的建设工作。但是，伴随着这些挑战，我们认为本土威士忌也面临着总量和结构上的双重机遇。

中国大陆洋酒进口市场规模增长迅猛，威士忌是进口额第二大的洋酒品类。2022年，白兰地在中国大陆的总进口额达93.65亿元人民币，是中国进口额最高的洋酒品类。威士忌进口额为37.62亿元，总规模排名第二。2015年至2022年期间大部分洋酒进口额均有增长，其中威士忌进口额年复合增长率高达26.23%，中国大陆对进口威士忌的需求持续旺盛。

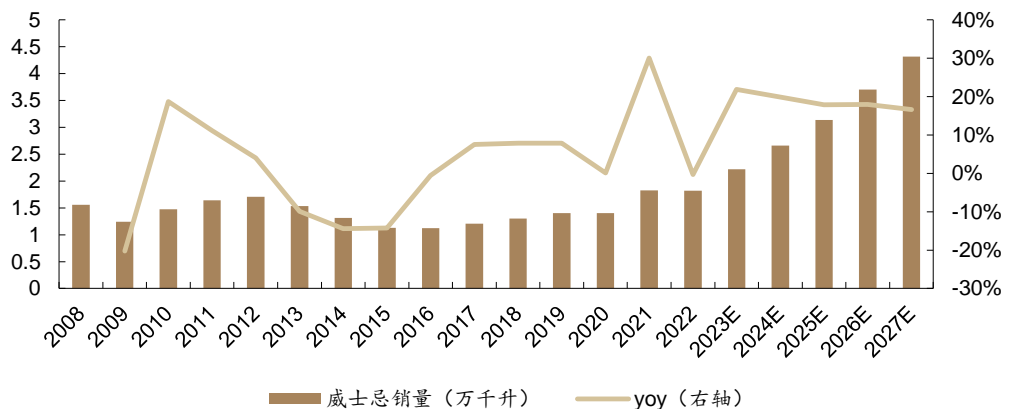
图 94：中国大陆洋酒进口额



资料来源：中国海关总署，德邦研究所

中国大陆威士忌市场规模持续扩大，整体呈现量价齐升。近年来，中国大陆威士忌行业的发展速度显著提升，中国大陆威士忌市场销量从2015年的1.13万千升增长至2022年的1.82万千升，年复合增长率达7.09%。据智研咨询数据，2021年中国大陆威士忌酒的市场规模为49.51亿元，较上年增长63.4%。IWSR报告预测，威士忌在2021年-2026年间，将会在中国大陆市场上保持着6.3%的年复合增长率，市场发展潜力巨大。

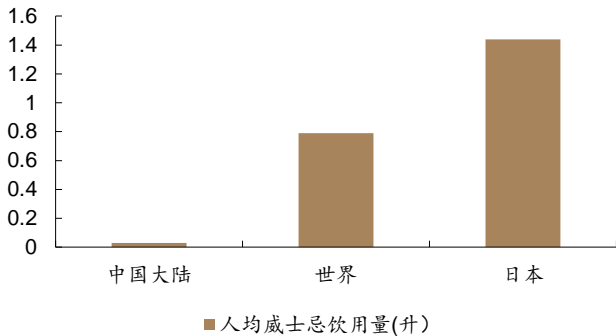
图 95：中国大陆威士忌市场销量规模



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

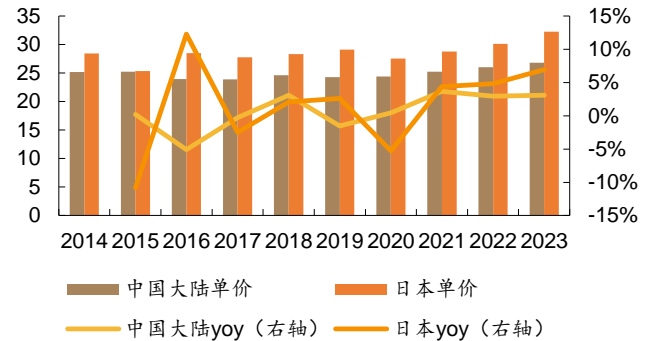
中国大陆的人均威士忌饮用量远远低于其他国家和地区，显示出巨大的增长潜力。截至 2022 年，中国大陆人均威士忌饮用量仅为 0.03 升，相比之下，全球人均威士忌饮用量达到了 0.79 升。与中国口味相似的日本市场，人均威士忌饮用量更是高达 1.44 升。

图 96：中国大陆人均威士忌饮用量较低



资料来源：Statista，德邦研究所

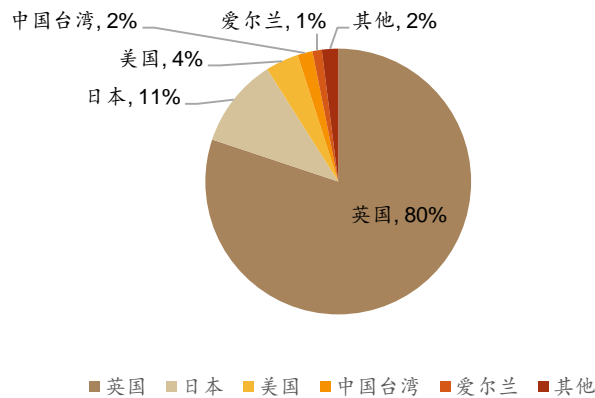
图 97：中国大陆与日本威士忌单瓶市场均价（美元）



资料来源：Statista，德邦研究所

中国大陆威士忌市场主要以中高端的苏格兰威士忌与日本威士忌为主导，而本土威士忌品牌领导者尚未出现。在中国大陆市场，威士忌的单瓶市场消费均价接近日本市场的水平，并且自 2020 年以来一直保持增长态势。中国大陆消费者主要偏向中高端价格范围的威士忌产品。与此同时，中国大陆威士忌市场的 90% 以上份额被传统国际老牌苏格兰威士忌和日本威士忌品牌帝亚吉欧、保乐力加、三得利等品牌所占据。新兴的台湾威士忌在中国大陆市场也有不错的表现，进口额达到约 850 万美元，占比约 2%。目前，中国大陆尚未培育出一支能够与这些国际品牌竞争的本土威士忌品牌。

图 98：中国大陆威士忌进口份额



资料来源：中华人民共和国商务部，德邦研究所

结合中国大陆本土威士忌市场现状，我们认为日本、中国台湾地区 and 印度的经验对百润威士忌产品的发展具有如下启示：

- 中国大陆本土威士忌品牌可以结合市场特色与本土资源进行本土化改造。本土化是亚洲本土威士忌品牌成功的关键一环，既包括风味上的创新，也包括价格和饮用方式、场景的本土化定位。与印度类似，中国大陆具有庞大的人口基础，且不同人群消费能力各异，未来极可能分化形成不同价格带的细分市场。对于高端价格带来说，目前国外威士忌品牌已经形成先发优势，品牌效应明显。高端威士忌消费者对产品价格较不敏感，看重产品品牌价值、纯正度等因素，如果只是单一模仿欧美品种，本土品牌可能难有打败国际知名品牌的机会。然而，中国大陆有着悠久的酿酒文化和多样化的气候条件，这为本土威士忌品牌提供了广阔的风味创

新空间。通过结合本土特色，百润在内的本土威士忌厂商可以打造出中国风味这一独特稀缺卖点，实现赋予产品高附加值，以此突破高端威士忌市场。目前，百润已完成有中国大陆特色的黄酒桶威士忌的灌桶，沿着这一思路迈出了领先的一步。对于普通的主流价格带来说，可以尝试以高性价比实现更大基数上的人群覆盖，在这一细分价格带市场实现先发，再通过持之以恒的营销和消费者教育进行巩固。对于这一价格带的产品，参考日本，可继续沿着悦己消费的路线进行产品定位，避免与白酒等酒类的直接竞争的同时，充分发挥公司在预调酒领域的成功经验。

- ▶ **中国大陆本土威士忌品必须精心规划有效的营销策略，以实现消费者教育和提高品牌声量。**日本、中国台湾本土威士忌品牌的发展历史显示，有效的营销活动，是日本本土威士忌濒死而复兴，中国台湾本土威士忌快速增长崛起走向世界的重要原因之一。有效的品牌推广、广告宣传和消费者互动都可以增加品牌的曝光度，同时也有助于教育消费者了解中国大陆本土品牌威士忌的特色与独特价值。另一方面，定制化的广告营销可以促进威士忌在中国大陆各种消费场景中的进一步渗透，为不同的消费群体展示不同情境下的产品选择场景。例如，根据消费者在家中独自品味威士忌的场景，或是在餐厅配餐时享用的场景，品牌可以制定相应的市场营销策略，以确保促进威士忌消费在中国大陆消费者生活中的进一步渗透，促进整体市场规模的增长。

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

我国预调酒市场仍有较大扩容空间，公司是预调酒行业龙头，预计未来仍将维持较好增长。预计预调酒业务 23-25 年的收入增速分别为 29.41%/22.48%/23.29%，香精香料 23-25 年的收入增速分别为 15.00%/5.00%/5.00%。

随着高价位产品占比提升，毛利率预计将提升，预计 23-25 年百润股份预调酒业务毛利率分别为 66.30%/66.98%/68.13%。

总体来看，预计 23-25 年公司营业收入分别为 32.99/39.78/48.34 亿元，同比增速为 27.22%/20.57%/21.53%。预计归母净利润分别为 8.2/10.3/13.1 亿元，同比增速为 58.1%/24.9%/27.3%。

表 17：百润股份主营业务拆分及预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
预调酒业务				
营收 (亿元)	22.57	29.21	35.78	44.11
YOY	-1.24%	29.41%	22.48%	23.29%
毛利率	64.40%	66.30%	66.98%	68.13%
香精香料业务				
营收 (亿元)	2.80	3.22	3.38	3.55
YOY	2.33%	15.00%	5.00%	5.00%
毛利率	63.22%	66.10%	66.75%	67.38%
营业总收入 (亿元)				
	25.93	32.99	39.78	48.34
YOY	-0.04%	27.22%	20.57%	21.53%
营业总成本 (亿元)				
	9.39	11.26	13.29	15.60
YOY	4.73%	19.90%	18.00%	17.35%
毛利率	63.78%	65.86%	66.59%	67.73%

资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

5.2. 相对估值

2022 年公司总营收和归母净利分别为 25.93 亿元和 5.21 亿元。预计 23-25 年公司营业收入分别为 32.99/39.78/48.34 亿元，同比增速为 27.22%/20.57%/21.53%。预计归母净利润分别为 8.2/10.3/13.1 亿元，同比增速为 58.1%/24.9%/27.3%。现价（2024 年 2 月 8 日）对应 23-25 年 PE 为 28.3x/22.6x/17.8x，可比公司 PE 均值为 26.5x/21.4x/17.8x。我们认为公司仍将受益于预调酒市场扩容，烈酒有望成为第二增长曲线，维持“买入”评级。

表 18：百润股份可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	市盈率				每股收益			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600600	青岛啤酒*	839	78.12	39.29	24.04	19.83	17.02	2.72	3.25	3.94	4.59

605499	东鹏饮料*	696	173.99	49.40	35.73	27.75	21.83	3.60	4.87	6.27	7.97
600132	重庆啤酒*	280	57.84	48.80	19.74	16.62	14.42	2.61	2.93	3.48	4.01
	中位数			48.80	24.04	19.83	17.02				
	均值			45.83	26.50	21.40	17.76				
002568	百润股份*	233	22.20	74.72	28.28	22.64	17.79	0.50	0.79	0.98	1.25

资料来源: wind, 德邦研究所

注: 标*公司为德邦覆盖, 收盘价采取 2024 年 2 月 8 日数据

6. 风险提示

新品推广不及预期风险。公司强爽、清爽等产品仍处于消费者培育阶段, 若推广不及预期, 可能影响公司收入长期增长。

竞争加剧风险。预调酒行业内及其他低度酒行业仍存在潜在竞争者, 若竞争加剧, 可能引发价格战、迫使公司提高费用投放水平并影响公司市占率。

食品安全风险。虽然公司一直高度重视质量安全管理, 但不排除概率性的食品安全事件发生的可能。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.50	0.79	0.98	1.25
每股净资产	3.59	3.68	4.18	4.38
每股经营现金流	0.86	0.58	1.15	1.38
每股股利	0.00	0.50	0.67	1.05
价值评估(倍)				
P/E	74.72	28.28	22.64	17.79
P/B	10.42	6.03	5.31	5.06
P/S	8.99	7.06	5.86	4.82
EV/EBITDA	46.94	19.35	16.11	12.83
股息率%	0.0%	2.2%	3.0%	4.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	63.8%	65.9%	66.6%	67.7%
净利润率	20.1%	25.0%	25.9%	27.1%
净资产收益率	13.8%	21.3%	23.4%	28.5%
资产回报率	8.1%	13.3%	14.8%	16.5%
投资回报率	10.0%	16.2%	18.1%	20.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-0.0%	27.2%	20.6%	21.5%
EBIT 增长率	-20.2%	54.9%	23.8%	29.3%
净利润增长率	-21.7%	58.1%	24.9%	27.3%
偿债能力指标				
资产负债率	41.7%	37.4%	36.9%	42.2%
流动比率	1.9	2.0	1.4	1.0
速动比率	1.6	1.3	0.6	0.4
现金比率	1.5	1.1	0.4	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	17.9	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	208.0	280.0	300.0	330.0
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6
固定资产周转率	1.2	1.4	1.1	1.1

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	521	824	1,029	1,310
少数股东损益	-0	-2	-2	-3
非现金支出	161	175	221	283
非经营收益	24	-2	-13	-0
营运资金变动	198	-385	-27	-144
经营活动现金流	903	610	1,208	1,447
资产	-624	-606	-1,465	-1,005
投资	0	-5	-5	-5
其他	-11	-13	0	0
投资活动现金流	-635	-623	-1,470	-1,010
债权募资	450	-413	0	547
股权募资	71	-194	195	0
其他	-596	-514	-700	-1,113
融资活动现金流	-75	-1,121	-505	-566
现金净流量	196	-1,135	-768	-130

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 8 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,593	3,299	3,978	4,834
营业成本	939	1,126	1,329	1,560
毛利率%	63.8%	65.9%	66.6%	67.7%
营业税金及附加	162	188	227	276
营业税金率%	6.3%	5.7%	5.7%	5.7%
营业费用	626	755	882	1,051
营业费用率%	24.1%	22.9%	22.2%	21.7%
管理费用	173	179	195	217
管理费用率%	6.7%	5.4%	4.9%	4.5%
研发费用	86	66	123	150
研发费用率%	3.3%	2.0%	3.1%	3.1%
EBIT	652	1,010	1,250	1,616
财务费用	1	-39	-60	-52
财务费用率%	0.0%	-1.2%	-1.5%	-1.1%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	651	1,044	1,305	1,662
营业外收支	0	3	3	3
利润总额	651	1,047	1,308	1,665
EBITDA	813	1,185	1,471	1,900
所得税	130	225	281	358
有效所得税率%	20.0%	21.5%	21.5%	21.5%
少数股东损益	-0	-2	-2	-3
归属母公司所有者净利润	521	824	1,029	1,310

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,532	1,397	630	500
应收账款及应收票据	127	145	174	212
存货	535	864	1,092	1,410
其它流动资产	87	135	161	191
流动资产合计	3,282	2,541	2,058	2,313
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,172	2,429	3,499	4,237
在建工程	328	519	708	708
无形资产	404	391	378	365
非流动资产合计	3,177	3,638	4,900	5,640
资产总计	6,458	6,178	6,957	7,953
短期借款	444	0	0	547
应付票据及应付账款	487	463	546	641
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	754	783	957	1,103
流动负债合计	1,685	1,245	1,503	2,291
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	1,007	1,065	1,065	1,065
非流动负债合计	1,007	1,065	1,065	1,065
负债总计	2,692	2,310	2,568	3,356
实收资本	1,050	1,050	1,050	1,050
普通股股东权益	3,764	3,868	4,391	4,601
少数股东权益	2	0	-2	-5
负债和所有者权益合计	6,458	6,178	6,957	7,953

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。