

百润股份 (002568.SZ) 预调酒业务行稳致远，威士忌新品前景可期

2024年07月03日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790524010001

日期	2024/7/2
当前股价(元)	16.67
一年最高最低(元)	40.00/16.46
总市值(亿元)	174.98
流通市值(亿元)	119.57
总股本(亿股)	10.50
流通股本(亿股)	7.17
近3个月换手率(%)	115.36

● 预调酒业务深耕多年，威士忌打造新成长点，首次覆盖给予“增持”评级

公司深耕预调酒业务多年，奠定行业头部地位，“358”产品矩阵精准定位目标消费人群和场景，并通过创新升级和全国化布局，实现快速发展，后续威士忌新品上市后，有望成为新增长曲线。我们预计公司2024-2026年净利润分别为9.1亿元、10.8亿元、12.9亿元，分别同比+12.4%、+18.2%、+20.0%，EPS分别为0.87、1.02、1.23元，当前股价对应PE分别为19.2、16.3、13.6倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 以日本市场为鉴，我国预调酒仍在成长初期，扩容潜力较大

借鉴日本发展经验，90年代以来受经济、政策、人口等多因素影响，日本预调酒市场逐渐崛起，销量和销售规模持续增长，2022年预调酒销量达231万千升，占日本酒类市场的29.5%，销售规模接近6000亿日元。我国预调酒市场与日本早期阶段较为相似，目前行业正处于稳步发展期，2018-2022年行业保持较高增速持续扩容，2022年我国预调酒市场规模约71.6亿元。未来随着供给企业增加、消费群体扩容、产品创新升级等因素，预计行业仍将保持高速发展趋势。

● 产品明确聚焦“358”矩阵，营销精准触达目标人群，渠道市场稳步扩张

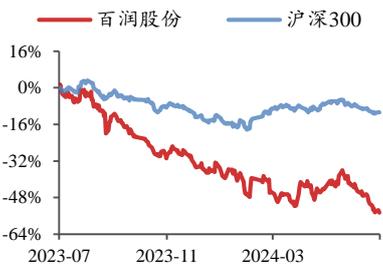
公司在预调酒行业竞争优势明显，产品端明确“358”产品矩阵，核心单品微醺、清爽、强爽定位清晰，细分不同的消费群体和消费场景，并在口味和包装上不断创新升级，满足多样化需求，产品销量天花板尚远。营销端精细化发展，通过优质影视内容、流量明星、品牌联名等方式，精准触达目标消费群体。渠道端稳步扩张，线下和线上零售渠道持续发展，并加大开拓即饮渠道。市场布局上，公司以华东为基地市场，持续向华南、华西、华北市场扩张，推进全国化进程。

● 前瞻布局威士忌产能，新品预计2024年四季度上市，有望成为新增长曲线

2023年我国威士忌市场规模约55亿元，产能约5万千升，国内自产量占比不到一半，目前主要以中等收入的年轻消费群体为主，产品价格集中在300-500元。公司于2017年开始前瞻布局威士忌产能，致力于成为国产威士忌龙头，目前已罐装陈酿威士忌30余万桶，预计威士忌新品有望在2024年四季度上市。

● 风险提示：市场竞争风险、市场拓展不及预期风险、经济下行影响消费需求。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,593	3,264	3,729	4,314	5,022
YOY(%)	-0.0	25.9	14.2	15.7	16.4
归母净利润(百万元)	521	809	910	1,075	1,290
YOY(%)	-21.7	55.3	12.4	18.2	20.0
毛利率(%)	63.8	66.7	66.7	66.9	67.2
净利率(%)	20.1	24.8	24.4	24.9	25.7
ROE(%)	13.8	20.0	18.3	18.6	18.8
EPS(摊薄/元)	0.50	0.77	0.87	1.02	1.23
P/E(倍)	33.6	21.6	19.2	16.3	13.6
P/B(倍)	4.9	4.5	3.7	3.1	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 百润股份：深耕预调酒发展，奠定行业头部地位.....	6
1.1、 历史：香精香料业务起家，成长为预调酒引领品牌.....	6
1.2、 股权：股权结构清晰，激励计划提高员工积极性.....	7
1.3、 财务：业绩稳步增长，预调酒为主要驱动力.....	9
2、 行业：以日鉴中探析发展空间，我国预调酒市场潜力充足.....	10
2.1、 日本：预调酒市场发展成熟，行业集中度高、格局清晰.....	10
2.1.1、 历史发展：酒类消费结构演变，预调酒市场持续扩容.....	10
2.1.2、 崛起原因：酒税政策推动酒企变革，预调酒迎合消费需求变化.....	11
2.1.3、 行业格局：市场集中度高，头部份额稳定.....	16
2.2、 我国：预调酒处于成长初期，行业具备较大发展潜力.....	17
2.2.1、 历史发展：预调酒市场方兴未艾，行业从波动走向健康成长.....	17
2.2.2、 驱动因素：供给需求合力推动，产品、场景持续扩展.....	18
2.2.3、 行业格局：集中度持续提升，锐澳头部地位稳固.....	23
3、 公司：营销产品精细化定位，渠道市场稳步扩张.....	24
3.1、 营销模式向精细化发展，精准触达目标消费群体.....	24
3.2、 围绕消费者需求完善产品体系，聚焦“358”产品矩阵发展.....	27
3.2.1、 持续推动产品创新升级，消费人群和场景实现精准定位.....	27
3.2.2、 3度微醺：清晰定位女性群体和独饮场景，创新迭代销量天花板尚远.....	29
3.2.3、 5度清爽：定位气泡感和高性价，有望成为新一爆品.....	31
3.2.4、 8度强爽：定位男性饮酒消费群体，长期战略布局下实现高增长.....	32
3.3、 渠道扩张稳步推进，线下和数字零售快速发展.....	34
3.4、 华东市场优势稳固，全国布局持续推进.....	36
4、 威士忌业务前景可期，有望打造新成长曲线.....	37
4.1、 我国威士忌规模持续扩容，消费人群和场景逐步扩宽.....	37
4.2、 前瞻布局威士忌产能，打造本土威士忌龙头.....	40
5、 盈利预测与投资建议.....	41
6、 风险提示.....	43
附：财务预测摘要.....	44

图表目录

图 1： 2018 年以来公司业绩进入高速发展.....	7
图 2： 公司股权结构清晰.....	7
图 3： 2023 年公司净利润同比增长 55.3%.....	9
图 4： 公司毛利率稳定，净利率逐步提升.....	9
图 5： 2023 年预调酒业务同比增长 27.8%.....	10
图 6： 2023 年预调酒业务营收占比达 88.4%.....	10
图 7： 2004 年以来日本预调酒销量（万千升）持续提升.....	11
图 8： 2022 年日本预调酒消费量占比达 29.5%.....	11
图 9： 2022 年日本预调酒市场规模近 6000 亿日元.....	11
图 10： 2003 年日本预调酒税收仅为 119 日元/升.....	12
图 11： 日本啤酒和发泡酒销量（万千升）持续下滑.....	12

图 12: 日本 GDP 增长停滞	12
图 13: 日本预调酒产品性价比更高	12
图 14: 日本 65 岁及以上人口占比 (%) 持续提升	13
图 15: 预调酒更符合新一代消费群体需求	13
图 16: 90 年代以来日本女性劳动参与率呈上升趋势	13
图 17: 女性人群更偏好低度预调酒产品	13
图 18: 2014 年日本男性消费群体更偏好高度预调酒产品	14
图 19: 日本预调酒酒精含量 7% 以上产品销量 (万件) 持续提升	14
图 20: 日本便利店销售总额持续提升	14
图 21: 日本大规模超市销售额逐年增长	14
图 22: 2022 年日本预调酒非现饮场景占比较高	15
图 23: 2022 年预调酒销售主要集中在超市和便利店	15
图 24: 日本平均初婚年龄持续推迟	15
图 25: 日本单身和空巢家庭比例不断提高	15
图 26: 2022 年日本消费者宅家自饮主要选择预调酒产品	16
图 27: 预调酒居家自饮中主要在配餐场景饮用	16
图 28: 2022 年日本预调酒 CR5 企业市占率接近 90%	16
图 29: 2022 年日本预调酒前十大品牌市占率达 67.6%	16
图 30: 2022 年我国预调酒市场规模约 71.6 亿元	18
图 31: 2016 年以来白酒产量持续下滑	19
图 32: 2013 年以来啤酒产量持续下滑	19
图 33: 年轻人选择预调酒时更注重口味、酒精度和口感	20
图 34: 2022 年我国预调酒消费人群集中在 18-34 岁之间	20
图 35: 我国女性平均就业率较高	20
图 36: 2022 年我国预调酒消费中女性占比达 67%	20
图 37: 2022 年我国预调酒产量仅占酿酒行业 0.5%	21
图 38: 2022 年我国人均年预调酒消费量仅为 0.2 升	21
图 39: 日本预调酒产品种类丰富	22
图 40: 国内预调酒品牌持续创新升级	22
图 41: 我国男性和女性平均初婚年龄不断提高	22
图 42: 2017 年以来外卖行业快速发展	22
图 43: 2022 年我国预调酒消费场景主要集中在非现饮渠道	23
图 44: 2022 年我国预调酒销售渠道集中在大卖场、超市、便利店和线上	23
图 45: 我国啤酒市场主要在现饮消费场景	23
图 46: 2022 年锐澳预调酒销售量市占率达 67.6%	24
图 47: 公司销售费用率呈现逐年下降趋势	25
图 48: 公司广告和市场费用投放更加理性、谨慎	25
图 49: 锐澳选择实力流量明星代言	26
图 50: 2013 年以来公司持续选择流量明星代言品牌	26
图 51: 公司持续推出联名预调酒产品	27
图 52: 针对不同系列产品跨界联名差异化品牌	27
图 53: 2016 年以来公司持续丰富预调酒产品种类	28
图 54: 2023 年公司预调酒销量 3550.5 万箱	29
图 55: 2023 年“358”品类营收占比预计超 80%	29
图 56: 微醺系列在产品包装和口感上持续创新升级	30

图 57: 日本三得利的和乐怡品牌口味接近百余种	30
图 58: 2010-2019 年三得利和乐怡销量 CAGR 达 13.3%	30
图 59: 微醺系列的口味类型仍有较大扩展空间	31
图 60: 微醺与《时光代理人》在线下举办互动活动	31
图 61: 锐澳清爽具备高性价比	31
图 62: 锐澳强爽持续更新换代	32
图 63: 锐澳发起了“RIO 强爽 8 度不信邪”活动	33
图 64: 强爽与永劫无间游戏联名	33
图 65: 三得利通过-196°C Strong Zero 定位饮酒消费者	33
图 66: 2010-2019 年三得利-196°C Strong Zero 销量 CAGR 达 17.9%	33
图 67: 强爽产品口味种类相对较少	34
图 68: 针对餐饮场景锐澳推出 275ml 玻璃瓶强爽产品	34
图 69: 2023 年公司共有经销商 2164 家	34
图 70: 不同区域经销商数量相对均衡	34
图 71: 2023 年公司销售人员数量达 844 人	35
图 72: 2023 年公司人均创收达 179 万元	35
图 73: 公司销售渠道分为线下零售、数字零售和即饮	36
图 74: 2023 年线下渠道收入达 27.5 亿元	36
图 75: 2023 年线下零售渠道营收占比达 84.3%	36
图 76: 2023 年华东区域收入达 10.9 亿元	37
图 77: 2023 年华东市场营收占比达 33.4%	37
图 78: 2023 年我国威士忌酒市场规模约 55 亿元	37
图 79: 2023 年我国威士忌产量约 5 万千升	37
图 80: 2023 年我国威士忌进口金额达 5.8 亿元	38
图 81: 2021 年我国威士忌进口量同比增长 43.6%	38
图 82: 2023 年我国威士忌生产企业达 42 家	38
图 83: 我国威士忌橡木桶数量快速增加	38
图 84: 2023 年我国威士忌消费人群大部分以年轻消费群体为主	39
图 85: 2023 年我国威士忌消费人群月收入集中在 3000-18000 元	39
图 86: 2023 年我国威士忌消费场景主要以家庭、聚会和威士忌酒吧为主	39
图 87: 2023 年我国威士忌饮用人数主要以 1 人独饮和 2-3 人小聚为主	39
图 88: 2023 年我国威士忌自饮消费价格在 300-500 元	40
图 89: 2023 年我国威士忌送礼价格主要在 500-1000 元	40
图 90: 2023 年我国威士忌消费主要在沿海区域	40
图 91: 2023 年我国一二线城市威士忌消费占比达 78%	40
图 92: 2023 年 5 月公司首发蒙古栎桶威士忌	41
图 93: 2023 年威士忌存货占公司总存货的 80% 以上	41
表 1: 公司核心管理层经验丰富	8
表 2: 公司对 2023-2025 年业绩进行股权激励考核	8
表 3: 我国酒类税收政策相对稳定	18
表 4: 2020 年以来传统酒企和新兴品牌重新进入预调酒赛道	19
表 5: 线上将品牌植入优质综艺和影视热剧	25
表 6: 2022 年公司明确“358”产品矩阵	28
表 7: 公司持续投资建设威士忌产能项目	40

表 8：收入拆分	42
表 9：可比公司估值：百润股份估值低于行业平均水平	42

1、百润股份：深耕预调酒发展，奠定行业头部地位

1.1、历史：香精香料业务起家，成长为预调酒引领品牌

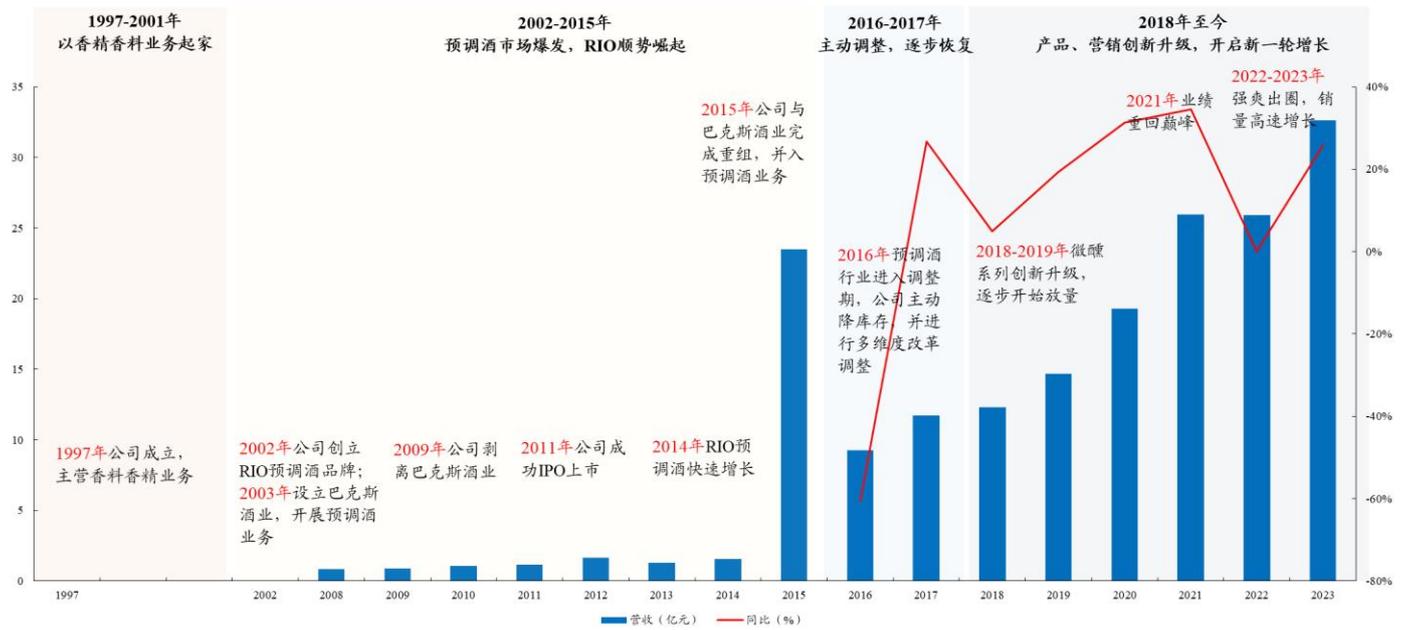
1997-2012年：早期以生产香料香精业务起家，并创立锐澳预调酒品牌。公司创立于1997年，成立之初主营香精香料的制造加工以及批发零售业务。2002年公司研发预调酒配方并创立RIO（锐澳）预调酒品牌，2003年公司设立子公司巴克斯酒业开展预调酒业务，为国内最早涉及预调酒行业的企业之一。2005年公司预调酒开始向沿海市场布局，早期主要定位在城市夜场、酒吧渠道销售，但由于受到大型啤酒和饮料企业挤压，销量一直处于较低水平。2009年公司将巴克斯酒业和预调酒业务剥离，并于2011年成功上市，成为国内首家香料香精行业上市公司。

2012-2015年：借助营销和渠道推力，锐澳顺势快速扩张。2012年巴克斯酒业对锐澳产品进行全面升级，包装采用磨砂彩瓶设计吸引大量尝鲜年轻消费群体。2014年将锐澳品牌广告深度植入《奔跑吧》、《何以笙箫默》等热门综艺和影视节目，借助流量人气明星和优质节目内容，在年轻消费者中形成较好品牌认知。同时公司在渠道进行全国范围大量铺货，扩大经销商和终端数量，迅速提高市场占有率。2015年公司与巴克斯酒业完成重组，将锐澳预调酒业务重新并入报表，公司整体营收达到23.5亿元。

2016-2017年：行业销售预冷，公司坚持深度调整改革，逐步向健康化发展。2015年下半年起预调酒消费尝鲜热潮逐步褪去，需求端大幅下滑，市场供给开始过剩，预调酒库存出现大量积压，公司生产销售均受到较大影响。面对行业环境变化，公司积极推动调整改革，一方面主动缩减生产和销售计划，帮助经销商和终端消化历史库存，市场价格逐步得到稳定；另一方面进行渠道调整，对价格混乱和非核心经销商进行清退，保留大部分有实力的经销商，同时对销售人员队伍进行精简优化。2016年业绩在销售计划调整下营收同比下滑60.6%；2017年随着渠道库存去化，公司业绩同比2016年实现增长。

2018年至今：推动产品创新升级，精准定位目标消费人群和场景，开启新一轮增长。经过两年深度调整后，公司完成经营战略调整和渠道结构优化，2018年公司重新回到快速增长轨道，与上一轮压货式增长不同，本轮扩张中公司发展更加稳健，通过营销、产品、渠道等全方面发力，实现消费群体和消费场景的快速扩张。在营销方面，公司注重精准投放和消费者培育，通过品牌联名、热播综艺、流量明星代言等多种方式，清晰聚焦目标消费人群。产品端公司坚持创新升级，推出了微醺、强爽、清爽、本榨等多系列产品，并根据不同产品进行消费人群和场景的细分。渠道上公司扩张更加谨慎，根据市场发展情况稳步增加经销商和销售人员数量。

图1：2018年以来公司业绩进入高速发展

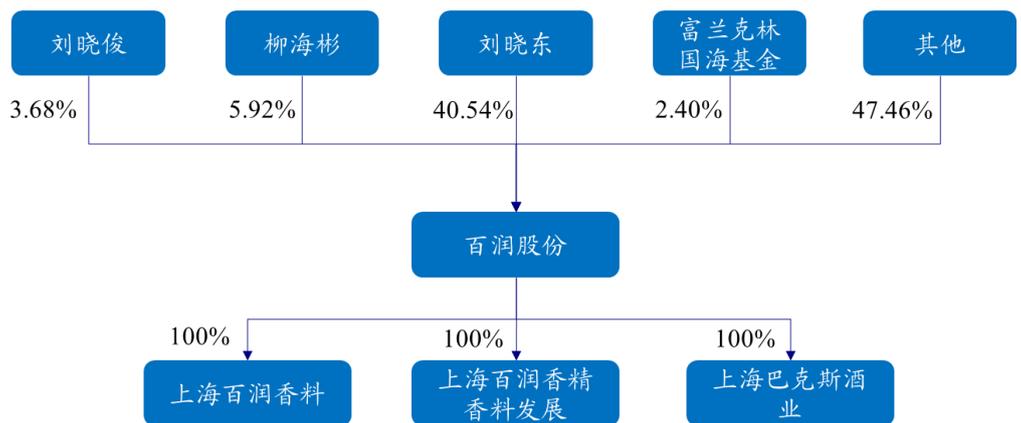


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

1.2、股权：股权结构清晰，激励计划提高员工积极性

公司股权结构清晰，刘晓东为公司实际控制人。截至2024年一季度，公司董事长刘晓东持有公司40.54%股份，自上市以来一直为公司实际控制人，股权结构稳定。刘晓俊为刘晓东弟弟，持有公司3.68%股份。柳海彬为公司发起人之一，持有公司5.92%股份。公司全资控股包括上海百润香料有限公司、上海百润香精香料发展有限公司、上海巴克斯酒业有限公司。

图2：公司股权结构清晰



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至2024年一季度）

公司核心管理层经验丰富。公司董事长兼总经理刘晓东于1997年创立公司，并于2002年创立预调酒RIO品牌，2003年成立巴克斯酒业公司，已在预调酒领域深耕数年，对行业发展趋势和公司战略经营有深入理解，引领公司成为预调酒行业头部品牌。公司其他管理层也均具备丰富的从业经验，其中副总经理林丽莺女士于1999年进入公司，2013年担任巴克斯酒业总经理；副总经理马良曾在酒水饮料公司担任

主要管理岗位，具备丰富的酒业营销经验。

表1：公司核心管理层经验丰富

姓名	职位	履历
刘晓东	董事长兼总经理	1997 年至今在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，任董事长兼总经理。
林丽莺	董事、副总经理	1999 年至 2013 年 7 月，在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，历任行政助理，工厂经理；2013 年 8 月至今在上海巴克斯酒业有限公司工作，任总经理。2015 年 6 月至今，任公司董事，副总经理。
马良	董事、副总经理、财务负责人	2014 年-2015 年，就职于上海巴克斯酒业有限公司，任董事长助理。2015 年 6 月至 2018 年 9 月，任上海百润投资控股集团股份有限公司副总经理、董事会秘书；2015 年 6 月至今，任上海百润投资控股集团股份有限公司副总经理。
耿涛	董事会秘书	2000-2007 年在上海申洲医疗器械有限公司，任部门经理；2007 年至今在上海百润投资控股集团股份有限公司工作，历任副总助理，证券事务代表；2018 年 9 月至今任公司董事会秘书。

资料来源：Wind、开源证券研究所

推出股权激励计划，提高员工积极性。公司于 2021 年 12 月发布股权激励计划，激励对象包括核心管理人员、技术人员等。2022 年受到国内消费场景受限影响，公司生产、经营、物流、渠道等方面均受到不同程度冲击，2022 年 9 月公司将股权激励考核年度调整为 2023-2025 年。考核指标上，以 2022 年营收为基数，2023-2025 年营收同比增长率分别为 25%、23%和 20%，对应营收目标为 32.4 亿元、39.9 亿元、47.8 亿元。我们认为公司根据市场和宏观环境及时调整股权激励计划，有助于提升员工积极性和动能，有效保证员工利益与公司长远发展。2023 年线下消费场景稳步复苏，2023 年公司实现营收 32.64 亿元，达到考核激励目标。展望 2024-2025 年看，预调酒业务有望保持较好增长趋势，同时威士忌产品上市后有望挖掘新增量，预计公司有望完成股权激励考核目标。

表2：公司对 2023-2025 年业绩进行股权激励考核

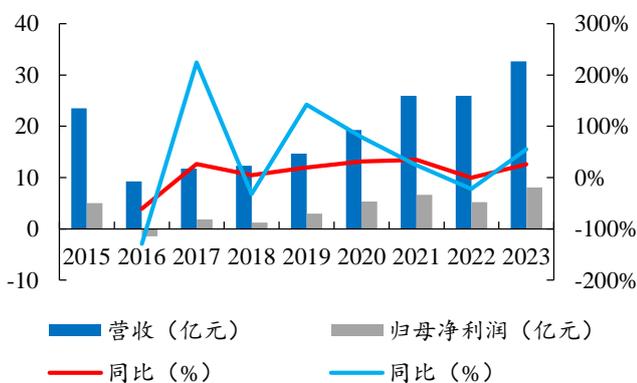
解除限售期	解除限售条件	解除限售条件换算 同比增速	对应考核营收目 标	解除限售比例
第一个解除限售期	以 2022 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 25%	2023 年营业收入同比增长率为 25.0%	2023 年营收目标为 32.4 亿元	30%
第二个解除限售期	以 2022 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 53.75%	2024 年营业收入同比增长率为 22.9%	2024 年营收目标为 39.9 亿元	30%
第三个解除限售期	以 2022 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 84.50%	2025 年营业收入同比增长率为 20.1%	2025 年营收目标为 47.8 亿元	40%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、财务：业绩稳步增长，预调酒为主要驱动力

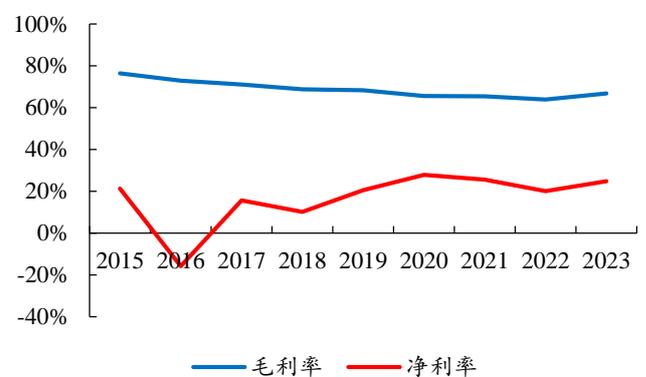
业绩重回高速增长，盈利能力相对平稳。2015年公司并入巴克斯酒业后，营收规模达23.5亿元，净利润达5.0亿元，但2016-2017年由于预调酒行业遇冷，导致业绩出现大幅下滑。2018年随着公司调整完成以及行业逐步回暖，公司业绩步入稳步增长，2021年营收和净利润重回历史巅峰，2018-2021年营收CAGR达28.2%，归母净利润CAGR达75.1%。2022年受线下消费场景受限，公司业绩有所下滑。2023年消费场景逐步恢复，公司预调酒业务快速增长，带动营收和净利润重回高增。同时公司盈利能力稳定性较好，毛利率基本稳定在60%以上，净利率在2016年后稳步提升，2023年公司毛利率和净利率分别为66.7%和24.7%。

图3：2023年公司净利润同比增长55.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司毛利率稳定，净利率逐步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司主要业务分为香精香料和预调酒两块业务，分板块看：

香料香精业务发展稳定，收入规模稳步增长。公司以香料香精业务起家，在香精香料行业上已深耕二十余年，并凭借先进工艺、稳定品质、丰富的技术和产品储备等优势，被评为中国香精香料行业十强企业。目前公司香料香精部门与预调酒部门合作紧密，通过给预调酒部门提供专利技术和调味研发支持等，推动预调酒产品创新发展。香料香精业务自上市以来发展较为稳定，2016-2023年收入CAGR为16.0%，营收占比基本在10%左右，为公司发展提供稳定的支持。

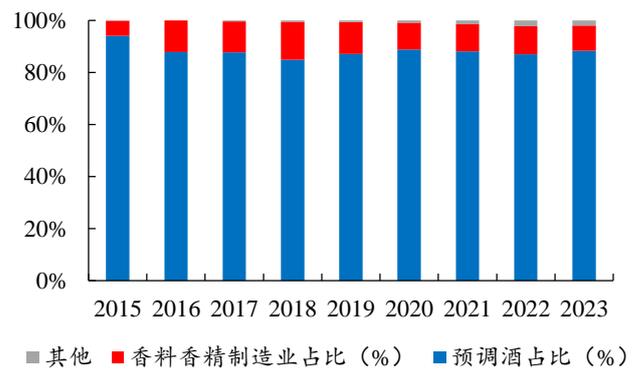
预调酒为核心业务，提供主要成长驱动力。公司于2003年开始生产经营预调酒产品，早期由于规模较小，并未纳入上市公司报表。2012年受益于预调酒行业扩容，预调酒业绩高速增长，2015年公司通过并购重组，将预调酒业务正式并入公司报表，成为第一大业务板块，贡献大部分营收。2016年开始公司加速产品创新研发，陆续推出了微醺、清爽、强爽、轻享、本榨等系列产品，为业绩增长提供充足动力，2016-2023年预调酒收入CAGR达19.8%，2023年营收占比为88.4%。

图5：2023年预调酒业务同比增长27.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023年预调酒业务营收占比达88.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业：以日鉴中探析发展空间，我国预调酒市场潜力充足

2.1、日本：预调酒市场发展成熟，行业集中度高、格局清晰

日本预调酒行业从2003年至今保持高速发展趋势，其市场规模和销量均位居世界前列。通过复盘日本预调酒市场历史发展、驱动因素和竞争格局，对我国预调酒行业发展具备一定借鉴意义。

2.1.1、历史发展：酒类消费结构演变，预调酒市场持续扩容

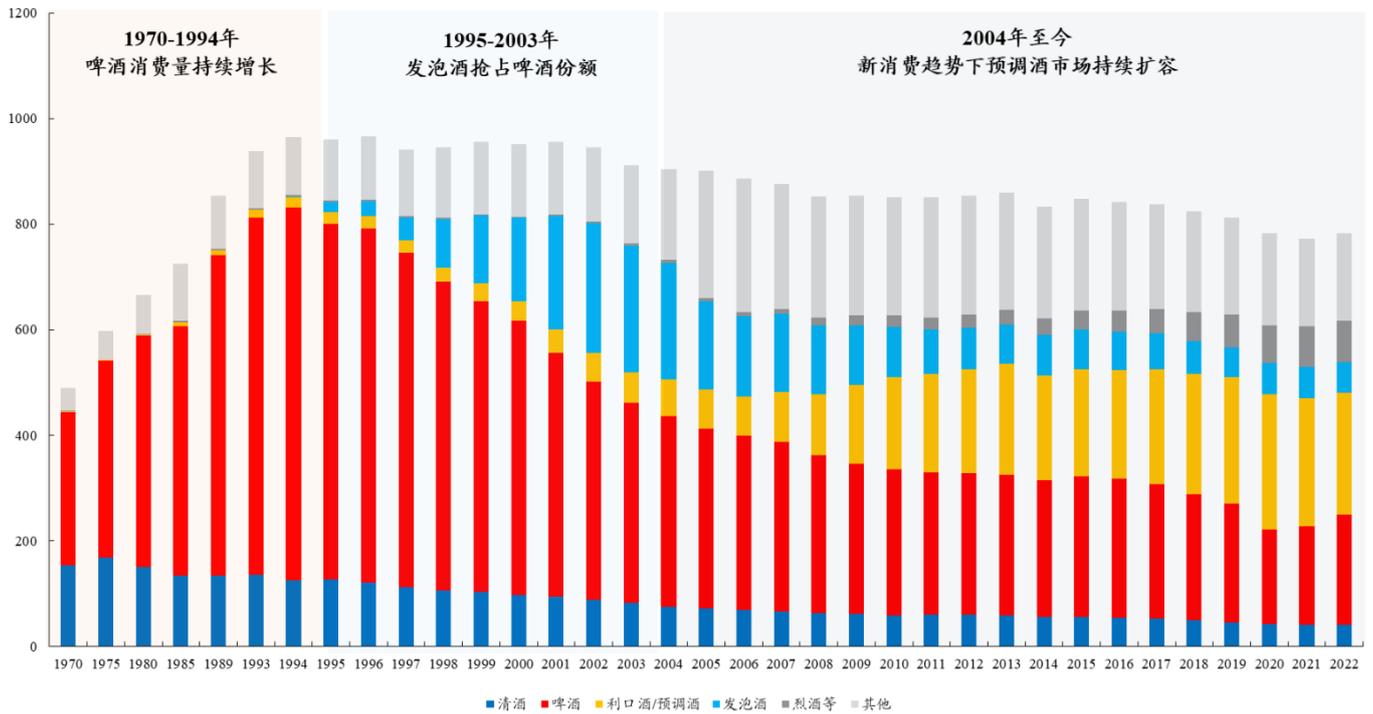
日本预调酒行业发展大致可以分为三个阶段：

1970-1994年：经济快速发展，带动啤酒消费量增长。日本在二战后受益于经济快速发展，人均收入水平提升带动酒水消费需求增长，啤酒凭借较低的价格和稳定的品质实现快速扩张。此外，日本头部啤酒企业麒麟、朝日、三得利等对啤酒产品包装、口感、品质等方面持续升级，对啤酒行业发展起到了较好的推动作用。根据日本国税厅的统计，1970年日本啤酒消费量为291万千升，1994年啤酒销量增长至706万千升，并达到历史峰值。

1994-2003年：经济低迷叠加啤酒税率提升，驱动第三类啤酒快速发展。1994年随着日本经济泡沫破灭以及人口老龄化，日本经济增长陷入停滞，造成居民收入下滑、消费萎缩等问题，大众消费开始转向追求性价比。同时税制改革下啤酒税率提升导致价格较高，啤酒需求量开始逐年下滑，低税低价的发泡酒和第三类啤酒开始对啤酒形成替代。2003年啤酒销量下滑至378万千升，发泡酒销量快速提升至240万千升，1995-2003年发泡酒销量CAGR达37.0%。

2004年至今：酒税政策再次调整，叠加消费群体变迁，预调酒市场迎来快速扩容。2003年日本对发泡酒税率进行上调，提高麦芽含量25%以下的发泡酒税率，导致发泡酒销量开始快速下滑。同时新一代年轻人和女性群体成为饮酒主力人群，对酒精消费意愿下降，更加追求清淡口感和多元化、健康化的饮酒方式。预调酒凭借低税率、易入口、酒精含量低、口味多样化等特性，快速抢占啤酒和发泡酒市场。2004年以来啤酒和发泡酒销量持续下降，而预调酒销量快速增长，2022年啤酒和发泡酒销量分别降低至210万千升和57万千升，预调酒销量增长至231万千升，占据日本酒类总消费量的29.5%，预调酒市场规模（零售额）接近6000亿日元。

图7：2004 年以来日本预调酒销量（万千升）持续提升



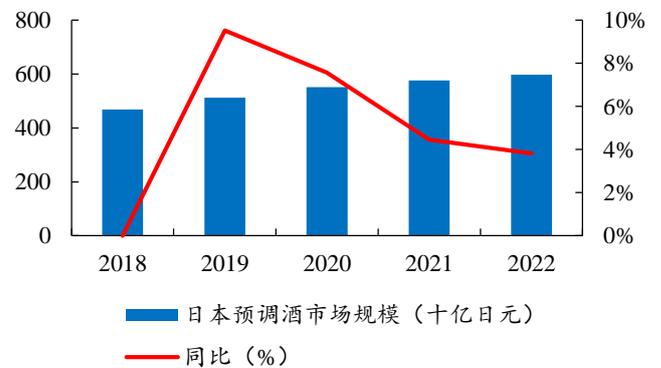
数据来源：日本国税厅、开源证券研究所

图8：2022 年日本预调酒消费量占比达 29.5%



数据来源：日本国税厅、开源证券研究所

图9：2022 年日本预调酒市场规模近 6000 亿日元



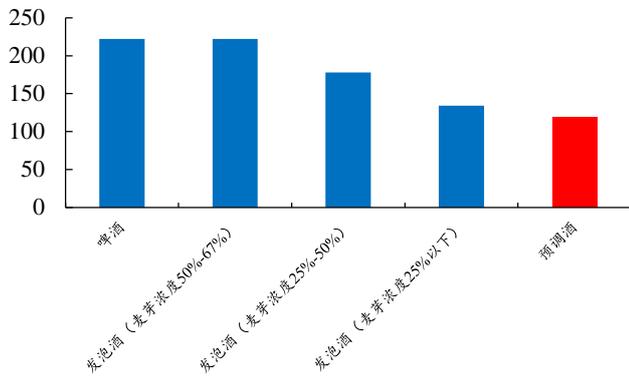
数据来源：《Rtds In Japan》、开源证券研究所

2.1.2、崛起原因：酒税政策推动酒企变革，预调酒迎合消费需求变化

原因一：酒税政策调整叠加经济环境低迷，供需两端共同推动市场扩容。

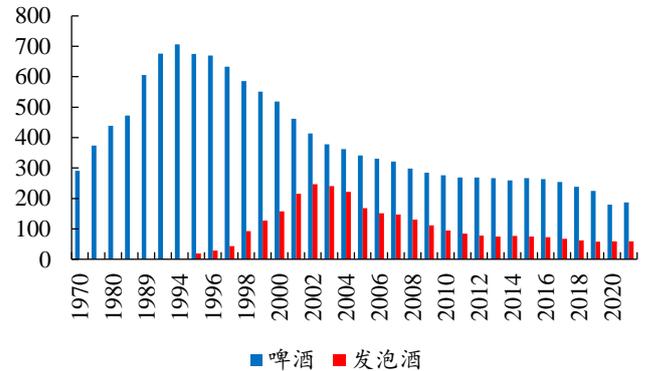
酒类税收政策调整，头部啤酒企业布局预调酒产品，主动推动市场扩容和消费者培育。1994-2003 年日本政府多次对酒类税收政策进行调整，1994 年啤酒税收提升至 222 日元/升，2003 年发泡酒税率调整至 134-222 元/升，而同期预调酒税率仅为 119 日元/升。酒类税收政策变化下，啤酒和发泡酒销售受影响较大，头部啤酒企业为减少税负压力并增加企业收入，纷纷开始转向布局低税率的预调酒产品，共同推动预调酒市场走向繁荣。

图10: 2003年日本预调酒税收仅为119日元/升



数据来源: 日本国税厅、开源证券研究所

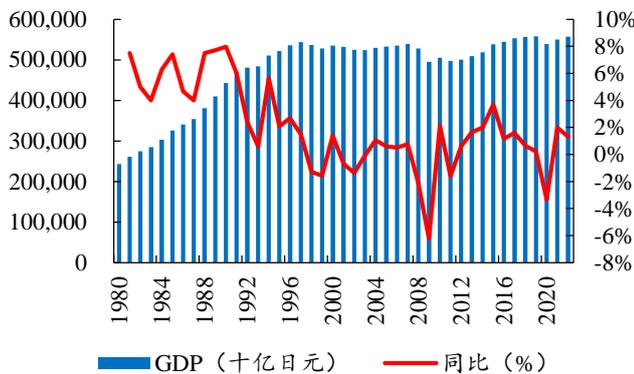
图11: 日本啤酒和发泡酒销量(万千升)持续下滑



数据来源: 日本国税厅、开源证券研究所

经济环境低迷影响大众收入水平, 大众消费需求转向高性价比。由于90年代以来日本经济增长较为低迷, GDP增速明显放缓。在经济增长停滞的背景下, 居民收入水平受到较大影响, 大众消费更加理性化, 消费者更偏好高性价比的酒类产品。由于税率不同, 日本啤酒和发泡酒零售价格普遍较高, 而预调酒产品价格相对较低, 同时可以满足酒精需求, 因此逐渐成为大众主要酒类消费产品。

图12: 日本GDP增长停滞



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 日本预调酒产品性价比更高

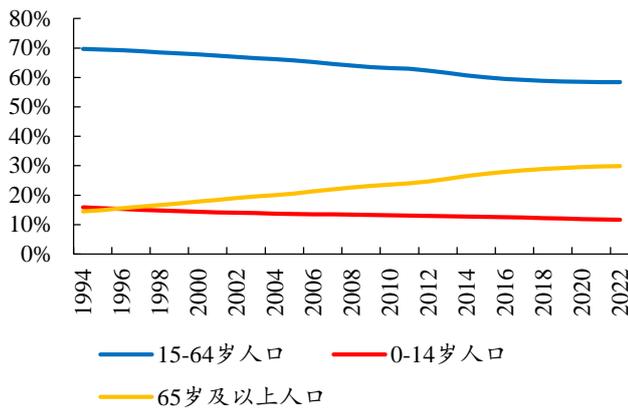
品类	容量ml	酒精含量%	典型零售价(日元)
啤酒	350	5.5	207
发泡酒	350	5.5	153
利口酒/预调酒	350	6	104
清酒	1800	15	2706
果实酒	720	12	1512
烧酒	1800	25	1253
威士忌	700	43	2599

数据来源: 亚马逊、开源证券研究所

原因二: 饮酒消费群体变迁, 预调酒丰富的产品类型满足不同消费人群的饮酒需求。

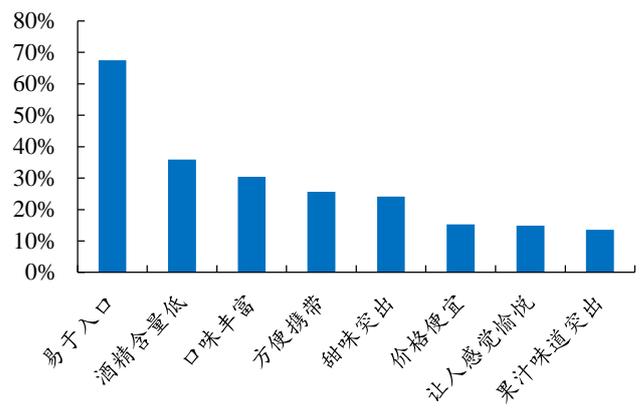
预调酒凭借易于入口、酒精含量低、口味丰富等特性, 深受年轻消费群体青睐。2000年后日本进入老龄化时代, 65岁及以上人口比例持续提升, 酒类主要消费群体开始向80、90后转变。过去日本酒类消费以辛辣烈酒和苦涩啤酒为主, 饮酒门槛相对较高, 随着消费群体变迁, 新一代人群酒类消费偏好转为清淡、微醺、舒适等饮酒特性。预调酒通过采用果汁口味和低度酒精, 形成了易入口、酒精含量低、口味丰富等特点, 既满足消费者一定程度的酒精需求, 又符合轻松愉悦的生活方式, 深受年轻消费群体青睐。

图14: 日本 65 岁及以上人口占比 (%) 持续提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

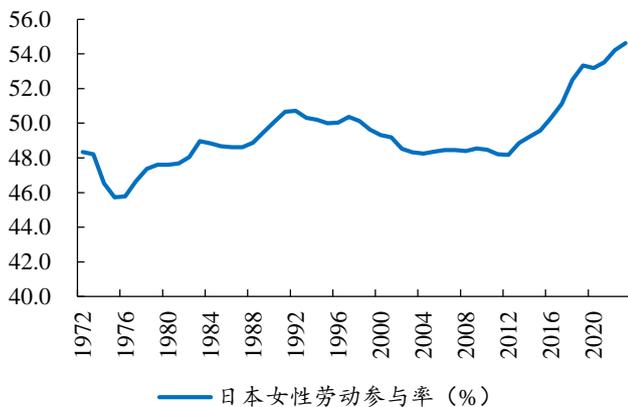
图15: 预调酒更符合新一代消费群体需求



数据来源: 《2019年三得利 RTD 报告》、开源证券研究所

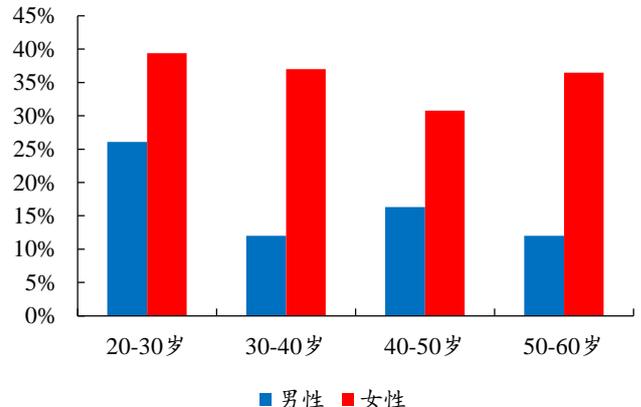
女性劳动参与率提升带动饮酒需求增加，预调酒通过低酒精度和甜口切入女性和初次饮酒群体。20世纪70年代日本女性外出就业比例开始增加，女性劳动参与率从1976年的46%提升至2022年的54%，推动女性职场社交饮酒和自饮需求场景快速扩容。同时由于女性消费群体饮用门槛较低，低度预调酒产品更符合女性需求。根据三得利市场报告显示，日本低度预调酒消费人群以女性和年轻男性为主，并且女性选择低度预调酒产品的比例较男性明显更高。

图16: 90年代以来日本女性劳动参与率呈上升趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

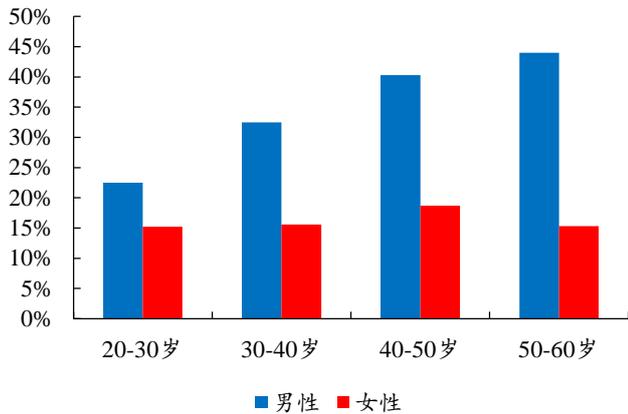
图17: 女性人群更偏好低度预调酒产品



数据来源: 《2019年三得利 RTD 报告》、开源证券研究所

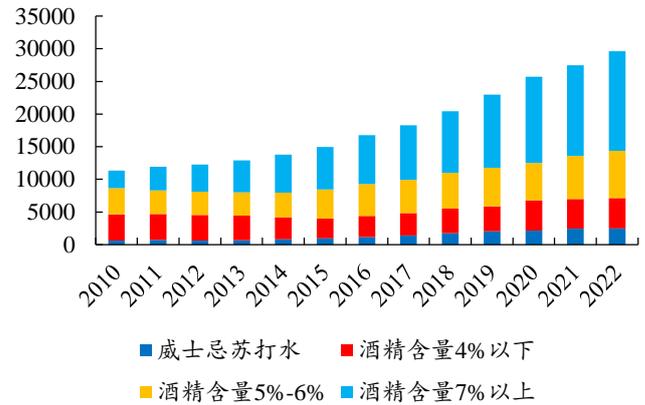
随着预调酒消费渗透率提升，高酒精度的预调酒产品开始受到男性和饮酒消费群体青睐。日本预调酒行业早期以低度预调酒为主，2010年日本预调酒销量达到1.1亿箱，酒精度较低产品（酒精含量4%以下以及酒精含量5%-6%）占整体行业销量近80%。随着预调酒渗透率提升，消费群体酒精偏好度开始提高，一方面低度消费者形成饮酒习惯后，开始转向高酒精度需求；另一方面男性和既有饮酒人群开始进入预调酒市场，根据三得利市场报告显示，相比女性消费群体，男性消费群体更偏好高酒精度数预调酒产品，且偏好度随年龄递增。2010年以来高度预调酒（酒精含量7%以上）市场快速扩容，2022年销量达1.5亿箱，占行业销量51%，2010-2022年高度预调酒产品销量CAGR达15.6%，而同期中低度预调酒产品销量CAGR仅为3.3%。

图18: 2014年日本男性消费群体更偏好高度预调酒产品



数据来源:《2014年三得利 RTD 报告》、开源证券研究所

图19: 日本预调酒酒精含量 7%以上产品销量 (万件) 持续提升

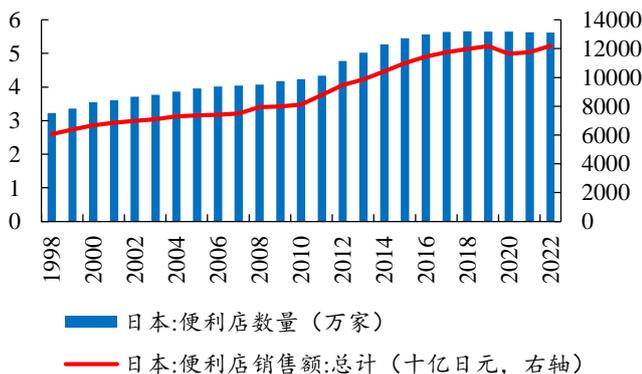


数据来源:《2022年三得利 RTD 报告》、开源证券研究所

原因三: 超市便利店发展叠加家庭小型化趋势下, 预调酒的宅家自饮和配餐文化逐渐普及。

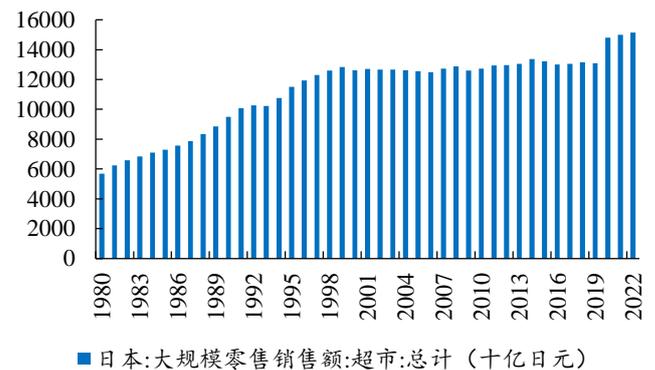
日本便利店、商超快速发展, 便捷化购物方式推动非现饮场景发展。1980年以来日本大型超市和便利店数量快速增长, 目前日本便利店数量超过 5 万家, 超市店铺数量超 2 万家, 超市零售规模持续增长。大量的便利店和超市为日本居民购物提供较好的便捷性, 居民非现饮场景快速发展, 2022 年日本预调酒非现饮消费场景占比达 98.8%。细分销售渠道看, 超市和便利店为预调酒主要销售渠道, 2022 年两渠道合计销售占比达 80%, 大卖场和电商占比分别为 4%和 3%。

图20: 日本便利店销售总额持续提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 日本大规模超市销售额逐年增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图22：2022年日本预调酒非现饮场景占比较高

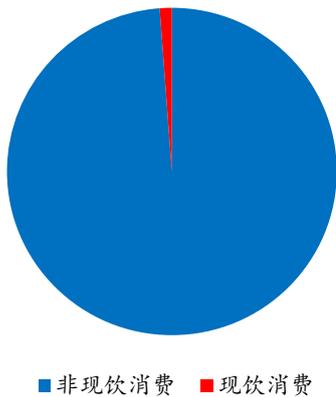
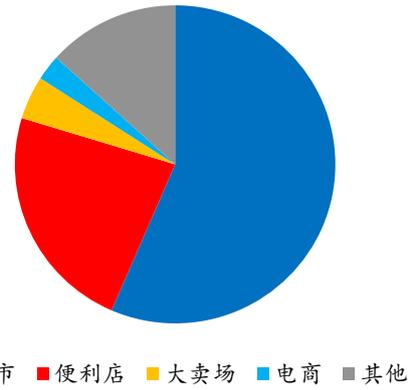


图23：2022年预调酒销售主要集中在超市和便利店



数据来源：《Rtds In Japan》、开源证券研究所

数据来源：《Rtds In Japan》、开源证券研究所

初婚年龄推迟和家庭小型化下，单身和宅家人数持续增加，居家饮酒习惯逐渐普及。20世纪90年后，日本生活和工作压力增加，导致年轻人婚育意愿日趋低迷，男性和女性初婚年龄不断推迟，进一步导致出生率下降，单身和空巢家庭比例不断提高。2022年日本男性和女性初婚年龄已推迟至30岁左右，1-2人的小型家庭占比持续提升至40%以上。家庭规模小型化意味着年轻人归家后孤独和寂寞感成为常态，宅经济、宅文化等社会现象开始出现，消费者外出意愿降低，居家饮酒的生活方式开始逐渐普及。根据三得利调研报告显示，2022年预调酒已成为不同年龄段消费群体主要宅家自饮的酒类产品。

图24：日本平均初婚年龄持续推迟

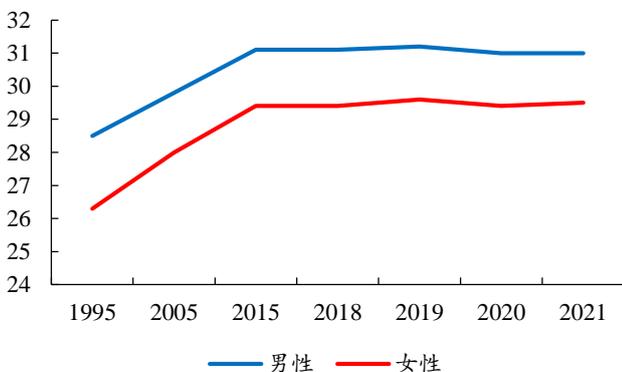
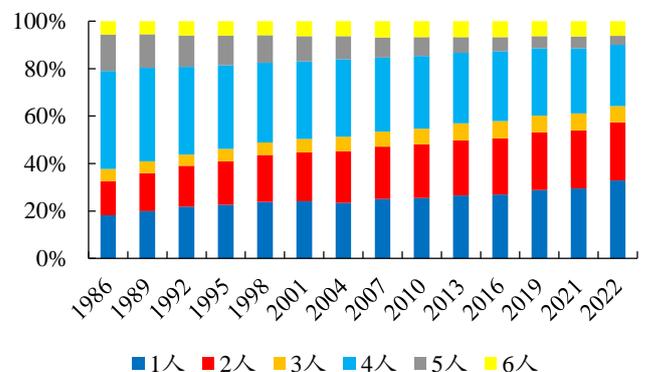


图25：日本单身和空巢家庭比例不断提高



数据来源：日本厚生劳动省、开源证券研究所

数据来源：日本厚生劳动省、开源证券研究所

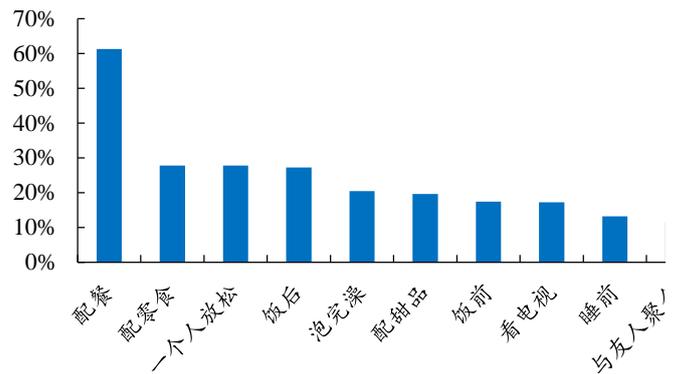
日本佐餐文化普及度高，预调酒更适合居家配餐饮用。日本餐饮中佐餐酒价值较高，基本上不同的餐食都配合不同的酒品，两者之间关联度很强。预调酒由于具备清爽口感，在配餐时有着良好解腻效果，相比清酒、烧酒等产品更适合家庭简餐饮用。根据三得利调查显示，日本预调酒宅家自饮中配餐场景饮用比例达61%，明显高于配零食、一个人放松等方式。

图26：2022年日本消费者宅家自饮主要选择预调酒产品

	全部	20-30岁	30-40岁	40-50岁	50-60岁	60-70岁
第一位	RTD (23.0%)	RTD (35.7%)	RTD (29.8%)	RTD (24.5%)	RTD (16.5%)	RTD (12.5%)
第二位	啤酒 (19.8%)	啤酒 (28.6%)	啤酒 (27.1%)	啤酒 (19.4%)	啤酒 (15.5%)	啤酒 (12.0%)
第三位	新类型啤酒 (14.1%)	新类型啤酒 (15.8%)	新类型啤酒 (17.6%)	新类型啤酒 (15.2%)	新类型啤酒 (11.7%)	新类型啤酒 (11.0%)
第四位	葡萄酒/气泡酒 (10.1%)	起泡酒 (15.0%)	起泡酒 (14.4%)	起泡酒 (10.3%)	葡萄酒 (9.0%)	烧酎 (10.6%)
第五位		葡萄酒 (13.2%)	葡萄酒 (11.5%)	葡萄酒 (8.1%)	葡萄酒 (7.4%)	葡萄酒 (10.1%)

数据来源：《2022年三得利RTD报告》、开源证券研究所

图27：预调酒居家自饮中主要在配餐场景饮用



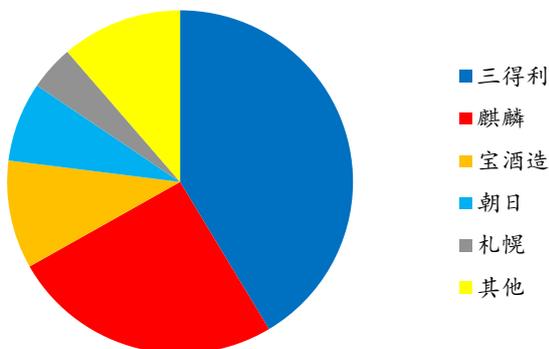
数据来源：《2020年三得利RTD报告》、开源证券研究所

2.1.3、行业格局：市场集中度高，头部份额稳定

头部啤酒企业主导下，日本预调酒市场格局稳定。日本预调酒市场主要由头部啤酒企业主导，行业格局较为稳固，一方面由于头部企业在生产、加工、包装等方面已经积累了深厚底蕴，通过规模化优势可以快速降低成本，产品性价比优势明显；另一方面头部品牌知名度高、消费者基础扎实、渠道布局更广，预调酒产品抢占市场份额速度较快，导致中小企业发展空间持续压缩。2013年以来日本预调酒行业头部五大企业市占率基本稳定在90%左右，2022年头部企业三得利、麒麟、宝岛造、朝日、札幌市占率分别为41.4%、25.4%、10.2%、7.5%、4.2%，其他企业合计占比仅为11.3%。

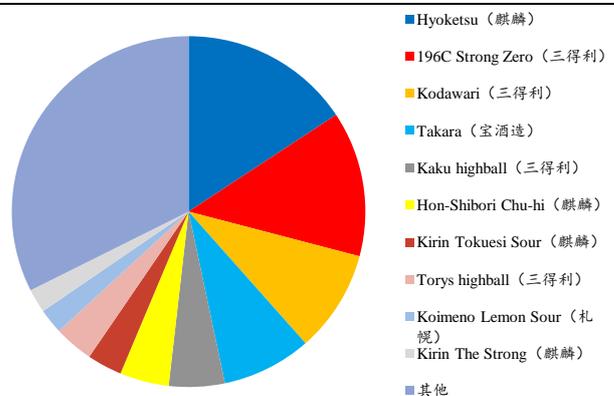
头部品牌基本均为大型啤酒公司创立，市场份额占比较高。日本预调酒行业前十大品牌均为头部企业创立，CR10市占率达67.6%，其中包括三得利企业的四个品牌，麒麟企业的四个品牌，宝酒造和札幌各一个品牌。分品牌看，麒麟的Hyoketsu（冰洁）系列为最大单品，市占率达15.7%，产品通过水果口味吸引大量消费群体；三得利的-196°C Strong Zero（强零）为第二大品牌，市占率达13.4%，产品并主打高酒精度、0糖和清爽口感；三得利的Kodawair为第三大品牌，市占率为9.4%，是一款柠檬酸预调酒。

图28：2022年日本预调酒CR5企业市占率接近90%



数据来源：《Rtds In Japan》、开源证券研究所

图29：2022年日本预调酒前十大品牌市占率达67.6%



数据来源：《Rtds In Japan》、开源证券研究所

2.2、我国：预调酒处于成长初期，行业具备较大发展潜力

2.2.1、历史发展：预调酒市场方兴未艾，行业从波动走向健康增长

预调酒在我国属于新兴品类，发展历史大致可分为以下四个阶段：

90年代中期-2011年：预调酒行业处于启蒙和培育阶段，消费人群和场景较为局限。我国预调酒市场起源于20世纪90年代中期，最早出现于沿海发达城市的夜场、KTV、酒吧等场所。1997年，古巴的百加得品牌进入中国市场，并在上海设立总部和生产基地，是第一家在中国生产、销售、推广预调鸡尾酒的公司，旗下预调酒冰锐（Breezer）早期稳居国内预调酒第一品牌。2000年英国红广场等海外品牌也开始进入国内市场。2003年百润股份成立并创立锐澳（RIO）品牌，国内企业开始进行预调酒的探索和发展。这一时期中，国内消费者对预调酒产品缺乏认知，消费人群和场景较为小众，行业市场规模较小。

2012-2015年：锐澳和冰锐推动预调酒进入大众视野，国内大量资本纷纷布局推动行业尝鲜式热潮。2012年以来锐澳和冰锐两大预调酒品牌竞争开始加剧，并通过大量线上和线下广告投放提升品牌知名度，大众开始初步认识并了解预调酒品类。同时由于预调酒行业进入门槛较低，产品利润较高，吸引了众多品牌和资本进入，例如白酒企业五粮液和古井贡酒、啤酒企业百威、饮料企业汇源果汁、食品企业黑牛食品等。随着消费者认知提升和预调酒品牌增多，市场进入百花齐放阶段，引发了一轮尝鲜式消费热潮，2015年行业销售量和规模达到历史最高峰。

2016-2017年：预调酒市场供过于求，行业进入深度调整期。由于预调酒培育时间较短，并未占据消费者心智，尝鲜式热潮褪去后，消费需求出现明显下滑。其次，由于行业缺乏相应的规章和准则，预调酒的山寨产品层出不穷，导致消费者对主流品牌认知混乱。在消费端需求缩小和供给端无序扩张下，预调酒产品出现了同质化、高库存、价格混乱等问题，导致2016年行业进入深度调整期，大量资本和中小企业开始陆续退出市场。

2018年至今：预调酒消费者持续增加，行业进入健康稳健增长。随着行业中小品牌退出以及渠道库存逐步出清，行业竞争格局改善，市场渠道信心明显恢复，行业重新回到理性健康发展。同时，在头部品牌持续消费培育下，大众消费群体开始从过去的消费尝鲜转为消费复购，主流产品进入稳步扩张增长期。根据华经产业研究院统计，2022年我国预调酒市场规模约71.6亿元，行业保持较高的增速。

图30：2022年我国预调酒市场规模约71.6亿元


数据来源：华经产业研究院

2.2.2、驱动因素：供给需求合力推动，产品、场景持续扩展

供给端：相比日本，我国酒税压力较小，传统酒企过去并未大力发展预调酒市场，导致行业早期缺乏头部酒企教育，市场规模相对较小。近年来随着白酒、啤酒行业进入存量竞争，头部酒企逐步加大预调酒产品布局，同时在业内外资本加持下，新兴品牌层出不穷，更多企业进入后，供给端有望驱动行业进一步扩容。

我国酒税政策稳定，早期大型酒企缺乏预调酒布局动力，导致市场规模较小。日本预调酒早期崛起主要因啤酒税率较高，头部啤酒企业降低税负压力，主动进入预调酒市场，参与市场消费者培育，多家大型企业共同推动市场扩容。我国酒类税收政策相对稳定，除白酒税率偏高外，其他酒类税率基本较为均衡，预调酒税率相对啤酒无明显优势。因此我国头部酒企早期缺少预调酒新赛道布局动力，预调酒市场培育进度较慢，市场规模较小。

表3：我国酒类税收政策相对稳定

种类	税率
白酒	采取从价定率和从量定额相结合，即从价定率的比例税率为20%，从量定额的定额税率为每500克0.5元。
啤酒	消费税从量征收，出厂价在3000元/吨以上产品250元/吨，3000元/吨以下产品220元/吨。
其他酒类(包括预调酒)	10%

资料来源：律图网、律临网、开源证券研究所

近年来白酒、啤酒进入存量竞争，头部酒企逐步重视预调酒赛道发展。随着消费群体迭代以及生活水平提升，年轻消费群体更注重高性价比的悦己消费，对白酒、啤酒需求有所下降，导致传统酒类产量逐年下降。行业竞争压力加剧下，部分头部酒企开始逐步布局预调酒赛道，贵州茅台、泸州老窖、五粮液等陆续推出了预调酒新品牌。头部酒企进入，一方面有利于推动预调酒市场扩容和消费者培育，头部酒企已具备一定消费者基础和品牌认知，在消费者转化和产品培育上更加容易；另一方面在过去发展中已建立规模较大的线下销售渠道，预调酒铺货和销售更加快捷。

业内外资本涌入预调酒赛道，新兴品牌层出不穷，差异化品牌有望挖掘更多潜在市场。随着预调酒行业快速发展，业内外资本开始加速布局预调酒赛道，2020年

以来腾讯、红杉资本、经纬创投等公司加速融资步伐，推动十点一刻、贝瑞甜心、空卡等预调酒品牌陆续创立。新兴品牌进入行业后，有望通过差异化、多样化的产品挖掘更多潜在消费者和市场，共同提升消费者教育和消费氛围。

图31：2016年以来白酒产量持续下滑

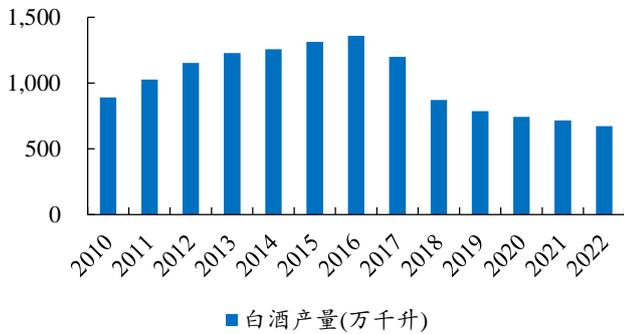


图32：2013年以来啤酒产量持续下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：2020年以来传统酒企和新兴品牌重新进入预调酒赛道

类型	品牌	创立时间	融资/创立公司	定位
传统酒企	悠蜜	2020年	贵州茅台	定位蓝莓果酒，以茅台酒为基础，加入了多汁水果和清爽的碳酸水
	晶华年代	2021年	泸州老窖	定位蓝莓果酒，以优质蓝莓果为主料，采用低温发酵全酿制工艺
	吾调	2021年	五粮液	定位蓝莓果酒，以浓香型白酒为基酒，融合水果清香，定位年轻消费群体
	浮起	2022年	百威	主打气泡茶酒，推出了白桃乌龙风味、茉莉绿茶风味、冻柠茶风味
	贵州味道	2023年	茅台生态农业公司	“贵州味道”系列鸡尾酒目前有辛辣贝瑞、蓝莓酸、蓝莓丝令三款产品
新兴品牌	十点一刻	2020年	腾讯、红杉资本、真格基金、东方创投等	主打0糖0脂、复合口味的无糖气泡酒
	贝瑞甜心	2020年	康之城电商、经纬创投、尚承投资碧桂园创投、百威英博等	瓶装低度果酒，聚焦于满足闺蜜聚会、独居小酌等不同情景下女性多元化的饮酒需求。
	空卡	2020年	金沙江创投、经纬创投、德迅投资、里程资本等	定位苏打酒，致力于为年轻消费者带来快乐的酒饮体验，气泡口感，兼具0糖0脂的配方
	兰舟	2020年	天使湾创投传化集团、境界投资、天使湾创投、百威英博等	定位水果酒，以22-35岁的都市白领为主要客群，通过“微醺社交产品”致力于打造国内年轻人的社交酒饮品牌。
	梅见	2019年	江小白、东方富海	定位配置型青梅酒和中式佐餐酒，目标用户为喜欢微醺低度酒的Z世代，以女性用户为主

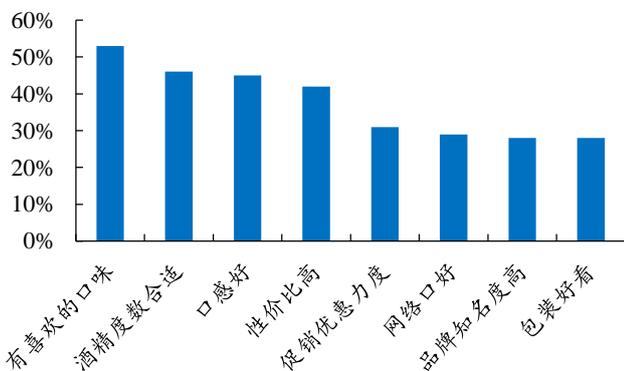
资料来源：天猫新品创新中心、品牌星球、新京报、酒业家、食品资讯中心、FoodPlus 公众号、XN知酒公众号等、开源证券研究所

需求端：我国消费需求变化与日本较为相似，在饮酒低度化趋势下，预调酒降

低了我国年轻人和女性人群消费门槛，满足了多样化、差异化饮酒需求。随着消费培育和认知度提升，未来预调酒在既有饮酒人群中仍有较大开拓空间，有望带动人均销量快速提升。

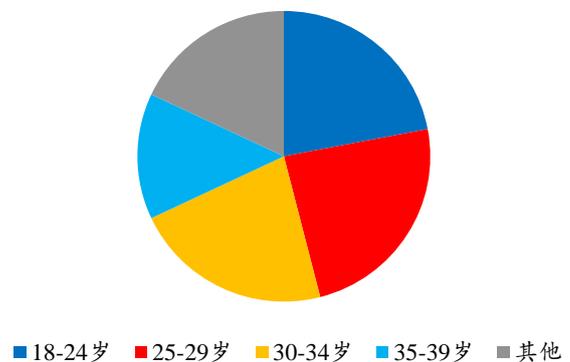
预调酒不仅降低饮用门槛，更符合年轻人多样化消费需求。我国传统白酒度数较高，口感较为辛辣，啤酒口感相对苦涩，对于初次饮酒人群门槛相对偏高，年轻消费群体接受度较低。而预调酒产品由于具备丰富口味、低酒精度、易入口、性价比高等特点，有效降低年轻消费者饮用门槛，满足饮酒需求，同时预调酒新颖潮流的包装带给年轻人更多精神和心理的满足。根据天猫新品创新中心报告显示，我国预调酒主力消费群体以34岁及以下的年轻人为主，2022年预调酒消费人群中18-34岁占比达68%。

图33：年轻人选择预调酒时更注重口味、酒精度和口感



数据来源：天猫新品创新中心、开源证券研究所

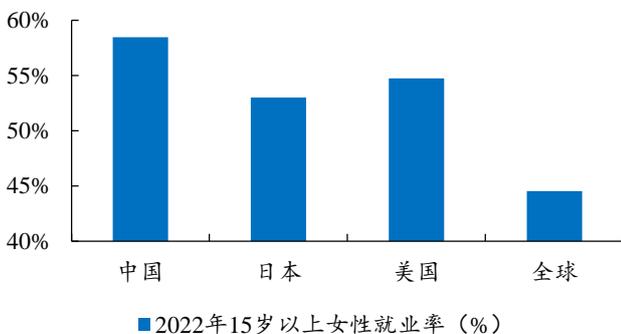
图34：2022年我国预调酒消费人群集中在18-34岁之间



数据来源：天猫新品创新中心、开源证券研究所

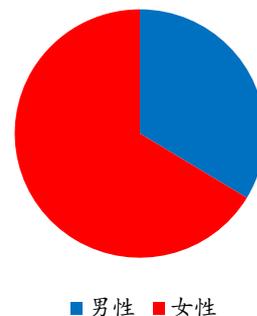
“她经济”带动女性饮酒需求崛起，预调酒更受女性消费群体青睐。受益于我国经济快速发展，女性就业率持续提升，2022年我国女性平均就业率达58%，明显高于日本、美国平均水平。女性就业率较高一方面推动女性职场和社交场景的饮酒需求增加，另一方面带动女性消费需求向品质化、多元化发展。此外，预调酒产品多以水果口味和低酒精度数为主，饮用后口味偏甜、口感舒适，且不容易上头，更符合我国女性消费群体饮酒需求。根据天猫新品创新中心报告显示，我国预调酒消费中女性占比明显高于男性，2022年预调酒女性消费占比达67%。未来随着预调酒产品的多样化发展，女性人群渗透率仍有较大提升空间。

图35：我国女性平均就业率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2022年我国预调酒消费中女性占比达67%

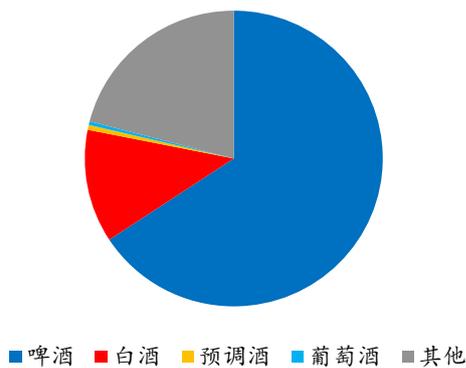


数据来源：天猫新品创新中心、开源证券研究所

中长期随着饮酒低度化趋势，既有饮酒人群有望进入预调酒市场，人均销量具

备较大提升空间。我国既有消费人群主要以白酒、啤酒为主，2022年白酒、啤酒产量占酿酒行业比例接近80%，而预调酒产量占比仅为0.5%。近年来饮酒低度化成为新趋势，消费理念逐步从悦人转向悦己，高酒精、辛辣口感对消费者的吸引力下降，大众饮酒需求开始向低度化、健康化转变。随着传统酒类销量下滑，预调酒产品的兴起有望吸引更多既有饮酒人群进入，对比预调酒成熟市场，我国预调酒人均销量极低，未来有较大提升空间。

图37：2022年我国预调酒产量仅占酿酒行业0.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：2022年我国人均年预调酒消费量仅为0.2升



数据来源：华经产业研究院

产品端：由于早期我国预调酒生产工艺落后，行业野蛮生长导致产品品质参差不齐，阻碍市场健康化发展。2019年随着预调酒新标准出台，行业供给侧进入改革出清后，预调酒整体品质得到明显改善，口感和包装也向多元化发展，预调酒产品开始逐步受到大众青睐。

与日本相比，早期我国预调酒行业缺乏生产标准，产品品质和包装影响市场健康发展。预调酒从生产工艺角度看，属于酒类和软饮料结合的跨界产品，行业生产壁垒不高，但品质、口感因素较为重要，企业需要将基酒的苦味与果汁的甜味进行完美融合。日本预调酒发展时间较早，且预调酒头部企业均为啤酒企业转型，在预调酒产品生产上具备明显优势，一是预调酒产品口感较好，产品以朗姆酒、威士忌等作为基酒，同时搭配多种果汁和苏打水等混合而成，受到大量消费群体青睐；二是企业软饮料包装技术先进，不同品牌间包装样式各具特色。预调酒在我国属于舶来之品，早期产品工艺技术发展相对滞后，部分产品存在添加色素、添加剂等现象，基酒品质也参差不齐，同时产品口味和包装缺乏创新，品牌之间同质化问题严重，导致消费者饮用后口感较差，品牌认知度和复购率较低。

随着行业生产标准改进，预调酒口感和包装持续升级创新，我国预调酒市场逐步得到消费者认可。为加快我国预调酒行业供给侧改革，并丰富预调酒产品种类，2019年1月T/CBJ5101《预调鸡尾酒》团体标准正式出台，该项标准在酒精度、总糖等诸多方面做了详细规定，有效解决之前困扰行业的技术标准问题，推动预调酒产品开始向品质化发展。此外，近年来以锐澳为代表的国内品牌在口味和包装上进行大量创新升级，口感上打造水果口味、零糖、低脂、零嘌呤等健康理念，包装上向颜值化、多样化发展，吸引了大量年轻消费群体。未来随着技术进步和头部企业进入，预调酒在品质、口感、包装等方面仍有较大提升空间。

图39：日本预调酒产品种类丰富



资料来源：淘宝

图40：国内预调酒品牌持续创新升级



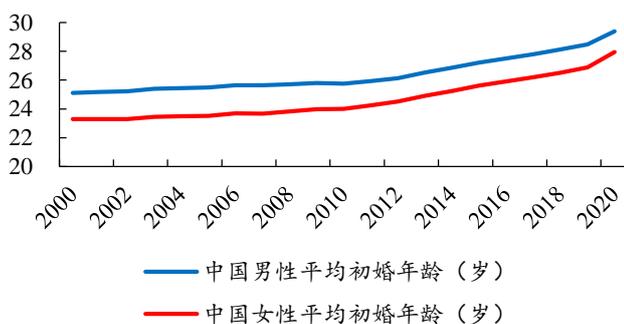
资料来源：淘宝

场景端：由于饮酒文化差异，我国现饮场景占比较高，导致早期预调酒产品缺乏自饮消费场景。近年来随着单身青年人数增加和外卖行业高速发展，居家餐饮和宅家时间明显提升，带动预调酒非现饮场景快速发展。此外，预调酒品牌仍在加大现饮场景开发，未来有望通过布局餐饮、酒吧、夜场等渠道，进一步打开现饮场景的销量。

我国饮酒场景集中在社交、聚餐等场景，早期预调酒发展缺乏自饮消费场景。日本饮酒文化相对轻松自由，多以居家饮酒、聚餐饮酒或者配餐饮酒，整体酒类产品种类丰富，独饮场景较多，因此日本非现饮场景相对更加发达。我国饮酒文化多以聚饮为主，饮酒场景主要在宴席、商务、聚餐等，饮酒类型以白酒、啤酒为主，独饮、自饮场景普及度相对较低，导致预调酒产品早期发展速度较慢。

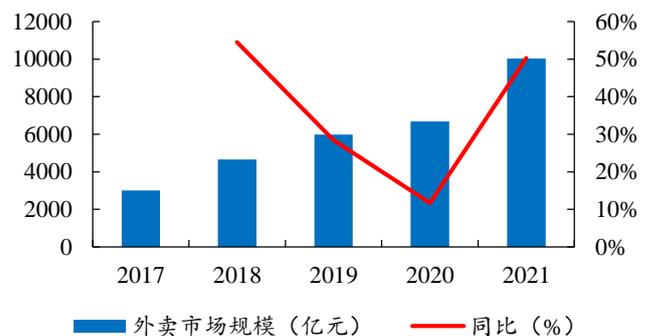
单身人群增加叠加外卖行业快速发展，带动非现饮场景快速增加。2000年以来我国年轻人结婚年龄持续推迟，2020年我国男性和女性平均初婚年龄分别提升至29.4岁和28.0岁，单身人口数量超过2亿人。此外，外卖行业快速发展推动餐饮、购物便捷性大幅提升，年轻人居家餐饮和宅家时间增加，带动自饮和配餐饮酒需求提升。2022年我国预调酒非现饮场景占比接近90%，销售场景集中在大卖场、超市、便利店和线上电商。

图41：我国男性和女性平均初婚年龄不断提高



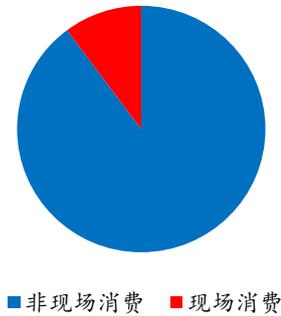
数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：2017年以来外卖行业快速发展



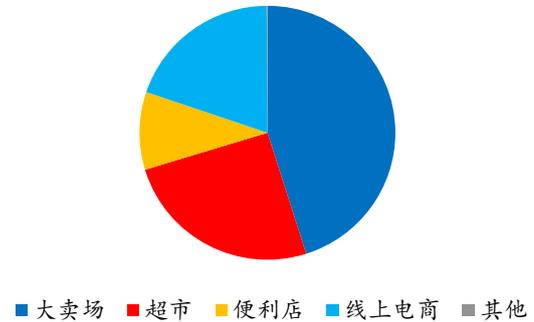
数据来源：国家信息中心、智研咨询、开源证券研究所

图43：2022年我国预调酒消费场景主要集中在非现饮渠道



数据来源：《RTDs in China》、开源证券研究所

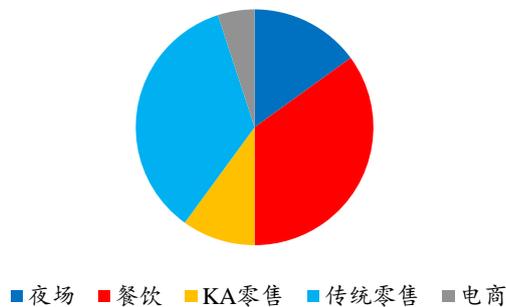
图44：2022年我国预调酒销售渠道集中在大卖场、超市、便利店和线上



数据来源：《RTDs in China》、开源证券研究所

随着预调酒在餐厅、夜场、酒吧等场景布局，现饮场景有望逐步增加。现饮渠道是我国酒类产品重要的销售渠道之一，主要由于现饮场景与消费者接触面较广，不仅可以提升产品销量和价格，更有利于提升品牌知名度和产品曝光度。以啤酒品类为例，我国头部啤酒企业对现饮渠道的重视度极高，夜场和餐饮销售占比基本在一半左右。我国预调酒品牌由于知名度较弱、市场规模较小等原因，在现饮渠道中竞争优势较弱。未来随着消费者口感变化和品牌知名度提升，预调酒有望凭借易入口、丰富口感等特性在餐厅、酒吧、夜场等现饮场景，并持续提升市场份额。

图45：我国啤酒市场主要在现饮消费场景



数据来源：浪潮新消费公众号、开源证券研究所

2.2.3、行业格局：集中度持续提升，锐澳头部地位稳固

行业集中度持续提升，锐澳成为龙头品牌。2015年以前预调酒行业竞争较为激烈，行业呈现“双寡头”格局，头部品牌锐澳和百加得冰锐通过大规模营销持续抢占市场份额。2016年行业进入调整期，尝鲜式需求大幅下滑，冰锐及其他中小品牌市场份额持续收缩，锐澳通过全方面改革和渠道梳理，持续提升竞争优势，2022年锐澳销售量市占率提升至67.6%，为国内预调酒行业龙头品牌。

行业格局未来可能呈现头部集中，尾部分散的特点。锐澳作为行业龙头品牌，在预调酒行业竞争优势明显，尤其在罐装气泡酒板块已具备较强的品牌认知和稳定的消费群体，同时规模化发展下生产成本较低，产品性价比更高，未来市场份额有望持续提升。其他新品牌进入市场后为避免和锐澳直接竞争，大多布局在果酒、露

酒、米酒等其他预调酒赛道，通过打造差异化产品培育新的消费群体。随着新品牌持续进入，行业细分赛道竞争将加剧，尾部格局将向分散化发展。

图46：2022年锐澳预调酒销售量市占率达67.6%

2022年中国预调酒行业品牌竞争格局（按销量）



数据来源：华经产业研究院

3、公司：营销产品精细化定位，渠道市场稳步扩张

3.1、营销模式向精细化发展，精准触达目标消费群体

公司早期营销模式主要通过大量费用投放和广告营销实现品牌力和知名度的提升，但同时也导致营销费用高企。2016年后公司对营销费用进行调整和改革，营销模式向精细化发展，费用投放更加谨慎理性，并通过电视综艺、明星代言、品牌联名等多种方式，深入触达目标消费群体，费效比明显提升。

2015年及以前：线上投入大量费用，过度营销导致销售费用高企。2012年预调酒行业迎来高速发展期，公司为抢占市场份额和提升品牌知名度，在线上广告宣传上投入大量费用。2014年公司将锐澳品牌植入《奔跑吧兄弟》，2015年又陆续植入《奔跑吧，兄弟》第二季、《杉杉来了》、《把爱带回家》、《你们被包围了》等十余部电视剧。在线上广告宣传密集投放下，大量尝鲜消费带动预调酒收入实现高速增长。但同时大量广告投放导致公司销售费用高企，2015年公司销售费用高达9.2亿元，销售费用率为39.2%，其中广告费用支出为3.3亿元。

2016年至今：营销转向精细化，更加注重精准投放和消费者培育。2016年行业进入调整期后，公司预调酒收入出现较大下滑，高营销费用投入导致净利润亏损较大。2016-2019年公司开始逐步对营销模式进行调整，一方面费用投放更加谨慎、理性，销售费用持续收缩，2019年公司销售费用下降至4.3亿元，其中广告费用降至0.7亿元，市场活动费用为1.1亿元；另一方面营销开始向精细化转变，通过线上广告宣传与线下推广活动相结合的方式，持续加强品牌影响力和消费者培育。2020年随着预调酒收入回到稳步增长，公司相应逐年增加销售和广告费用，但由于营销费效比提升，整体销售费用率保持下降趋势，2023年销售费用率下降至21.7%。

图47：公司销售费用率呈现逐年下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：公司广告和市场费用投放更加理性、谨慎



数据来源：Wind、开源证券研究所

影视营销注重场景打造，精准定位目标消费群体。2014-2015年公司通过高费用进行了一系列地毯式品牌推广活动，品牌植入《奔跑吧兄弟》、《天天向上》、《何以笙箫默》等热门节目，产品定位较为模糊。2016年起随着营销费用收缩，公司在线上影视推广上更加谨慎和聚焦，一方面选取符合品牌定位的综艺和电视剧进行赞助，例如年轻人职场剧《理想之城》、当代女性剧集《二十不惑》、《三十而已》等，精准定位当代初入职场人群和女性消费群体；另一方面公司在影视剧情中植入锐澳产品，以职场、社交、聚餐、居家等场景为切入口，延伸产品内容和消费场景，对消费者形成引导和教育。此外，公司积极拓展新媒体渠道，通过与小红书、B站、抖音等新兴平台合作，进行品牌种草、直播带货、硬广投放等活动，持续保持营销高点热度，增强与年轻消费者的互动体验。

表5：线上将品牌植入优质综艺和影视热剧

类型	内容
综艺节目	2014年：《奔跑吧兄弟第一季》、《我们都爱笑》、《爱情公寓》、《快乐大本营》、《最强天团》
	2015年：《天天向上》、《奇葩来了》、《奔跑吧兄弟第二季》、《非诚勿扰》
	2018年：《创造101》、《极限挑战》
	2020年：《我要这样的生活》、《让生活好看》、《看我的生活》、《朋友请听好》
	2022年：《快乐再出发》、《心动的信号》
电影、电视剧	2014年：《步步惊情》、《杉杉来了》、《青年医生》、《匆匆那年》
	2015年：《何以笙箫默》、《相爱穿梭千年》、《两生花》、《美丽的秘密》、《冰与火的青春》、《步步惊情》
	2016年：《加油吧实习生》、《鬼怪》、《放弃我，抓紧我》、《微微一笑很倾城》、《小别离》
	2017年：《军师联盟》、《春风十里不如你》、《复合大师》、《那片星空那片海》
	2018年：《一路繁花相送》
	2019年：《没有秘密的你》、《七月与安生》、《九州缥缈录》、《加油你是最棒的》、《青春斗》
	2020年：《二十不惑》、《三十而已》
	2021年：《理想之城》
	2022年：《我们的婚姻》、《心居》
	2023年：《长相思》

类型	内容
平台合作	Bilibili: 品牌种草、线下项目合作&开屏投放;
	小红书: 品牌种草
	抖音平台: 产品种草、直播、硬广投放、竞价投放等

资料来源: 公司公告、搜狐新闻等、开源证券研究所

紧跟时代潮流，选择实力流量艺人，吸引新生代年轻人。2013 年公司邀请了当年风头正盛的周迅为代言人，开始围绕代言人做品牌营销，迅速扩大了 RIO 的知名度。2015 年开启双代言模式，邀请当红流量明星杨洋、郭采洁代言。2018 年邀请金马影后周冬雨担任微醺代言人，同时将目标瞄准单身青年，推出“一个人的小酒”，微醺品牌营销大获成功。2022 年公司邀请张子枫担任微醺亚太区全新品牌代言人，并邀请流量明星肖战担任全球品牌代言人，主要推广清爽产品。公司紧跟新生代年轻人潮流需求，选择代言人均为当时流量、人气、实力兼具的明星艺人，吸引更多潜在的年轻消费群体，有效提升品牌的知名度和好感度。

图49: 锐澳选择实力流量明星代言



资料来源: RIO 公众号

图50: 2013 年以来公司持续选择流量明星代言品牌

年份	代言人
2013	周迅成为品牌第一代言人
2015	杨洋成为RIO品牌代言人
2015	郭采洁成为RIO品牌代言人
2018	周冬雨成为RIO鸡尾酒代言人，之后变成了RIO微醺系列代言人
2022	张子枫成为RIO微醺亚太地区品牌代言人
2022	肖战成为RIO全球品牌代言人

资料来源: RIO 公众号、开源证券研究所

针对不同系列产品跨界匹配差异化品牌，深入触达年轻消费群体喜好，实现精准营销。2018 年随着公司产品逐渐丰富，在跨界品牌联名方面更加精细化，分不同产品匹配差异化品牌，实现消费群体精准触达。微醺系列上公司更多与食品、家具、洗发水等品牌联名，例如 LUX、好利来、乐乐茶等，主要定位女性消费群体。清爽系列在 2023 年与电视剧《玉骨遥》合作，定位年轻消费群体。强爽系列联名品牌更多以游戏竞技为主，例如罗技、炉石传说、黑暗破坏神等，获得大量年轻男性消费群体青睐。

图51：公司持续推出联名预调酒产品


资料来源：RIO 公众号

图52：针对不同系列产品跨界联名差异化品牌

产品	联名品牌
微醺	LUX、农心、B站、春纪（2018）；清扬（2019）；饿了么、叮咚买菜、好利来、乐乐茶、膳魔师（2020年）；美宜佳、RICO、水星家纺、倍至（2022）；DQ、时光代理人（2023）
清爽	Rever（2022）；《玉骨遥》（2023）
强爽	罗技（2020）；炉石传说（2021）；永劫无间（2022）；广东珍珠汽水、黑暗破坏神（2023）
其他产品	探索笔记、吕、霸王、UHA悠哈、VIVICAT等

资料来源：RIO 微信公众号、开源证券研究所

3.2、围绕消费者需求完善产品体系，聚焦“358”产品矩阵发展

3.2.1、持续推动产品创新升级，消费人群和场景实现精准定位

产品运作经验丰富，创新升级实现精准覆盖。公司在预调酒行业深耕 20 余年，在产品创新上积累了丰富的运作经验，2003 年推出经典瓶产品后，成功打造品牌影响力和消费者认知。2016 年公司加快产品的创新升级，通过精准覆盖不同的饮用人群和场景，打造了契合品牌战略的“358”产品矩阵，完成多元化预调酒产品布局。

2015 年以前：经典瓶打开品牌知名度，但由于消费人群和场景定位不够清晰，导致调整期受影响较大。2003 年公司创新推出第一款预调酒产品经典瓶系列，产品上市后在酒吧、夜场、餐饮、超市等消费场景中均有布局，并凭借炫彩瓶的高颜值外观吸引大量年轻消费群体。2013-2015 年在行业扩容下，经典瓶实现快速发展，贡献公司大部分营收。然而随着行业进入调整期，消费者尝鲜感退去后，经典瓶产品销量出现大幅下滑。我们认为一方面公司产品过于单一，通过经典瓶产品在线下多渠道铺开，产品定位和品牌理念较为模糊，消费者尝鲜较多，但复购率较低；另一方面行业竞品进入后，大量企业在包装和瓶型上模仿锐澳，并在低线城市中大量铺货，不仅影响行业健康发展，更导致消费者对锐澳经典瓶认知模糊化，品牌形象受损较大。

2016-2021 年：持续丰富产品种类，加快消费者培育和不同场景开拓。在经典瓶下滑背景下，公司在产品端开始进行全面升级，并加大了生产研发和创新，通过公司消费者调研中心，对预调酒口味、包装、酒精度等方面进行深入分析。2016 年公司针对男性消费群体推出强爽系列，酒精度数提升至 8 度；针对年轻女性和初次饮酒人群推出度数较低的微醺系列（酒精度 3 度）。2017 年推出果汁含量更高的本榨系列产品，2019 年推出瓶装夜狮系列。2020 年对经典瓶包装进行升级，并将酒精度数从原来的 3.8 度提升至 4.2-4.5 度。2021 年推出强爽 0 糖系列和清爽系列，其中强爽 0 糖系列酒精度提升至 9 度；清爽系列强调气泡和清爽口感，并补充 5 度市场空白。公司针对不同消费群体持续推动产品创新升级，通过多样化预调酒产品持续扩宽消费场景，消费基础更加坚实。

图53：2016年以来公司持续丰富预调酒产品种类



资料来源：公司公告、新生代市场监测机构公众号、开源证券研究所

2022年：明确“358”产品矩阵，细化消费人群和场景，实现精准定位。2022年初公司制定“358”（3度、5度、8度酒精含量）品类矩阵规划，在消费人群和消费场景上进一步细分化，产品定位更加精准。其中3度微醺系列饮用人群主要以年轻女性和初次饮酒者为主，主打自饮和家庭日常消费。5度清爽相比微醺度数略高，定位饮酒人群，主打配餐、配零食用酒。8度的强爽主要面向男性消费者，主打烧烤、火锅、电竞、自饮、聚会等多种场景。

表6：2022年公司明确“358”产品矩阵

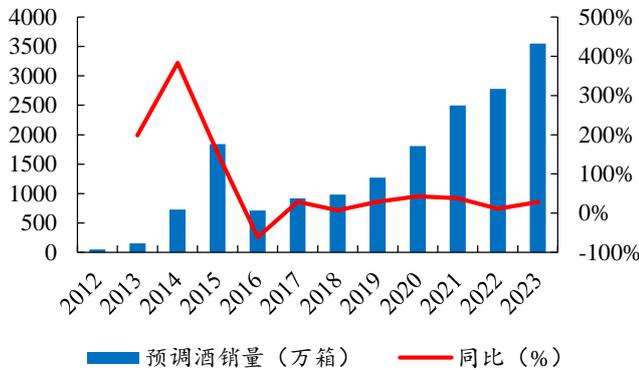
标题	推出时间	酒精度	果汁含量	容量	零售价格	产品定位	产品形象
3度微醺系列	2016年推出	3.0%vol	≥3.0%	330ml	7.9元	包含13种口味； 定位：女性和年轻消费群体； 场景：主打自饮和家庭日常场景	
5度清爽系列	2021年推出	5.0%vol	≥3.0%	330ml	6.5元	包含5种口味，在酒精度数上与微醺存明显区别； 定位：饮酒人群； 场景：主打配餐和家庭饮用	
8度强爽系列	2016年推出	8.0-9.0%vol	≥3.0%	330ml/500ml	8.9/14.8元	包含4种强爽口味和4种零糖口味； 定位：饮酒人群，追求醉感的男性、成熟女性为主； 场景：居家休闲和餐饮场景	
经典系列	2003年	4.2-4.5%vol	≥3.0%	275ml	15.6元	包含6种口味； 定位：热爱非正式聚会、乐于交友的年轻人为主； 场景：中小型聚会，主要满足年轻消费者聚会需求。	

资料来源：公司官网、锐澳天猫旗舰店、开源证券研究所

经典瓶系列占比降低，“358”产品成为业绩主要驱动力。2012-2015年受益于行业扩容，经典瓶产品放量增长，公司预调酒销量从2012年的50.3万箱增长至2015年1838.5万箱。2016年受行业调整影响，预调酒销量同比下滑超60%，基本回到2014年水平。随着公司新品研发，微醺、清爽、强爽等产品上市后持续拓宽消费人群和场景，公司预调酒销量持续放量增长，2023年销量达到3550.5万箱，2016-2023

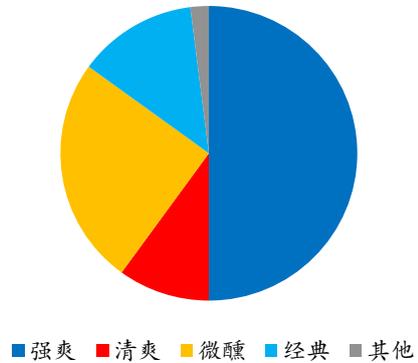
年公司预调酒销量 CAGR 达 25.8%。我们预计 2023 年经典瓶营收占比为 10-15%左右，“358”产品整体预计占比超 80%，其中清爽占比预计过半，清爽占比约 10%，微醺占比约 25%。

图54：2023 年公司预调酒销量 3550.5 万箱



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图55：2023 年“358”品类营收占比预计超 80%



数据来源：开源证券研究所

3.2.2、3 度微醺：清晰定位女性群体和独饮场景，创新迭代销量天花板尚远

通过清晰定位和创新升级，微醺成功打造人气小酒。微醺产品自 2016 年推出以来，持续保持稳步增长，我们认为过去微醺快速增长主要得益于两方面因素：一是微醺产品在消费人群和场景上定位清晰，聚焦年轻女性群体，并主打独饮场景，消费者形成稳定的品牌认知和复购率。二是公司持续推动微醺升级创新，在口味和包装方面增强消费者体验感和新鲜感。

微醺围绕“一个人小酒”打造自饮消费氛围，成功占领女性消费群体心智，逐步形成品牌认知和复购率。2016 年公司在经营低谷时期推出微醺系列产品，产品上市后定位清晰，并与经典瓶形成明显区隔。产品口味上，微醺定位气泡果味酒精饮料，酒精含量降低至 3 度；消费群体上，微醺明确定位年轻女性消费者，并通过柔美、时尚化的包装和广宣，吸引女性人群青睐；消费场景上，微醺围绕“一个人的小酒”，重点打造独饮和居家消费氛围，与聚饮、餐饮等场景进行区分。微醺产品通过清晰的定位成功占领女性消费者心智，并形成较好的品牌认知和消费粘性。

微醺系列产品持续创新升级，给消费者带来更多体验感和新鲜感。微醺在上市早期包括瓶装和罐装两种。2017 年公司对微醺进行了口味、包装、定位的全面升级，包装以易拉罐装为主，并与经典瓶系列完全分开。2018 年产品包装再度升级、增加口味，并邀请周冬雨代言，吸引了大量女性消费群体。2021 年推出微醺小美好系列，主要在电商平台销售。2022 年微醺包装全面向时尚、简约方向发展，并推出零糖、低糖等健康类型产品。微醺系列不断创新升级下，新口味、新包装不仅能够给消费者带来体验感和新鲜感，更能吸引大量新的消费者，从而延长产品生命周期，推动销量增长。

图56：微醺系列在产品包装和口感上持续创新升级



资料来源：锐澳公众号、新生代市场监测机构公众号、开源证券研究所

借鉴三得利和乐怡发展经验，我们认为锐澳微醺天花板尚远，产品有望通过创新升级和消费者互动等方式，持续扩大消费人群和场景，推动销量增长。

三得利和乐怡注重产品推新和互动体验，深受日本年轻消费者喜爱，产品经久不衰。日本三得利和乐怡品牌上市于2009年，产品酒精度数为3度，目前已发展为三得利旗下第二大预调酒品牌，2019年产品销量达1740万箱，2010-2019年销量CAGR达12.3%。我们认为和乐怡产品自上市以来持续增长，主要得益于三方面，一是产品定位清晰，瞄准女性消费市场，通过新颖、柔美、时尚的包装，得到女性消费者青睐。二是产品上市后在口味方面不断延伸创新，推出多种水果口味同时在特定节日中还会推出期间限定、季节限定、节日特别款等，保持品牌新鲜感，目前和乐怡口味已拓展至百余种。三是产品注重与消费群体间的互动活动，和乐怡会将不同产品与日本流量明星或卡通人物进行绑定，消费者购买产品后有机会获得品牌方提供的专属奖品，增加了消费者的体验感和惊喜感。

图57：日本三得利的和乐怡品牌口味接近百余种



资料来源：FoodTalks 食品资讯

图58：2010-2019年三得利和乐怡销量CAGR达13.3%



数据来源：三得利官网、开源证券研究所

对比和乐怡产品，锐澳微醺在产品创新和消费者互动上仍有较大提升空间。在产品口味类型方面，微醺每年坚持上新口味，并根据特定时点推出季节限定、节日限定等，目前口味类型共约20余种，但较和乐怡口味数量存在一定差距，未来在产品类型上有较大开拓空间。在消费者互动方面，微醺主要以品牌联名互动为主，2023年微醺与B站国漫《时光代理人》进行联名合作，在线下场景打造实体周边展览，并采用原创动漫角色布置场景，与漫画粉丝进行深度交流。未来随着微醺系列的口

味类型和联名互动活动的增加，将有助于扩宽微醺系列的销售边界，覆盖更多消费人群，提升产品销量天花板。

图59：微醺系列的口味类型仍有较大扩展空间



资料来源：FoodTalks 食品资讯

图60：微醺与《时光代理人》在线下举办互动活动



资料来源：锐澳公众号

3.2.3、5度清爽：定位气泡感和高性价比，有望成为新一爆品

清爽上市定位高性价比，快速在三四线下沉市场发展。2021年为覆盖更多消费人群和场景，锐澳推出了清爽系列，产品主打清爽气泡感和微甜果味，酒精度提升至5度，口感更加清爽柔和。清爽上市初期便定位高性价比，产品主要以330ml小罐包装进行销售，线上、线下零售价格基本在6-7元左右，相较于其他竞品性价比更高。同时清爽定位多元化和日常化场景，主要面向更广泛的年轻消费群体，消费场景包括日常、家庭、聚会、娱乐、佐餐等，因此清爽在三四线下沉市场得到快速发展。

清爽推出500ml大罐新品，凸显性价比优势，加速市场和渠道下沉。2024年4月清爽产品进行换新升级，推出500ml大罐清爽，产品售价为9元左右，通过高性价比在市场快速铺货，动销效果良好。我们认为当前清爽仍在培育期，在大部分区域市场中渗透率较低，随着公司加强清爽的差异化营销以及下沉市场开拓，清爽的品牌认知和消费粘性有望提升，逐步成为公司新一大单品。

图61：锐澳清爽具备高性价比

新款锐澳清爽	锐澳清爽	三得利-196度	空卡苏打酒	和乐怡
				
酒精度：5%vol 规格：500ml 零售价：9元/瓶	酒精度：5%vol 规格：350ml 零售价：5-6元/瓶	酒精度：5%vol 规格：350ml 零售价：13元/瓶	酒精度：5%vol 规格：330ml 零售价：10元/瓶	酒精度：3%vol 规格：330ml 零售价：10元/瓶

资料来源：天猫商城、开源证券研究所

3.2.4、8度强爽：定位男性饮酒消费群体，长期战略布局下实现高增长

强爽创立于2016年，早期定位男性人群和餐饮消费场景，但铺货和拓展较慢。2016年公司针对高度预调酒市场推出强爽系列，上市初期便形成精准的产品定位和鲜明的产品特点，产品酒精度数提升至8度，定位以男性为主力消费人群，主打“解腻、解辣、无嘌呤、陪餐”，并以餐饮作为主要场景。2017年强爽针对餐饮市场推出瓶装产品，但销售并不理想，一方面由于当时预调酒行业仍在初创期，消费者培育和认知度尚浅，强爽作为预调酒新品，消费人群和场景相对小众；另一方面社交、餐饮渠道竞争壁垒较高，对销售团队、渠道投入等方面要求较高，同时啤酒企业在餐饮渠道中已具备较强竞争优势，导致强爽在餐饮的铺货和拓展上进展较慢。

2018年强爽在渠道、定位、产品上做了多方面调整，逐步形成稳定的消费客群和消费场景。2018年起公司在强爽产品发展上进行多方面调整，首先将销售重心由原来餐饮渠道转为发展线下零售和线上电商渠道，线下在便利店、超市、烟酒店等加大陈列和推广，线上在京东、天猫等电商平台销售。其次在宣传推广上，公司将强爽和其他系列产品进行明确的定位区分，强爽明确定位高酒精度刺激和买醉需求的男性人群，消费场景向休闲放松、电竞、观赛、居家独饮、户外等方面拓展。此外，针对产品的包装和口感，强爽在2018-2021年多次进行产品迭代升级，包装设计更加潮流、时尚，产品口感更加柔和舒适，在易入口和酒精体验上做到较好平衡，消费者复购率明显提升。

2022年强爽通过品牌营销发力，产品迎来高速增长。2022年5月公司在抖音、小红书等平台上发起了“RIO强爽8度不信邪”话题，吸引了大量年轻群体尝试，强爽曝光度和热度明显提升；8月强爽与永劫无间、王者荣耀等游戏合作并推出了联名礼盒产品，通过布局电竞场景瞄准年轻男性群体。受益于网络营销的快速传播，强爽产品火爆出圈，产品消费需求较以往大幅提升，2022年9月渠道订单供不应求，线上电商平台以及线下部分零售店、商超等均出现缺货现象。我们认为2022年以来强爽产品的高速增长并非一蹴而就，而是强爽系列通过多年的战略布局，形成稳定的消费人群、良好的饮用口碑、多样化的消费场景，进而在品牌营销推广下实现了高速增长。

图62：锐澳强爽持续更新换代



资料来源：锐澳公众号、微酒公众号、酒说公众号、开源证券研究所

图63：锐澳发起了“RIO 强爽 8度不信邪”活动



资料来源：锐澳强爽公众号

图64：强爽与永劫无间游戏联名



资料来源：锐澳强爽公众号

借鉴日本高度预调酒品牌-196°C Strong Zero 发展经验，高度预调酒在我国成长空间广阔，锐澳强爽仍在高速成长期。

日本三得利-196°C Strong Zero 顺应高度预调酒发展趋势，定位饮酒需求消费群体，实现快速发展。2009 年日本三得利推出高酒精度的-196°C Strong Zero，产品具备鲜明的特点：酒体采用液氮冷冻水果的技术，提升了水果风味口感；酒精度由原来 3-5 度提升至 9 度，同时主打零糖零卡路里，迎合日本酒类消费的高酒精和健康化需求；消费场景上定位清晰，主要以日常居家和配餐饮用为主。-196°C Strong Zero 上市后受到日本饮酒人群和男性群体的广泛青睐，产品复购率较低度预调酒产品明显更高，快速发展为三得利预调酒系列的第一大单品。2019 年-196°C Strong Zero 销量达 4100 万箱，2010-2019 年销量 CAGR 达 17.9%，全年销售已超过和乐怡两倍以上。

图65：三得利通过-196°C Strong Zero 定位饮酒消费者



资料来源：FBIF 食品饮料创新公众号

图66：2010-2019 年三得利-196°C Strong Zero 销量 CAGR 达 17.9%



数据来源：三得利官网、开源证券研究所

我国高度预调酒市场处于蓝海阶段，强爽领先优势明显，成长潜力较大。结合日本高度预调酒发展经验，我们认为锐澳强爽未来具备广阔成长空间。首先从行业角度看，当前我国高酒精度预调酒市场仍处于蓝海阶段，饮酒需求消费群体较大，但布局的预调酒品牌较少，强爽在市场中具备明显的先发优势。其次强爽在产品口味和种类方面拓展空间较大，目前微醺口味种类已超 20 多种，强爽口味约为 5-6 种，未来在季节限定、品牌联名、水果口味等方面有望持续发力，吸引更多饮酒消费群体。此外，随着强爽在居家、休闲娱乐等消费场景的快速发展，公司计划重新开拓

强爽的餐饮消费场景，2023年6月推出275ml玻璃瓶强爽产品，主攻餐饮渠道，并与零售的罐装产品形成明显区隔。未来随着强爽品牌影响力提升，以及线下餐饮环境回暖，强爽有望在餐饮渠道占据一定市场份额，并对部分啤酒产品进行平替。

图67：强爽产品口味种类相对较少



资料来源：1688 商城

图68：针对餐饮场景锐澳推出275ml玻璃瓶强爽产品



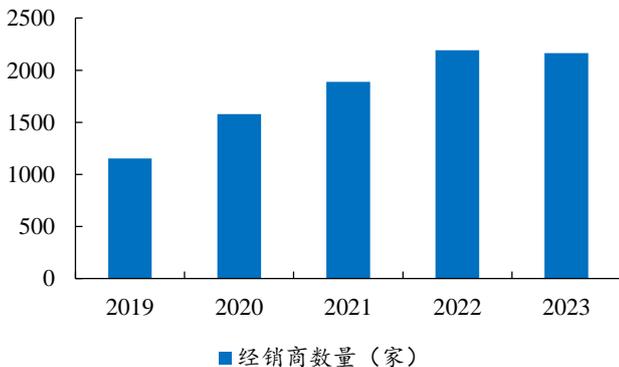
资料来源：RIO 强爽公众号

3.3、渠道扩张稳步推进，线下和数字零售快速发展

上轮渠道扩张中公司较为激进，导致行业调整期中渠道受损较大。2015年预调酒行业热度提升，公司采取较为激进的渠道扩张策略，在渠道招商和销售团队上拓展力度较大，2015年经销商数量预计扩充至3000家左右，销售人员达3231人，公司通过在渠道大面积铺货，带动预调酒销量激增。虽然当时公司渠道端快速扩展，但下游终端和消费者端并未实现较好动销，导致渠道库存积压、产品价格紊乱等问题集中出现，渠道受损较为严重。

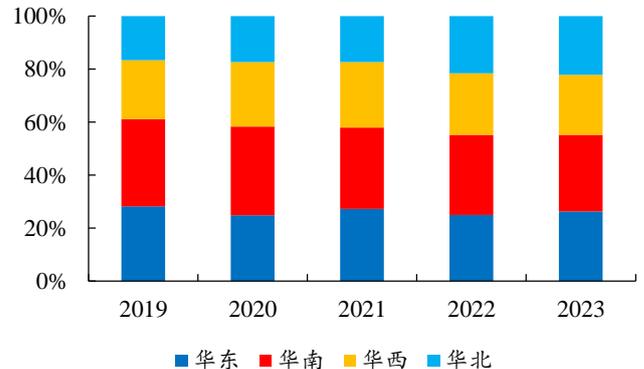
本轮渠道扩张公司更为谨慎，经销商和销售人员数量先优化后稳步增加。2016年后公司在渠道扩张方面更加谨慎，2016-2017年间公司持续优化经销商和销售人员团队，淘汰资金较差和市场操作不规范的经销商，同时削减销售人员和费用，公司经销商和销售人员数量收缩较大，2017年销售人员缩减至801人。2018-2023年公司渠道进入稳步扩张阶段，2023年公司经销商数量提升至2164家，华东、华南、华西、华北经销商数量分别为570家、626家、488家、480家，销售人员数量相对平稳，人均创收提升至179万元。

图69：2023年公司共有经销商2164家

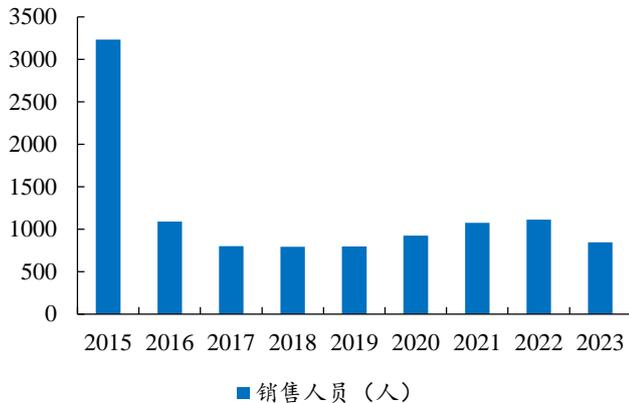


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图70：不同区域经销商数量相对均衡



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图71：2023 年公司销售人员数量达 844 人

图72：2023 年公司人均创收达 179 万元


数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

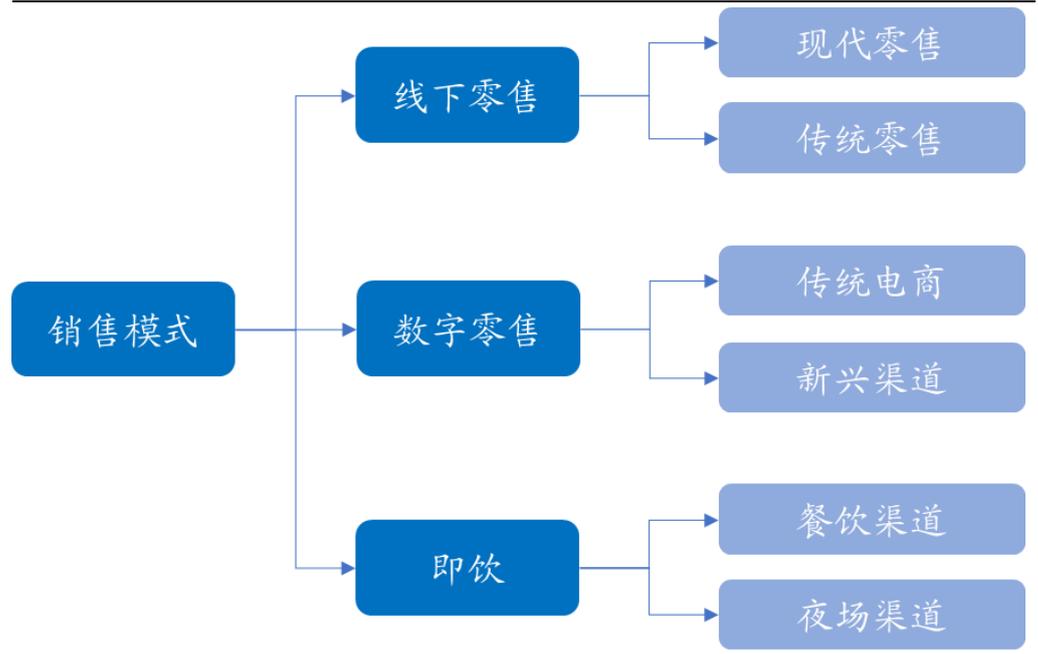
分渠道看，线下零售和数字零售快速发展贡献大部分营收，即饮渠道仍待持续开发。公司预调酒销售渠道主要分为线下零售渠道、数字零售渠道和即饮渠道三个部分。其中线下零售为主要渠道，营收占比基本稳定在 70-80% 以上；数字零售渠道营收稳定，2023 年营收占比为 11.8%；即饮渠道营收占比较小，2023 年仅为 2.0%。从收入增速来看，线下零售渠道、数字零售渠道、即饮渠道在 2019-2023 年营收 CAGR 分别为 24.1%、12.0%、6.9%，线下零售和数字零售实现较快发展，为业绩增长提供主要驱动力。

线下零售：公司通过国内大型连锁商超、大型连锁便利店等直接面向终端消费者销售，已覆盖全国超过近千个城市。线下零售分为传统渠道和现代零售两方面，在传统渠道方面，公司将在一二线城市注重覆盖质量，三四线城市加速渠道下沉；现代零售方面，公司将顺应社区化、便利化和平台化的发展趋势，调整资源投放重点，加强重点产品品类布局。

数字零售：分为电商平台和新零售业务，公司一方面在天猫、京东等电商平台直接销售，另一方面在成立了 O2O 部门，在盒马鲜生、社区团购等新兴平台进行布局。未来数字零售渠道仍有较大拓展空间，公司将不断推出个性化新产品，加强与消费者的互动，促进该渠道的快速发展，同时积极拥抱线上线下融合带来的新变化，加强到家业务及 O2O 布局，推进公司新零售业务的发展。

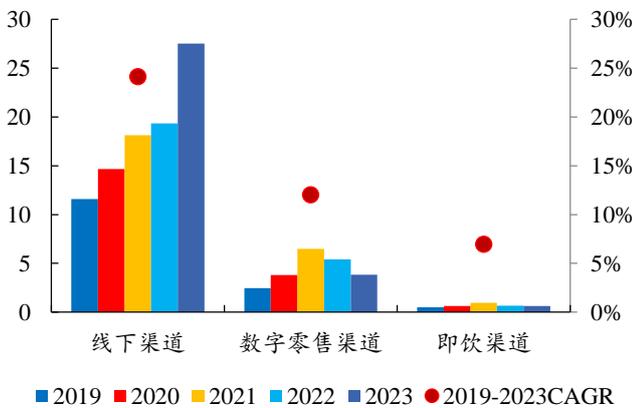
即饮渠道：公司自锐澳品牌创立以来，积极拓展即饮消费渠道，在酒吧、夜场、KTV、餐厅等渠道中，不断丰富即饮渠道产品线。当前即饮渠道对公司贡献收入较低，主要由于即饮渠道竞争较大，对比啤酒企业公司竞争优势相对较弱，并需要投入较高费用进行开拓。2021 年公司在即饮渠道设立专业的大客户部门，针对系统大客户推出定制化服务，当前随着消费场景快速恢复，未来大客户定制服务有望给即饮渠道带来更多增量。

图73：公司销售渠道分为线下零售、数字零售和即饮



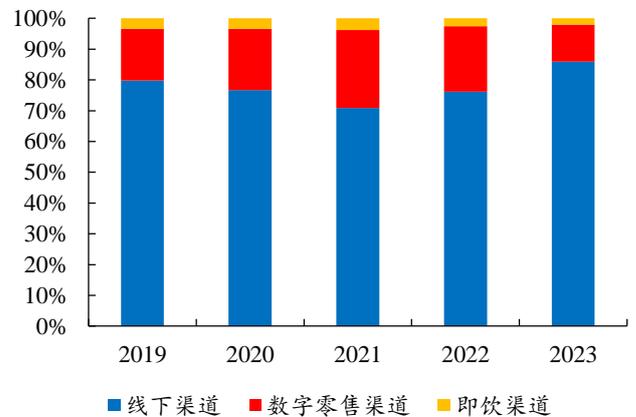
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图74：2023 年线下渠道收入达 27.5 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图75：2023 年线下零售渠道营收占比达 84.3%

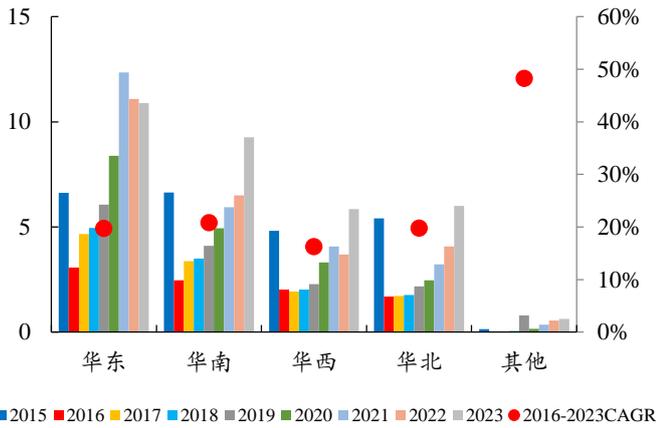


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.4、华东市场优势稳固，全国布局持续推进

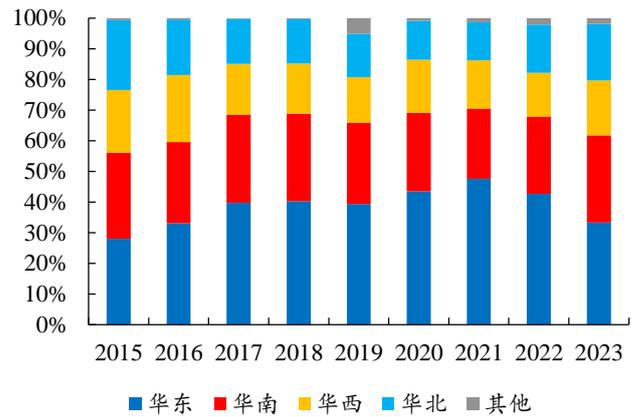
华东为全国优势市场，华南、华西、华北市场稳步增长，持续推进全国化扩张。2016 年以来公司对全国市场按照分层次、分地区实施不同的营销策略，集中力量在预调酒接受度较高的沿海和发达城市进行推广。其中华东区域近年来增长最好，主要由于公司总部位于上海，同时华东区域品牌知名度较高，当地消费者对品牌形成较好的接受度和认可度，2016-2023 年华东地区营收 CAGR 达 19.8%，2023 年营收占比为 33.4%。此外华南、华西、华北市场也呈现稳步增长趋势，2016-2023 年营收 CAGR 分别为 20.8%、16.3%、19.8%，2023 年营收占比分别为 28.4%、17.9%、18.4%。未来随着预调酒产品消费认知和市场渗透率提升，公司全国化进程有望持续加速。

图76：2023年华东区域收入达10.9亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图77：2023年华东市场营收占比达33.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、威士忌业务前景可期，有望打造新成长曲线

4.1、我国威士忌规模持续扩容，消费人群和场景逐步扩宽

我国威士忌快速扩容，行业发展前景广阔。威士忌起源于欧洲，是一种使用大麦、麦芽和玉米等谷物酿制，在橡木桶中陈酿多年后，调配成40度到60度左右的烈性蒸馏酒。威士忌进入我国已有百年历史，近年来我国威士忌产能逐步扩大，威士忌酒行业呈现快速增长的趋势，产量以及需求量持续增加。根据相关数据显示，2013年我国威士忌市场仅为12.9亿元，2023年市场规模增长至55亿元，年复合增速达18.3%。同时威士忌产量也在持续提升，2023年我国威士忌总产量约5万千升，同比2022年增长127%。

图78：2023年我国威士忌酒市场规模约55亿元



数据来源：《2023年中国威士忌行业发展调研报告》、酒业家

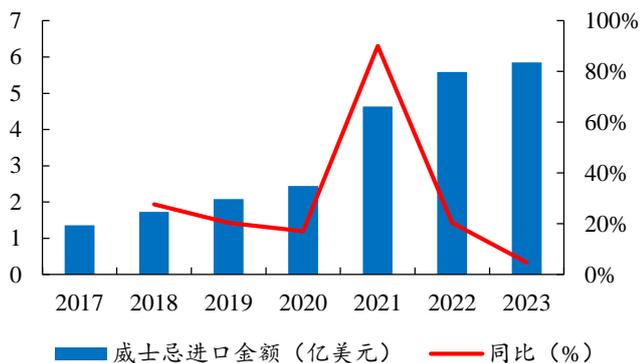
图79：2023年我国威士忌总产量约5万千升



数据来源：中国酒业协会

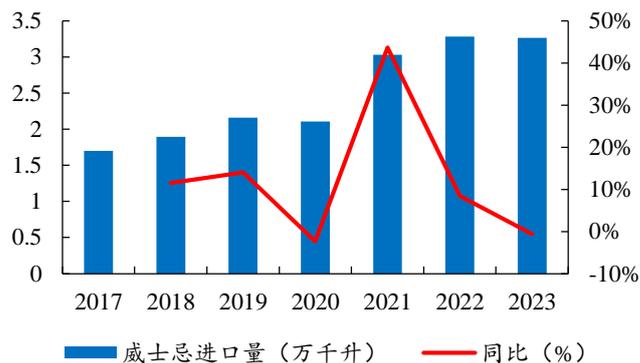
我国威士忌自产量较低，进口产量占比过半。由于我国大部分酒企主要生产白酒、啤酒、葡萄酒等主流酒水，导致威士忌自产量较低，供需失衡严重，因此大部分威士忌需要依赖进口。根据海关统计数据平台显示，2023年我国威士忌进口金额达5.8亿美元，进口量达3.3万千升，预计占国内总产量的一半以上。

图80：2023年我国威士忌进口金额达5.8亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图81：2021年我国威士忌进口量同比增长43.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

酒企加码布局国内威士忌赛道，桶装陈酿威士忌数量增加。近年来，我国威士忌酒厂数量持续增加，传统白酒和啤酒企业开始积极参与威士忌酒厂的投资建设，例如燕京啤酒、郎酒、洋河股份、青岛啤酒等传统酒企以及保乐力加、帝亚吉欧等海外酒企均加码布局威士忌赛道。根据中国酒业协会统计，2023年我国共有42家威士忌生产企业，投产和运营企业达27家，待建和在建企业共15家。随着生产企业增加，我国桶装陈酿威士忌数量快速提升，2023年保有量约45万个，同比增长超50%。

图82：2023年我国威士忌生产企业达42家



资料来源：中国酒业协会

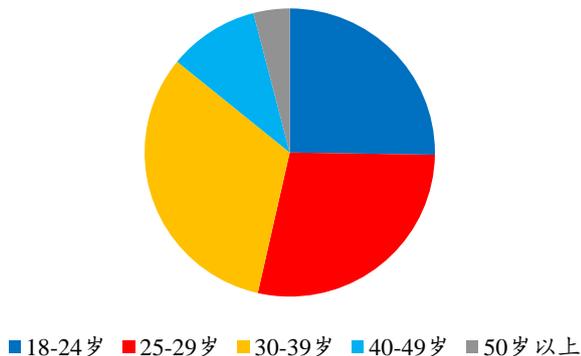
图83：我国威士忌橡木桶数量快速增加



资料来源：中国酒业协会

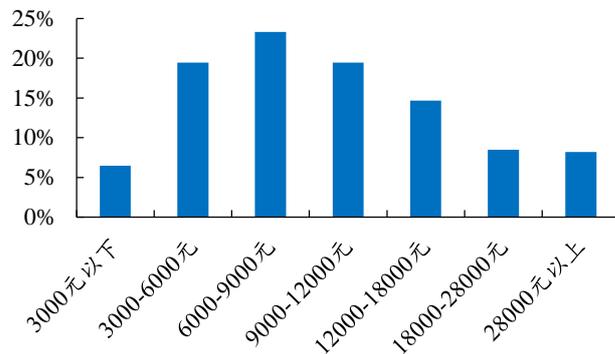
从消费者画像看，我国威士忌消费群体以中等收入的年轻男性群体为主。根据白瓶数据显示，我国威士忌消费人群超80%为男性消费者，同时大部分以年轻消费者为主，18-29岁威士忌消费占比达53%。从消费人群收入水平来看，我国威士忌消费人群主要以中等收入群体为主，大部分消费者月收入主要集中在3000-18000元之间，其中月收入在6000-9000元消费者占比最多。

图84：2023年我国威士忌消费人群大部分以年轻消费群体为主



数据来源：百瓶消费数据、开源证券研究所

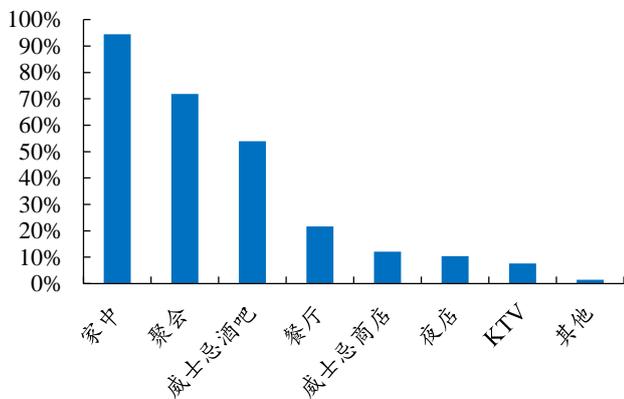
图85：2023年我国威士忌消费人群月收入集中在3000-18000元



数据来源：百瓶消费数据、开源证券研究所

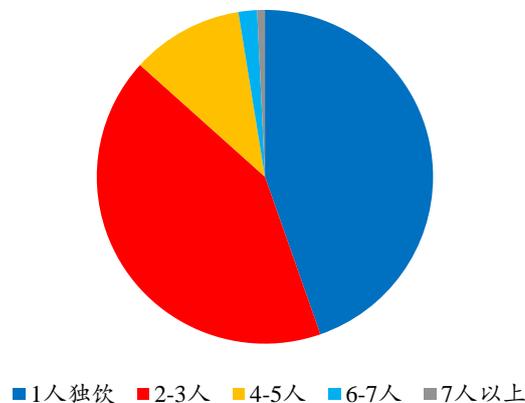
从消费场景看，威士忌消费主要集中在家中独饮和小型聚餐场景。2020-2022年由于线下消费场景受限，威士忌家庭饮用场景得到快速发展，根据百瓶消费数据显示，90%以上的消费者更多在家饮用威士忌，除此之外，聚会和威士忌酒吧也是重要的消费场景。威士忌饮品人数主要以1人独饮和2-3人小聚为主，两者合计占比超80%，多人饮用占比相对较低，同时大部分威士忌消费者以浅尝为目的，通常饮用量在30-90ml。

图86：2023年我国威士忌消费场景主要以家庭、聚会和威士忌酒吧为主



数据来源：百瓶消费数据、开源证券研究所

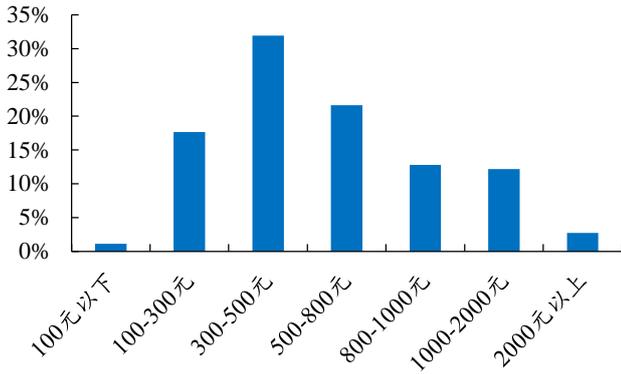
图87：2023年我国威士忌饮用人数主要以1人独饮和2-3人小聚为主



数据来源：百瓶消费数据、开源证券研究所

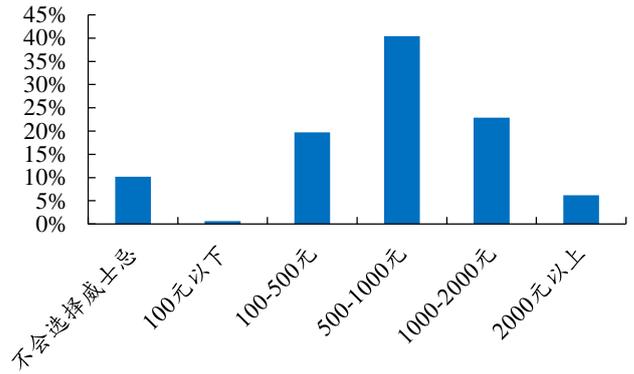
从价格带上看，威士忌自饮消费集中在300-500元价格，送礼倾向于500-1000元。威士忌的价格和口感是影响消费者决策的重要因素，在自饮消费场景下，消费者更偏向选择300-500元价格带的威士忌酒。在送礼场景下，消费者更关注品牌知名度、颜值、礼盒等外在价值，消费价格带更倾向于500-1000元的产品。

图88：2023年我国威士忌自饮消费价格在300-500元



数据来源：百瓶消费数据、开源证券研究所

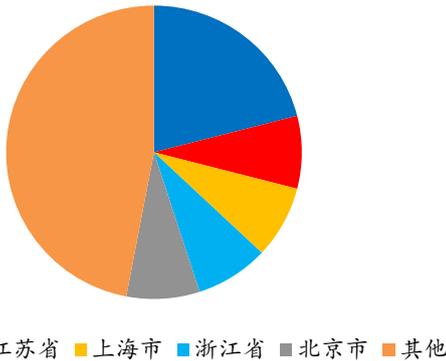
图89：2023年我国威士忌送礼价格主要在500-1000元



数据来源：百瓶消费数据、开源证券研究所

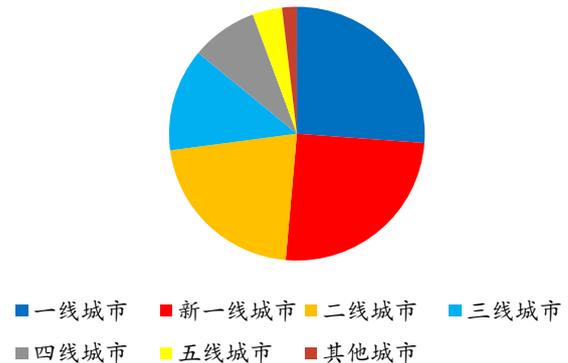
从消费区域看，我国威士忌消费主要集中在一二线沿海城市。根据百瓶消费数据显示，我国威士忌消费最高的前三大区域分别为上海市、北京市、广州市，主要由于洋酒文化最初进入国内主要集中在贸易和港口城市，因此沿海城市占比更高。从城市等级看，一线、新一线和二线城市威士忌消费占比达78%，高线城市消费者对威士忌产品接受度更高。

图90：2023年我国威士忌消费主要在沿海区域



数据来源：百瓶消费数据、开源证券研究所

图91：2023年我国一二线城市威士忌消费占比达78%



数据来源：百瓶消费数据、开源证券研究所

4.2、前瞻布局威士忌产能，打造本土威士忌龙头

公司前瞻建设威士忌产能，探索布局烈酒新赛道。2017年公司开始建设威士忌生产线项目，投资约5亿元在四川邛崃建立威士忌生产基地，共规划3.1万吨伏特加和0.5万吨威士忌产能。2020年公司非公开募集不超过10.06亿元用于投资3.45万吨威士忌陈酿熟成项目，项目总投资达11.74亿元，规划形成3.4万吨威士忌原酒出厂能力。2021年公司发行可转债募资不超过11.28亿元用于投资麦芽威士忌陈酿熟成项目，项目总投资15.6亿元，规划形成3.375万吨麦芽威士忌原酒。

表7：公司持续投资建设威士忌产能项目

年份	项目	投资额	项目内容	建设期
2017	成都伏特加及威士忌生产建设项目	5亿元	产能规划3.1万吨伏特加和0.5万吨威士忌，预计年产值约3.2亿元	在取得合法土地手续后33个月内全面完成项目投资建设并投产运营

年份	项目	投资额	项目内容	建设期
2020	烈酒（威士忌）陈酿熟成项目	11.74 亿元	形成约 3.4 万吨的威士忌基酒的储藏能力	项目实施周期共 24 个月
2020	巴斯克烈酒品牌文化体验中心项目	3 亿元		项目预计 2024 年建成对外开放
2021	麦芽威士忌陈酿熟成项目	15.6 亿元	实现约 3.375 万吨麦芽威士忌原酒（酒精度约 70 度）的储藏能力	项目实施周期共 36 个月

资料来源：公司公告、开源证券研究所

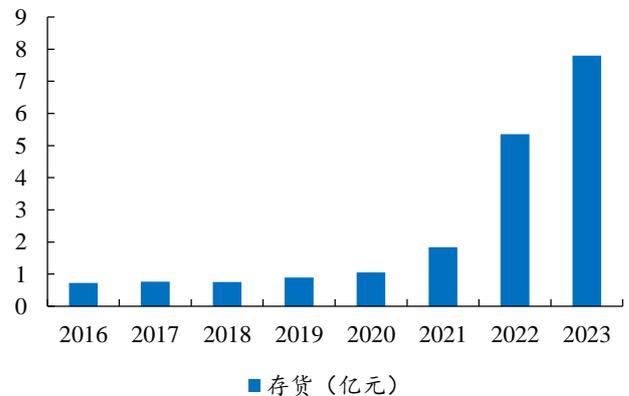
致力于打造中国本土威士忌龙头，威士忌产品有望在 2024 年四季度上市，成为公司新增长曲线。2023 年公司明确“重点发展威士忌，占位高品质烈酒，成为中国本土威士忌行业龙头”的战略指引，2024 年 5 月公司峡州蒙古标桶在北京威士忌节于全球首次亮相，得到行业内广泛关注和认可，为后续威士忌新品上市做基础铺垫。目前公司峡州蒸馏厂为国内规模最大威士忌酒厂，并已掌握领先的威士忌酿造工艺，根据公司公开数据显示，目前公司已灌注陈酿威士忌约 30 余万桶，威士忌储备量行业领先，2023 年公司存货价值达 7.8 亿元，其中威士忌存货占到公司存货总量的 80% 以上。随着威士忌业务完成价格、包装、品牌策略的制定后，预计威士忌新品将于 2024 年四季度上市推出，有望成为公司新的增长曲线。

图92：2023 年 5 月公司首发蒙古标桶威士忌



资料来源：微酒

图93：2023 年威士忌存货占公司总存货的 80% 以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

收入假设：预调酒业务为公司业绩增长核心驱动力，目前聚焦打造“358”预调酒产品矩阵，根据不同系列产品精准定位细分消费人群和消费场景。分系列看，3 度微醺定位女性群体和独饮场景，产品发展相对较为成熟，未来有望通过口味创新和产品迭代等方式，持续提升消费者渗透率，保持稳步增长趋势；5 度清爽定位休闲、餐饮等场景，同时 2024 年公司推出 500ml 规格的清爽新品，产品性价更为凸显，目前新品渠道铺货和动销效果较好，在三四线下沉市场具备广阔的开拓空间，预计清爽未来将保持较高增速，收入占比有望提升至 30% 以上；8 度强爽产品定位饮酒和男性消费群体，经过多年创新迭代和消费者培育后实现快速增长，目前强爽增速虽有

所放缓，但核心消费人群数量仍在持续扩容，复购率明显高于其他产品，未来随着强爽的消费场景和覆盖人群的提升，预计强爽仍有较大提升空间。预计预调酒业务2024-2026年增速分别为14.9%、16.6%、17.4%。香料香精方面公司已深耕多年，业务发展较为稳定，预计2024-2026年增速分别为8.0%、7.0%、6.0%。预计公司2024-2026年营业收入增速分别为14.2%、15.7%、16.4%。

毛利率假设：一方面公司核心预调酒产品保持较快增长趋势，稳步优化产品结构；另一方面公司在威士忌业务上积淀较深，随着威士忌新品上市，高价位产品占比有望提升，预计2024-2026年整体毛利率分别为66.7%、66.9%、67.2%。

费用假设：公司当前在营销费用投放上理性谨慎，更加注重费效比，预计费用增速将慢于营收增速，同时随着营收规模的快速提升，费用率有望持续薄摊，预计2024-2026年分别为28.1%、27.5%、27.0%。

表8：收入拆分

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
预调酒	收入（百万元）	2257.2	2883.8	3313.6	3864.7	4538.1
	增速	-1.2%	27.8%	14.9%	16.6%	17.4%
	毛利率	64.4%	67.6%	67.6%	67.8%	68.2%
香精香料	收入（百万元）	279.8	316.7	342.0	366.0	387.9
	增速	2.3%	13.2%	8.0%	7.0%	6.0%
	毛利率	63.2%	67.6%	67.8%	67.8%	67.8%
其他	收入（百万元）	56.4	63.4	72.9	83.9	96.4
	增速	58.9%	12.3%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	41.8%	20.8%	21.1%	21.1%	21.1%
营业总收入	收入（百万元）	2593.4	3263.9	3728.5	4314.5	5022.5
	增速	0.0%	25.9%	14.2%	15.7%	16.4%
	毛利率	63.8%	66.7%	66.7%	66.9%	67.2%
	费用率	25.7%	28.1%	28.1%	27.5%	27.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：费用率包括销售费用率、管理费用率和财务费用率）

我们选取了与公司经营范围类似，并涵盖啤酒或饮料的生产和销售业务的5家公司，对比相关公司可比估值水平，发现2024年相关啤酒饮料制造公司平均估值在24.5倍左右，百润股份低于行业平均水平，考虑到公司当前处于发展期，威士忌产品上市后未来成长空间更优，应享受更高的估值溢价。

投资建议：首次覆盖给予“增持”评级。我们预计公司2024-2026年净利润分别为9.1亿元、10.8亿元、12.9亿元，分别同比+12.4%、+18.2%、+20.0%，EPS分别为0.87、1.02、1.23元，当前股价对应PE分别为19.2、16.3、13.6倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表9：可比公司估值：百润股份估值低于行业平均水平

证券简称	评级	股价 (元)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600132.SH	重庆啤酒	59.6	2.9	3.2	3.4	20.3	18.7	17.6
600600.SH	青岛啤酒	71.0	3.6	4.0	4.3	19.6	17.7	16.6

000729.SZ	燕京啤酒	8.8	0.3	0.4	0.5	26.6	20.4	16.9
002461.SZ	珠江啤酒	7.5	0.3	0.4	0.4	22.6	19.6	17.3
605499.SH	东鹏饮料	214.3	6.4	7.8	8.9	33.4	27.4	24.2
	平均值					24.5	20.8	18.5
002568.SZ	百润股份	16.7	0.9	1.0	1.2	19.2	16.3	13.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：股价截至 2024 年 7 月 2 日，百润股份、重庆啤酒、青岛啤酒、东鹏饮料盈利预测来自开源证券研究所，其余公司盈利预测均来自于 Wind 一致预测）

6、风险提示

- (1) 市场竞争风险：随着预调酒品牌增加，预调酒行业竞争可能加剧；
- (2) 市场开拓风险：预调酒产品市场开拓不及预期风险，威士忌新品拓展不及预期风险；
- (3) 宏观经济风险：经济复苏不及预期，可能影响大众消费能力和意愿。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3282	3048	3207	3692	4110
现金	2532	1879	2282	2484	2891
应收票据及应收账款	127	216	0	0	0
其他应收款	34	33	44	45	58
预付账款	43	38	54	52	72
存货	535	780	723	1008	985
其他流动资产	10	104	104	104	104
非流动资产	3177	4063	4405	4839	5361
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2172	2564	2902	3298	3773
无形资产	404	493	538	595	656
其他非流动资产	600	1007	965	947	933
资产总计	6458	7111	7612	8531	9471
流动负债	1685	1999	1743	1990	1961
短期借款	444	891	891	1118	1024
应付票据及应付账款	487	499	0	0	0
其他流动负债	754	609	852	872	937
非流动负债	1007	1069	917	779	656
长期借款	984	1020	869	731	608
其他非流动负债	22	48	48	48	48
负债合计	2692	3068	2660	2769	2617
少数股东权益	2	-0	-2	-4	-7
股本	1050	1050	1050	1050	1050
资本公积	1745	1744	1744	1744	1744
留存收益	1060	1349	2016	2867	4002
归属母公司股东权益	3764	4044	4954	5767	6860
负债和股东权益	6458	7111	7612	8531	9471

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	903	562	889	1011	1540
净利润	521	807	908	1073	1288
折旧摊销	155	182	172	204	241
财务费用	1	2	31	17	-15
投资损失	0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	173	-521	-221	-282	29
其他经营现金流	53	92	-2	-2	-3
投资活动现金流	-635	-1104	-514	-638	-763
资本支出	624	1111	514	638	763
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-11	7	0	0	0
筹资活动现金流	-75	-128	28	-398	-275
短期借款	444	447	0	227	-94
长期借款	37	36	-152	-138	-123
普通股增加	300	-0	0	0	0
资本公积增加	-220	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-636	-609	180	-487	-59
现金净增加额	196	-669	403	-25	501

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2593	3264	3729	4314	5022
营业成本	939	1087	1242	1430	1646
营业税金及附加	162	177	201	232	269
营业费用	626	708	835	949	1105
管理费用	173	193	216	246	286
研发费用	86	106	116	134	156
财务费用	1	2	31	17	-15
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	45	36	55	45	45
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	651	1025	1145	1354	1624
营业外收入	1	4	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	651	1028	1147	1356	1626
所得税	130	221	239	283	338
净利润	521	807	908	1073	1288
少数股东损益	-0	-3	-2	-2	-3
归属母公司净利润	521	809	910	1075	1290
EBITDA	822	1274	1353	1587	1885
EPS(元)	0.50	0.77	0.87	1.02	1.23

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-0.0	25.9	14.2	15.7	16.4
营业利润(%)	-22.3	57.4	11.7	18.2	20.0
归属于母公司净利润(%)	-21.7	55.3	12.4	18.2	20.0
获利能力					
毛利率(%)	63.8	66.7	66.7	66.9	67.2
净利率(%)	20.1	24.8	24.4	24.9	25.7
ROE(%)	13.8	20.0	18.3	18.6	18.8
ROIC(%)	10.2	14.3	13.4	13.9	14.8
偿债能力					
资产负债率(%)	41.7	43.1	34.9	32.5	27.6
净负债比率(%)	-28.7	1.8	-5.4	-6.3	-14.0
流动比率	1.9	1.5	1.8	1.9	2.1
速动比率	1.6	1.1	1.3	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	17.8	19.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	1.8	2.2	5.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.77	0.87	1.02	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	0.54	0.85	0.96	1.47
每股净资产(最新摊薄)	3.42	3.69	4.55	5.33	6.37
估值比率					
P/E	33.6	21.6	19.2	16.3	13.6
P/B	4.9	4.5	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	20.0	13.8	12.7	10.8	8.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn