

百润股份 (002568)

今年鸡尾酒，有何不一样？

买入（首次）

2022 年 11 月 28 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书：S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,594	2,490	3,144	3,966
同比	35%	-4%	26%	26%
归属母公司净利润（百万元）	666	481	683	870
同比	24%	-28%	42%	27%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.63	0.46	0.65	0.83
P/E（现价&最新股本摊薄）	58.43	80.95	56.97	44.74

关键词：#市占率上升

投资要点

- **长期空间仍在，我国鸡尾酒市场未来十年规模 CAGR=20%。**从规模来看，全球预调酒零售市场规模从 2007 年的 216.56 亿美元增至 2021 年的 400.12 亿美元，CAGR=4.5%。我们认为国内鸡尾酒行业处于上升期，长期空间较大，根据我们的测算，我国鸡尾酒当前出厂价规模在 30-40 亿左右，中性预期下到 2030 年有望达到 181 亿，CAGR=20%。
- **公司历史上两度成为十倍股，行业爆发的背后公司的管理和能力提升不容忽视。**2013-2015H1 鸡尾酒行业迎来爆发期，RIO 通过营销快速成长为行业名片，百润第一次成为十倍股；2015H2 渠道库存高企叠加行业标准混乱，消费者尝鲜没有较好转化，行业进入三年调整期。2018 年微醺居家消费营销成功+疫情居家顺势放量，2018-2021H1 百润第二次成为十倍股。而在新一轮的发展中，公司充分吸取上一轮库存高企的教训，生产端持续建设产能、营销端优势持续增强、产品有清晰的场景和定位、罐化率之下的性价比持续提升、渠道谨慎下沉、铺货更注重复购而非网点数量等，管理层对于渠道、产品、营销的把控能力进一步增强。
- **今年亮点在于--强爽爆量！事件营销持续驱动，未来也有望复制其他单品。**强爽此次成功之处在于注重社媒宣传，私域流量造势营销，进而激励消费者实现自发宣传。过去强爽主要针对男性，以虎扑等平台作为主要传播阵地，邀请 KOL 将生活中的真实需求场景演绎出来，从而引起观者共鸣；2022 年公司继续紧抓住年轻群体打标签、爱分享、充满好奇心等特点，针对强爽主打的“一瓶就到位”高酒劲在网络平台发起“RIO 强爽 8 度不信邪”挑战活动、与网易旗下《永劫无间》进行联名表情包等多种营销活动提升强爽热度，社交和跟风属性比较容易让消费者上头，最终形成了用户自发表达自身强爽体验。公司顺势而为，在持续增加的营销想法、精进的管理、严格的渠道把控之下，有望延续强爽的热度，逐步挖掘核心消费者的沉淀，也有望将经验复制于其他单品。
- **盈利预测与投资评级：**鸡尾酒行业仍处于上升期，强爽的爆量表现凸显出鸡尾酒的消费韧性，在消费场景从扩宽到成熟、消费者从尝鲜到习惯的过程中，鸡尾酒业务的弹性持续存在。我们预计 22-24 年公司收入为 24.9/31.4/39.7 亿元，同比-4%/+26%/+26%；归母净利润为 4.8/6.8/8.7 亿元，同比-28%/+42%/+27%。我们给予明年 peg=1.8，目标价 49.14 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**经济疲软、疫情反复超预期、强爽事件营销不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.10
一年最低/最高价	21.10/70.86
市净率(倍)	10.71
流通 A 股市值(百万元)	25,176.51
总市值(百万元)	36,860.61

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.28
资产负债率(%，LF)	36.80
总股本(百万股)	1,050.16
流通 A 股(百万股)	717.28

相关研究

《百润股份(002568)：2021 年半年报点评：预调酒持续提速，业绩表现亮眼》

2021-07-28

内容目录

1. 空间未变化：行业仍处于成长期，未来十年行业 CAGR=20%	5
1.1. 对照日本：家居日常饮用为主，有啤酒龙头持续耕耘.....	6
1.2. 对照美国：预调酒持续高个位数增长，RTD 市占率更集中	7
1.3. 空间测算：中性预期下未来十年鸡尾酒市场规模 CAGR=20%.....	9
2. 管理进步未变：行业 β+单品加持两度成为 10 倍股，公司基本面成长脚步未停	10
2.1. 2013-2015H1：鸡尾酒行业迎来爆发期，RIO 快速成长为行业名片	10
2.2. 2015H2-2018：渠道库存高企，行业入冬	12
2.3. 2019-2021H1：微醺成功打开居家饮用场景，RIO 带领行业重回正轨	13
2.4. 强调复购，微醺的成长空间有望继续延申	15
2.4.1. 与美日鸡尾酒大单品空间对标，微醺仍有空间	15
2.4.2. 管理升级，微醺仍处于产品成长期	16
3. 单品变化：强爽系列今年成为现象级爆款，是否可复制延申？	17
3.1. 他山之石——从海伦司可乐桶到强爽，营销加码强势占领年轻圈层	18
3.2. 产品丰富+管理精进+代言加持+格局改善，不同品类有望继续抓爆量场景和活动	21
4. 盈利预测	23
5. 风险提示	25

图表目录

图 1:	预调酒的销量及 yoy (万千升, %)	5
图 2:	RIO 销售额及 yoy (亿元, %)	5
图 3:	全球预调酒零售市场销售额	5
图 4:	全球预调酒零售市场销售量	5
图 5:	全球主要地区预调酒占比 (2021 年) (销量口径)	6
图 6:	日本主要 RTD 公司市占率 (2021 年) (销量口径)	7
图 7:	日本 RTD 大单品市占率 (2021 年) (销量口径)	7
图 8:	美国 RTD 零售市场规模	8
图 9:	美国 RTD 公司市占率 (2021 年) (销量口径)	8
图 10:	美国各品类酒销量变化	8
图 11:	White Claw	8
图 12:	公司股价走势复盘	10
图 13:	RIO 炫彩瓶	11
图 14:	《何以笙箫默》广告植入	11
图 15:	RIO 市占率 (销量口径) 快速提升	12
图 16:	山寨产品占领货架	12
图 17:	2012 -2021 年公司营业总收入 (亿元) 及增速 %	13
图 18:	2012 -2021 年公司净利润 (亿元) 及增速 %	13
图 19:	周冬雨代言 RIO 微醺, 演绎“微醺恋爱物语”	13
图 20:	RIO 微醺打通三档“一人生活”综艺	13
图 21:	公司瓶罐收入比例	14
图 22:	百润邛崃工厂糖化发酵车间	15
图 23:	百润邛崃工厂威士忌储酒区	15
图 24:	公司收入分区域占比	15
图 25:	公司收入分渠道占比	15
图 26:	美日大单品市占率变化 (销量口径)	16
图 27:	王老吉零售市场销售额	16
图 28:	天地壹号苹果醋饮料营业收入	16
图 29:	欢聚美好公寓	17
图 30:	RIOLAB 轻饮实验室	17
图 31:	强爽 8 度产品消费场景	17
图 32:	强爽 9 度	17
图 33:	公司推出强爽多种口味	18
图 34:	强爽“9 度 0 糖”系列	18
图 35:	强爽联名《永劫无间》	20
图 36:	RIO 强爽 8 度不信邪活动	20
图 37:	RIO 强爽 8 度抖音搜索指数	20
图 38:	可乐桶抖音搜索指数	20
图 39:	海伦司可乐桶在抖音平台的消费者画像	21
图 40:	强爽在抖音平台的消费者画像	21
图 41:	rio 全球品牌代言人肖战	21
图 42:	rio 微醺亚太品牌代言人张子枫	21

图 43: 部分低度酒品牌融资情况概览.....22

表 1: 主要酒类的酒税负担率（2019 年）6

表 2: 鸡尾酒空间测算（出厂口径）9

表 3: 2014-2015 年鸡尾酒行业的新入局者 11

表 4: 鸡尾酒生产基地产能（万箱） 14

表 5: 海伦司可乐桶与强爽对比..... 19

表 6: 2022 年公司强爽系列营销活动情况..... 19

表 7: 公司鸡尾酒及香精香料业务拆分（单位：百万元）23

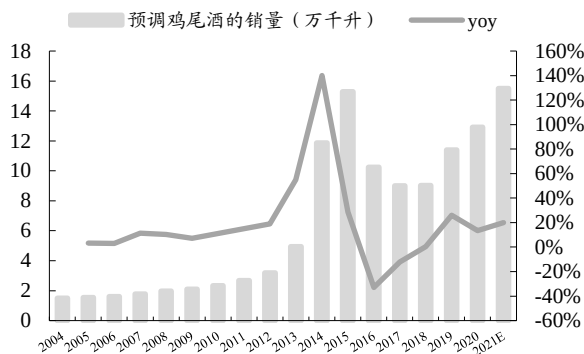
表 8: 盈利预测.....24

1. 空间未变化：行业仍处于成长期，未来十年行业 CAGR=20%

上海百润投资控股集团有限公司原名上海香精香料股份有限公司，始创于 1997 年 6 月，2011 年 3 月在深圳证券交易所上市。公司此前业务为香精香料业务，2014 年 9 月公司公告发行股份购买资产，以 49.45 亿元非公开发行股份收购巴斯克酒业 100% 股权，自此公司业务转为香精香料+预调鸡尾酒双主业，其中鸡尾酒收入占比接近 90%。

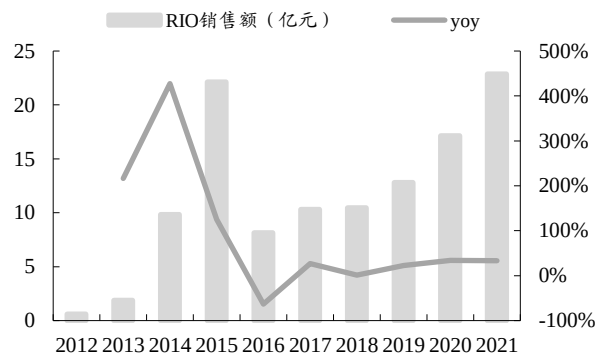
鸡尾酒 2013-2015 年营收过山车式发展，2018 年回归正轨。2003 年巴克斯酒业设立，鸡尾酒品牌 RIO 出世，但在 2009 年以前巴克斯酒业大部分时间都是亏损的，随着居民可支配收入的提高、消费方面哈韩日风起，鸡尾酒逐步兼具消费基础和曝光度，在 RIO 成功营销之下公司鸡尾酒收入 2012-2015 年从 0.6 亿元高速增长到 22.13 亿元；2015H2 外界山寨产品频出+渠道库存高企，整体行业都进入调整期，2016 年公司鸡尾酒收入锐减至 8.1 亿元；2018 年新微醺系列进行铺市，配合居家场景放量，2021 年鸡尾酒收入回升到 22.85 亿元。

图1：预调酒的销量及 yoy（万千升，%）



数据来源：Euromonitor、东吴证券研究所

图2：RIO 销售额及 yoy（亿元，%）

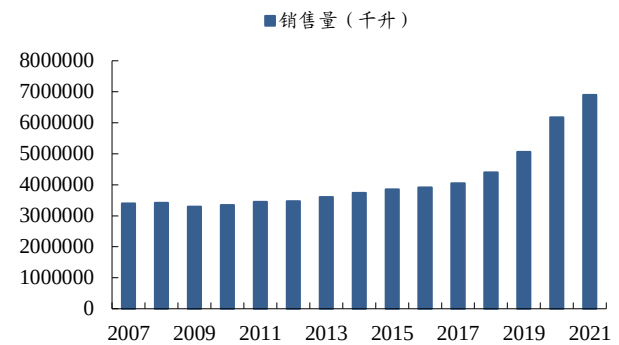
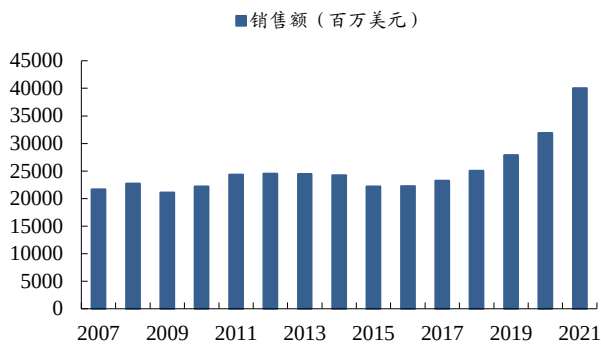


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

对照海外的成熟鸡尾酒市场，我国鸡尾酒仍处于发展初期。根据 Euromonitor 数据，全球预调酒零售市场规模从 2007 年的 216.56 亿美元增长至 2021 年的 400.12 亿美元，CAGR=4.5%。从销量口径来看，2021 年北美地区销售量占比最高，为 40.05%，是鸡尾酒发展最为成熟的区域；亚太地区占比 29.23%，占比位居第二，为增长最快的潜力发展区域。从 RTD 厂商的竞争格局看来，2021 年前三大厂商为 Mark Anthony brands(12.7%)、三得利(11.9%)、波士顿啤酒(8.9%)，同期巴斯克酒业占比为 2.8%。

图3：全球预调酒零售市场销售额

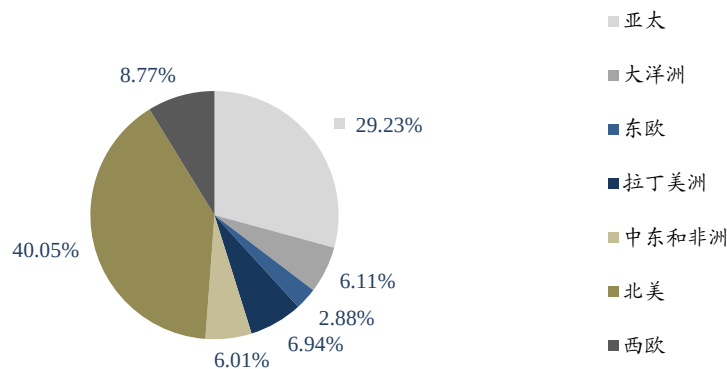
图4：全球预调酒零售市场销售量



数据来源: Euromonitor、东吴证券研究所

数据来源: Euromonitor、东吴证券研究所

图5: 全球主要地区预调酒占比 (2021 年) (销量口径)



数据来源: Euromonitor、东吴证券研究所

1.1. 对照日本: 家居日常饮用为主, 有啤酒龙头持续耕耘

生产端: 酒类税收改革是 RTD 快速发展主因, 啤酒巨头进入充分推动 RTD 的发展。1994 年前啤酒是日本最畅销的酒类, 而日本先后在 1994 年、1996 年和 2003 年实施三次酒税改革, 促使啤酒厂商转向了发泡酒和预调酒。其中预调酒税负压力较小 (按照 2020 年执行酒税政策, 预调酒税收为 28 日元/350mg 显著低于啤酒酒税 70 日元/350mg 和发泡酒酒税 37.8 日元/350mg), 获得了厂商的青睐, 以三得利、朝日、麒麟为主的啤酒巨头进入耕耘。

表1: 主要酒类的酒税负担率 (2019 年)

品类\区分	容量	酒精含量	典型零售价 (含税) ①	酒税金额②	消费税额③	酒税负担率 (②+③)/①
	ml	%	日元	日元	日元	%
啤酒	350	5.0	228	77	12.27	42.9
发泡酒 (麦芽比<25%)	350	5.5	168	46.99	15.27	37.1
其他酿造酒 (发泡型)	350	5.0	147	28	13.36	28.1

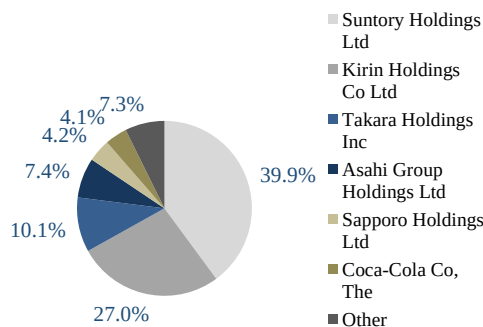
利口酒（发泡型）	350	5.0	147	28	13.36	28.1
清酒	1800	15.0	2055	216	186.82	19.6
果实酒	720	11.0	649	57.6	59	18
连续蒸馏烧酒	1800	25.0	1510	450	137.27	38.9
单式蒸馏烧酒	1800	25.0	1878	450	170.73	33.1
威士忌	700	43.0	2068	301	188	23.6

数据来源：日本统计局、东吴证券研究所

消费端：居家消费场景持续增多扩宽 RTD 的消费人群。三大啤酒巨头通过不断的 RTD 品类宣传和市场培育，在消费场景上定位家庭日常饮用，日本的非即饮占比常年超过 95%；同时扩宽消费人群，随着日本女性就业率提升，社交和释放工作压力需求增强，带动女性饮酒率上升。场景的扩宽、消费群体结构的变化进一步扩宽 RTD 的消费人群。

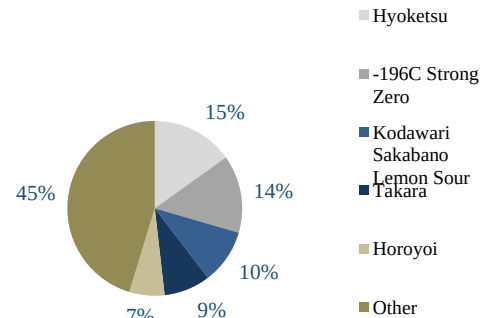
CR3 市占率超 70%，啤酒巨头持续培育市场。2007-2021 年日本 RTD 零售市场规模从 25.59 亿美元增长至 52.26 亿美元（CAGR=5.2%）；人均消费从 20.0 美元增至 41.7 美元（CAGR=5.4%）。根据 Euromonitor 预测 2021-2026 年 RTD 市场规模 CAGR 为 3%。三得利、麒麟和朝日 2021 年市占率分别为 39.9%、27%、10.1%，CR3 市占率超过 70%；从产品端看，麒麟的冰洁系列和三得利的-196℃ strong zero 系列占比最高，2021 年市占率分别为 15.1%和 14.4%。巨头充分关注行业动向，投入大量研发费用，推出口味丰富、浓度不同的新品，选择消费者喜欢的明星进行密集的广告宣传，提升产品的曝光度和喜爱度，扩展消费人群。

图6：日本主要 RTD 公司市占率（2021 年）（销量口径）



数据来源：Euromonitor、东吴证券研究所

图7：日本 RTD 大单品市占率（2021 年）（销量口径）



数据来源：Euromonitor、东吴证券研究所

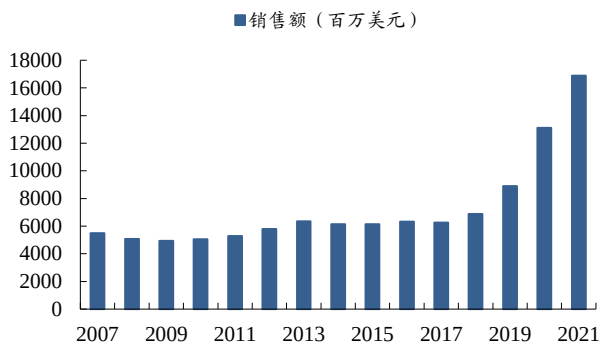
1.2. 对照美国：预调酒持续高个位数增长，RTD 市占率更集中

美国预调酒零售市场规模 CAGR=8%，预调酒在酒精饮料占比从 2%提升 8%。美国是世界上最大的预调酒消费国家，根据 Euromonitor 数据，2007-2021 年美国预调酒零售市场规模从 54.84 亿美元增长至 168.77 亿美元（CAGR=8.4%）。在美国酒精饮料零售市场中，RTD 的规模占比从过去 2%提升到 2021 年的 8%。

美国预调酒 CR2=58%，大单品 White Claw 市占率最高为 23.4%。2021 年美国预调酒企业市占率前二分别为 mark Anthony brands（占比 34.1%）和波士顿啤酒（24.1%），CR2 近 60%。2016 年 Mark Anthony Brands 推出硬苏打水品牌 White Claw，经过三年积累，2019 年夏天横扫美国，创造了“White Claw Summer”，并给消费者留下“品牌即品类”的认知，white claw 因此成为美国 RTD 的代表产品。

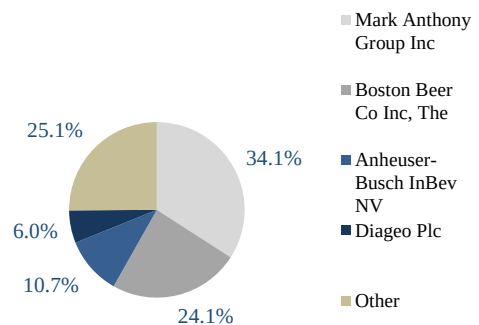
White Claw 得以成功源自以下因素：
1）优质产品力。White Claw 用蔗糖取代麦芽发酵，无麸质，低卡路里，低酒精含量，与消费者对于健康生活方式的追求相契合。产品定位年轻消费者，性价比高，口感清爽，融合水果风味。
2）中性化的品牌调性。广告视频内容呈现健康力量的生活状态，符合男女平等的社会认知；产品包装采用黑白作为主色调，融合不同水果色，更为大气。
3）以线上社交媒体为主的内容营销。White Claw 在主流社交媒体软件上均设有官方账号，并联动 KOL 进行宣传营销。鼓励粉丝们自创表情包和模仿，进行产品文化渗透，将其个性化、健康化理念与年轻人价值观产生联系，进而引发共鸣。

图8：美国 RTD 零售市场规模



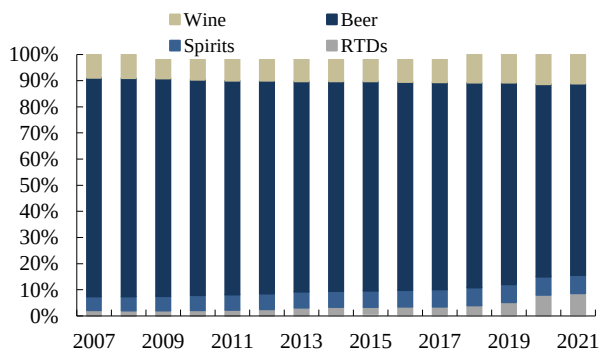
数据来源：Euromonitor、东吴证券研究所

图9：美国 RTD 公司市占率（2021 年）（销量口径）



数据来源：Euromonitor、东吴证券研究所

图10：美国各品类酒销量变化



数据来源：Euromonitor、东吴证券研究所

图11：White Claw



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

1.3. 空间测算：中性预期下未来十年鸡尾酒市场规模 CAGR=20%

对于国内 RTD 市场，我们预计鸡尾酒目前出厂端规模仍在 30-40 亿之间，当前主要玩家主要是 RIO，市占率接近 80%。基于当前情况，考虑到竞争程度有所趋缓、经济呈现慢复苏的态势，我们重新对鸡尾酒的空间进行合理测算，主要结论为在中性假设下 2030 年行业规模（出厂口径）181 亿，对应未来十年行业收入 CAGR=20%。

1) 基础假设：当前鸡尾酒消费人群主要在一二线城市的 18-35 岁年轻消费者，根据国家统计局的数据显示，预计 18-35 岁人口的占比 2021 年约为 20% 左右，合理假设 2021 年一线城市鸡尾酒消费人口 3945 万人，根据欧睿数据，我国当前整体人均消费量 0.4L，倒推一线城市消费人群的人均消费量 2L 左右，同时鸡尾酒出厂均价为 20 元/L。

2) 悲观假设鸡尾酒空间 88 亿：我们假设均价每年的提升幅度顺应 cpi 酒类的增幅 2%，消费人群培育方面均按照过去正常人口的年均复合增速，人均消费量参考日本市场的人均消费量增速发展，日本在培育阶段人均消费量增速为 12%，因此悲观假设下我国人均消费量增速均低于日本的增速。

3) 中性假设鸡尾酒空间 181 亿：我们假设均价每年的提升幅度顺应 cpi 酒类的增幅 2%，消费人群培育的增速略高于正常人口的年均复合增速，日本在啤酒市场逐步让位 RTD 的增长阶段 RTD 的人均消费量增速为 16%，在我国 RTD 培育阶段采用该增速，成长阶段采用美国成长时期增速 20%。

4) 乐观假设下鸡尾酒空间 246 亿：我们假设均价提升幅度略低于百润 2021 年综合提价幅度 4%，消费人群培育的增速略高于正常人口的年均复合增速，乐观假设下的我国培育时期人均消费量采用 20% 增速，步入成长期后增速 24%。

表2：鸡尾酒空间测算（出厂口径）

	2021	2030E	21 年-24E	25E-30E	规模（亿元）
乐观假设	一线城市消费人口（万人）	3945	7886	8%	8%
	其它城市消费人口（万人）	6077	7262	2%	2%
	一线城市人均消费量（L）	2.0	11.8	20%	20%
	其它城市人均消费量（L）	0.1	0.4	10%	10%
	均价（元/瓶）	20	26	3%	3%
					246
	2021	2030E	21 年-26E	27E-30E	规模（亿元）
中性假设	一线城市消费人口（万人）	3945	7886	8%	8%
	其它城市消费人口（万人）	6077	7262	2%	2%
	一线城市人均消费量（L）	2.0	9.3	16%	20%
	其它城市人均消费量（L）	0.1	0.3	8%	10%
	均价（元/瓶）	20	24	2%	2%
					181
	2021	2030E	21 年-26E	27E-30E	规模（亿元）

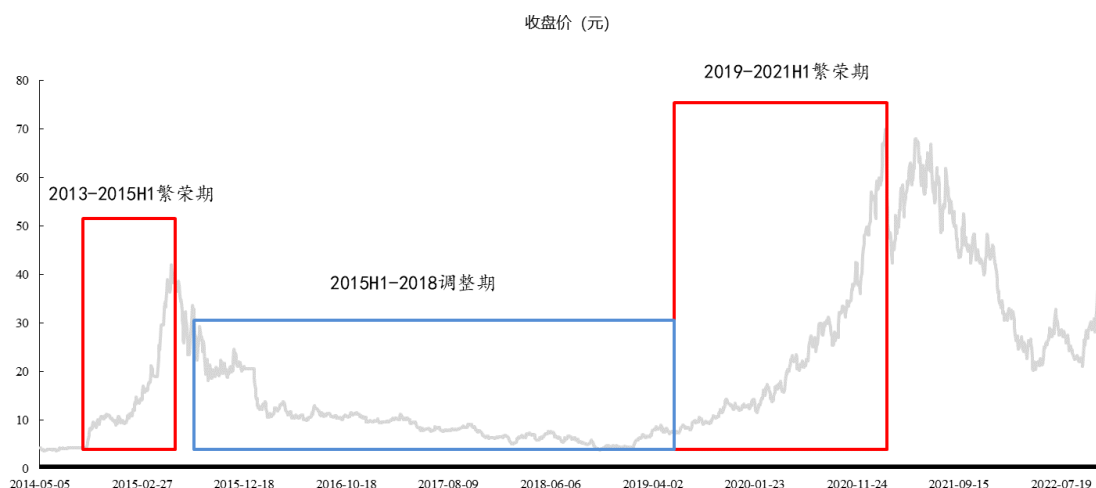
	一线城市消费人口（万人）	3945	6665	6%	6%	
	其它城市消费人口（万人）	6077	6646	1%	1%	
悲观假设	一线城市人均消费量（L）	2.0	5.3	10%	12%	88
	其它城市人均消费量（L）	0.1	0.3	5%	6%	
	均价（元/瓶）	20	24	2%	2%	

数据来源：国家统计局、东吴证券研究所测算

2. 管理进步未变：行业 β + 单品加持两度成为 10 倍股，公司基本面成长脚步未停

RTD 是作为舶来品，在 20 世纪 90 年代进入中国市场，属于新兴行业，因为渗透率较低，行业景气度波动较大。我们通过复盘 2013-2021H1 的产业发展和公司股价波动表现，公司和鸡尾酒经历了两段繁荣和一段调整。

图12：公司股价走势复盘



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2.1. 2013-2015H1：鸡尾酒行业迎来爆发期，RIO 快速成长为行业名片

行业层面：低门槛+高盈利，多方资本入局竞争推动行业快速扩容。随着我国的经济高速增长和居民可支配收入的提高，鸡尾酒开始具备更坚实的消费基础，尤其 2012 年底限制三公消费后起白酒消费进入寒冬时期，因为预调酒低门槛、高盈利的特点也吸引了众多品牌和资本的介入，鸡尾酒进入放量增长阶段。根据欧睿数据显示，2006-2012 年预调酒行业销售额由 2006 年的 8.14 亿元上升至 2013 年的 26.91 亿元（CAGR=13%），再快速上升至 2015 年的 70.73 亿元（CAGR=60%）。

表3: 2014-2015 年鸡尾酒行业的新入局者

时间	事件
2014 年 8 月	古井贡酒成立百味露酒有限公司, 推出“佰色”预调鸡尾酒
2014 年 9 月	黑牛食品公告为 TAKI 预调鸡尾酒签订金秀贤为形象代言人
2014 年 11 月	五粮液“德古拉”中式预调鸡尾酒在京东商城首发
2015 年 1 月	汇源果汁集团推出“真炫”预调鸡尾酒
2015 年 2 月	洋河股份公告推出 DEW (滴诱) 预调鸡尾酒
其他	贵州茅台、水井坊、泸州老窖、金枫酒业等多家公司也在计划推出预调鸡尾酒

数据来源: 公司公告、酒业家、东吴证券研究所

公司层面: 大力营销提升知名度, 配合渠道铺货实现高速增长。

1) 产品端: 2012 年 RIO 品牌全面升级, 炫彩瓶充分吸引年轻消费群体。RIO 鸡尾酒在设计上采取了半透明的磨砂瓶装, 透过玻璃瓶能看到色彩缤纷的 RIO 预调鸡尾酒, 洋溢出“青春、活力、多彩”的品牌形象, 吸引了大量 90 后、00 后年轻的尝鲜消费人群。

2) 品牌端: 大力营销推广, 持续植入 IP。2013 年由周迅代言的鸡尾酒广告一炮而红, 2014 年锐澳又乘胜追击, 深度植入《奔跑吧, 兄弟》《何以笙箫默》等热门综艺节目和电视剧, 大大提升了产品在年轻人群体中的知名度和品牌形象; 2015 年首创了国内预调鸡尾酒行业的双代言人模式。

图13: RIO 炫彩瓶



数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

图14: 《何以笙箫默》广告植入



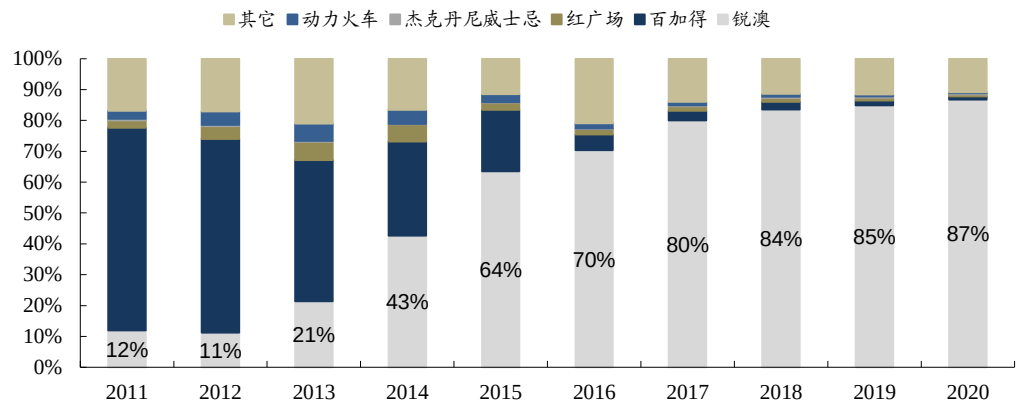
数据来源: 搜狐、东吴证券研究所

3) 渠道端: 从即饮转入非即饮, 完成迅速铺货。公司从原先的夜场等特通渠道转向大众渠道, 不仅面向各大中型城市的超市、卖场, 还向其他偏远地区、片区型超市推广。2015 年上半年, 公司顺势加大了发货量, 迅速完成对全国市场的铺货, 产品快速向三四线城市渗透, 完成下沉市场布局。

4) 竞争方面: 冰锐受制于经销商管理, RIO 成为市占率第一的品牌。百加得旗下冰锐是 2010 年前后中国预调酒市场的龙头, 市场份额在 2012 年之前远超 RIO, 冰锐对于线下渠道扩张采取了大经销商制, 前期冰锐迅速占据了各大线下渠道货架的显眼处, 但对经销商管理能力大大下降, 各地串货严重, 价格体系出现混乱, 销售额持续走低;

与此同时，配合营销持续扩张，RIO 采取“一城一商”，逐步从华东、华北扩展至西北、西南，拿下全国 28 个省的一二三线城市，实现份额反超，成为 RTD 行业龙头。

图15: RIO 市占率（销量口径）快速提升



数据来源：Euromonitor、东吴证券研究所

2.2. 2015H2-2018: 渠道库存高企，行业入冬

行业层面：生产、消费两端遇冷，销售额快速下降。生产端，前三年国内预调酒市场的快速扩张，大量品牌和资本进入，导致产品过剩。消费端，尝鲜性消费并没有使预调酒真正占领消费者的心智，而且还有山寨产品层出不穷损伤了消费者的热情和认可度，玻璃瓶的预调酒比普通饮料和啤酒价位更高，消费群体复购率较低。叠加到了 2015H2 库存较高，销售额快速下降，行业进入调整期。

图16: 山寨产品占领货架

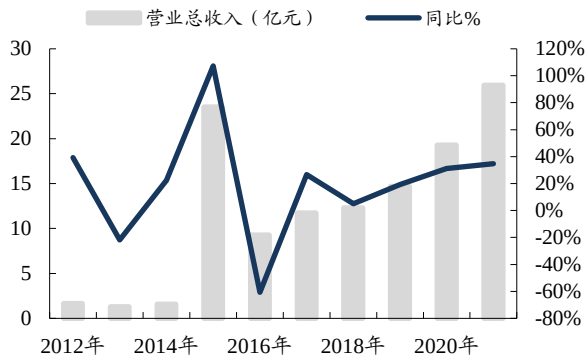


数据来源：搜狐、东吴证券研究所

公司层面：快速铺货导致渠道库存高企，深度调整期坚决去库存。终端消费不及预期，代工厂的货又在持续供应，公司和渠道均保持高企的库存难以快速消化。公司果断调整战略，一方面自建工厂，另一方面控货去库存，在不发货的调整之下，渠道库存持续下降，有经销商反馈 2016 年前三季度渠道库存从 450 万箱下降至 130 万箱，终端库

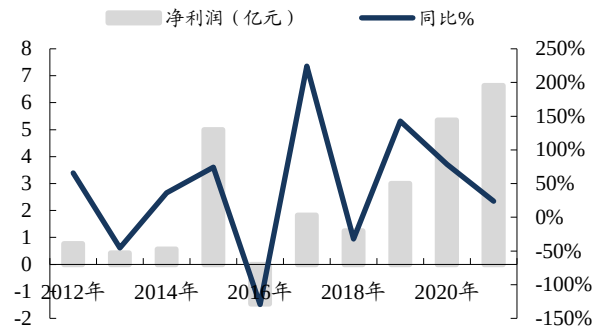
存也下降到 100 万箱左右；2016 年公司收入利润也下滑显著。

图17: 2012-2021 年公司营业总收入（亿元）及增速%



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图18: 2012-2021 年公司净利润（亿元）及增速%



数据来源: Wind、东吴证券研究所

小品牌快速出清，RIO 市占率进一步提升。冰锐在 2016 年宣布停产，众多企业也在行业寒冬中折戟，企业数量出清。调整期间，RIO 虽然快速调整了生产和发货等战略，但是费用投入、IP 打造方面却在持续投入，市占率始终保持在行业头把交椅。

2.3. 2019-2021H1: 微醺成功打开居家饮用场景，RIO 带领行业重回正轨

行业层面：行业标准文件出台，发展日渐规范。在经历调整以后，2017 年 7 月中国酒业协会批准《预调鸡尾酒》团体标准正式立项。此项目是由上海酒业协会联合上海巴克斯酒业有限公司、百加得洋酒贸易有限公司以及百威英博投资（中国）有限公司共同起草预调鸡尾酒团体标准草案。中国酒业协会发布的《预调鸡尾酒》团体标准自 2019 年 1 月 1 日起实施，规范的出台将更有利于引导市场竞争秩序理性发展。

公司的进步：创新定位居家饮用场景，谨慎下沉渠道掌控能力提升

1) 产品有清晰定位&人群：成功打造鸡尾酒“居家自饮”概念，跟上营销活动持续占领消费者心智。经历一年多的调整，公司充分吸收和借鉴海外的路径，2017 年底公司推出微醺系列，2018 年完成线上到线下的铺货，该产品定位居家自饮，尤其是周冬雨代言广告《一个人的小酒》迅速火出圈，通过演绎“微醺恋爱物语”，抓住年轻人独处状态，引出微醺陪伴产品角色；2020 年打通三大视频平台明星独居生活真人秀综艺，除了影视剧精准植入，也通过各类综艺节目曝光，将陪伴年轻人享受一个人生活的品牌理念转化为具体场景，营销能力进一步提升，同时配合持续推陈出新的口味，进一步占领消费者心智，培养家居饮用微醺的消费习惯。此外，也逐步丰富其他度数，比如 2017 年同年推出 8 度清爽、2021 年推出 5 度清爽，度数矩阵日渐完善。

图19: 周冬雨代言 RIO 微醺，演绎“微醺恋爱物语”

图20: RIO 微醺打通三档“一人生活”综艺

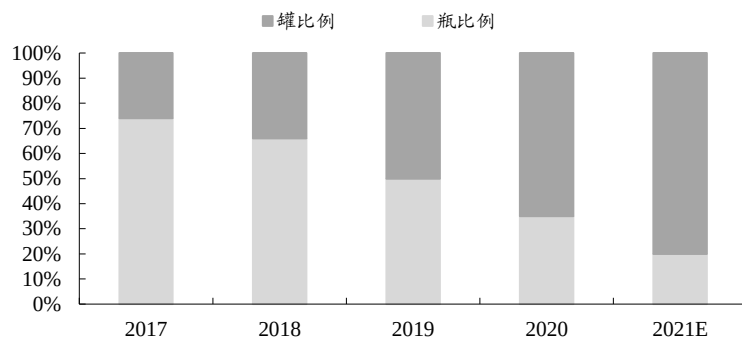


数据来源：公司官网、东吴证券研究所

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

2) 产品有高性价比：罐化率&便携性&产品多样性提升，性价比促进消费。2017年后，公司加大罐装产品的推广力度，易拉罐包装价格相对炫彩瓶价格便宜近一半，消费者倾向于便宜、存放携带相对简单的易拉罐包装，性价比大幅提升。老品方面，公司对于过去的经典炫彩瓶也进行包装更换，更富年轻时尚和动感，还持续推出低糖、0糖等产品顺应当代年轻群体控糖健康的要求，产品功能矩阵日渐完善，充分吸引年轻客群。

图21：公司瓶罐收入比例



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3) 生产掌握在手：2014年公司的OEM代工占总产量的比重超过70%，2020年起公司已实现自产，分别在华北、华东、华南和西南地区布局四大生产基地，总设计产能在6600万箱，四川和广东的生产并未全面投产，当前产能利用率较低，2021H1产能利用率为38.50%，蓄势待发；此外还有威士忌的项目正在进行时，基酒实现自产，有助于产业链的打通，保障产品品质和推动成本下降。

表4：鸡尾酒生产基地产能（万箱）

生产基地	产能	投资时间	投产时间
上海浦东	600	2013.9	2015.3
天津武清	2000	2014.5	2016.1
四川邛崃	2000	2016.2	2018.1（2017.12.31建成）

广东佛山

2000

2016.2

2020.1 (2019.12.31 建成)

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图22: 百润邛崃工厂糖化发酵车间



数据来源：邛崃蒸馏厂、东吴证券研究所

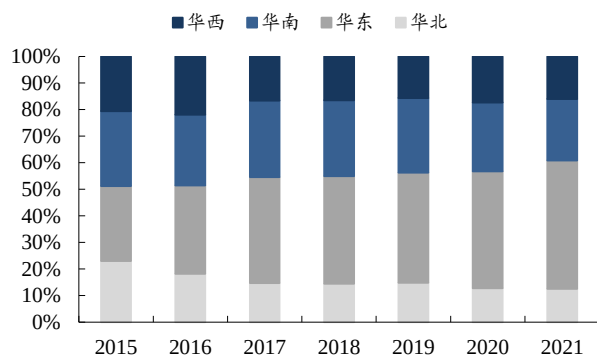
图23: 百润邛崃工厂威士忌储酒区



数据来源：邛崃蒸馏厂、东吴证券研究所

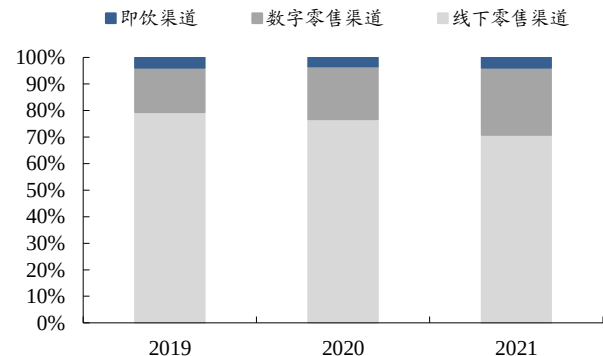
4) 渠道下沉更理性: 此轮公司铺货更为谨慎，持续增强对渠道掌控的能力。公司改变过去广铺货的思路，2018年公司区域拓展着力点以华东和华南的一二线城市为主，通过一级经销商向终端铺货，不设立二级经销商，简化层级，突出重点。华东区域的收入占比从2015年的28%上升到2021年的48%。此外，线上电商渠道也成为重要方向，公司设立电商部门持续耕耘，数字零售渠道收入占比从2019年的17%提升到2021年25%。

图24: 公司收入分区域占比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图25: 公司收入分渠道占比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

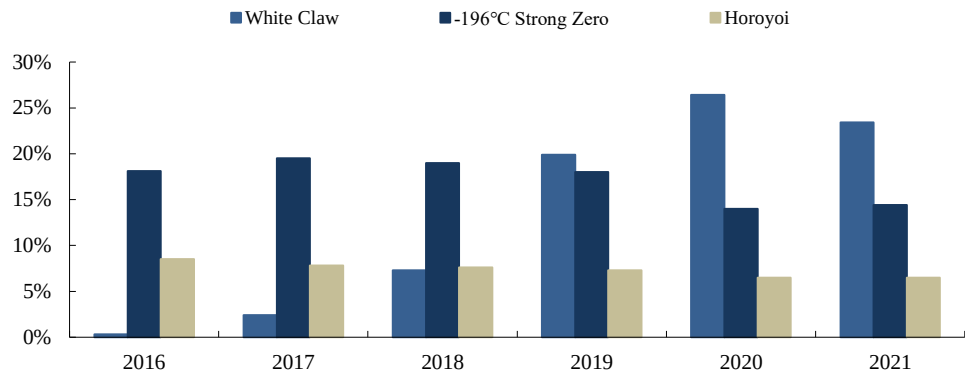
2.4. 强调复购，微醺的成长空间有望继续延申

2.4.1. 与美日鸡尾酒大单品空间对标，微醺仍有空间

根据欧睿数据，2021年美国鸡尾酒大单品 White Claw 市占率达23%；日本的196℃ Strong Zero 市占率为15%，Horoyoi 市占率为6.5%，从成熟市场经验来看大单品在行业

总量的占比至少在 15-20%。此外,对比美日成熟预调酒市场,我国市场规模和人均饮酒量均在继续提升,根据欧睿数据,2021 年我国 RTD 人均饮酒量为 0.2 升,仅为美国的 0.4%左右。随着行业规模进一步扩张和人均饮酒量提升,微醺具有先发优势,仍有较大发展空间。

图26: 美日大单品市占率变化(销量口径)



数据来源: 欧睿、东吴证券研究所

2.4.2. 管理升级, 微醺仍处于产品成长期

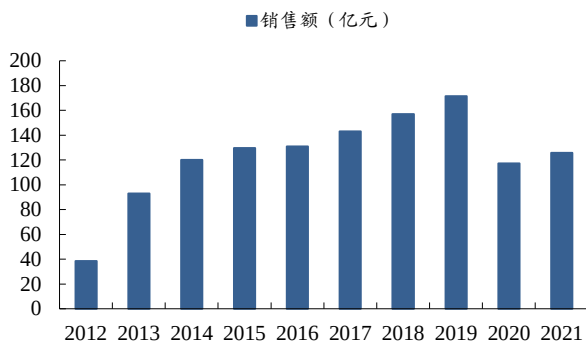
鸡尾酒更具消费粘性, 公司此轮着重于产品的复购而非铺货, 管理升级。从新潮程度和消费场景来看, 鸡尾酒更偏饮品; 从酒精含量和消费人群来看, 鸡尾酒是一种酒类, 因此与饮品的对比中相对消费者会更小众但更具有消费粘性。对比国内饮品来看, 从终端门店的铺货角度, 饮品终端门店数量 600 多万家, 我们预计微醺当前的铺货门店超过 60 万个(2015 年最高达到 80 万个), 但公司在这一轮微醺的发展中着重对单店的表现、产品的复购进行 KPI 考核, 着重点并非门店数量, 不管从质还是量的角度仍有提升空间。

场景处于不断成熟的阶段, 产品仍生命周期向上, 沉浸式。从销售表现角度, 我们看大单品如耕耘多年的王老吉、苹果醋等的发展, 场景定位从构建到成熟的阶段, 消费者画像可以不断获得扩充。对比来看微醺所处的家庭消费场景还处于往成熟的方向发展:

1) 线上营销宣传: 线上媒体的营销或者赞助思路从流量型节目转变为内容和调性优先、从注重曝光到注重内容为主, 营销抓痛点, 丰富微醺的场景, 增加消费者在该场景中的情绪共振带来进一步对微醺的记忆和认可。此外, 持续通过短剧短视频给消费者带来沉浸式营销体验, 逐步走入消费者生活。2) 线下场景体验: 2020 年“欢聚美好公寓”的快闪店、RIOLAB、其他吃喝玩乐的联名款等, 持续扩宽场景边界。抓住痛点的沉浸式营销之下, 微醺场景还有待扩宽, 仍处于产品生命周期上升期。

图27: 王老吉零售市场销售额

图28: 天地壹号苹果醋饮料营业收入

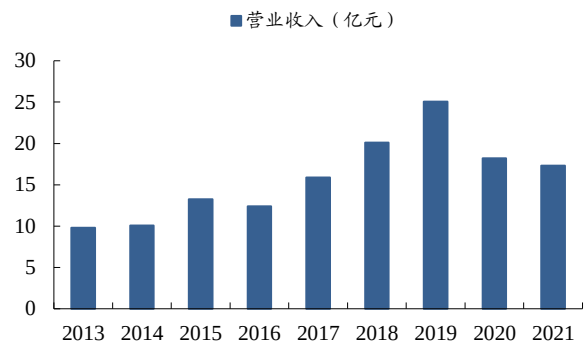


数据来源：欧睿、东吴证券研究所

图29: 欢聚美好公寓



数据来源：搜狐、东吴证券研究所



数据来源：wind、东吴证券研究所

图30: RIOLAB 轻饮实验室



数据来源：搜狐、东吴证券研究所

3. 单品变化：强爽系列今年成为现象级爆款，是否可复制延申？

拓宽品类边界，打响 8-9 度赛道第一枪，产品内外持续升级。公司于 2017 年推出的酒精度 8° 的强爽系列，因为酒精度数越高，越难遮掩掉酒精的苦味，这也是目前市场上 8-9 度鸡尾酒产品相对不多的原因，而公司使用九塔蒸馏的伏特加基酒，无杂醇不容易上头，经过八次层析处理，叠加 6 道过滤，口感更纯净，酒感明显的同时苦涩度有所降低，兼顾口味与口感。包装方面，强爽系列包装和罐装啤酒、精酿啤酒类似，2021 年又全面升级产品外包装，logo 中设计融入的“闪电”元素，并且同步推出的全新口味——苹果西打味；随后再次强势推出新品——9 度 0 糖系列，酒精度数提高但含糖量归零，提供更加强劲酒感的同时减轻负罪感，丰富消费者的选择程度。

图31: 强爽 8 度产品消费场景

图32: 强爽 9 度



数据来源：强爽天猫旗舰店、东吴证券研究所

图33：公司推出强爽多种口味



数据来源：强爽天猫旗舰店、东吴证券研究所

图34：强爽“9度0糖”系列



数据来源：强爽天猫旗舰店、东吴证券研究所



数据来源：强爽天猫旗舰店、东吴证券研究所

3.1. 他山之石——从海伦司可乐桶到强爽，营销加码强势占领年轻圈层

成立于 2009 年的海伦司作为中国线下最大的连锁酒馆，成功打造为年轻人的社交胜地。通过对比海伦司可乐桶与今年 9 月以来强爽的快速爆量，我们发现成功原因相对有一定相似之处，主要在于以下两大方面：

其一：精准年轻消费群体，抓住年轻群体打标签、爱分享、充满好奇心等特点。2020 年底中国 20-34 岁人口数量已接近 3 亿元，占全国总人口比例超过 20%，成为酒水饮料消费的主力大军。根据《2021 年苏宁易购酒水消费趋势报告》，2021 年酒类消费群体年轻化趋势明显，90 后消费人群已经成为酒类消费的中坚力量，其中女性消费人群占比从 2019 年的 26% 提高到 2020 年 36%，而且“一人饮”“晚安酒”“低醇”“小酌”“高颜值”成为女性酒水消费热点词。对比海伦司可乐桶与强爽系列，我们发现两者均瞄准年轻消费群体，度数虽然高，社交和跟风属性比较容易让消费者上头，也获得了很多女性消费群体的青睐，进一步扩充消费人群。

其二：注重社媒宣传，私域流量造势营销——进而激励消费者实现自发宣传（主因）。

1) **海伦司**：重视品牌线上推广，在微博、抖音、微信公众号等社交媒体上建立官方账号并发布自制短视频和推文来吸引年轻人的关注，提升品牌知名度。截至 2021 年 8 月 31 日，公司官方微信号、抖音号、微博号累计粉丝超过 750 万。2020 年 12 月底，“海伦司可乐桶全国统一姿势”的挑战刷屏抖音，相关视频累计播放量超过 10 亿次，一方面海伦司通过新媒体宣传，增强自身的流量优势；另一方面用户们在挑战态势下，形成自发效应，自主拍摄在店内喝完海伦司可乐桶的状态，发布到平台后吸引新的用户线下体验，实现消费者自发推荐后引流，借助社交媒体传播，品牌影响力得以触达更广泛的消费群体。

2) **强爽**：过去主要针对男性，以虎扑等平台作为主要传播阵地，邀请 KOL 以消费者的身份将生活中的真实需求场景强化并演绎出来，通过软内容渗透唤起 TA 共鸣；2022 年针对强爽主打的“一瓶就到位”高酒劲，公司在抖音、小红书等网络平台发起运营“RIO 强爽 8 度不信邪”挑战活动，标语“一罐就到位？RIO 强爽，酒精度 8 度，酒劲强过你的想象，劝你可千万别不信邪”，充分引爆消费群体的好奇心和好胜心，罐装的强爽“醉价比”增强，因此截至 11 月 22 日，抖音平台的“#rio 强爽 8 度不信邪”话题累计播放 17.3 亿次，配合上述活动同期举办拉环扫码抽奖，并与网易旗下《永劫无间》进行联名，多方位持续提升强爽系列热度。一方面，公司在品牌自有平台、用户群、行业粉丝群等私域流量池分享强爽表情包等各种周边衍生品；另一方面，体验过强爽的用户形成自发效应，积极表达自己的强爽体验，两项加成进一步提升宣传效果，维持热度。

表5：海伦司可乐桶与强爽对比

名称	价格	口味特点	主要定位
海伦司可乐桶	31-40 元/桶	由威士忌和可乐调制而成，酒精味完全被可乐掩盖，口感偏甜但后劲十足极易上头。	20-30 岁年轻消费群体
强爽系列	8.5 元/330ml	使用九塔蒸馏的伏特加基酒，无杂醇不容易上头，经过八次层析处理，叠加 6 道过滤，口感更纯净，酒感明显的同时苦涩度有所降低，兼顾口味与口感。	起初定位于 25-35 岁男性群体，2022 年调整为“18—25 岁”男性和“25—35 岁”女性。

数据来源：京东旗舰店、东吴证券研究所

表6：2022 年公司强爽系列营销活动情况

时间	主要活动及效果
2022. 03	发起运营“RIO 强爽 8 度不信邪”挑战活动，同期推出举办“RIO 强爽 8 度不信邪”拉环扫码抽奖，奖品包括价值近 4 万元的本田摩托车、一千多元的 Casio G-shock 手表等。
2022. 07	赞助综艺《快乐再出发》，双方联动打出“兄弟冲冲冲，强爽强强强”的宣传语。
2022. 08	与网易旗下的热门游戏《永劫无间》联名互动，上市“永劫无间 X RIO 强爽联名礼盒”，购买的消费者有机会获得《永劫无间》定制显卡和多款游戏内虚拟礼物。
2022. 09	上线强爽全新 TVC，配合扫码拉环抽奖活动
2022. 10	万圣节前夕推文“解密网红酒强爽背后的故事”，在节前打造营销氛围

数据来源：RIO 强爽公众号、东吴证券研究所

图35：强爽联名《永劫无间》



数据来源：微博、东吴证券研究所

图36：RIO 强爽 8 度不信邪活动



数据来源：抖音、东吴证券研究所

图37：RIO 强爽 8 度抖音搜索指数



数据来源：抖音、东吴证券研究所

图38：可乐桶抖音搜索指数



数据来源：抖音、东吴证券研究所

图39: 海伦司可乐桶在抖音平台的消费者画像



数据来源: 抖音、东吴证券研究所

图40: 强爽在抖音平台的消费者画像



数据来源: 抖音、东吴证券研究所

强爽订单供不应求，公司顺势而为持续造势。从微醺的发展历程看，单品到大单品的路径，第一步先造势，能够让更多消费者先看到并体验到产品，再持续进行培育，从而在培育中沉淀长期的核心消费者。随着9月强爽爆量缺货以后，公司一方面面对的强爽订单供不应求，10-11月强爽的订单量表现亮眼，持续加紧生产完成供货；另一方面，公司顺势而为，在微信公众号、小红书、抖音等平台上持续话题营销，比如结合近期结合世界杯赛事宣传强爽作为看球搭档的场景、“喝8度强爽世界杯只有上半场”挑战等，持续扩大尝鲜年轻人的范围。8-9度是低度酒里面的相对高度数，消费者会相对更有黏性，公司持续营销造势，产品的热度延续，核心场景和追求“醉价比”的消费者有望随着时间培育而明晰。

3.2. 产品丰富+管理精进+代言加持+格局改善，不同品类有望继续抓爆量场景和活动

管理层经验丰富，有持续制造话题的能力。从过去两轮的市场营销和公司发展来看，管理层累积丰富的经验，营销制造话题和爆款的能力强，从广告营销→互联网营销→精准互联网营销，逐步深入，充分增加RIO在目标人群的曝光率，增厚品牌势能。

代言人持续落地，对品牌推广和宣传网络的拓展起到积极作用。9月官宣肖战担任全球品牌代言人，微博粉丝数量3119.3万人次，其成为rio代言人的微博话题总览阅读次数达到20.4亿，共366.8万讨论次数；此前5月rio微醺官宣亚太品牌代言人张子枫，微博粉丝数量1560.3万人次，代言人微博话题总览月度次数达到1亿次，不管是张子枫代言的微醺还是周冬雨的微醺恋爱物语，跟微醺产品之间也相当契合。

图41: rio 全球品牌代言人肖战

图42: rio 微醺亚太品牌代言人张子枫



数据来源：抖音、东吴证券研究所



数据来源：抖音、东吴证券研究所

产品梯队逐步完善，经验复制、持续培育下不同品类空间仍可期。1) 在产品丰富度上，除了口味、限定款的增加和丰富以外，主品系列中公司也于 2021 年 4 月推出酒精度数为 5% 的清爽系列，度数介于微醺和强爽之间，进一步完善 RIO 产品的酒精度梯队；清爽带很足的气泡，酒精味不会很浓，果味清新口感清爽，单瓶的零售价格更低，主要针对二三线城市下沉市场，在各大平台上持续扩充和尝试不同消费场景、出联名款或限定礼盒套装等，通过持续不断的培育逐步清晰自身的定位和人群。2) 崂州威士忌酒厂的基酒已有部分在陈酿，后续仍有望推出以威士忌为基酒的鸡尾酒产品，从成熟的海外市场的表现来看，威士忌基酒的鸡尾酒产品单价更高、度数更高、消费者更为偏好。产品丰富度不断提升，在经验复制、长期持续培育之下，不同产品的空间有可期点。

低度酒竞争格局有所改善，鸡尾酒持续做好自己的赛道。此外，在低度酒赛道中，鸡尾酒属于规模最大的细分赛道，过去市场也比较担心赛道竞争加剧对公司的影响，尤其是随着新兴网络社交媒体的渲染，很多产品趁着营销热度进入赛道，1) 一方面，不管新进入者的持续进入或者退出，公司始终专注于鸡尾酒赛道，每年推陈出新节奏有致，费用投放的管理精进；2) 另一方面，由于今年以来，由于经济整体较为疲软，消费者对于新兴产品和品牌的接受度有所下降，资本热度相对也有所下降，根据食业头条的不完全统计，2022 年低度酒仅有不足 10 个品牌得到融资，不足 2021 年融资次数的四分之一。整体低度酒赛道竞争也有所改善。

图43：部分低度酒品牌融资情况概览

品牌	产品属性	场景	基底	度数	单件售价	投资轮次	时间	投资金额	投资方	产品图
RIO-梅之美青梅酒	梅子酒女性客群	休闲聚会、小酌独饮、佐餐	白兰地、青梅酒、伏特加	12.5%vol	39.9元/150ml	上市				
马力吨吨	果汁苏打酒 18-25岁年轻人	聚会	果汁发酵	3.5%vol	12元/330ml	天使轮	2020	1000万元	联合利华	
Miss Berry贝瑞甜心	甜酒 年轻女性、悦己、小酌	闺蜜聚会、独居小酌、派对出游	果酒	2.5%vol	10.8元/330ml	Pre-A轮	2020	金额未知	开牛投资	
						天使轮	2019	金额未知	尚承投资	
						战略投资	2020	金额未知	康之诚电商	
						A轮	2020	1000万元	经纬中国	
						A+轮	2021	10000万元	中信产业基金CPE源峰基金、经纬中国、C Ventures、	
醉鹅娘/狮子歌歌	果酒女性客户	休闲聚会、小酌独饮	果汁、糯米加酒曲	5%~12%vol	79元/500ml	战略投资	2021	金额未知	百威中国	
						种子轮	2017	金额未知	真格基金	
						天使轮	2017	金额未知	真格基金、伽利略资本	
						Pre-A轮	2020	1500万元	真格基金、PreAngel、传媒梦工厂	
						A轮	2021	千万元	洋途资本	
羽量酒业-十点一刻	少女鸡尾酒	休闲聚会、小酌独饮	伏特加	3.9%/4.9%vol	12.48元/330ml	天使轮	2020	金额未知	壹叁资本、真格基金、黑桃资本、红杉种子基金	
						Pre-A轮	2021	金额未知	虎扑	
						A轮	2021	金额未知	腾讯投资、嘉御基金	
						天使轮	2020	金额未知	天使湾创投	
						Pre-A轮	2021	1000万元	传化集团、天使湾创投	
兰舟	果酒、佐餐酒	休闲聚会、小酌独饮	朗姆酒	8%vol	53元/350ml	天使轮	2021	1000万元	传化集团、天使湾创投	
						Pre-A轮	2021	1000万元	传化集团、天使湾创投	
落饮	果酒 一二线城市20-35岁的年轻女性	休闲聚会、小酌独饮	果汁发酵	10%~12%vol	68元/500ml	Pre-A轮	2021	约千万美元	BAI资本领投、XVC、天图资本跟投	
葡刻	新型葡萄酒、佐餐酒 年轻赛道	佐餐	葡萄酒	8%~10%vol	15元/250ml	天使轮	2021	约千万美元	远镜投资	
						Pre-A轮	2022	数百万美元	投资方未知	

数据来源：百度、东吴证券研究所

4. 盈利预测

收入端：我们预计 22-24 年公司总收入分别为 24.9/31.4/39.7 亿元，同比-4/+26%/+26%。

1) 预调酒业务，今年上半年受疫情封控影响较大，下半年随着强爽放量有所恢复，未来随着强爽继续表现、清爽持续培育、微醺系列场景扩充等，我们预计 2022-2024 年鸡尾酒销售额同比-4%/+28%/+28%。

2) 香精香料业务：公司香精香料业务的下游大客户包括可口可乐、农夫山泉、娃哈哈、统一、伊利等食品饮料公司，今年需求受疫情有所影响，随着环境的环比改善，客户需求保持稳步增长，我们预计香精香料业务保持稳定增长，预计 2022-2024 年收入同比增长 0%/+10%/+10%。

表7：公司鸡尾酒及香精香料业务拆分（单位：百万元）

业务	2020	2021	2022E	2023E	2024E
鸡尾酒业务	收入	1712	2285	2200	2826
	yoy	34%	33%	-4%	28%
	销量（万箱）	1808	2499	2567	3377
	yoy	43%	38%	3%	32%
	均价（元/箱）	95	91	86	84
	yoy	-6%	-3%	-6%	-2%
分规格	炫彩瓶	600	344	248	285
	yoy	-6%	-43%	-28%	15%
	330ml	856	1714	1448	1708
	yoy	67%	100%	-16%	18%

	500ml	256	165	505	833	1041
	yoy	78%	-35%	206%	65%	25%
分系列	微醺	856	1371	968	1162	1452
	yoy	67%	60%	-29%	20%	25%
	强爽	50	70	704	1162	1510
	yoy	-29%	40%	906%	65%	30%
	清爽		343	220	264	330
	yoy			-36%	20%	25%
香精香料业务	收入	199	273	273	301	332
	yoy	10%	38%	0%	10%	10%
	销量(吨)	1934	2853	2876	3020	3171
	均价(万元/吨)	10	10	10	10	10
	yoy	6%	-7%	-1%	5%	5%
总计	总收入	1927	2594	2490	3144	3966
	yoy	31%	35%	-4%	26%	26%
	归母净利润	536	666	481	683	870
	yoy	78%	24%	-28%	42%	27%

数据来源：东吴证券研究所

利润端：我们预计22-24年公司归母净利润为4.8/6.8/8.7亿元，同比-28%/+42%/+27%。

1) 毛利率方面，22年整体受疫情影响，2021年的涨价提升并未完全体现，随着后续环境改善，生产规模的逐步扩大，我们仍然预计公司毛利率有望保持小幅提升。我们预计公司2022-2024年综合毛利率为61.8%/62.3%/62.7%。

2) 费用方面，2022年受疫情封控影响，物流费用及其他费用有增加，随着后续环境改善、全国化网络逐步建成，以及营销费用更精准投放，未来费用率仍有相对下降的空间。我们预计2022-2024年销售费用率+管理费用率为31.2%/29%/29%。

表8：盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,594	2,490	3,144	3,966
同比(%)	35%	-4%	26%	26%
归属母公司净利润(百万元)	666	481	683	870
同比(%)	24%	-28%	42%	27%
EPS	0.63	0.46	0.65	0.83

数据来源：wind、东吴证券研究所

从基本面来看，鸡尾酒属于酒精饮料，行业仍处于上升期，消费者还在陆续地培育；经济的发展影响培育的速度，但并不影响培育的方向（人均饮用量和饮用习惯上升的趋势仍在），强爽的爆量表现凸显出鸡尾酒的消费韧性，我们认为在消费场景从扩宽到成熟的过程中，鸡尾酒业务的弹性仍然存在。基于公司是行业之内唯一一家鸡尾酒公司，

没有业务相同的可比公司；我们从过去历史复盘来看，在经济较好、行业景气的时候公司的成长性较好，peg 超过 2，在经济下行时候，公司的 peg 在 1.5 左右。基于以上分析以及当前的市场环境，短期疫情反复不改长期向好的趋势，我们给予明年 $peg=1.8$ ，目标价 49.14 元，较 11 月 25 日收盘价提升增幅为 40%，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

经济疲软，需求下降超预期。经济相对疲软导致需求下降，会影响鸡尾酒线上线下的销售。

疫情反复超预期。疫情因素并不可预期，倘若疫情反复蔓延扩散加剧封控，会影响鸡尾酒线上线下的销售。

强爽事件营销不及预期。强爽销售起量以后，公司持续进行跟进，倘若持续的事件营销效果不及预期，鸡尾酒的收入表现会相应有所影响。

百润股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,813	3,317	4,112	5,060	营业总收入	2,594	2,490	3,144	3,966
货币资金及交易性金融资产	2,335	2,903	3,615	4,460	营业成本(含金融类)	897	951	1,185	1,480
经营性应收款项	212	172	217	272	税金及附加	145	134	173	222
存货	184	149	179	215	销售费用	567	600	723	912
合同资产	0	0	0	0	管理费用	136	176	189	238
其他流动资产	82	93	102	113	研发费用	73	85	94	119
非流动资产	2,827	2,838	2,938	3,126	财务费用	-20	-23	-29	-36
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	44	35	47	59
固定资产及使用权资产	2,130	2,092	2,095	2,135	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	223	273	373	523	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	231	230	228	226	减值损失	-2	3	5	4
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	838	605	860	1,095
其他非流动资产	240	241	240	240	营业外净收支	4	0	0	0
资产总计	5,640	6,155	7,051	8,186	利润总额	842	606	860	1,096
流动负债	868	901	1,114	1,380	减:所得税	178	125	177	226
短期借款及一年内到期的非流动负债	6	6	6	6	净利润	664	481	683	870
经营性应付款项	542	533	664	829	减:少数股东损益	-2	0	0	0
合同负债	24	64	81	102	归属母公司净利润	666	481	683	870
其他流动负债	296	298	363	442	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.63	0.46	0.65	0.83
非流动负债	982	982	982	982	EBIT	818	544	780	995
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	924	688	934	1,162
应付债券	947	947	947	947	毛利率(%)	65.43	61.80	62.30	62.70
租赁负债	6	6	6	6	归母净利率(%)	25.67	19.31	21.73	21.93
其他非流动负债	29	29	29	29	收入增长率(%)	34.66	-4.03	26.26	26.17
负债合计	1,849	1,883	2,095	2,361	归母净利润增长率(%)	24.38	-27.81	42.09	27.33
归属母公司股东权益	3,791	4,272	4,955	5,825					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,791	4,272	4,955	5,825					
负债和股东权益	5,640	6,155	7,051	8,186					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	869	723	966	1,200	每股净资产(元)	4.82	5.46	6.37	7.53
投资活动现金流	-881	-155	-254	-355	最新发行在外股份(百万股)	1,050	1,050	1,050	1,050
筹资活动现金流	841	0	0	0	ROIC(%)	16.19	8.65	11.11	12.45
现金净增加额	829	568	712	845	ROE-摊薄(%)	17.57	11.26	13.79	14.94
折旧和摊销	107	144	154	167	资产负债率(%)	32.78	30.59	29.72	28.84
资本开支	-433	-153	-253	-353	P/E (现价&最新股本摊薄)	58.43	80.95	56.97	44.74
营运资本变动	69	110	77	100	P/B (现价)	7.69	6.78	5.81	4.92

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>