

2020年07月06日

# 百润股份 (002568.SZ)

## 深度分析

### 新微醺引领，鸡尾酒龙头再启航

#### 投资要点

- ◆ **行业经历了过山车式的发展：**国内预调鸡尾酒市场自 2011 年以后进入快速增长阶段，2012-2015 年鸡尾酒风靡市场，主要表现为（1）低门槛高利润的特性也吸引了众多品牌和资本的介入；（2）依靠广告营销迅速带量，锐澳成为了鸡尾酒的领先品牌。但是短暂的尝鲜并没有真正占领消费者的心智，山寨产品层出不穷也损伤了市场的消费，从 2015 年下半年起，鸡尾酒市场消费快速冷却，经过两三年的调整，小厂商逐渐退出了市场，锐澳市场份额达到 70% 左右。
- ◆ **重新出发，行业扩容空间大：**从行业过山车式的发展中可以看出我国的鸡尾酒市场规范不完善，行业还处于发展的初期。通过对标日本较为成熟的鸡尾酒市场，主打场景为日常家庭饮用，我国的鸡尾酒在消费场景上还有继续完善的空间，而且我国鸡尾酒的渠道渗透率不高，一二线消费者的认知度更高，未来下沉空间较大。因此，未来通过消费场景的扩充带动消费人群的扩大，行业扩容空间较大。
- ◆ **重新出发，锐澳龙头优势显著：**通过大量的广告宣传，锐澳脱颖而出成为行业龙头，在调整期间，积极帮助渠道去库存的同时，加大研发力度开发新品，经过两年多的投放和培育，新微醺系列主打“一个人的小酒”清晰定位年轻人的家庭日常饮用场景，受到市场的欢迎；此外在渠道上，公司收敛聚焦，以一二线城市为主，尤其是华东沿海地区，三四线城市为辅，实现渠道的逐渐下沉，实现营销费用的精准投放，销售利润重回良性增长轨道。
- ◆ **投资建议：**公司是鸡尾酒行业的领头羊，在经历了行业调整以后，公司更加清晰开拓消费场景，更有序地进行渠道下沉，更精准地进行市场营销；随着行业的逐步发展，公司能够充分享受龙头的红利。我们预测公司 2020 年至 2021 年每股收益分别为 0.74 和 0.93 元。净资产收益率分别为 16.2% 和 18.0%，给予买入-B 建议。
- ◆ **风险提示：**市场需求疲软、食品安全问题、行业竞争加剧、新品动销不及预期

食品饮料 | 调味品 III

投资评级

**买入-B(维持)**

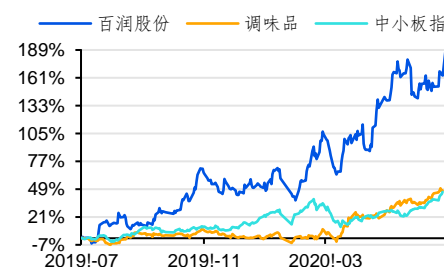
股价(2020-07-06)

49.13 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	25,537.90
流通市值(百万元)	17,139.63
总股本(百万股)	519.80
流通股本(百万股)	348.86
12个月价格区间	15.90/49.13 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.5	23.43	139.13
绝对收益	19.51	48.38	182.04

#### 分析师

陈振志

SAC 执业证书编号：S0910519110001

chenzhenzhi@huajinsec.cn

021-20377051

#### 相关报告

百润股份：鸡尾酒销售亮眼，微醺系列续写新篇章 2020-04-24

百润股份：鸡尾酒业务实现高增，费效比提升盈利能力-百润股份 2019 年报点评 2020-03-31

百润股份：微醺系列放量，盈利能力回升 2019-08-08

**财务数据与估值**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,230	1,468	1,782	2,207	2,709
YoY(%)	5.0	19.4	21.3	23.9	22.8
净利润(百万元)	124	300	387	482	605
YoY(%)	-32.2	142.7	28.7	24.6	25.5
毛利率(%)	68.7	68.3	67.9	68.7	69.8
EPS(摊薄/元)	0.24	0.58	0.74	0.93	1.16
ROE(%)	6.4	15.0	16.2	18.0	19.9
P/E(倍)	187.6	77.3	60.1	48.2	38.4
P/B(倍)	12.1	11.6	9.7	8.7	7.6
净利率(%)	10.1	20.5	21.7	21.8	22.3

数据来源: 贝格数据、华金证券研究所

## 内容目录

一、香精香料起家，预调鸡尾酒加码 .....	5
------------------------	---

1、香精业务小而美，营收盈利较稳定.....	5
2、鸡尾酒营收占比超过 8 成，打开公司的增长空间 .....	6
<b>二、行业发展年限短，经历过过山车式发展.....</b>	<b>7</b>
1、从探索到初显格局：经济水平逐步提高奠定消费基础 .....	8
2、快速发展阶段：鸡尾酒风靡市场，厂商百花齐放 .....	9
3、调整重新出发阶段：消费人群观念升级，尝鲜消费无法带来复购率 .....	9
<b>三、重新出发，行业扩容空间与品牌龙头增长空间大.....</b>	<b>10</b>
1、行业扩容：看好消费场景的扩充和未来消费人群的扩大.....	11
2、公司增长：RIO 独占鳌头，享受行业集中和份额集中的红利.....	13
<b>四、新系列定位新场景，RIO 继续引领鸡尾酒行业发展 .....</b>	<b>14</b>
1、2017 年前的 RIO：大力营销树立品牌地位，热潮褪去面对调整 .....	15
2、2017 年以后的 RIO：新微醺开拓新场景，渠道有序下沉 .....	16
<b>五、盈利预测.....</b>	<b>22</b>
<b>六、风险提示.....</b>	<b>22</b>

## 图表目录

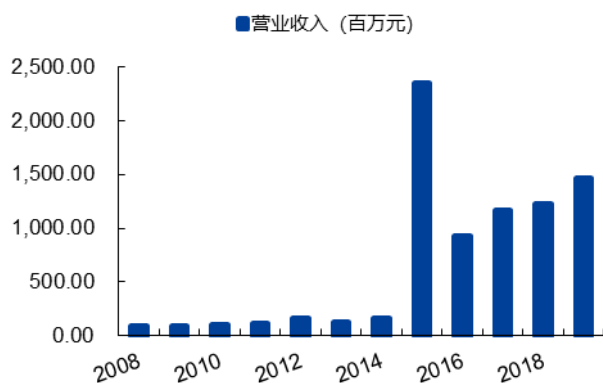
图 1：公司 2008-2019 年的营业收入（百万元） .....	5
图 2：公司 2008-2019 年的归母净利润（百万元） .....	5
图 3：香精香料产销量较为稳定 .....	6
图 4：香精香料业务营收利润相对稳定 .....	6
图 5：收购前的巴克斯营收利润快速增长.....	6
图 6：公司鸡尾酒销量（2012-2014 年为巴克斯销量，单位：万箱） .....	6
图 7：公司季度营业收入回归稳健增长 .....	7
图 8：2019 年公司季度盈利能力进入高速增长 .....	7
图 9：预调鸡尾酒的生产工艺（*为关键工序点） .....	7
图 10：我国鸡尾酒行业的发展阶段 .....	8
图 11：我国经济水平持续提高奠定西化消费增长基础 .....	8
图 12：我国鸡尾酒市场规模（单位：亿元） .....	9
图 13：2019 年酒类与饮品的毛利率比较.....	9
图 14：山寨 RIO 鸡尾酒产品 .....	10
图 15：我国预调鸡尾酒的销量及增长 .....	10
图 16：日本酒精消费主要集中在非即饮渠道 .....	11
图 17：鸡尾酒在餐饮时饮用次数最多 .....	11
图 18：日本市场酒精产品的消费量分渠道占比.....	11
图 19：日本市场酒精产品的消费金额分渠道占比 .....	11
图 20：2018 年预调鸡尾酒销量比较（单位：万千升） .....	12
图 21：2018 年预调鸡尾酒人均消费量比较（单位：升/人） .....	12
图 22：我国城镇化率在不断提升 .....	13
图 23：我国城镇居民与农村居民的人均消费收入/支出比较.....	13
图 24：锐澳的市占率 .....	13
图 25：2018 年日本鸡尾酒市场份额 .....	13
图 26：国内畅销预调鸡尾酒主要品牌 .....	14
图 27：RIO 鸡尾酒的相关大事件 .....	14
图 28：周迅是 RIO 第一个明星代言人 .....	15

图 29: RIO 在电视剧中的植入.....	15
图 30: 巴克斯酒业 2013 年开始大量投放广告进行宣传 .....	16
图 31: 巴克斯酒业广告费用率 2013 年快速提升 .....	16
图 32: RIO 鸡尾酒营收和销量 2016 年大幅下滑 .....	16
图 33: 公司股价调整波动幅度大 .....	16
图 34: RIO 鸡尾酒的丰富产品系列 .....	18
图 35: 公司区域收入占比的变化 .....	19
图 36: 公司销售人员数量有所下降但人均创收提高 .....	19
图 37: 公司研发实力强劲.....	19
图 38: 研发人数逐年增加.....	19
图 39: 广告费用投放逐年下降（单位：百万元） .....	20
图 40: 销售费用率随着营收增加在下降 .....	20
图 41: 周冬雨代言微醺鸡尾酒的海报 .....	20
图 42: 《微醺恋爱物语》获得广泛关注 .....	20
图 43: RIO 部分限定款系列 .....	21
图 44: 公司的利润率水平在逐渐提升.....	21
图 45: 公司营收增长企稳回升.....	21
表 1: 公司香精业务发展脉络.....	5
表 2: 日本主要酒类品种税负以及对应单品销售价格 .....	12
表 3: 2017 年以前的营销活动 .....	15
表 4: RIO 鸡尾酒产品与啤酒产品的价格比较 .....	17
表 5: 2017 年以后的营销活动 .....	20
表 6: 百润股份盈利预测.....	22

## 一、香精香料起家，预调鸡尾酒加码

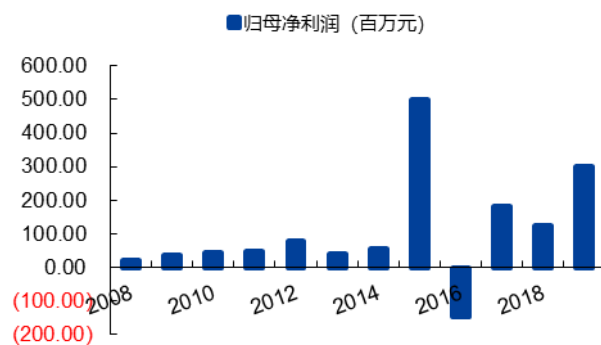
1997 年公司由上海百润香精香料有限公司整体变更设立而成，主要从事食用香精和烟用香精产品的研究、开发、生产与销售业务。2015 年公司收购巴斯克酒业 100% 股权，进军预调鸡尾酒的领域。巴斯克主要的鸡尾酒品牌为锐澳（RIO），公司向鸡尾酒业务的延伸也打开了公司营收的空间。

图 1：公司 2008-2019 年的营业收入（百万元）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 2：公司 2008-2019 年的归母净利润（百万元）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

### 1、香精业务小而美，营收盈利较稳定

香精产品是广泛应用于饮料、乳品、冰品、糖果、烘焙食品、烟草制品等。公司以食用香精和烟用香精为主，主要包括“百润”牌香精香料的研发、生产和销售。经过多年的经营发展，公司已经成为国内一流的香精香料生产制造公司，下游大客户包括可口可乐、农夫山泉、娃哈哈、统一、伊利等著名的食品饮料公司。

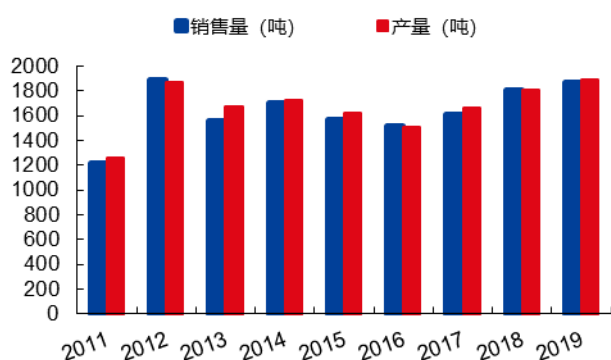
表 1：公司香精业务发展脉络

发展阶段	时间段	客户及业务规模	销售模式	竞争对手
小客户、小业务	1997-2000	客户众多，年均销售额低于 10 万	经销	中、小香精厂商
小客户、大业务	2001-2005	客户数量减少，年均销售额提高到 10 万以上	经销为主，直销为辅	大、中香精厂商
大客户、小业务	2006-2009	大客户数量增加，年均销售额 50 万	直销 80%	大型香精厂商
大客户、大业务	2010 以后	主要客户年均销售规模 300-1000 万元，核心客户在 1000 万以上	直销 90% 以上	大型香精厂商及国际香精厂商

资料来源：公司公告、华金证券研究所

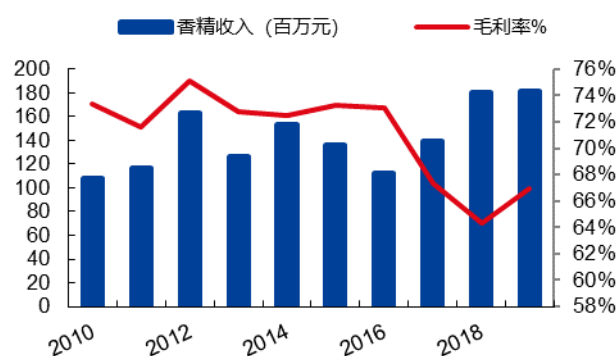
香精香料业务较为稳定，营收占总营收比重降至 15% 以下。2010 年开始公司实行大客户、大业务的模式，食用香精产销量较为稳定。从 2010-2019 年营业收入的年均复合增长率为 5.92%，至 2019 年末实现销售收入 1.81 亿元，占公司营业收入的 12.33%。毛利率水平在 2017 年超过 70%，这两年随着上游原材料价格的变动，毛利率水平有所下滑，至 2019 年末为 66.93%，总体保持较高的盈利性。

图 3：香精香料产销量较为稳定



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 4：香精香料业务营收利润相对稳定



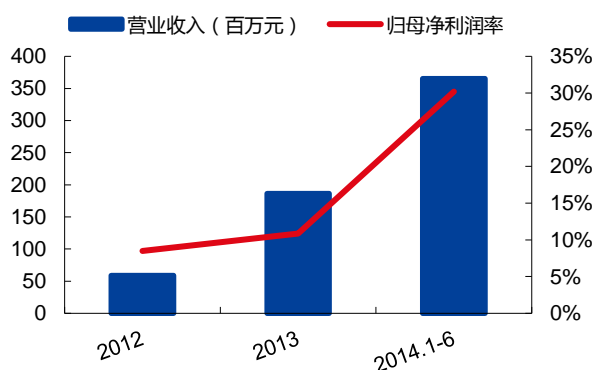
资料来源：公司公告、华金证券研究所

## 2、鸡尾酒营收占比超过 8 成，打开公司的增长空间

巴克斯酒业成立于 2003 年，主营业务就是预调鸡尾酒的生产和销售，主要品牌为锐澳 RIO。因为当时预调鸡尾酒还属于高档消费，存在于酒吧、夜店等场所，较少的消费人群和高昂的进场费用阻碍了公司的经营，经过三次股权最终于 2009 年全部转让给了百润股东刘晓东等人。2014 年 9 月公司公告拟增发股份收购巴克斯酒业 100% 股权，2015 年完成收购后，公司正式从上游的香精业务扩展延伸到下游的预调鸡尾酒行业。

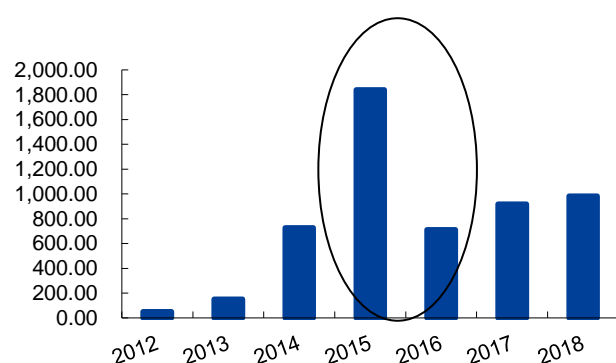
收购巴克斯之前，国内预调鸡尾酒市场自 2011 年以后进入快速增长阶段，年销售规模由 2006 年的近百万箱逐步增至 2013 年的近千万箱。在这样的市场大环境推动下，巴克斯酒业生产的炫彩瓶、靓彩瓶等系列鸡尾酒受到了消费者的追捧，产品销量快速增长，从 2012 年到 2014 年，销售总量分别为 50.27、150.17 和 725.64 万箱。营业收入和盈利能力也获得了快速提高。

图 5：收购前的巴克斯营收利润快速增长



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 6：公司鸡尾酒销量（2012-2014 年为巴克斯销量，单位：万箱）

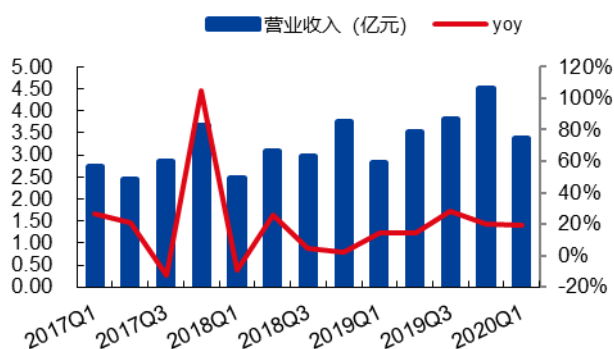


资料来源：公司公告、华金证券研究所

2015 年下半年开始鸡尾酒市场遭遇调整，渠道库存大量累积，从 2016 年销量下跌明显，公司的报表和股价因此经历了较大幅度的调整。由于 2016-2017 年巴克斯并没有完成 2015 年并购时的业绩承诺，巴克斯原股东于 2017-2018 年分别回购并注销了业绩承诺补偿股份 2.31 亿和 1.81 亿股。

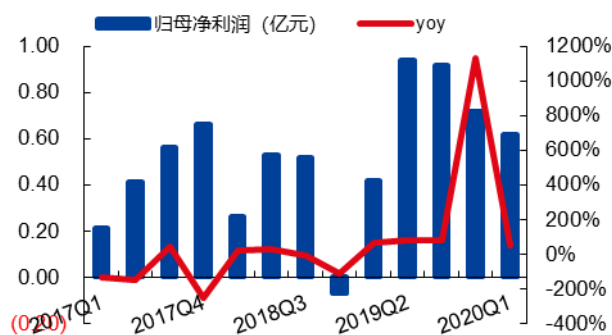
经过为期三年的行业大调整，小厂家也逐渐出局，鸡尾酒市场格局愈发集中。RIO 通过对渠道的调整，推出微醺等新系列产品扩宽消费场景，从 2018 年开始销量重新恢复增长，营业业绩提速；截至 2019 年公司实现总收入 14.68 亿元，同比增长 19.39%，实现归母净利润 3 亿元，同比增长 142.68%。

图 7：公司季度营业收入回归稳健增长



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 8：2019 年公司季度盈利能力进入高速增长

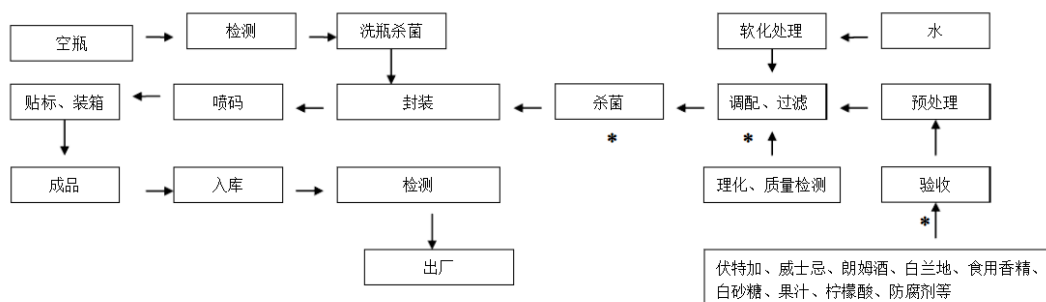


资料来源：公司公告、华金证券研究所

## 二、行业发展年限短，经历过山车式发展

鸡尾酒最早起源于美国，通过航运的调酒师带进了日本，而后逐渐在亚洲地区发展起来。传统的鸡尾酒通常以朗姆酒、金酒、龙舌兰、伏特加、威士忌、白兰地等烈酒或葡萄酒作为基酒，再配以果汁、蛋清、食用香精、牛奶、咖啡、糖等其他辅助材料，加以搅拌或摇晃而成，主要以现调现饮为主。为了方便携带和扩大，也产生了预调鸡尾酒的便携装。

图 9：预调鸡尾酒的生产工艺（\*为关键工序点）



资料来源：百度百科、华金证券研究所

预调鸡尾酒产品最早于 20 世纪 90 年代进入中国市场，在我国发展时间不长。纵观我国的鸡尾酒发展，行业可划分四个阶段：探索阶段、格局初显阶段、快速发展阶段、重新发展阶段。尤其从 2012 年至今，行业整体经历了过山车式的发展。

图 10: 我国鸡尾酒行业的发展阶段



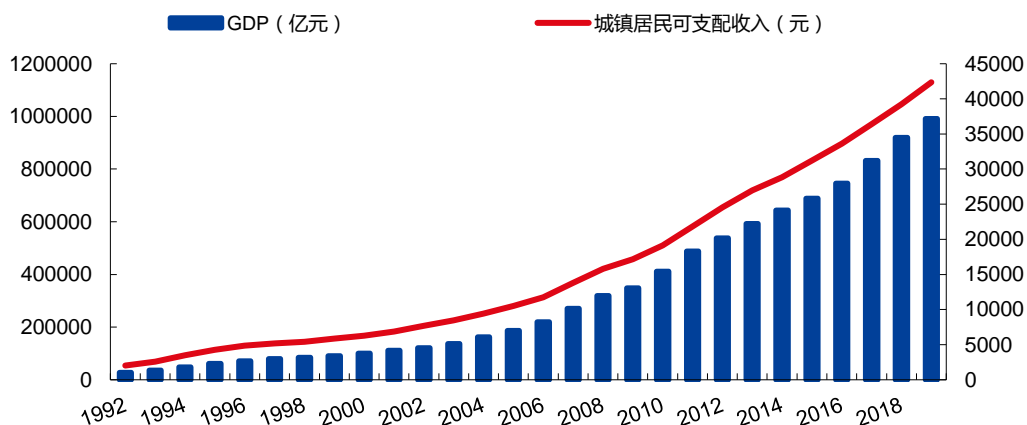
资料来源：公司公告、华金证券研究所整理

## 1、从探索到初显格局：经济水平逐步提高奠定消费基础

鸡尾酒“舶来品”的身份，国内市场刚起步的时候主要以欧美、日本的品牌为主导，鸡尾酒产品价格较高，只出现在沿海发达城市的 KTV、酒吧等会所，现饮渠道为主。1997 年，百加得（古巴厂商，以朗姆酒闻名）进入中国市场，而后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，它旗下预调酒冰锐（Breezer）当时长期稳居中国预调鸡尾酒第一品牌。2000 年开始，英国红广场（RedSquare）等欧美品牌也开始进入中国。

2003 年以来，随着我国的经济高速增长，居民可支配收入的持续提高，预调鸡尾酒等西化的消费增长开始具备坚实的基础。2003 年巴克斯酒业成立，诞生了锐澳（RIO）鸡尾酒品牌。

图 11: 我国经济水平持续提高奠定西化消费增长基础



资料来源：wind、华金证券研究所

总体来说 2011 年之前的预调鸡尾酒行业阶段，市场尚处在探索阶段，对于鸡尾酒的消费范围小，消费主要发生在发达城市的 KTV、酒吧和会所等现饮渠道。

食品安全事件后，名优品牌企业认可度提升。随着工业化的发展，生活的便捷和居民消费能力的持续提高，人们的消费观念是在逐渐改变之中，对于品质、品牌的意识在不断强化，尤其



是 2008 年陆续发生的食品安全事件提高了大众的安全意识，品牌成为了产品质量和产品后续服务的首道筛选门槛。

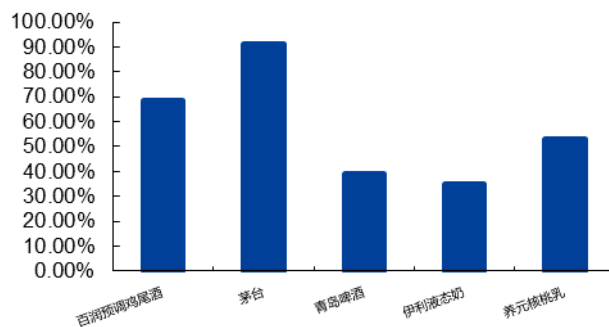
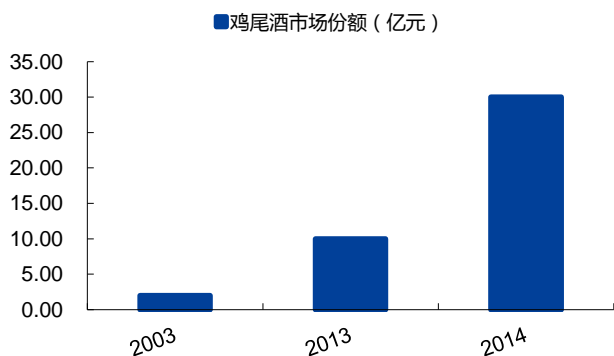
## 2、快速发展阶段：鸡尾酒风靡市场，厂商百花齐放

随着厂商的增加和线上销售的爆发，渠道逐渐从现饮转移到商超、线上等非现饮渠道，占比从 2013 年的 38% 提高到 2015 年的 56%；尤其 2013 年由于很多高端白酒、葡萄酒的销量都有所下滑，预调鸡尾酒引领新潮流，风靡市场。五颜六色的预调酒，较低度数的酒精，口味众多，个性又便捷的包装都符合年轻人尝鲜、猎奇、喜欢挑选的消费习惯，增强了尝鲜式的体验。我国鸡尾酒 2003 年市场规模 2 亿元，2013 年 10 亿元，2014 年达到 30 亿元，从 2013 年开始市场份额高速增长。

而且因为预调鸡尾酒最重要的是基酒，度数高一些的基酒都可以添加辅料进行调制，因此预调鸡尾酒的利润率水平基本是超过啤酒和其它饮品。鸡尾酒低门槛、高盈利的特点也吸引了众多品牌和资本的介入，不少酒类企业（像五浪液、古井贡酒等）、饮料企业（像汇源果汁等）和食品企业（像黑牛食品等）纷纷推出自己的鸡尾酒，市场百花齐放。其中靠广告营销迅速带量，锐澳成为了鸡尾酒的领先品牌。

图 12：我国鸡尾酒市场规模（单位：亿元）

图 13：2019 年酒类与饮品的毛利率比较



资料来源：产业信息网、华金证券研究所

资料来源：wind、华金证券研究所

## 3、调整重新出发阶段：消费人群观念升级，尝鲜消费无法带来复购率

**尝鲜消费能带来一时的销售，难以产生粘性。**对于抱有猎奇心理的年轻人，容易给新鲜感带来一次性消费。以近几年爆火的茶饮市场为例，单品或者元素的风潮能够带来一时爆发性的消费，但是尝鲜消费劲头总会过去，所以单靠新鲜度难以产生客户粘性。按照喜茶创始人聂云宸在接受新闻专访时所提到的“现在的消费者很聪明，试过全世界各地的东西，已经没有像以前那样子会有盲目崇拜或是跟风的心理”。

**山寨产品损伤品牌知名度。**不仅仅是消费者的消费视野在扩大，而且随着现在技术越来越发达，市场上渠道和销售方式越来越多样化，新鲜的事物一旦有市场，很快就会招引来许多的模仿者，很多食品饮料相关企业的盲目跟风涌入市场，产能急速增加，从供给端打破这种新鲜感的格

局。因此短暂的尝鲜并没有真正占领消费者的心智，比当时普通饮料和啤酒更高的价位也逐渐失去了一些消费群体。同时由于尚无可行有效的行业标准来规范，山寨产品的层出不穷，品牌商没有有效的防伪标识，渠道不完善，也损伤了市场的消费。

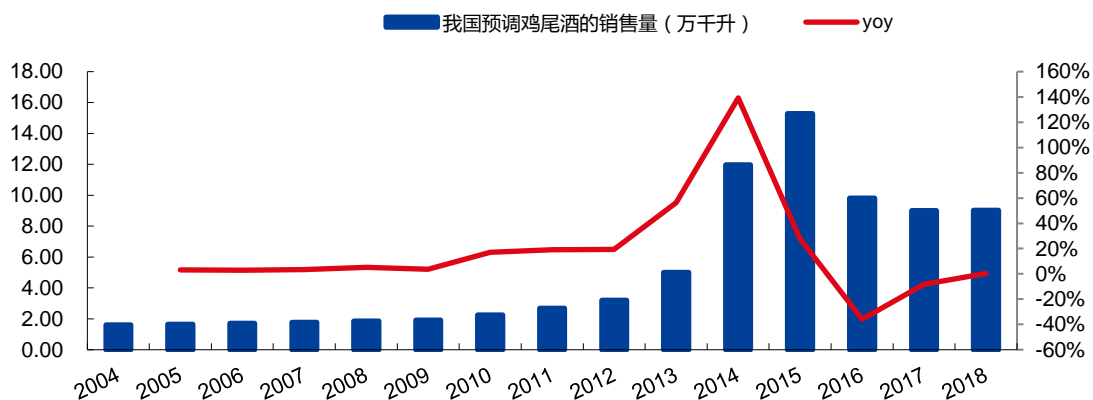
图 14: 山寨 RIO 鸡尾酒产品



资料来源：百度百科、华金证券研究所

因此鸡尾酒在经历了短暂的热潮之后，市场消费迅速冷却，销售量在 2015 年中达到巅峰，而后迅速向下。渠道因为在 2015 年的大量囤货，造成了市场价格混乱、资本开始退出市场、部分小鸡尾酒企业陆续退出行业的竞争，行业进入调整期。

图 15: 我国预调鸡尾酒的销量及增长



资料来源：产业信息网、华金证券研究所

所以，梳理发展阶段看行业的调整，我们认为我国众多的人口，日益提升的生活水平这些消费的基础没有变化；但是鸡尾酒等新鲜事物，消费者培育尚未到位，各种渠道大量放货，市场产品的混乱，影响了消费者购买欲望，所以短期的尝鲜性消费场景并不能带来复购率，没能为后续的扩展打下坚实基础。

### 三、重新出发，行业扩容空间与品牌龙头增长空间大

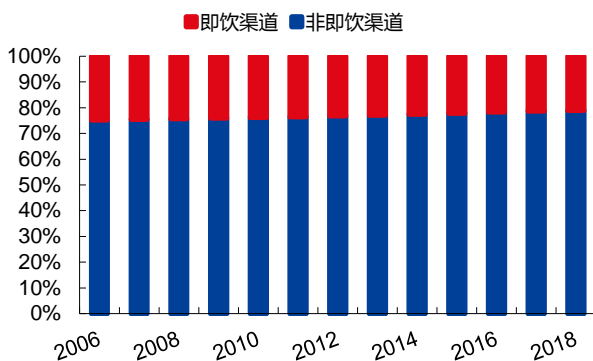
## 1、行业扩容：看好消费场景的扩充和未来消费人群的扩大

### (1) 对标日本，我国的鸡尾酒在消费场景上还有扩充空间

鸡尾酒对于日本也是“舶来品”，进入 90 年代后期，消费进入多元化、个性化的时代，预调酒的特性成功吸引了平时喝酒少的女性和刚适龄的男性，逐渐成为生活的一部分。同时，每年必举办两场全国的鸡尾酒调制大赛，推动国内鸡尾酒的氛围更加浓郁。

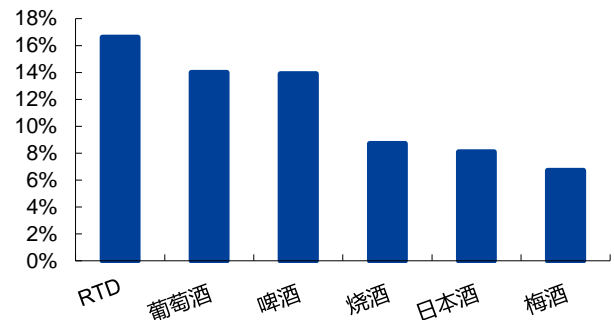
日本的所有酒精消费主要集中在非即饮渠道，占比接近 80%，其中预调鸡尾酒超过 9 成渠道在家庭渠道，而且酒精的家庭消费场景定位明确，作为家庭佐餐饮用酒，这种场景是契合于日本老龄化趋势和宅文化趋势。早在 2015 年三得利对预调鸡尾酒消费者饮用实态调查报告中，鸡尾酒就是当年餐饮活动中饮用频率最高的酒精产品，超过了啤酒和清酒。

图 16：日本酒精消费主要集中在非即饮渠道



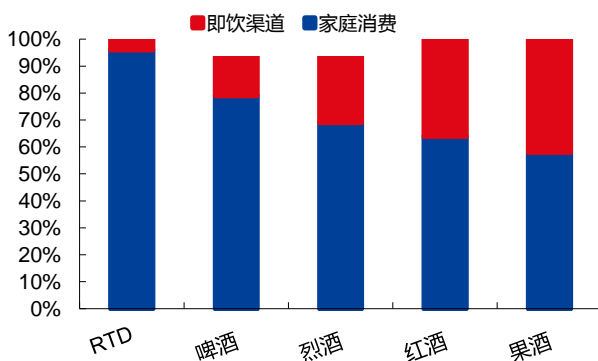
资料来源：产业信息网、华金证券研究所

图 17：鸡尾酒在餐饮时饮用次数最多



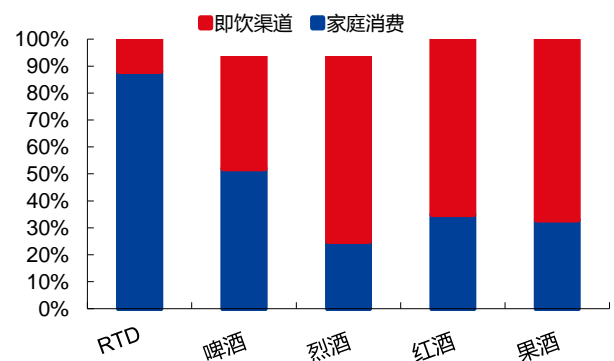
资料来源：《三得利 2015 年 RTD 消费者饮用实态报告》、华金证券研究所

图 18：日本市场酒精产品的消费量分渠道占比



资料来源：产业信息网、华金证券研究所

图 19：日本市场酒精产品的消费金额分渠道占比



资料来源：产业信息网、华金证券研究所

多样化和税负导致的定价不同，日本鸡尾酒呈现对啤酒的替代。鸡尾酒的度数在 3-10%，啤酒的度数在 3-8% 之间，两者的酒精度范围相当，随着民众的口味趋向于多样化和个性化，以预调鸡尾酒为例的利口酒系列在日本逐渐畅销；而且由于鸡尾酒和啤酒的税负不同，导致预调酒的定价低于啤酒，对于消费者饮用酒精量来说，鸡尾酒的性价比会更高一些。随着 2020 税制改革，未来预调酒将执行的税负有所上升，但依然还是低于清酒和啤酒税。

表 2: 日本主要酒类品种税负以及对应单品销售价格

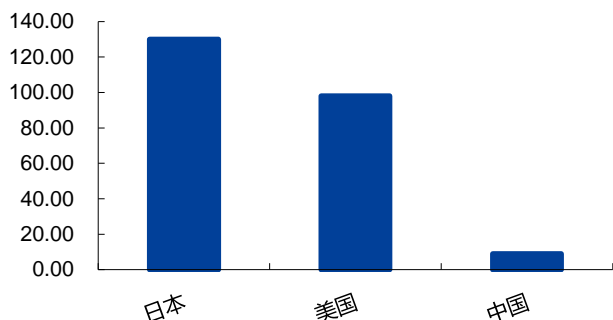
品类	1980 年消费量占比	2012 年消费量占比	税率 (日元/升)	单品销售价格 (日元)	品牌及容量
预调酒	0.26%	23.12%	108	112	冰结、350ml
红酒	--	--	90	--	--
清酒	23.12%	7.41%	110	875	日本盛清酒、350ml
啤酒	66.45%	31.44%	220	210	Super Dry、350ml

资料来源: 日本国家税务局、公司官网、公开数据、华金证券研究所

预调酒作为日本酒类市场最深入生活的酒产品,近年来也保持着高速增长。2013 年日本年人均消费量为 6 升,到 2018 年接近 10 升,人均消费量年均复合增长率为 10%左右。而我国因为没有比较完善的消费场景,过去尝鲜体验带来的过山车导致 2018 年的人均消费量和 2013 年差不多,仅为日本人均消费量的 1%。

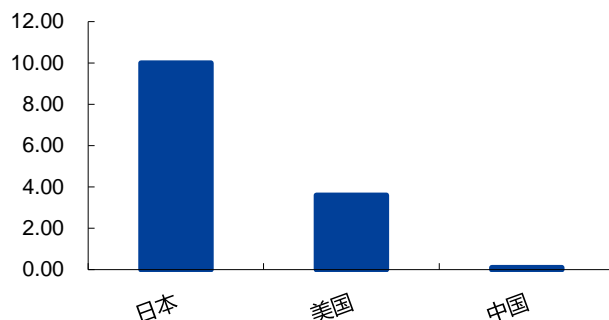
从 2005 年前后开始,锐澳和冰锐通过经销商渠道转向商超等非即饮渠道,我国鸡尾酒的非即饮渠道(商超、便利店、电商)占比也已经超过 80%。近两年,厂商通过对消费场景的开拓,比如锐澳主打“一个人的微醺”,将消费场景延伸到家庭端,扩大消费群体面,将逐渐增加我国鸡尾酒的渗透率。

图 20: 2018 年预调鸡尾酒销量比较 (单位: 万千升)



资料来源: EMIS、欧睿、华金证券研究所

图 21: 2018 年预调鸡尾酒人均消费量比较 (单位: 升/人)



资料来源: EMIS、欧睿、华金证券研究所

## (2) 看我国, 行业尚处于发展初期, 渗透空间较大

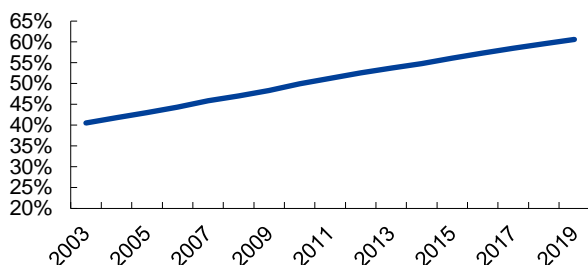
预调鸡尾酒产品进入中国市场 30 年左右,经过 2012-2015 年上半年的爆发式增长,也经历了 2016 年以后的低迷调整期。过去二十多年的市场发展,鸡尾酒并没有完善的市场规范、渠道渗透率不高,一二线消费者的认知度更高,行业还处于发展的初期。

**锐澳牵头制定规范,引领行业进入良性发展。**行业历经接近两年的调整后,在 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。标准从 2019 年 1 月 1 日起开始实施,从总糖、总酸、酒精度等理化指标对鸡尾酒进行了界定,规范的出台将更有利于引导鸡尾酒市场竞争秩序的理性发展。

**一二线城市渠道下沉,三四线城市消费规模扩大。**我国的城镇化水平在不断提升,且从居民人口分布来说,一二线城市的农村居民较少,因此城镇化推进给三四线城市带来的城镇人口效果

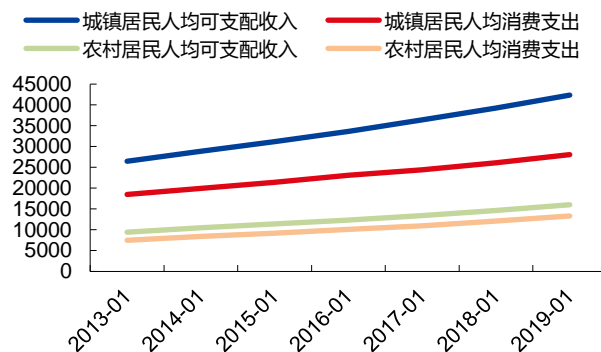
更显著。同时，消费水平也在提升，2019年我国的城镇居民人均消费支出28063元，同期农村居民人均消费支出13328元，随着农村居民入城以后，收入的改善、生活方式和消费理念的升级，消费的规模也将逐渐扩大。

图 22：我国城镇化率在不断提升



资料来源：wind、华金证券研究所

图 23：我国城镇居民与农村居民的人均消费收入/支出比较



资料来源：wind、华金证券研究所

我们认为未来在行业越来越规范的环境下，受益于消费场景向生活化的继续扩充，同时一二线城市渠道下沉，三四线城市消费能力在提升，都将推动鸡尾酒行业的快速增长。销量的增长是预调鸡尾酒行业增长的主要驱动力。

## 2、公司增长：RIO 独占鳌头，享受行业集中和份额集中的红利

**RIO 靠营销宣传脱颖而出，独占鳌头。**冰锐比 RIO 更早进入市场，两者都通过经销商对 KA 等渠道进行铺货。从 2013 年开始，锐澳发起了广告攻势，通过明星代言、热播剧植入、真人秀冠名，铺天盖地的鸡尾酒广告搭配时下流行的英文歌曲，让消费者记住了这个品牌，RIO 鸡尾酒成为了备受年轻聚会欢迎的酒水品类。2013 年，冰锐在鸡尾酒市场占有率超过 40%，是 RIO 的两倍多；2014 年，RIO 反超冰锐，市占率提升到 40%。在行业调整期间，小厂家和其它资本陆续退出，RIO 继续凭借品牌效应提升市占率，维持市占率第一，通过测算预计在 70%左右。

相比较看，日本的预调酒竞争格局也比较集中，前三大厂商分别三得利、麒麟和朝日，2018 年的市占率 90%左右。三得利的 HORYOI、麒麟的冰结、朝日的 Mogitate 品牌都在日本国内畅销，地位稳固。

图 24：锐澳的市占率

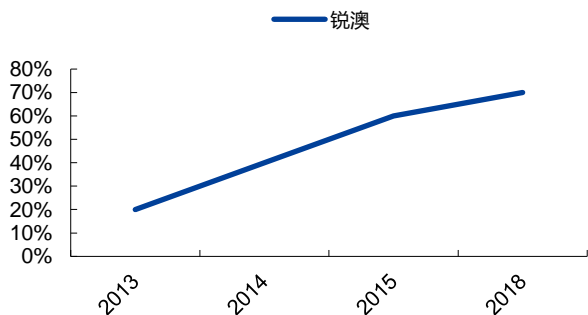
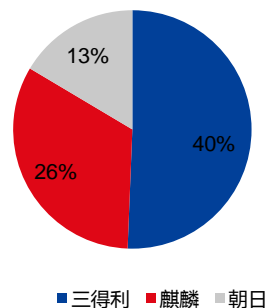


图 25：2018 年日本鸡尾酒市场份额



资料来源：产业信息网、华金证券研究所

资料来源：产业信息网、华金证券研究所

现在国内鸡尾酒行业，在历经了调整以后，消费者的消费升级还是在向上逐渐发展的过程之中，而消费者的品牌体验随着近几年行业打假力度的提升和品牌企业的渠道延伸也在重新回到正轨。在鸡尾酒的购买上，品牌依然是重要的考量。

图 26：国内畅销预调鸡尾酒主要品牌



资料来源：买购网、华金证券研究所

因此我们认为，在行业回归到正轨以后，首先具备品牌效应的厂商还是具备市场拓张的能力，其次在行业向上成长的过程中，龙头企业往往具备更大的优势以获得市场增长的红利。

#### 四、新系列定位新场景，RIO 继续引领鸡尾酒行业发展

RIO 鸡尾酒的表现阶段也相应分为 2015 年之前，2016-2017 年的调整期，2018 年以后的再启航，梳理公司的发展来看，公司已经从鸡尾酒调整期的泥潭里顺利走出，而且通过新产品新系列的推出，对渠道整理之后的有序下沉、对内部费用调整之后的精准投放等，重新开启新征程。

图 27：RIO 鸡尾酒的相关大事件



资料来源：公司官网、公司公告、华金证券研究所

## 1、2017 年前的 RIO：大力营销树立品牌地位，热潮褪去面对调整

预调鸡尾酒过去主要是出现夜店、酒吧等即饮场所，这些特定的消费渠道局限了大众消费者对产品的认知，主要以都市年轻人为主，所以巴克斯公司 2007 年完成了“大三角”营销布局（以上海为中心，辐射长三角；以广州为中心，辐射华南、华中市场；以北京为中心，辐射华北、西南市场），逐渐完成大部分省级市场的布局，在商超等非即饮渠道树立品牌的同时也拓宽了自身的消费者。

为了全面打响品牌，公司从 2013 年开始，对主流媒体进行了密集又大规模的广告宣传，明艳亮丽的主题色彩，配上欢脱的背景音乐，让 RIO 广告广为流传。在定位上，将产品瞄准年轻人，主要是年轻人的聚饮，加大广告费的投入赞助了《天天向上》、《奔跑吧兄弟》、《中国新歌声》等热门综艺，并在《何以笙箫默》、《杉杉来了》等热门电视剧中进行广告植入；电视广告也随时能映入眼帘，周迅、杨洋、郭采洁等先后作为广告代言人，迅速将锐澳的知名度打响，获得了年轻人尤其是年轻女性的喜爱。RIO 也通过巨额的广告费确立先行者的优势，销量和销售额迅速攀升，2014 年反超冰锐，2015 年市占率接近 60%，冰锐的份额缩减到 20%。

表 3：2017 年以前的营销活动

年份	营销活动
2013	签约周迅为首位色彩代言人，广告片在各大主流媒体和网络上密集投放
2014	植入热播剧《杉杉来了》《把爱带回家》《青年医生》《步步惊情》等
2015	植入热播剧《何以笙箫默》《冰与火的青春》、冠名《天天向上》《Big Brother》《奇葩来了》、特约赞助《中国新歌声》《非诚勿扰》等电视和网络热播综艺节目；
2015	8 月再签约杨洋和郭采洁成为代言人，双星代言的营销策略
2016	不仅在大 IP 剧《微微一笑很倾城》中展示产品，更邀请主演杨洋拍摄首部跟着剧情走的剧中剧《爱，很微醺》，作为剧集内容的补充部分，让看剧不过瘾的观众在剧中剧中大饱眼福
2016	与和 LINE FRIENDS 的联合合作发售限量罐，将通过萌萌的产品包装以及塑造富有情景感的互动体验，成功制造消费者对限量产品的渴望，并借助话题的传播，俘获更多年轻粉丝的心

资料来源：公开资料、华金证券研究所

图 28：周迅是 RIO 第一个明星代言人



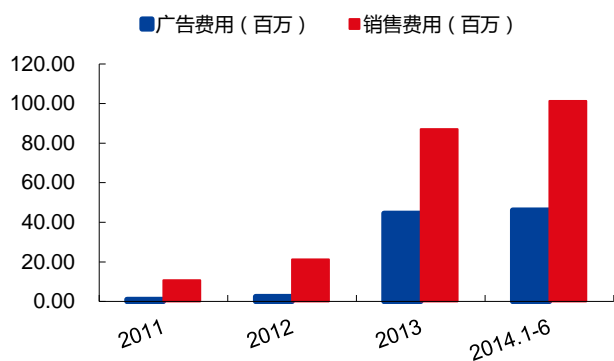
资料来源：百度、华金证券研究所

图 29：RIO 在电视剧中的植入



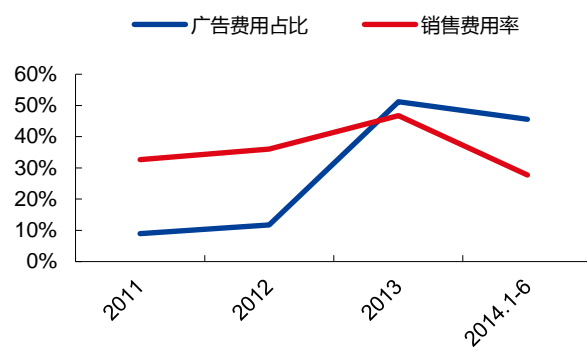
资料来源：百度、华金证券研究所

图 30: 巴克斯酒业 2013 年开始大量投放广告进行宣传



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

图 31: 巴克斯酒业广告费用率 2013 年快速提升

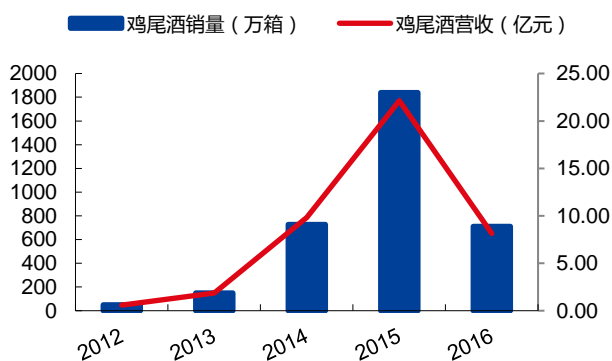


资料来源: 公司公告、华金证券研究所

但是公司对于渠道铺货,除一二线以外的年轻消费者,因为缺少酒吧、夜店的场景熏陶,本身对于潮流性质的鸡尾酒认知没有那么深,快速的铺货,后续并没有跟上渠道管理和消费者培育,市场消化速度并没有达到大家的预期;一二线靠广告和潮流感带来的尝鲜顾客结束了购买了以后,复购率较低,产品销售速度也开始下降。

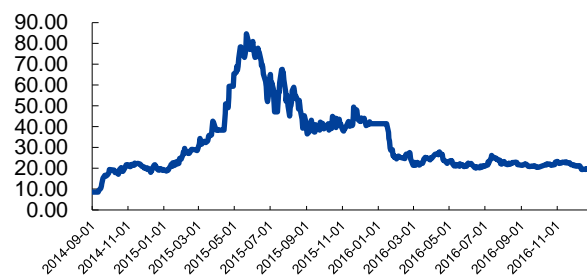
经销商方面,2015 年上半年行情火爆,部分地区出现断货现象,市场存在对预调鸡尾酒行业增速翻倍的预期,经销商也在不断囤货,动销能力的下降导致经销商的库存居高不下,最终体现在报表上呈现业绩的断崖式下跌。2016 年公司主力在消化经销商库存,积极开辟新渠道,当年鸡尾酒实现收入 8.13 亿元,同比下降 63.26%,出货量在 711.9 万箱,同比下降 61.28%;净利润亏损-1.47 亿元。

图 32: RIO 鸡尾酒营收和销量 2016 年大幅下滑



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

图 33: 公司股价调整波动幅度大



资料来源: wind、华金证券研究所 (前复权、按周)

总体来说,RIO 也跟随市场经历了过山车式的发展,在快速发展过程中,通过渠道的铺货和广告费用的投入,乘势将品牌迅速确立起来,成为鸡尾酒领导品牌并且地位保持稳固;但是由于当时市场的狂热退潮和渠道铺货囤货的无序,公司也进入较为低迷的去库存调整期。

## 2、2017 年以后的 RIO: 新微醺开拓新场景, 渠道有序下沉

在经过一年多的大力去库存,2017 年春节后渠道库存处于较低水平,公司开始积极推进新品的铺货。从 2016 年以来,公司不断推出新品,2016 年推出本味系列、8 度“STRONG (强



爽)”系列，2017年推出“帕泊斯（POPSS）”苏打气泡水和全面升级新微醺系列，通过产品的推陈出新，不断优化，重新定位，开拓新消费场景，开启增长的第二次征程。

### 1.重新定位明晰，延伸日常家庭消费场景，增加消费需求

从产品端来看，公司全面推出新微醺系列和新8度强爽，不仅在外包装和多种口味上进行了升级，而且重新定位家庭消费场景，迅速成为公司的核心产品系列，为公司的鸡尾酒销量重新打开了空间。

外观包装上升级，产品罐化率提高，价格显示更加亲民。公司近几年罐化率逐步提高，通过对经典瓶装产品进行升级，公司陆续推出经典500（500ml的罐装系列），新微醺系列和强爽系列也主要采用罐装，像微醺产品单罐容量330ml，折算单瓶终端零售价为6.9元/罐，约是经典瓶装产品的一半价格；罐装产品更凸显性价比和便捷的特点，符合年轻群体日常饮用的需求。而且鸡尾酒如今在商超的陈列区主要是与啤酒在一个区，通过RIO高颜值的外观、多种果味，更有竞争力的性价比，吸引消费者的更多关注。

表 4：RIO 鸡尾酒产品与啤酒产品的价格比较

产品	容量	换算单罐均价（元/罐）
微醺系列	330ml	6.9
强爽系列	500ml	10.8
RIO 经典瓶	275ml	12.0
青岛经典	500ml	4.9
青岛奥古特	500ml	8.8
雪花9度勇闯天涯	500ml	8.0
雪花马尔斯绿	500ml	10.8

资料来源：京东、华金证券研究所

### 重新定位清晰的消费场景，增加日常消费的频次。

- 微醺系列定位清晰延伸至家庭日常消费，符合现代年轻人的宅趋势。过去公司的主力拳头系列为经典系列，根据炫彩瓶等时尚外观的包装，主要定位为年轻消费者聚饮的场景，受到了女性消费者在聚饮时候的欢迎。此次新微醺系列，改良和丰富了口味，酒精度在3%vol 倡导“微醺”体验，修改过去的“超自在”的休闲场景，开辟了“一个人的小酒”，主打年轻人越来越多的“一个人”消费场景，定位为家庭日常消费，使得消费者一看就能明白，市场培育更加有效。前后也签约周冬雨和邓伦担任 RIO 微醺的代言人，吸引年轻消费者的视线，提升消费频次。
- 强爽系列扩宽了更多的男性消费者进行日常消费。强爽系列，也带着解腻、解辣、无嘌呤等定位，可以延伸到对火锅、小龙虾等餐饮消费场景。此外，强爽系列蓝白的外色包装以及8%vol 的较高度数（其它系列都低于5%vol），也获得了更多男性消费者的青睐，可增加他们在日常家庭的饮用频次。

图 34: RIO 鸡尾酒的丰富产品系列

	容量	度数	果汁含量	场景定位	
▶ 经典系列 经典500系列	275ml&500ml	3.8%vol	≥3.0% (部分≥4.0%)	年轻人聚饮, 罐装更加便携	
▶ 微醺系列	330ml	3%vol	≥3.0%	主打年轻人一个人的饮用场景	
▶ 强爽系列	330ml&500ml	8%vol	≥3.0%	酒精度更高, 更偏向于男性消费者或匹配重油重辣的餐饮环境	
▶ 本味系列	275ml	5%vol	≥2.0%	复刻经典, 更偏向于轻熟男女的聚饮消费	
▶ COOL系列 夜狮系列	275ml	2.8%vol 3.6%vol	≥2.5%	高颜值夜店鸡尾酒	

资料来源: 公司官网、华金证券研究所

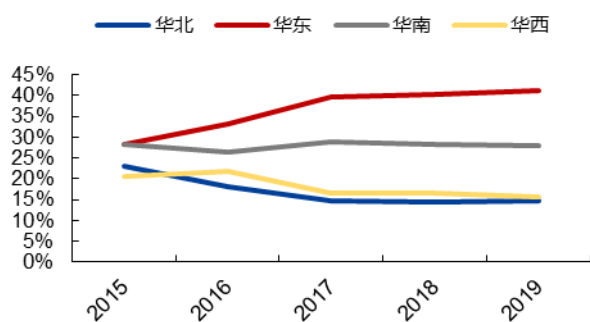
## 2.渠道铺货更有序谨慎, 华东沿海地区是重要战场

公司的销售渠道以经销为主, 过去为了铺设更多的三四线城市, 经销层次较多, 管理较为困难, 渠道较混乱; 2018 年以后, 公司对渠道进行调整, 区域拓展以一二线城市为主着力点, 三四线城市为辅, 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。此外, 零售渠道是公司的主要渠道, 主要以线下商超为主; 线上渠道也日渐成为重要方向, 通过微醺系列的社交属性提高年轻消费者网购的频次, 电商渠道的占比在提高。

从区域收入来看, 2015 年公司在大部分省份都实现较好的收入, 随着行业的调整, 公司修改战线, 近两年主要以华东沿海地区、华南较为发达的省份为主, 尤其是沿海发达地区是主要着力点, 华东区域的收入占比从 2015 年的 28% 上升到 2019 年的 41%, 相对应的, 华北和华西区域收入从 2015 年的 23%、20% 占比下降到 15%、16%。

随着战线聚焦于华东沿海地区和其它发达的一二线城市, 而且鸡尾酒酒的定位落实, 公司改变营销战术, 近三年的销售人员相对 2015 年有较大幅度的缩减, 相对应的销售人员的人均创收在逐步的增加。

图 35: 公司区域收入占比的变化



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

图 36: 公司销售人员数量有所下降但人均创收提高



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

### 3.竞争优势仍保持, 精准投放营销费用

**公司扩产继续:** 公司现在有上海、天津、成都、佛山四个生产基地, 其中上海、天津、成都的工厂都已经投产了, 其中成都邛崃正在投资建设伏特加及威士忌生产项目, 解决中长期的基酒产能。

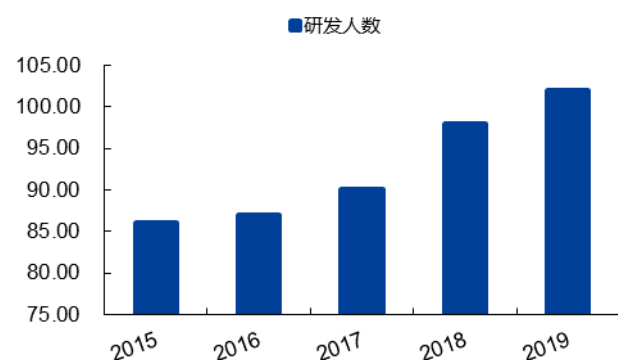
**继续保持较高的研发投入。** 公司是国内预调鸡尾酒行业的龙头企业和国内领先的香精企业之一, 经过了多年发展, 具备强劲的研发实力, 研发投入占营收比重近几年在 5% 左右, 截至 2019 年末公司有研发人员 102 名, 逐年增加。受公司继续在研发上费用投放和产出效果来看, 我们预计未来公司具备开拓更多潜力新品类的空间。

图 37: 公司研发实力强劲



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

图 38: 研发人数逐年增加



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

公司主要的消费人群为 18-35 岁的人群, 通过深入研究年轻消费群体, 将营销匹配年轻人的喜好和需求, 更有针对性且有效, 实现费用的精准投放。

- 传统营销方式上, 除了通过植入热门剧和热门综艺的方式增加出现频次, 还有贴合电视剧主题打造 IP 剧版电视款, 比如结合热播电视剧《春风十里不如你》推出的春风十里限定瓶。包装上以粉蓝和粉红为主调, 玫瑰和桃花为主要设计图案, 完美贴合主题。

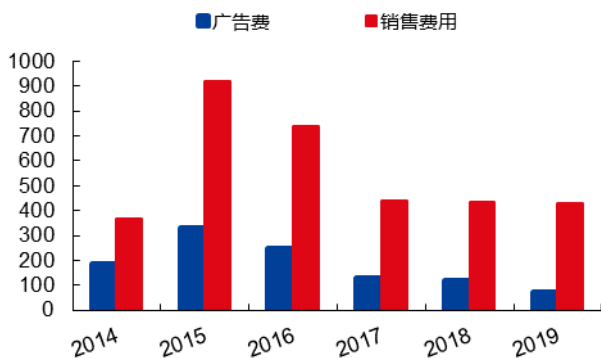
- 切换流行的互联网营销为主阵地,像微醺系列,通过宣布周冬雨为代言人、广告片首发、微剧首发等都是通过微博等互联网平台,极大的普及微醺系列的消费场景,获得了网友的极大关注,此外这些广告片获得很多明星、网红的支持转发和加持,通过口碑效应进一步增加曝光度。
- 通过联名品牌进行合作营销,制造话题产品,比如推出“六神花露水风味”鸡尾酒、LINE FRIENDS 限量罐、Hello Kitty 限量瓶等,均引发网上抢购和热销。

表 5: 2017 年以后的营销活动

年份	营销内容
2017	热门综艺《创造 101》,邀请孟美岐等 101 走红明星拍摄广告片;植入电视剧《春风十里不如你》,打造春风十里限量瓶
2018	响应天猫的“国潮”计划,联动 RIO 和六神进行跨界合作。打造出 RIO 六神花露水这一富有话题性的爆款单品,引发强烈关注
2018	签约周冬雨为新微醺代言人,定制《微醺恋爱物语》微剧,“一个人的小酒”登上微博热搜,获得许多明星的点赞、评论、转发等加持
2019	约邓伦为代言人,拍摄《RIO 微醺,一个人的小酒》,文案直戳人心;植入热门剧《将夜》《七月与安生》《全职高手》《我的真朋友》等,利用互联网平台进行充分营销

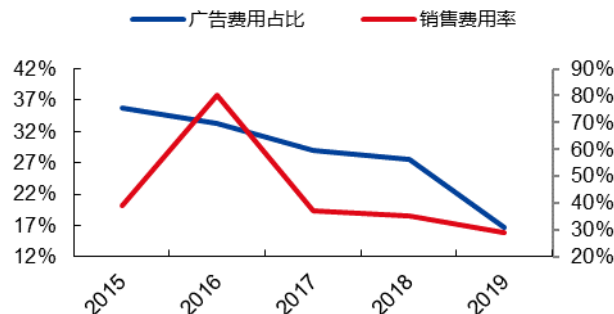
资料来源:公开资料、华金证券研究所

图 39: 广告费用投放逐年下降(单位:百万元)



资料来源:公司公告、华金证券研究所

图 40: 销售费用率随着营收增加在下降



资料来源:公司公告、华金证券研究所

图 41: 周冬雨代言微醺鸡尾酒的海报



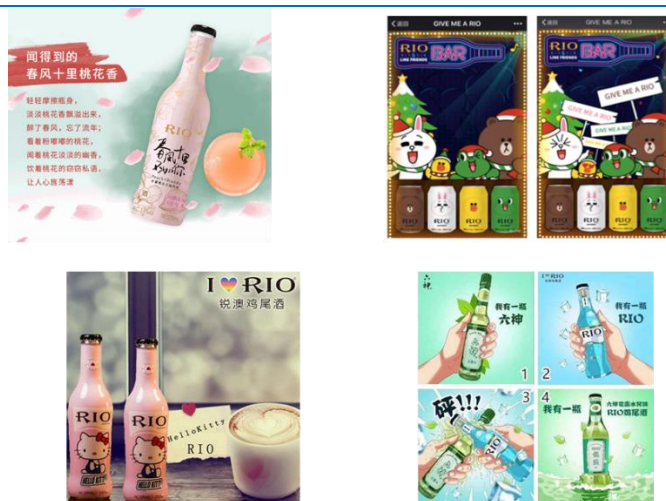
图 42: 《微醺恋爱物语》获得广泛关注



资料来源：公司官网、华金证券研究所

资料来源：搜狐网、华金证券研究所

图 43: RIO 部分限定款系列



资料来源：公司官网、百度、华金证券研究所

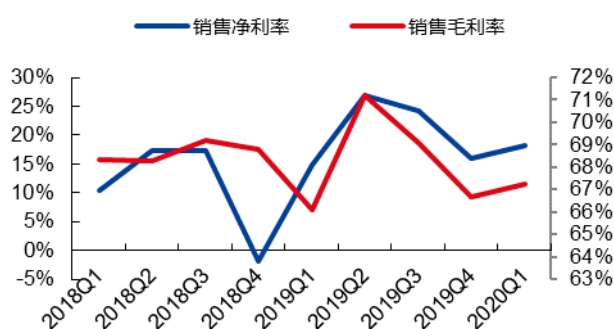
#### 4. 销售收入和利润增长回补，重回利润增长轨道

2018 年，公司 Q2 推出新微醺系列产品，使得公司的经营重心逐渐从过去毛利稍高的经典瓶到罐装的新微醺系列，处于系列产品的转换期，全年的收入增速同比增长 4.9%；又因为公司提前终止了股权激励计划，视同加速行权，管理费用在四季度确认股权激励费用 7761 万元，管理费用同比 2017 年增长了 122.90%，造成单季度利润增长为负；若扣除计提的激励费用，全年归母净利润同比增长 10.25%。

2019 年，受益于新微醺系列产品更加明晰的场景定位、更凸显性价比的价格包装、更有序的渠道铺货，公司的业绩报表改善明显。其中 2019 年单季度营收分别为 2.84/3.52/3.81/4.52 亿元，同比增长 14.62%/14.21%/27.85%/20.07%，在微醺放量的基础上，实现快速的增长。

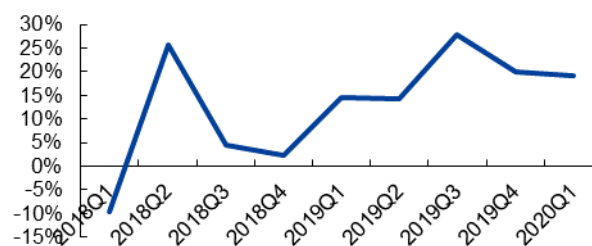
2020Q1 疫情期间，由于微醺系列主打一个人的小酒，在居家饮用的场景上推广效果良好，受益于疫情宅家时间提升，而且公司 2 月恢复复工后对于渠道的及时补货，鸡尾酒 Q1 收入 3.03 亿元，同比增长 26.55%，实现净利润 0.40 亿元，同比增长 58.59%。

图 44: 公司的利润率水平在逐渐提升



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 45: 公司营收增长企稳回升



资料来源：公司公告、华金证券研究所

## 五、盈利预测

核心假设：

1、收入端：**预调鸡尾酒方面**，行业未来驱动力依然为量的增长，在市场渠道继续下沉和消费人群逐渐扩大的过程中，我们预计行业的量增未来三到五年保持中高个位数的增长。锐澳作为行业龙头，通过新微醺系列将消费场景延伸到家庭日常生活，且定位清晰，受到消费者的青睐，而且龙头在行业向上的过程中，扩张性更强，也更能获得行业增长的红利，预计 2020-2022 年营收 25%/26%/24%。**食用香精方面**，公司继续大客户大业务的模式，正常年份的营收将保持相对稳定，预计 2020-2022 年营收增速为-5%/5%/10%。综上，我们预计 2020-2022 年公司营业总收入为 17.82、22.07、27.09 亿元，增速分别为 21.3%/23.8%/22.8%。

2、利润端：**毛利率方面**，由于罐装占比继续提升，且微醺系列继续放量，将对鸡尾酒短期毛利率继续提升有所压力，食用香精业务保持相对稳定，预计能维持相对稳定的毛利水平；因此我们预计 2020-2022 年整体毛利率水平 67.9%/68.7%/69.8%；**费用率方面**，我们认为鸡尾酒行业依然处于发展初期，还需要厂商进行消费者培育，因此为了保证市场培育和渠道下沉的开展，公司通过借用互联网等新兴渠道进行更精准有效地营销；未来在行业的继续发展和品牌壮大的过程中，我们认为公司依然需要在营销方面加大投入力度，从而进一步巩固 RIO 的地位和销量，预计 2020-2022 年销售费用率分别为 27.9%/28.8%/29.0%。综上，我们预计 2020-2022 年公司的归母净利润为 28.7%/24.6%/25.5%。

投资建议：公司是鸡尾酒行业的领头羊，在经历过行业调整以后，公司更加清晰开拓消费场景，更有序地进行渠道下沉，更精准地进行市场营销；随着行业的逐步扩容和发展，公司能够充分享受龙头的红利，考虑未来的成长性，给予公司买入-B 的评级。

表 6：百润股份盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,230	1,468	1,782	2,207	2,709
YoY(%)	5.0	19.4	21.3	23.9	22.8
1、食用香精(百万元)	180.3	181.0	171.9	180.5	198.6
YoY(%)	29.4	0.4	-5.0	5.0	10.0
2、预调鸡尾酒(百万元)	1045.0	1279.3	1601.7	2018.1	2502.5
YoY(%)	1.5%	22.4	25.2	26.0	24.0
净利润(百万元)	124	300	387	482	605
YoY(%)	-32.2	142.7	28.7	24.6	25.5
毛利率%	68.7	68.3	67.9	68.7	69.8
净利率%	10.1	20.5	21.7	21.8	22.3

资料来源：华金证券研究所（截至 2020 年 7 月 3 日股价）

## 六、风险提示

**食品安全风险。**食品安全是最重要的食品饮料企业的红线，如果发生会严重影响需求端。

**市场需求疲软。**鸡尾酒属于较为新兴的产品，需要慢慢培育消费者的饮用习惯，如果没有需求，则增长难以为继。

**行业竞争加剧。**行业较低门槛和较高盈利能力的特性未变，因此存在未来还有新竞争者和新资本重新流入行业导致竞争加剧的风险。

**新品动销不及预期。**消费者对于酒精饮料等的喜好需求都在动态的变化，因此存在未来的新产品能否像新微醺系列一样成功切入家庭日常饮用、被消费者所接受的风险

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	938	809	1217	1289	1641	<b>营业收入</b>	1230	1468	1782	2207	2709
现金	643	488	773	832	1040	营业成本	385	466	572	691	818
应收票据及应收账款	107	118	179	189	262	营业税金及附加	57	72	85	104	129
预付账款	16	13	22	21	32	营业费用	432	429	497	636	786
存货	76	90	135	136	183	管理费用	170	90	107	133	164
其他流动资产	95	101	108	110	123	研发费用	63	64	80	81	100
<b>非流动资产</b>	1488	1752	1860	2106	2275	财务费用	-4	-5	-8	-10	-11
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	0	0	0	0
固定资产	877	1180	1271	1458	1597	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	197	192	190	186	182	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	414	381	398	463	497	<b>营业利润</b>	166	391	487	612	763
<b>资产总计</b>	2425	2562	3076	3395	3916	营业外收入	7	2	4	3	4
<b>流动负债</b>	449	494	623	653	811	营业外支出	0	12	8	10	9
短期借款	10	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	173	381	483	605	758
应付票据及应付账款	168	270	268	382	387	所得税	49	81	97	123	154
其他流动负债	271	225	355	272	424	<b>税后利润</b>	124	300	386	482	604
<b>非流动负债</b>	53	64	64	64	64	少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	124	300	387	482	605
其他非流动负债	53	64	64	64	64	EBITDA	228	439	532	658	819
<b>负债合计</b>	502	558	687	717	875						
少数股东权益	2	2	2	2	2	<b>主要财务比率</b>					
股本	532	520	520	520	520	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	1282	1204	1204	1204	1204	<b>成长能力</b>					
留存收益	197	290	483	724	1026	营业收入(%)	5.0	19.4	21.3	23.9	22.8
归属母公司股东权益	1921	2001	2388	2676	3040	营业利润(%)	-29.1	135.2	24.4	25.6	24.8
<b>负债和股东权益</b>	2425	2562	3076	3395	3916	归属于母公司净利润(%)	-32.2	142.7	28.7	24.6	25.5
						<b>获利能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>						毛利率(%)	68.7	68.3	67.9	68.7	69.8
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	10.1	20.5	21.7	21.8	22.3
<b>经营活动现金流</b>	342	530	452	566	696	ROE(%)	6.4	15.0	16.2	18.0	19.9
净利润	124	300	386	482	604	ROIC(%)	5.6	14.0	15.1	16.9	18.8
折旧摊销	73	72	67	77	89	<b>偿债能力</b>					
财务费用	-4	-5	-8	-10	-11	资产负债率(%)	20.7	21.8	22.3	21.1	22.3
投资损失	0	0	0	0	0	流动比率	2.1	1.6	2.0	2.0	2.0
营运资金变动	65	133	6	17	14	速动比率	1.7	1.3	1.6	1.6	1.7
其他经营现金流	84	30	0	0	0	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-170	-366	-175	-324	-259	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
<b>筹资活动现金流</b>	-143	-321	8	-183	-230	应收账款周转率	12.6	13.0	12.0	12.0	12.0
						应付账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
<b>每股指标(元)</b>						<b>估值比率</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.58	0.74	0.93	1.16	P/E	187.6	77.3	60.1	48.2	38.4
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	1.02	0.87	1.09	1.34	P/B	12.1	11.6	9.7	8.7	7.6
每股净资产(最新摊薄)	3.70	3.85	4.59	5.15	5.85	EV/EBITDA	99.3	52.0	42.3	34.1	27.1

资料来源: 贝格数据华金证券研究所



## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)