

证券研究报告|行业专题报告

食品饮料行业

行业评级：强于大市（维持评级）

2023年9月4日



低度酒的底层逻辑

证券分析师：

分析师 刘畅

执业证书编号：S0210523050001

请务必阅读报告末页的重要声明

更多免费行业报告

并购家

www.ipopo.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

核心观点：国内预调酒相对于其他酒饮来说属于新兴品类，由于在日本，预调酒同样为后来者居上的品类，且其市场发展目前已趋于成熟，因此我们认为其发展路径可为我国各大厂商进军该行业提供参考价值。但简单的中日对标不可取，我们探索了深层次原因和消费历程，参考日本，行业的成熟发展必然会经过“尝鲜需求”，而后逐步迈入成熟发展道路，而经济环境和消费群体的变更决定了日本预调酒行业发展的空间，啤酒厂商发力则决定了行业发展的速度。以邻为镜，中国具备低度酒精发展的必要条件，发展空间广阔，但是行业快速增长还需充分条件。

- 日本：清酒是基础，经济萧条是背景，啤酒企业介入市场培育是行业快速增长的催化剂。日本预调酒行业在经济萧条、消费结构变化和啤酒巨头介入的背景下逆势增长，其中：1) 啤酒行业凭借其渠道和营销优势快速培育消费者，是行业快速增长的重要原因。行业发展亦展现了该品类产品周期长、消费场景多元等特性。待行业成熟之后，仍有可口可乐这样的饮料巨头介入，犹如烈火烹油，佐证行业景气度不减。
- 中国：深度洗牌方有不忘初心，进而稳健发展，短期看行业仍需要素积累，中期看规模将破两百亿。对比日本，我国预调酒市场仍处在发展初期，由于中国的餐桌文化以及啤酒行业的逐步回暖，预调酒的消费人群和场景仍在培育过程中。
 - 对行业来说，当前行业已转向健康发展，有利于龙头对市场进行需求培育，同时我们认为后期若行业发展迅速，参与者增多也并非会损坏龙头盈利能力，更多为共同享受行业规模的提升。
 - 对龙头企业来说，预计发展将由大单品的尝鲜需求带动，逐步破圈找到目标消费群体，进而持续放量，而产品矩阵的完善则赋能企业全面扩张渗透，新兴渠道的发展亦将最大化新品胜率。

投资建议：我们认为预调酒行业发展向好，赛道增速快，空间大，根据我们的判断，行业中期规模可看200亿以上，预计龙头最为受益，对应百润股份当前大单品高增态势不变。同时，考虑到预调酒行业有序扩容，后续预计饮料、啤酒上市公司也将逐步参与行业进程，应关注饮料、啤酒板块内上市公司发展动向

风险提示：市场增速不及预期，市场竞争加剧，食品安全问题等风险。

引：中日两国在文化、饮食习惯、人口结构，发展趋势均相似

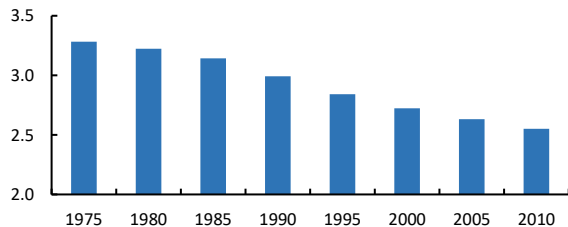
我国与日本饮食习惯、文化属性以及家庭小型化、人口结构、都市圈集中趋势等方面均较为相似，在发展趋势的趋同下，以日为鉴，分析日本消费时代变迁具有重要意义。

- 中日共通性大：中日两国饮食差异较小，我国家庭结构、人口年龄结构均与日本历史发展趋势一致，同时高线城市人口密度、城镇化率和日本都市圈相似
- 日本92年后社会变迁：家庭规模缩小、人口老龄化加速、日本家庭可支配收入下滑

家庭小型化趋势一致

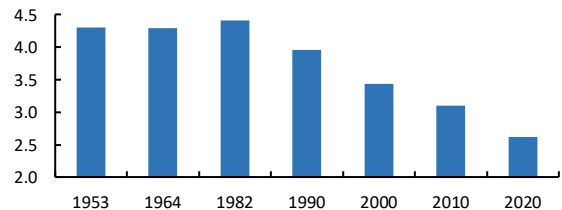
日本小型家庭占比持续提升

■ 日本平均家庭人口数（人）



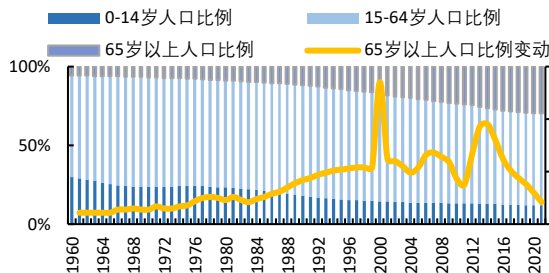
我国家庭逐步小型化

■ 我国平均家庭人口数（人）

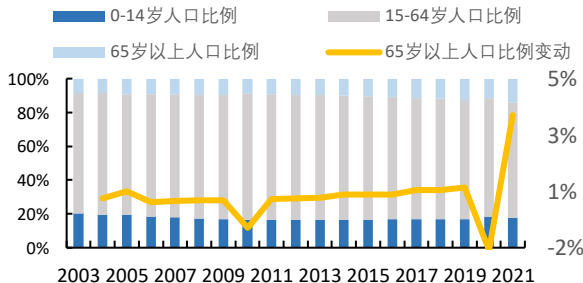


人口老龄化趋势一致

日本人口结构于90年代年逐步开启老龄化

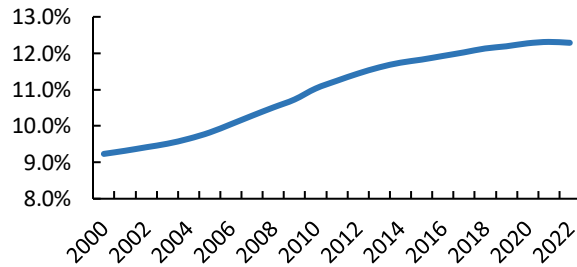


我国人口结构逐步步入老龄化

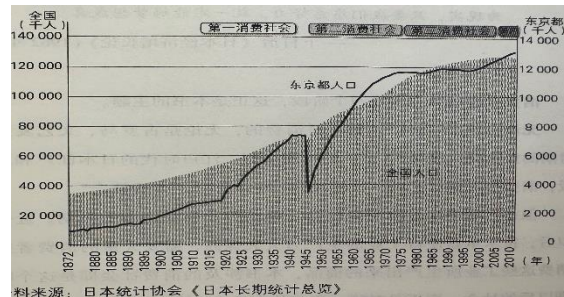


都市圈人口集中趋势一致

我国都市圈人口占比持续提升



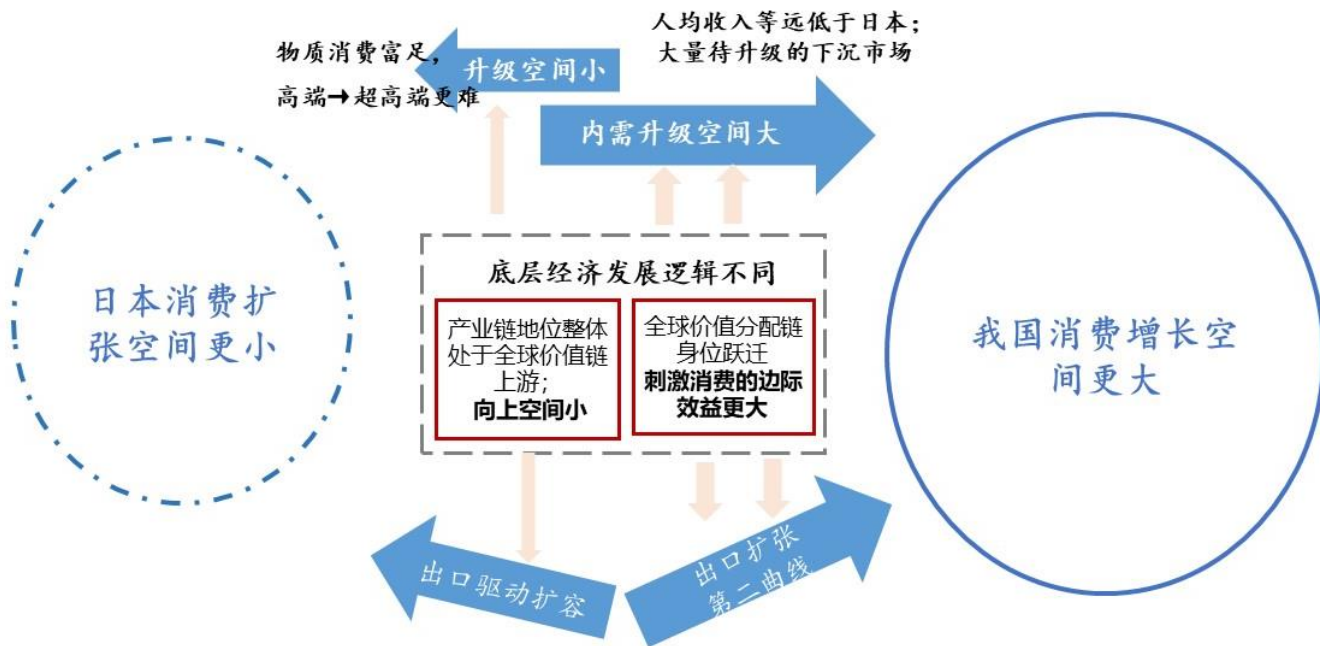
日本都市圈人口占比持续提升



引：相比日本，我国消费增长预计具备更大发展空间

➤ 对比日本失去的三十年，我国消费发力空间更大、底牌更多

对比日本“失去的三十年”，当前我国消费市场空间更大、增长余力更足



目 录

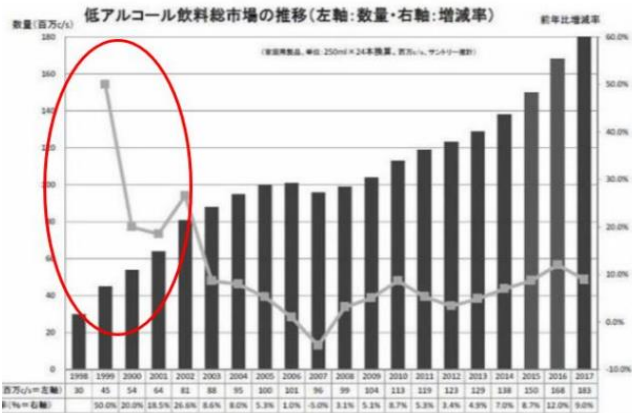
- 日本啤酒企业共同发力，塑造经济萧条时期的“麻醉剂”
- 以邻为鉴，探究预调酒行业破局之道
- 行业中期规模看200亿以上，布局正当时
- 投资建议
- 风险提示

1.1 日本预调酒市场历经四大发展阶段，目前步入平稳增长期

日本预调酒起源于上世纪80年代，随人口结构的转变和经济泡沫破裂，于90年代后期进入快速增长期。其间，年轻消费群体登上历史舞台，消费朝多元化、个性化发展。进入21世纪，在日本经济泡沫破裂和金融危机的影响下，日本酒类消费进入低迷期，预调酒的发展也步入缓慢增长。金融危机过后，日本经济处于低迷态势，预调酒凭借其多元场景等特征，保持平稳增长至今。

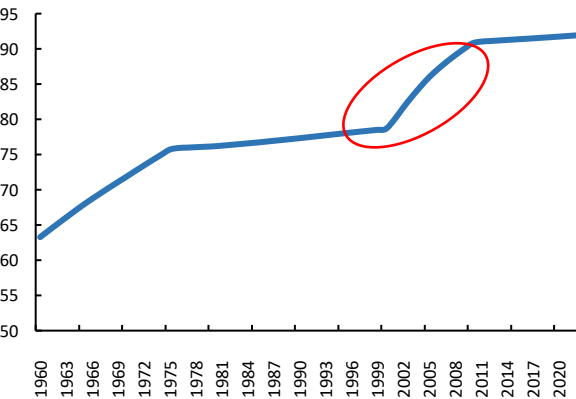
- 1. 萌芽期（80年代末-90年代初）：**日本预调酒市场起源于上世纪80年代，此时行业规模小，增长慢；
- 2. 快速渗透期（1995-2003）：**由于日本政府提高啤酒税率，驱使日本啤酒企业开始进入低税率的预调酒市场。
- 3. 增速低迷期（2003-2009年）：**日本经济受泡沫破裂影响持续，叠加全球金融危机，整体经济萧条，酒类消费亦在这一时期呈现量减态势，但从日本2002年至2012年十年间酒饮课税变动曲线可看出，10年间总体酒精饮料数量呈下降趋势，其中啤酒和清酒下降趋势显著，而RTD产品仍保持持续增长。
- 4. 平稳增长期（2009年至今）：**截至18年，预调酒在日本市场已连续增长11年，市场规模几乎翻番。预调酒能够保持平稳增长，我们认为主要系年轻一代消费者成为主力消费人群更偏好多元化产品，同时预调酒性价比高，消费场景广阔，且仍在不断扩容。

图表1：日本低度酒销量变动情况



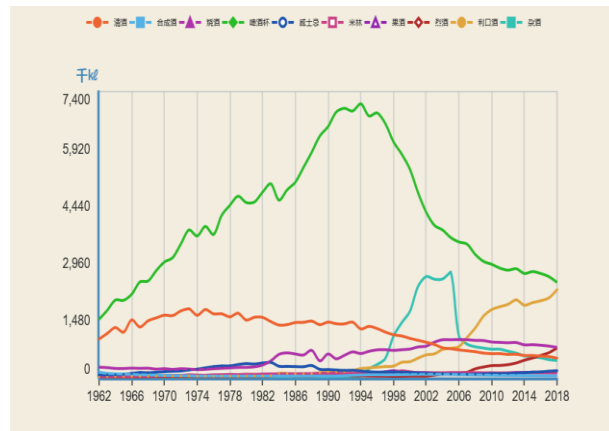
资料来源：三得利市场调查报告，华福证券研究所

图表2：日本城市化率曲线



资料来源：Choice，华福证券研究所

图表3：日本含酒精饮料产品课税量曲线（单位：千升）



资料来源：日本国税厅，华福证券研究所

1.2 经济萧条是背景、消费结构变化是催化，啤酒企业倾斜资源是主因

预调酒快速渗透期（1995-2003年）对应的是日本酒类消费量的减少。受人口结构变化和日本经济影响，日本酒类消费量从94年开始持续走低。通过日本酒税收入额的变动可以看出，1994年日本酒税收入额达到高峰，高于2兆日元，随后酒税收入额逐渐减少，在2008年已经下降到1.5兆日元以内。在酒类消费持续缩量的背景下，预调酒行业蓬勃发展，我们认为有三个原因：

- 1) 经济萧条和日本酒文化的影响，使得消费者追求高性价比的低度酒精；
- 2) 消费群体结构的变化带来多元消费趋势，预调酒产品属性顺应行业发展趋势；
- 3) 啤酒巨头对市场的培育，让预调酒市场快速发展。

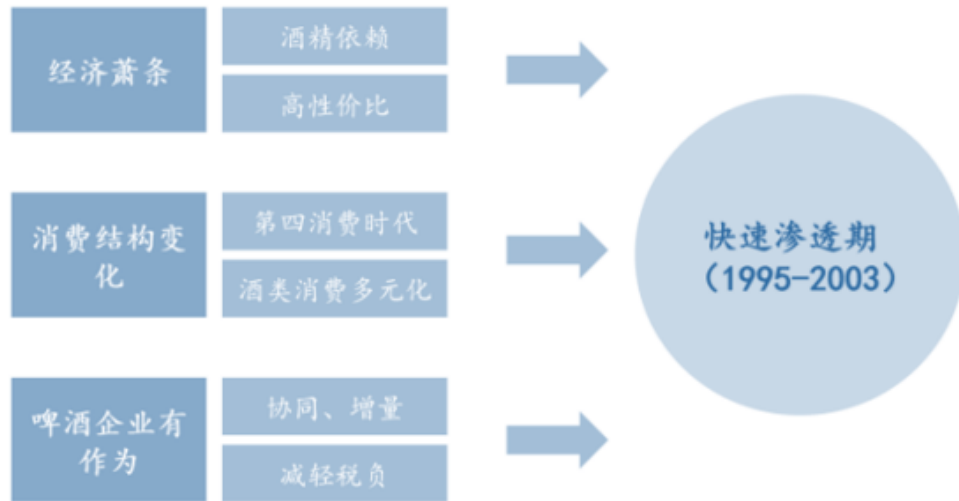
图4：日本酒类课税数量和课税收入

課税数量と酒税収入額の推移



资料来源：日本国税厅，华福证券研究所

图5：日本预调酒市场快速发展的三大动力



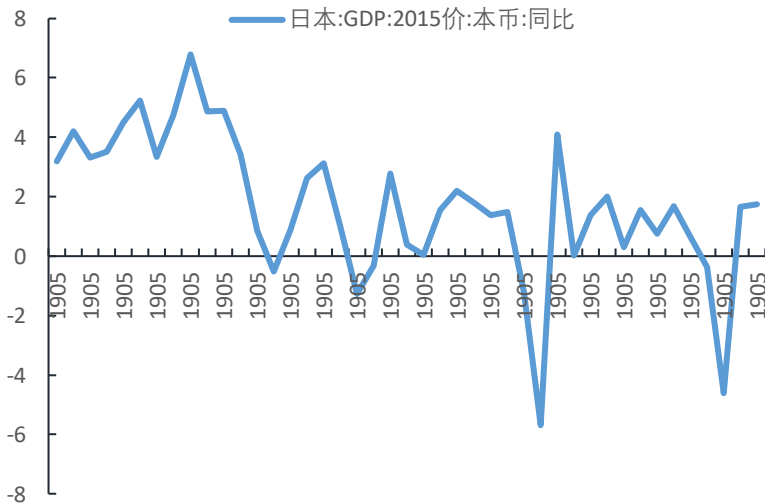
资料来源：华福证券研究所

1.2.1 经济萧条下，日本酒文化带来的是消费者对酒精的依赖和高性价比的追求

日本预调酒快速渗透期对应的历史背景是经济的萧条。日本90年代经济泡沫破裂后，经济陷入低迷增长期，1998-2003年GDP平均增速为0.52%。随后在2008年遭遇全球金融危机，经济一直处于较为低迷的态势，直至近几年小幅回暖。

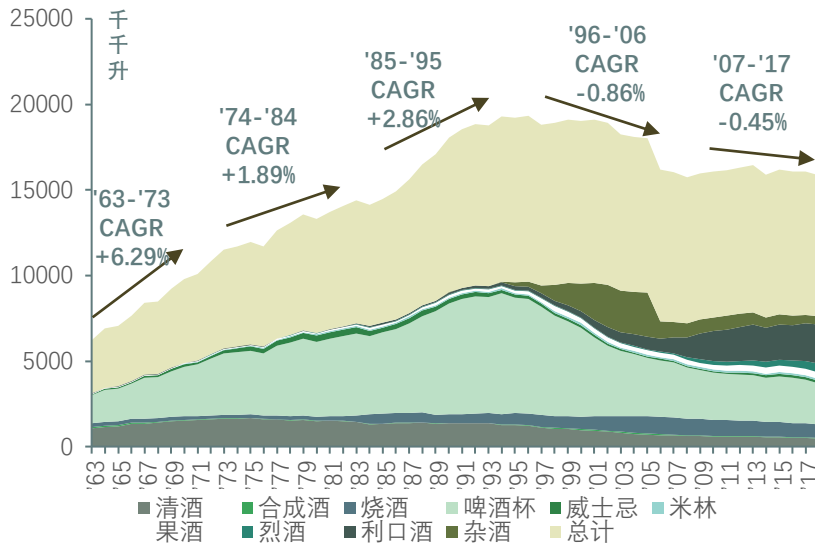
- 经济萧条背景下，人们的生活压力增大，对于酒精的依赖度有所提升（特别是日本的低度酒精文化）；
- 迫于收入压力，人们开始追求酒精饮料的性价比。日本家庭每月食品支出绝对额从1992年8.2万日元下降到2000年的7.4万日元，消费行为开始追求极致的性价比。高价烈性洋酒需求下降，低价酒精饮料受到青睐。日本国税局酒类市场数据显示，1993年-2001年中，包含发泡酒、清酒在内的杂酒销量有所上升。预调酒以洋酒为基酒，能够提供一定的替代性，同时其售价比啤酒低，具备高性价比的特征，易于放量。

图6：日本GDP变动情况



资料来源：ifind，华福证券研究所

图7：日本酒类市场容量演变



资料来源：日本国税厅，华福证券研究所

1.2.2 消费群体结构的变化带来多元消费趋势，预调酒产品属性顺应行业发展趋势

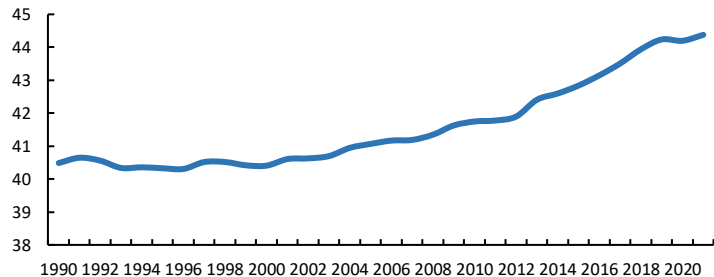
2000年前后，日本新一代年轻人开登上历史舞台，日本开始进入第三消费时代，消费呈现个性化、健康化和多样化的特征。预调酒作为创新驱动型品类，具备口味多元、包装年轻等特征，能较好的迎合第三消费时代的到来。同时女性工作参与率的提升增强了女性消费力，而女性在酒类消费中的不同偏好也推动了酒类消费呈现多元化趋势。此外，预调酒作为低度数酒精饮料，能够作为入门饮料进行获客，同时也符合女性对低度酒精的需求

图表8：日本第三消费时代下大众消费者更注重个性化消费，预调酒兴起

时代划分	第一消费社会 (1912-1941)	第二消费社会 (1945-1974)	第三消费社会 (1975-2004)	第四消费社会 (2005-2034E)
社会背景	从日俄战争胜利开始至日本侵华战争，以东京、大阪等大城市为中心的中产阶级诞生	从战败、复兴、经济高速增长开始至石油危机，大量生产、大量消费，全国一亿人口中产阶级化	从石油危机开始到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革差距拉大	雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气、不稳定等导致收入减少、人口减少导致消费市场缩小
人口	人口增长	人口增长	人口微增	人口减少
出生率	5%	5%→2%	2%→1.3%-1.4%	1.3%-1.4%
老年人比率	5%	5%-6%	6%-20%	20%-30%
国民价值观	national 消费属于私有主义，整体更重视国家	family 消费属于私有主义，重视国家和社会	individual 私有主义、重视个人	social 趋于共享、重视社会
消费取向	西洋化、大城市倾向	大量消费、大的就是好的、大城市倾向、美式倾向	个性化、多样化、差别化、品牌倾向、大城市倾向、欧式倾向	无品牌倾向、朴素倾向、休闲倾向、日本倾向、本土倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车、私人住宅、三大神器、3C	从量变到质变、每家数辆车、每人一辆、每人数辆	联系、几人一辆、汽车分享、住宅分享
消费承担者	中产家庭、时尚男女	小家庭、家庭主妇	单身者、啃老单身	所有年龄层里单一化的个人

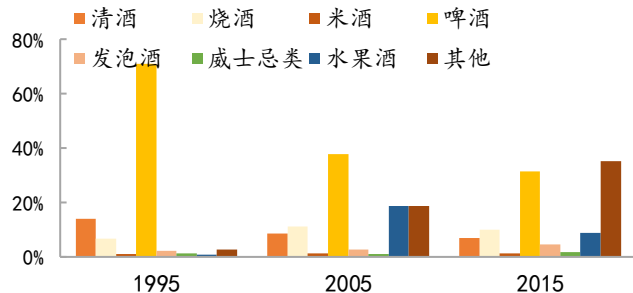
资料来源：《第四消费时代》，日本国税厅，华福证券研究所

图9：日本女性在劳动力中的占比变化



资料来源：，华福证券研究所

图10：日本不同酒类占比变动情况



资料来源：日本国税厅，麒麟啤酒，华福证券研究所

1.2.3 日本啤酒巨头对市场的培育，让预调酒市场快速发展

受经济低迷和人口结构变化等影响，日本啤酒销量在1994年达到顶峰7057吨，随后开始下滑，1995年至2015年啤酒类饮料销量复合增速为-8.86%。我们认为这主要是由于税率的影响，为了应对税收压力，各啤酒企业逐渐将重心转移至发泡酒（152700 日元/吨）。

- 一方面，预调酒与啤酒消费场景类似，渠道基本一致，便于企业进行市场开发；
- 另一方面，预调酒税负较低，能够减轻啤酒厂商沉重的税赋压力。1995年三得利的Chu-Hi调制鸡尾酒饮料上市，拉开了预调酒市场快速渗透期的序幕。此后，麒麟、朝日等啤酒企业纷纷参与该市场，推动行业快速增长

表11: 日本酒税税率变化表 (日元/吨)

日元/吨	麦芽比例	1994	1996	2003	2006	2020
啤酒	≥67%	222,000	222,000	222,000	222,000	200,000
	50%-67%	152,700	222,000	222,000	222,000	200,000
发泡酒	25%-50%	152,700	152,700	178,125	178,125	167,125
	10-25%	83,300	105,000	134,250	134,250	134,250
新流派	有酒花	-	-	-	80,000	108,000
	无酒花	-	-	-	80,000	80,000

资料来源: 日本国税厅, 华福证券研究所

图12: 三得利部分预调酒产品

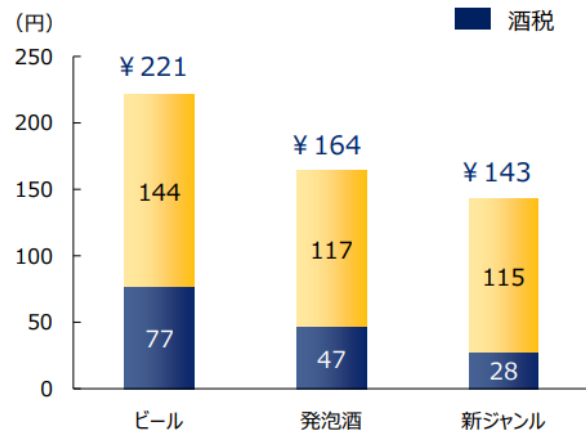


图13: 朝日部分预调酒产品



图14: 日本酒类课税分布

<国内> 350ml当たりの酒税比較 (円)



※最上部の価格は、大手CVSチェーンの店頭価格（消費税込み、2018年末時点）

1.3 Bonus: 创新驱动和场景扩容助推预调酒逆势增长

预调酒市场经过快速渗透期后，在经济低迷和全球金融危机的背景下仍持续保持正增长，我们认为主要原因来自供给侧的创新驱动和需求侧的场景扩容。

图15: 饮用预调酒的两个流派的TOP5饮用场景

便利性助力开拓消费场景

预调酒通过产品创新获客

日本预调酒非即饮渠道占比为85%以上，消费者可得性较强，RTD饮料的特征也使其可以适用于多种场地，为消费场景的延伸打下坚实基础

消费人群特征驱动创新: 预调酒的目标人群主要在20-30岁之间，要求企业需要通过不断的变換口味、包装等方式，提高产品的复购率和用户粘性

消费渠道特征驱动创新: 预调酒主要销售渠道是非即饮渠道，即商超、便利店等，消费者购买受广告、包装等影响较为强烈

人口结构变化驱动创新: 日本酒类主力消费人群（25-44岁）的占比从1980年的32%下降至2015年的25%，要求企业通过创新增强获客能力，从而获得增量

预调酒逆势增长

资料来源: 三得利市场调查报告, 中国产业信息网, Ifind华福证券研究所

日本预调酒趋于成熟，但仍有公司趋之若鹜。日本预调酒市场格局较为稳定，啤酒三巨头占据较大份额，其中三得利份额达41.9%，麒麟25.9%，宝酒造10.4%，朝日7.4%，其他14.4%，基本由日本本土啤酒企业占领，天然的渠道优势和本地消费趋势深度把握使得外来品牌较难进入。

- 但由于预调酒具备多样化、更迭快的特征，消费者粘性不强，行业进入壁垒较低。随着预调酒市场的不断扩大，许多饮料公司也开发自己的预调酒产品，例如可口可乐便在日本市场售卖其预调酒产品，亦侧面的证明公司看好行业的发展，行业仍具备持续增长的潜力。

图16: 饮用预调酒的两个流派的TOP5饮用场景

图8 【“主に甘くないRTDを選ぶ人”がふさむいと思う飲用シーン/MA n=722】

	スッキリしているRTD	味わい・コクのあるRTD
1位	食事やおつまみなどを食べているとき (51.4%)	食事やおつまみなどを食べているとき (46.5%)
2位	お風呂上がりのとき (29.5%)	気分のよいとき (19.1%)
3位	ストレスがたまっているとき (16.1%)	家族・知人・恋人と一緒にいるとき (16.9%)
4位	気分のよいとき (15.7%)	落ち着きたいとき (16.8%)
5位	体が疲れているとき (14.1%)	テレビ・DVDなどを観ているとき (16.1%)

资料来源: 日本三得利市场调查报告, 华福证券研究所

图17: 可口可乐在日本推出“柠檬堂”预调酒



资料来源: 人民网, 华福证券研究所

目 录

- 日本啤酒企业共同发力，塑造经济萧条时期的“麻醉剂”
- 以邻为鉴，探究预调酒行业破局之道
- 行业中期规模看200亿以上，布局正当时
- 投资建议
- 风险提示

2.1 行业五年前的“过山车”式发展仍有积极意义，深度洗牌有助健康发展

• **11-15年快速扩张：**2011年，在消费多元化和消费升级的趋势下，市场开始快速增长。2013年全球预调酒人均消费0.2升，而中国人均仅为其1/6。初步形成的消费氛围和较大的可展望空间吸引了大量企业涌入，白酒企业以古井贡酒、洋河、茅台为代表，啤酒企业以百威为代表，食品企业以黑牛食品为代表，纷纷推出预调酒产品。规模从2011年的32亿元提高到2014年的114亿元，CAGR为52.2%。

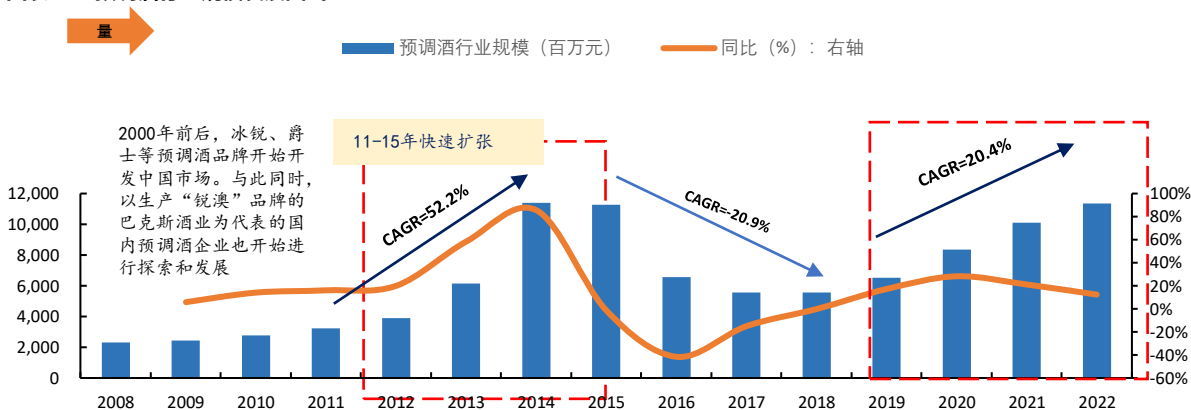
• **15-17年深度调整：**15年起，预调酒行业开始疲软。我们认为主要原因有：1) 产能过剩，市场进入无序竞争；2) 企业盲目自信，渠道下沉加速；3) 品类定价高，阻碍需求培育；4) 消费场景过于局限；5) 技术门槛低，缺乏统一标准，劣质品涌现。

• 百润股份15年营收同比+107.28%，16年营收下滑60.64%。行业开始步入调整期后，大多数竞争者退出，许多小企业被市场淘汰。

• **18年至今，行业重回增长。**行业经过上一阶段的深度洗牌，目前预调酒市场形成一家独大的格局。2015年市场呈现“双龙头+二三梯队”格局，彼时RIO从13年不到10%的市占率快速成长到14年的21.3%。而到了18年，随着行业洗牌，众多企业退出，RIO 行业龙头地位逐步巩固，市占率超49.1%，行业形成“RIO+第二梯队”的竞争格局。

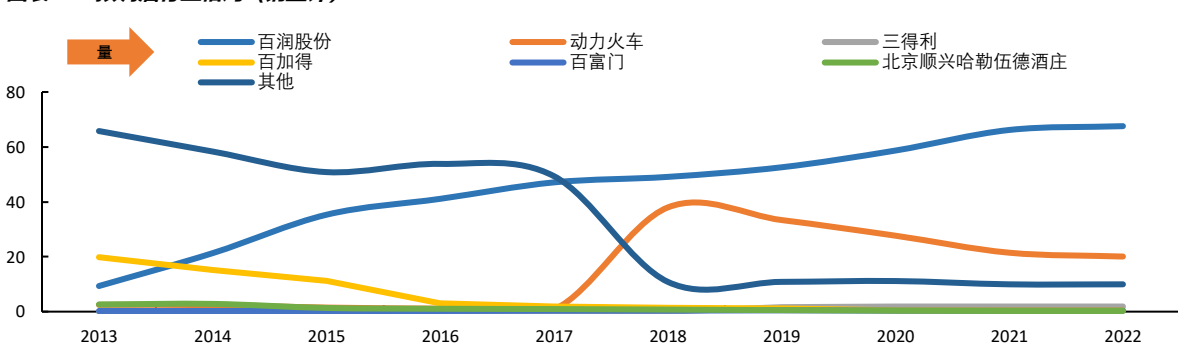
• 此背景下，行业回归理性，侧重消费人群的培育和消费场景的开发，重回稳健增长。重回理性的市场有助于企业沉淀发展方向，同时也可以让消费者甄别出踏实做产品的企业。在行业景气度不高的时候，有助于现有的企业推进产品的储备，渠道的定位和消费者的教育。

图表18：预调酒行业规模发展曲线



资料来源：Euromonitor，华福证券研究所

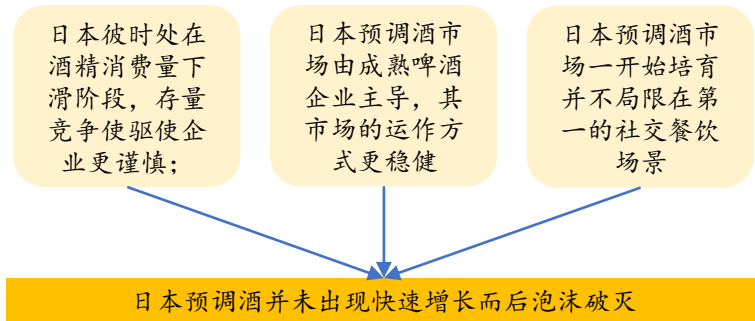
图表19：预调酒行业格局 (销量计)



资料来源：Euromonitor，华福证券研究所

2.2.1 对比日本，我国预调酒市场仍处在发展初期

图表20：日本预调酒行业发展历程与我国并不一致



资料来源：华福证券研究所

中国预调酒市场行业快速洗牌可以拉动行业发展重回理性，但由于市场需求不明确，对于厂商来说较难掌控。从历史背景、行业参与者情况等对比分析，我国目前仍处于行业发展初期。虽然我国预调酒市场经历15年激烈竞争，但市场培育仍然较弱，行业经过调整后，2022年包含预调酒在内的小众酒仅占酒类市场容量的1.3%，其中龙头企业锐澳贡献了67.6%的行业规模。我们认为我国预调酒市场仍处在发展初期。

- 1) 历史背景：日本95年前后酒类消费进入缩量阶段，产品结构成熟，且经济萧条，而我国目前酒类消费市场刚由增量向存量转变，结构升级仍存空间，且我国经济短期具备一定韧性；
- 2) 行业参与者：日本预调酒由啤酒巨头主导，而我国参与公司整体体量小，消费者培育相对缓慢，同时预调酒消费场景虽有扩充，但仍然较为局限。

尽管如此，发展初期并不意味着不会发展，而正是说明了该行业未来存在无限的发展可能。

图表21：中日两国历史环境并不一致

	日本（1995年前后）	中国
经济	泡沫破灭，经济萧条	经济发展韧性十足
文化	低度酒精文化	低度酒占比高，但酒桌文化偏高度
背景	第三消费时代末-第四消费时代	第四消费时代
规模	规模小，但仍持续上涨	峰值112亿，当前已恢复至该水平
定位	18-30岁人群，符合多元化趋势	都市年轻人群
产品	SKU少，但是目前已发展至较多sku	SKU少
价格	低于啤酒	高于啤酒
竞争	主要为啤酒公司，竞争激烈	主要为预调酒企业，百润一家独大
渠道	主要为非即饮渠道	90%为非即饮渠道
场景	佐餐、日常、社交	日常、社交
趋势	逐步高度、场景多元	年轻化、低度化

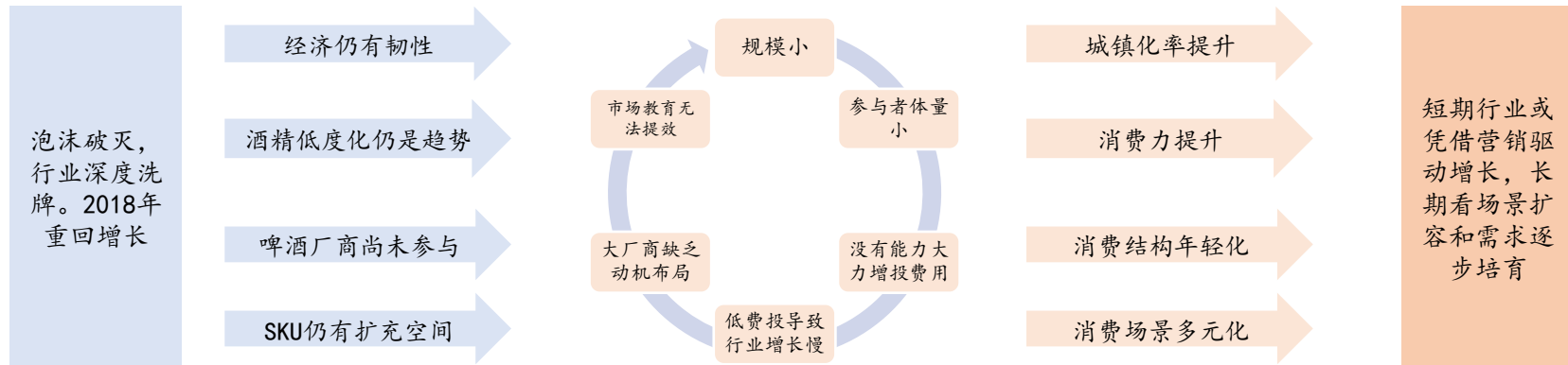
资料来源：Euromonitor，华福证券研究所

2.2.2 消费习惯的培育是一个漫长的过程，期待现有公司破局，更多公司入局

“规模增长慢-公司投入少”的循环有破解的可能。我们认为市场公司少、规模小是行业发展缓慢的主要问题。日本预调酒行业能在经济萧条下实现快速发展更主要的原因是日本啤酒企业有作为，主动参与市场培育。而我国目前预调酒公司目前主要为中小型企业，自身体量难以支撑大规模费用投放，因此也限制了市场规模的快速扩大，使得我国预调酒市场陷入“规模增长慢-公司投入少”循环：市场规模小——导致现有参与者无法提高自身体量——无法大力投入市场培育——低市场费用又会导致市场规模增长效率低——难以吸引大企业进入做大市场——市场规模小，如此反复循环。

- 白酒集中度仍在提升；啤酒行业高端化升级路径已明确，导致我国预调酒行业短期内较难出现大厂商进军；这就需要现有的公司针对性的消费者教育，收获有效市场。待经济的下行压力加大，消费税落地之时，行业将会迎来更大的变革，届时无论是现有公司还是新公司，都将共同助推行业的蓬勃发展。
- 另外，参照日本预调酒的发展历程，啤酒企业是不可或缺的一环。1995年前后的日本啤酒市场，消费量开始下降，但因为其啤酒市场发展早，且日本经济经历了高度繁荣时期，产品结构已经足够成熟，在此背景下，日本企业要寻找盈利增量，只能通过“出海”或介入新品类。
- ✓ 反观我国啤酒消费量虽已触顶，但行业目前已经走出结构升级之路，短期内预计不会改变发展趋势。我们认为，待消费升级红利带来的增量减少之后，企业经营面临增长压力时，预调酒此类符合未来消费趋势的新行业，将会有更多企业介入其中。

图表22：短期行业短期内仍凭借热点话题等营销事件发展，长期预计依靠消费习惯的养成和消费场景的扩充而持续发展



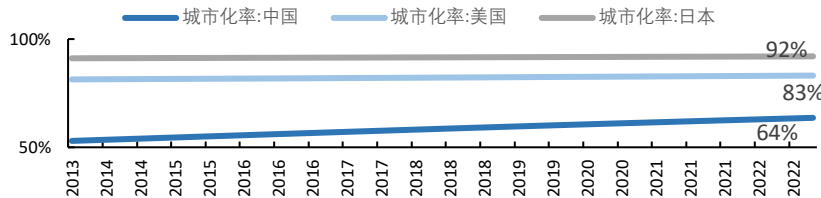
资料来源：华福证券研究所

2.3 增长驱动：消费多元化和场景扩容，打开行业增长空间

尽管我国没有日本经济萧条的环境，啤酒企业也并未大力布局预调酒，但人口结构的变化趋势和日本因素一致。需要强调的是：日本与我国的市场背景不同，但消费趋势是相同的，即使没有大企业主导，行业也会在市场公司的培育下缓慢成长，消费的多元化和场景扩容仍将打开市场的增长空间，市场前景依然广阔。

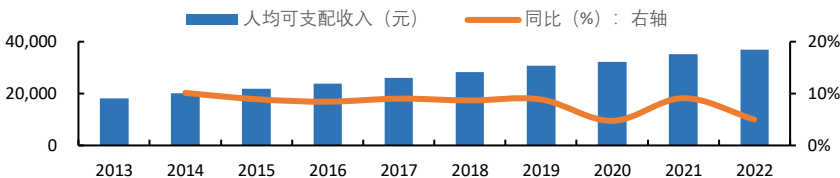
- **城镇化率提升和第四消费时代的到来，消费向个性化、多元化、年轻化发展。**城镇化率提升直接拉动消费多元化。日本预调酒市场崛起的一大原因是城镇化率的提升，厂商具备更多可渗透的有效网点。我国的城镇化率虽然已提升至63.6%，但离发达国家80%以上的水平还有一定差距。同时，城镇化率的提升的底层逻辑是经济持续发展，而经济发展本身会带来人均可支配收入的增长，而消费力的提升亦将驱动消费朝多元化发展。
- **第四消费时代和“Z世代”登上历史舞台，消费愈发个性化、年轻化。**我国食品饮料行业进入第四消费时代，带动了包括食品饮料行业在内的消费升级、产品升级，特别是在酒类行业对低度化、健康化、个性化的追捧。另一方面，Z世代（95后）正迅速成为消费的主导力量，这一消费群体的消费观念不仅停留于物质上的满足，还追求情感诉求、有品质的生活和个性化的表达，进而也将驱动个性化、年轻化的产品的需求也更为多样。

图表23：预调酒行业规模发展曲线



资料来源：，华福证券研究所

图表24：我国人均可支配收入持续提升



资料来源：，华福证券研究所

图表25：预调酒行业规模发展曲线

日本				中国			
时代划分	时期	时长	消费特征	时期	时长	消费特征	
第一消费社会	1912-1941	30年	整体更重视国家；消费取向偏西洋化、大城市倾向；消费承担者为中产家庭和时尚男女	1949-1978	30年	更重视国家；由于处于新中国成立初期，社会生产力不足，消费主要针对解决温饱	
第二消费社会	1945-1974	30年	重视国家和社会；消费取向偏大量消费、大城市倾向、美式倾向；消费承担者为小家庭、家庭主妇	1979-2008	30年	重视国家和社会；改革开放，经济迅速发展，消费逐步转向家电、汽车、房产等	
第三消费社会	1975-2004	30年	重视个人； 消费取向偏个性化、多样化、差别化 ；消费承担者为单身者、啃老单身	2008-2017	30年	重视国家和社会；奥运会召开后，西方文化传入，消费取向更偏全球化，同时互联网逐步开始发展，消费者更看重集体认同	
第四消费社会	2005-2034	30年	重视社会；消费取向偏朴素倾向、休闲倾向、日本倾向、本土倾向； 消费承担者为所有年龄层里单一化的个人	2018至今	30年	重视国家和个人；中国经济发展向好， Z世代逐步成为主力消费群体，国产化、健康化、高端化、个性化消费逐步成为主流	

资料来源：《第四消费时代》，华福证券研究所

目 录

- 日本啤酒企业共同发力，塑造经济萧条时期的“麻醉剂”
- 以邻为鉴，探究预调酒行业破局之道
- 行业中期规模看200亿以上，布局正当时
- 投资建议
- 风险提示

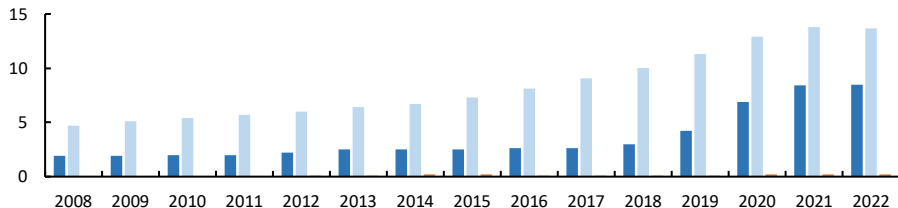
规模推演：我国预调酒行业预计中期规模可看200亿以上

我国预调酒人均消费量存在较大提升空间，行业中期规模可看200亿以上。

- 当前我国预调酒人均消费量仅0.2L/人/年，相比于美国和日本分别8.5L/13.7L的水平具备巨大的提升空间。由于日本预调酒行业发展存在酒税政策促进的因素，因此此处我们主要选取美国市场进行对比：剔除烈酒市场后，我国预调酒规模占酒饮市场比重为1.32%，假设我国剔除烈酒后的酒饮市场规模不变，将预调酒占比对标美国2019年疫情前4.04%的水平，出厂口径下市场规模可达240.4亿元，存在巨大发展空间。

图表26：我国预调酒人均消费量仍具备较大提升空间

■ 美国 ■ 日本 ■ 中国



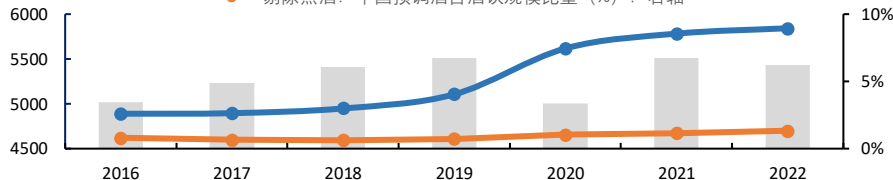
资料来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表27：我国预调酒占酒饮市场规模比重较低

■ 剔除烈酒：我国酒饮市场规模（亿元）

● 剔除烈酒：美国预调酒占酒饮规模比重（%）：右轴

● 剔除烈酒：中国预调酒占酒饮规模比重（%）：右轴



资料来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表28：我国预调酒行业预计中期规模可看200亿以上

假设1：2019年的美国低度潮酒行业占剔除烈酒后的酒饮行业规模比重为我国低度潮酒行业占比的远期目标；

假设2：保守假设我国剔除烈酒后的酒饮行业远期规模维持欧睿2026年的预测不变；

假设3：预调鸡尾酒占低度潮酒比例达80%（其余为果酒、米酒、梅酒等）。

$$\begin{aligned}
 \text{预调酒远期规模（出厂口径）} &= \text{2027年剔除烈酒后的我国酒饮行业预计出厂口径规模} \times \text{目标我国低度潮酒行业规模占酒饮比重} \times \text{预调酒占低度潮酒比重} \\
 &= 7437.3 \times 4.04\% \times 80\% \\
 &\approx 240.4 \text{ (亿元)}
 \end{aligned}$$

对比2022年预调酒市场规模，22-27年CAGR约27.43%

资料来源：Euromonitor，华福证券研究所

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

目 录

- 日本啤酒企业共同发力，塑造经济萧条时期的“麻醉剂”
- 以邻为鉴，探究预调酒行业破局之道
- 行业中期规模看200亿以上，布局正当时
- 投资建议
- 风险提示

投资建议&关键问题探讨：为什么我们认为预调酒赛道好，百润龙头优势强

行业转向健康发展利于龙头对市场进行需求培育

- ✓ 行业转向规范化发展。预调酒行业经历过12-15年的盲目扩张、15-18年的市场出清、18年至今龙头引领的场景培育后，当前已具备较好的需求基础，大众对预调酒的认识度逐步提升，特定的消费场景也逐渐开辟，如露营、飞盘、剧本杀等，行业已步入健康可持续发展道路，预计后续将持续扩容；
- ✓ 行业规模重回上升通道。从大方向出发，低度酒板块为全球销量占比最大的酒饮市场，我们认为伴随未来场景的持续丰富和消费习惯在代际变迁下的多样化，低度酒板块或存在结构性机会，而预调酒作为我国最具创新潜力的一大低度酒品类，预计将在消费需求多样化的趋势下实现稳健增长；
- ✓ 竞争维度逐渐丰富，为其他厂商提供细分品类的切入机会。观察海外除韩国市场规模小产生的单寡头以外，美国、日本都是双寡头格局，我们认为随着未来行业规模提升，竞争维度丰富，如苏打酒、果酒、梅酒等新品类和低卡、无酒精等新属性产品的起势，行业格局将会呈现一超多强或多寡头的格局，除预调酒厂商外，饮料、其他酒类企业均有可能成为百润潜在地竞争对手。

参与者增多并非会损坏龙头盈利能力

- ✓ 我们认为行业参与者增多未必是一件坏事，对比功能饮料，早期仅有红牛一家独大，站稳品类老大地位，因此后期其他厂商通过细分方向切入该赛道后，尽管红牛市占率有所下滑，但行业更快的扩容速度使其规模利润反而进入快速上升期。就预调酒行业而言，百润已奠定绝对龙头地位，自身也拥有较强的产品研发能力，预计未来竞争维度的丰富不会对其造成颠覆式打击，反而新玩家的加入将重塑营销氛围，进一步使行业扩容，抬升公司的规模利润。

大单品预计将从尝鲜需求驱动破圈找到目标消费群体，进而持续放量

- ✓ 从大单品持续性角度出发，市场普遍对当前热度单品“强爽”的持续性有一定质疑，针对这一点我们认为可以参考“微醺”此前的发展，“微醺”经18年铺市后，在公司持续的营销宣传下，成功开辟了女性消费群体的独饮场景，消费者认知深化后复购率持续提升，进而给公司带来了业绩的持续增长，当前“强爽”单品在公司“不信邪”的营销下，我们认为亦有望开辟男性等具备高度酒饮酒习惯的消费群体，进而实现持续的放量；

矩阵完善赋能全面扩张渗透，新兴渠道发展最大化单品胜率

- ✓ 从新品角度出发，首先我们认为当前公司还在业绩持续高增状态下，这一问题暂时并不急迫，其次，我们认为公司当前已经具备了低、中、高度的完善产品矩阵，以及低、中、高端不同档次的产品，不仅可以迎合不同的消费群体，还可以实现对不同经济情况的区域市场的铺货。同时，公司持续探索新兴渠道，该渠道为公司检验单品潜力提供了较佳平台，大力提升了后续新品的胜率，预计大单品逻辑在百润股份企业绝不仅仅停留在“微醺”和“强爽”这两款产品上。

市场增速不及预期：预调酒增速若不及预期或将影响企业信心，从而减缓对市场的培育，从而进一步影响行业扩容速度；

市场竞争加剧：若预调酒行业快速扩容，参与者持续增多，将使得行业内部竞争加剧，不规范的费用投放或干扰预调酒需求培育进程，进而影响行业发展走向；

食品安全问题：食品安全问题会大幅冲击消费者对产品的信心，进而影响行业发展的速度。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT幢20层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

