

在世界地图上点亮中国威士忌产区

——日本威士忌发展历程梳理

核心观点:

- 百润公司提出致力于在威士忌的世界地图上点亮中国产区。随着公司威士忌产线投产后2年陈酿期渐满，市场关注公司威士忌业务发展。考虑威士忌在日本经历从舶来品到占据世界威士忌版图重要一席，我们梳理了日本威士忌发展历程，以作为如何看待公司威士忌业务发展的一个前瞻性研究。
- **日本的经验：**威士忌在日本历经百年发展，是一个长生命周期产业。从长期驱动因素来看，口味的本土化改造，1950s-1970s日本生活习惯的西式化和经济高速发展，2008年之后Highball的饮用方式热潮分别驱动了行业落地生根、第一阶段的高速增长和第三阶段的复苏。从行业格局来看，创始者、先期进入者保持先发优势，并在后续百年历程中做到了基业长青。
- **对公司威士忌业务的启示：**我们认为威士忌在中国根植的土壤在于满足中国消费者个性化、低度化、悦己式、日常化饮酒需求，这部分需求是客观存在且在扩大的。这与百润RIO现有产品的定位是吻合的，我们认为公司有望成为国产威士忌行业引领者，借助公司在口味调配方面多年积累的技术经验积累实现产品口味的本土化改造，进一步加深个性化、悦己式消费文化的构建和品牌形象宣导；不同的是，产品顺序可能是从升级预调鸡尾酒进阶到成品酒，在过程中公司需要完善餐饮、夜店渠道布局。总结而言，威士忌是一门长生命周期的生意，与白酒一样是一门陈酿时间的生意，在国内的产业环境中预计利润率较高，我们看好威士忌业务打开百润公司业务边界和价值空间。
- **风险提示：**新品推广不及预期，食品安全品控风险。

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2593.41	3814.22	4684.99	5691.00
收入增长率%	-0.04	47.07	22.83	21.47
净利润(百万元)	521.28	974.44	1240.07	1526.01
利润增速%	-21.74	86.93	27.26	23.06
毛利率%	63.78	67.93	68.15	68.28
摊薄 EPS(元)	0.50	0.93	1.18	1.45
PE	75.27	38.58	30.32	24.64
PB	10.42	8.74	7.44	6.31
PS	14.50	9.86	8.02	6.61

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

百润股份(002568)

推荐

分析师

刘来珍

☎: 021-2025 2647

✉: liulaizhen_yj@chinastock.com.cn

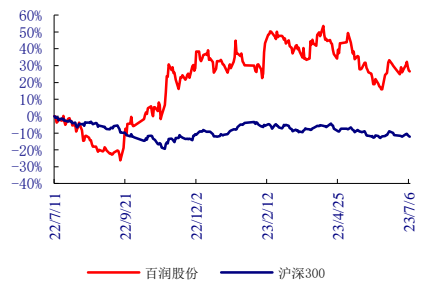
分析师登记编码: S0130523040001

市场数据

2023-07-07

A股收盘价(元)	36.23
股票代码	002568
A股一年内最高价(元)	43.94
A股一年内最低价(元)	21.10
上证指数	3,196.61
市盈率	00000.00
总股本(万股)	105,016
实际流通A股(万股)	71,728
流通A股市值(亿元)	260

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河食品饮料】公司点评_百润股份(002568)_逆势强劲增长



目 录

一、前言：在世界威士忌地图上点亮中国产区.....	2
二、日本威士忌在国内国际现状	3
（一）日本主要的高度酒品类	3
（二）世界威士忌版图的重要一席	4
三、日本威士忌百年发展复盘	6
（一）黎明初创期（1923 年-1945 年）	6
（二）快速成长期（1946 年-1983 年）	7
（三）衰退寒冬期（1984 年-2008 年）	9
（四）复苏增长期（2008 年-今）	10
四、日本威士忌龙头企业案例	12
（一）三得利：开创者和引领者	12
（二）朝日 Nikka	16
五、对百润威士忌产业启示	18
六、公司估值分析	19
相对估值分析：	19
七、附录： 公司财务预测表	20

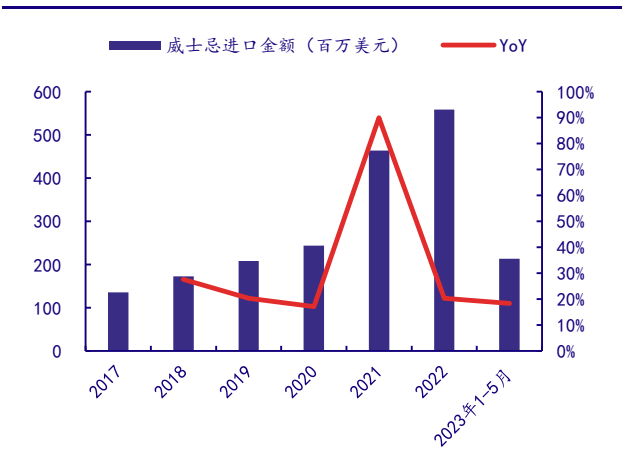
一、前言：在世界威士忌地图上点亮中国产区

2022 年中国进口威士忌 3.59 万吨（同比+8.4%），进口金额 5.58 亿美元（同比+20.3%），近几年呈量价齐升趋势。在国内威士忌消费市场持续扩容趋势下，企业陆续开始布局国产威士忌。2019 年 8 月保乐力加宣布在中国峨眉山投资 10 亿元人民币建设麦芽威士忌酒厂，2011 年 11 月开始投产运营；2021 年 11 月帝亚吉欧宣布在云南省洱源县投资 5 亿元建设威士忌酒厂，预计 2023 年将投产；燕京啤酒、青岛啤酒、郎酒等也在跨界布局生产威士忌。

百润股份是其中投资力度最大，进展最快的。公司在 2021 年 6-10 月期间在成都邛崃投产了其威士忌产线。公司在 2020 年、2021 年分别通过定增和发行可转债方式合计募资 21.34 亿元投入其威士忌陈酿熟成项目。根据威士忌项目投产时间推算，经过 2 年陈放之后，我们预计今年下半年陆续会有一些威士忌酒达到成为基酒或作为成品酒上市条件。

百润公司提出致力于在威士忌的世界地图上点亮中国产区，市场关注公司威士忌业务发展。考虑日本与我们有相似的消费习惯，威士忌在日本也是从舶来品发展到蔚然成风，我们梳理了日本威士忌产业的发展历程和其中头部公司的经验，供投资人参考。

图 1：中国威士忌进口金额



资料来源：海关统计数据平台，中国银河证券研究院

图 2：百润股份的定增和可转债项目

募投项目	项目总投资额 (万元)	项目建设期 (月)	储备能力	项目用途	股票/可转债上市时间
烈酒（威士忌）陈酿熟成项目	117,382	24	34,000 吨威士忌原酒（酒精度为 70%）	而为预调鸡尾酒产品升级提供基酒原料基础	2020 年 11 月 23 日
麦芽威士忌陈酿熟成项目	155,957	36	33,750KL 麦芽威士忌原酒（酒精度数约 70 度）	威士忌产品酒业务布局	2021 年 11 月 3 日

资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

二、日本威士忌在国内国际现状

(一) 日本主要的高度酒品类

日本主要的高度酒品类。日本饮酒品类较为丰富，可分为发泡性酒类、酿造酒类、蒸馏酒类、混成酒类四大类。从纯酒精摄入量来看，日本饮酒以低度酒为主，酒精度数在 40° 及以上的高度蒸馏酒以威士忌、白兰地等烈酒为主，2020 年日本威士忌年产量 13.5 万吨。对比之下，中国酒品类少，高度酒消费占比较高，高度酒以白酒为主，目前威士忌等洋酒占比较低。

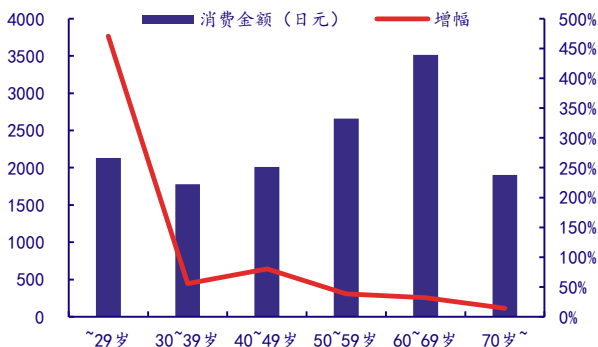
图 3：日本酒精饮料分类

分类	定义	细分品类	代表零售价格	酒精含量
发泡性酒类	具有发泡性的酒类	啤酒	330 日元 (633ml)	5%
		发泡酒	168 日元 (350ml)	3-9%
酿造酒类	将原料直接或者糖化后发酵制成的酒类 (发泡性酒类除外)	清酒	2035 日元 (1800ml)	15%
		果实酒	770 日元 (720ml)	11%
蒸馏酒类	将酿造酒、酿造酒的副产品等蒸馏而成的酒类 (发泡性酒类除外)	烧酒	1510 日元 (1800ml)	25%
		威士忌	2068 日元 (700ml)	43%
		白兰地	2855 日元 (700ml)	40%
混成酒类	将酿造酒、蒸馏酒等互相混合，加入糖、香料、色素等的酒类	合成清酒	690 日元 (1800ml)	12%
		味淋	2456 日元 (1800ml)	14%
		利口酒	1653 日元 (700ml)	15~25%

资料来源：日本国税厅、Kakaku，中国银河证券研究院

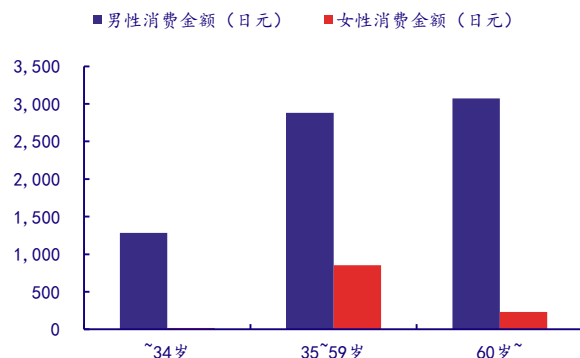
人群和饮酒场景覆盖较广。根据日本总务省的调查，威士忌在日本的消费人群覆盖面较广，从 20 岁以上到 60-70 岁消费者均有消费。从性别上来看，以男性消费者为主，35 岁以上女性消费者也会选择消费威士忌。威士忌相对于日本本土烧酒、清酒，更受年轻消费者欢迎。在消费场景方面，经历百年发展，日本威士忌完成国产替代，并已融入国民日常生活中，覆盖了丰富的消费场景。其中，在居家配餐饮酒场景中的渗透率高过了居酒屋、酒吧等外出消费场景。

图 4：2 人以上家庭威士忌消费额 (按户主年龄，2020 年)



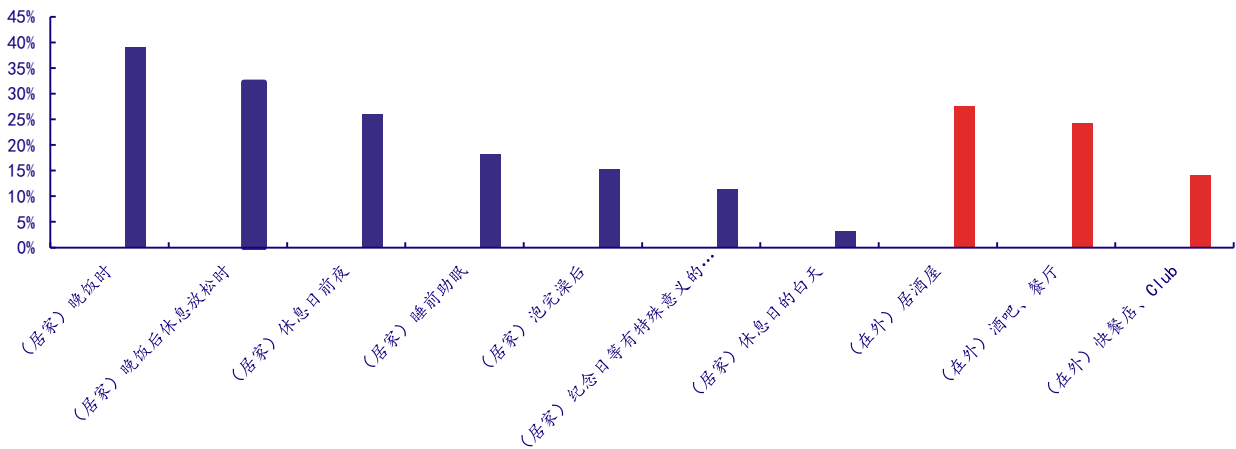
资料来源：日本总务省“家计调查”，中国银河证券研究院

图 5：1 人家庭威士忌消费金额 (按年龄分，2020 年)



资料来源：日本总务省“家计调查”，中国银河证券研究院

图 6：威士忌在各场景中的渗透情况



资料来源：朝日控股官网，中国银河证券研究院

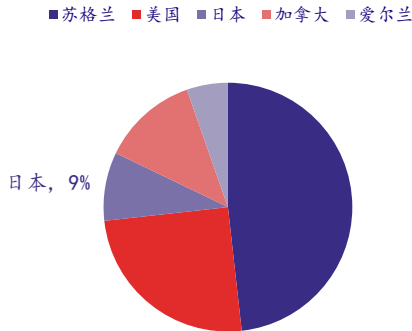
(二) 世界威士忌版图的重要一席

世界第三大产区、第四大消费市场。目前世界公认的五大威士忌产地为：苏格兰、爱尔兰、日本、美国、加拿大，2020 年日本威士忌产量占世界五大产区的 9%。从消费市场来看，2021 年日本威士忌消费量 16.8 万吨，其中国内产量 12.7 万吨、进口量 5.4 万吨、出口量 1.3 万吨，2022 年市场规模 54.6 亿美元，排名全球第四；人均年消费量约 1.6L，居全球第三。

以东方元素做本土化创新和价值增值。相比于其他产地，日本威士忌产业兴起较晚，但凭借其特有的亚洲风味与东方文化元素，占据了世界威士忌版图的重要一席。日本威士忌虽沿袭苏格兰的酿酒工艺，但为了适合日本人的口味而采取抑制烟熏泥煤味的方法进行制造，通过调和各种谷类、玉米威士忌，制造出多种花香，水果风味，使口感更醇厚柔和、纤细丰富、易于入口。此外，日本许多酿酒厂热衷于使用特殊的木桶来进行威士忌陈酿，除了传统的波本桶、雪利桶之外，还开创性地选择使用梅酒桶、水榭桶等具有日本特色的橡木桶。其中，日本独有的水榭木在陈酿超过 20 年后，可让酒产生出一种类似檀香的清新淡雅香气，独特的“东方禅香”令其在世界威士忌行业中别具一格，千禧年以来在 ISC (International Spirits Challenge) 国际烈酒挑战赛等国际大赛上频频获奖。

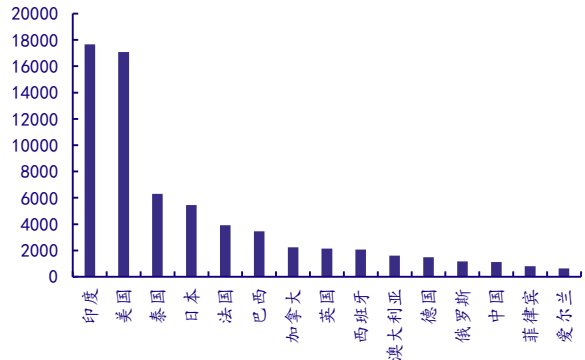
近年日本威士忌中高端海外市场持续扩容，2022 年日本国产威士忌的出口金额达到 561 亿日元，2012 年-2022 年 CAGR+36.6%。均价由 2012 年的 1286 日元/L 增至 2022 年的 3935 日元/L，对比其余四大产区出口均价，日本威士忌居于首位。

图 7：全球威士忌产区产量占比



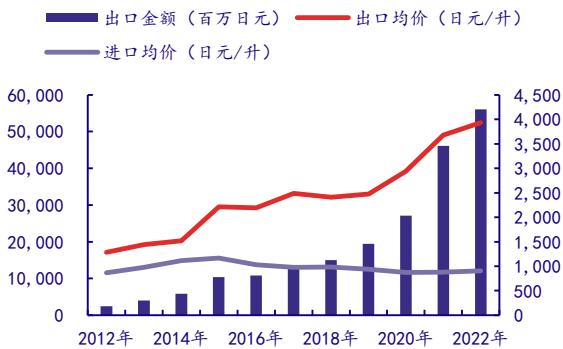
资料来源：BusinessInsight，中国银河证券研究院

图 8：2022 年威士忌市场收入（百万美元）



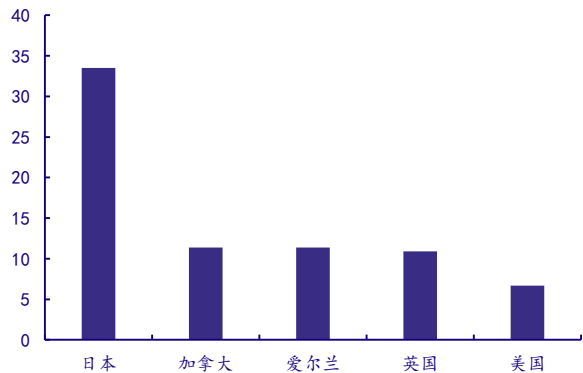
资料来源：Statista,《百瓶 2022 年威士忌报告》，中国银河证券研究院

图 9：日本威士忌出口金额（左）和出口均价（右）



资料来源：日本国税厅，日本财务省，中国银河证券研究院

图 10：2021 年五大产区威士忌出口均价（美元/L）



资料来源：WITS，中国银河证券研究院

图 11：日本水榭桶



资料来源：三得利官网，中国银河证券研究院

图 12：日本威士忌在国际上屡获大奖

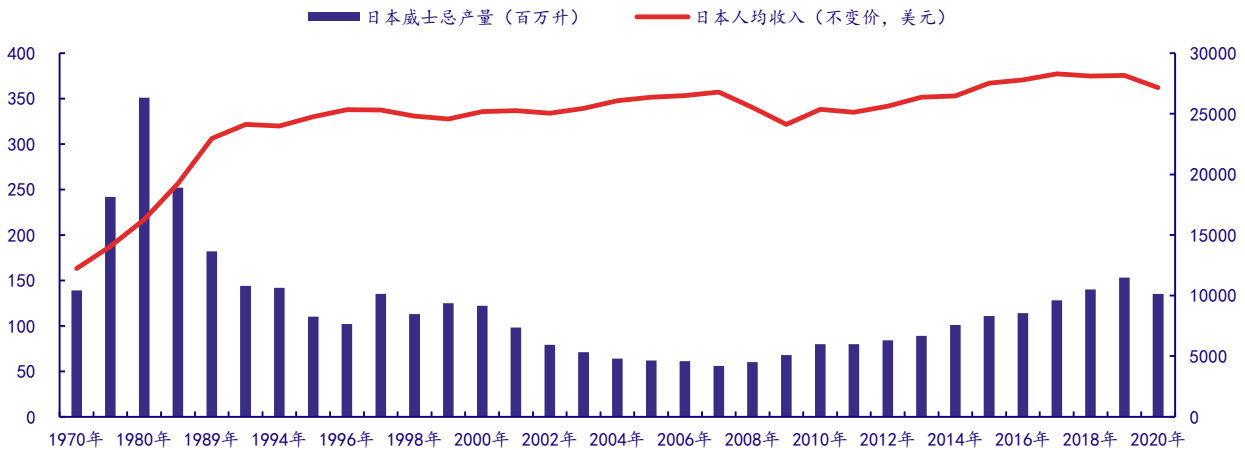
主要奖项	产品及获奖时间
ISC金牌	山崎12年 (2003, 2010, 2018)；山崎18年 (2007, 2010, 2012, 2014, 2018, 2020)；山崎1984 (2009, 2011)；白州12年 (2012)；白州18年响12年 (2010, 2013, 2016)；响21年 (2004~2006, 2010, 2012~2017, 2020)；响30年 (2020)，响35年 (2018) (2006, 2009, 2013, 2014, 2017, 2020)；白州25年 (2008, 2010, 2012~2017, 2020)；
SWSC最优秀金牌	山崎12年 (2009, 2013) 山崎18年 (2009, 2010, 2011, 2012, 2013)；山崎1984 (2010)；白州12年 (2011, 2013, 2016)；白州18年 (2012, 2015, 2016)；响12年 (2012, 2014)
WWA世界最佳单一麦芽威士忌	山崎25年 (2012)；山崎1984 (2011)；白州25年 (2018, 2020)；余市1986 (2007)；余市1987 (2008)
WWA世界最佳混合威士忌	响21年 (2010, 2011, 2013, 2016, 2017, 2019)；竹鹤17年 (2012, 2014, 2015, 2018)；竹鹤21年 (2007, 2009~2011, 2019, 2023)；竹鹤25年 (2019)

资料来源：三得利官网，朝日控股官网，中国银河证券研究院

三、日本威士忌百年发展复盘

与其他酒行业类似，威士忌是一个长生命周期行业，在日本也走过了百年发展历史。百年发展中经历周期波动，大致可分为“初创→成长→衰退→复苏”四个阶段。

图 13：日本威士忌产量与人均收入水平



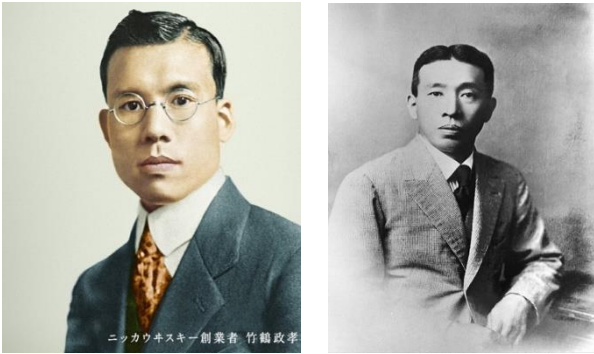
资料来源：日本国税局，世界银行，中国银河证券研究院

（一）黎明初创期（1923 年-1945 年）

进口关税上调促使国产起步。1853 年，“黑船事件”导致日本被迫打开国门，威士忌也随之进入日本酒类市场。1911 年，随着美日通商航海条约中日本自主关税的恢复，国外进口的酒精产品关税上调，外国威士忌价格上涨。当时的进口苏格兰威士忌售价普遍在 5 日元，约为当时普通工作族每月薪水的 10%，因此仅为上流社会所消费。日本国产威士忌在此背景下开始起步。

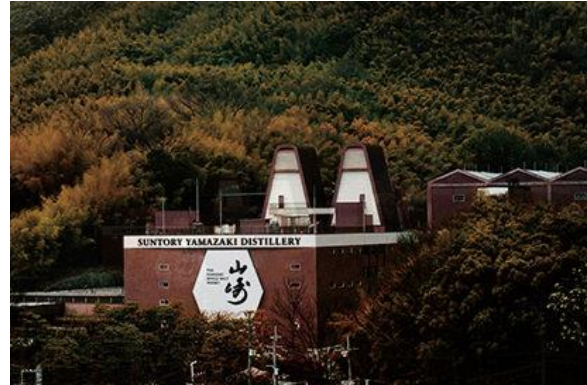
首款日本威士忌因忠于苏格兰口味而未能获得市场好评。1918 年，日本威士忌之父竹鹤政孝前往苏格兰留学学习威士忌的制作工艺，学成归来后于 1923 年和三得利创始人鸟井信治郎共同创立了日本首个麦芽威士忌蒸馏所——山崎蒸馏所，开启了日本正统威士忌制作的篇章。1929 年，日本国产威士忌第 1 号的“三得利·白札”于山崎蒸馏所面世。然而当时因其苏格兰风格的“烟熏泥煤”味过重，4.5 日元的定价较高，因此只被少数仰慕西方文化的富人享用，并没有真正地传播到普通民众中。

图 14: 日本威士忌之父竹鹤政孝 (左), 三得利创始人鸟井信治郎 (右)



资料来源: 三得利官网, 朝日控股官网, 中国银河证券研究院

图 15: 山崎蒸馏所



资料来源: 三得利官网, 中国银河证券研究院

改良口味奠定市场基础。而后, 鸟井信治结合日本人清淡含蓄的口味, 以抑制烟熏气味的醇厚、圆润芳香为目标, 通过反复调整泥煤燃烧、蒸馏方式, 不断试错原酒的调和比例, 并请银座等饮食店的店家进行试喝点评, 1930 年推出“三得利·红札”, 价格也较“三得利·白札”有所下降, 获得市场好评。1937 年, 作为新成果的“角瓶”开始发售。与此同时, 东京酿造、大日本果汁 (现朝日 Nikka) 也开始加入威士忌行业, 生产制作日本威士忌。

图 16: 现在的白札、红札、角瓶

相关信息	白札	红札	角瓶
			
容量	640ml	640ml	700ml
酒精度数	40%	39%	40%
当前售价	1174 日元	884 日元	1590 日元
产地	山崎蒸馏所	山崎蒸馏所	山崎蒸馏所、白州蒸馏所
橡木桶	未知	未知	波本桶

资料来源: 三得利官网, 中国银河证券研究院

(二) 快速成长期 (1946 年-1983 年)

早期供给限制和军队需求导致市场供不应求。二战时期, 为了征收更多酒税、确保国家财政稳定, 日本暂停从海外进口酒类, “高级别酒”统一由政府进行品控并制定官方售价, 对酒类实行配给制。当时, 由于黑市交易和劣质酒精饮料的猖獗使用, 酗酒者的数量迅速增加。战后, 国产威士忌在以美国为主的联合国占领军中大受欢迎, 导致货品短缺, 仿制威士忌大行其道, 为之后真正的威士忌热潮奠定基础。东洋酿造、大黑武道酒、本坊酒造等多家公司进入威士忌行业。

低等级威士忌推动品类渗透。1943 年日本政府根据酒精度数和威士忌原酒 (储存 3 年以上) 含量将威士忌分为 1 级、2 级、3 级。1 级一般是指定的品牌, 例如三得利 (当时的寿屋) 旗下的“角瓶”、“Tommy Whisky”和 Nikka 旗下的“Whisky Rare Old”等; 而 3 级威士忌对

原酒含量并未做出规定。1949年官方威士忌价格体系被废除，1950年起所有经销商可以自由定价。当时市场上一瓶3级威士忌的售价300日元左右，1级威士忌例如Nikka价格约为1300日元，二战后日本民众收入水平不高，市场化的结果是更多的消费者选择了3级威士忌，各大威士忌厂商大量投入做3级威士忌，三得利推出价格低廉的Torys，Nikka一直对高品质较为坚持，但迫于市场竞争压力也推出了Special Blend Whisky Square Bottle等3级威士忌产品。

低等级威士忌客观上推动了威士忌走向日本普通大众的过程，日本国内威士忌市场开始蓬勃发展。1940年代末到1950年代初，众多烧酒和清酒制造商也投身进入威士忌行业，1950年日本已有30多家公司获得威士忌制造许可证。可以轻松喝威士忌的酒吧也越来越多，工薪阶级是主要消费人群，在1960年左右的鼎盛时代，全国有将近2000家店。酒吧中，价格低廉的Highball（威士忌加苏打水混合）由于酒精浓度低、易饮度高而广受好评，普通大众的威士忌消费持续扩容，日本逐渐形成威士忌文化。

图 17：日本威士忌分级制度

时间	级数	酒精度数	本格威士忌原液实际含量
1943年	1级	43度以上	30%以上
	2级	43度以上	30%未滿
	3级	40度以上	1级、2级之外
1949年修订	1级	43度以上	30%以上
	2级	40度以上	5%以上
	3级	40度以上	1级、2级之外
1953年修订	特级	43度以上	30%以上
	1级	40度以上	5%以上
	2级	特级、1级之外	特级、1级之外
1962年修订	特级	43度以上	20%以上
	1级	40度以上	10%以上
	2级	特级、1级之外	特级、1级之外
1968年修订	特级	43度以上	23%以上
	1级	40度以上	13%以上
	2级	特级、1级之外	12%未滿（7%以上）
1978年修订	特级	43度以上	27%以上
	1级	40度以上	17%以上
	2级	特级、1级之外	特级、1级之外（10%以上）

资料来源：日本国税厅，Gentosha，中国银河证券研究院

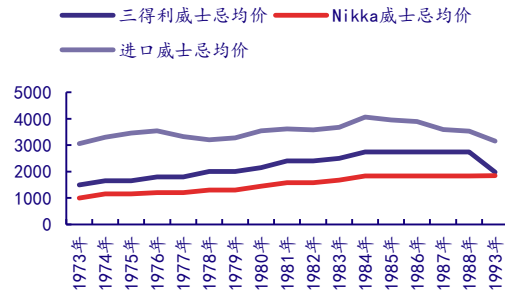
国产品牌丰富和升级产品线。1971年，威士忌进出口贸易自由化。次年，关税下调，让原本被视为高档酒的威士忌更加实惠，引发进口洋酒热潮。1970-80s日本经济迅速崛起，生活习惯西洋化，应此趋势，日本酿酒厂也开始投入到高端国产威士忌的生产中。由于日本威士忌更为温和甘甜，符合日本消费者的口味，国内高端威士忌的消费量逐渐增加。另外，威士忌龙头三得利构筑产品和品牌矩阵，由大众至高端推出了“Torys→Red→White→角瓶→Old→Reserve→Royal”系列产品，与消费者的社会身份地位紧密连接。例如，当时日本人认为”成为课长时可以喝Old，部长时为Reserve，总经理时为Royal。借此，三得利实现了世界上最大的“Old”销量（1980年年均出货量为1240万箱-700ml*12瓶），并确立了日本领先制造商的地位。

图 18: 1970s 三得利由大众至高端产品系列



资料来源: 三得利官网, 中国银河证券研究院

图 19: 1970s 日本国产威士忌与进口威士忌价格对比



资料来源: Shouldwashi, 中国银河证券研究院

(三) 衰退寒冬期 (1984年-2008年)

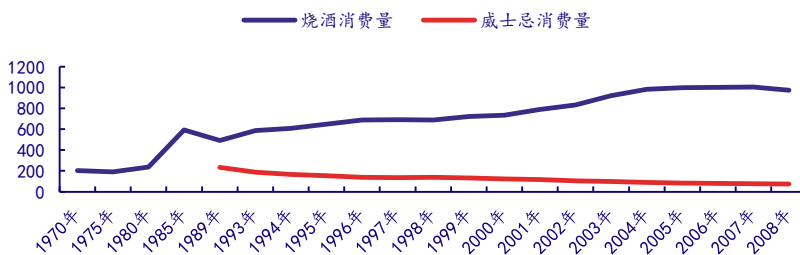
酒税改革、烧酒替代等因素使威士忌步入寒冬。日本威士忌产量在1983年达到顶峰后开始下降, 被烧酒超越。最低到2007年产量56万吨, 仅为高峰期的16%左右。我们分析日本威士忌市场萎缩的原因包括: 1) 1984年酒税改革, 威士忌单位税负上升了24%。2) 同为蒸馏酒的烧酒价格较低, 并且提高了质量而受到大众的欢迎, 1980s掀起烧酒热潮, 对威士忌消费需求有所蚕食。3) 长期以来威士忌受众群以成年男性为主, 当时日本的威士忌被成长起来的新一代年轻消费者认为是“老人酒”。4) 随着贸易自由化, 1980s欧洲国家认为日本的威士忌级别制度及根据酒精度数进行赋税等酒税制度造成贸易壁垒, GATT(关税与贸易总协定)中的国民待遇原则, GATT因此敦促日本进行酒税改革。1989年日本废除将威士忌级别制度, 统一税率为982,300日元/千升, 导致了高级威士忌税率下降但面向大众的普通威士忌税率增加, 普通消费者购买意愿降低的同时也损失了富裕层将威士忌作为身份地位象征的价值, 加剧客户流失。5) 1990s-日本经济进入萧条期。

图 20: 1984 年酒税改革威士忌税率上调

级数	酒精度数	改正前 (日元/千升)	改正后 (日元/千升)	增幅
特级	43度以上	1,413,200	1,755,300	24.20%
1级	40度以上	652,800	810,800	24.20%
2级	37度以上	183,900	228,400	24.20%

资料来源: 柴田忠《酒税法改革概要》, 中国银河证券研究院

图 21: 日本烧酒、威士忌消费量 (千 KL)

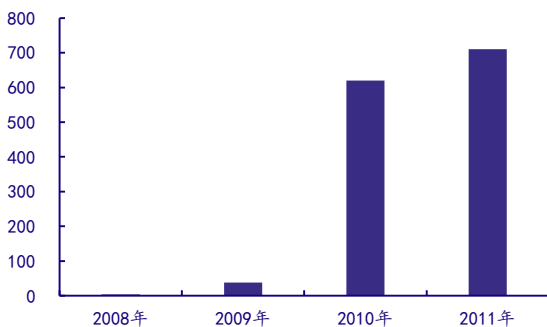


资料来源: 日本国税厅, Gentosha, 中国银河证券研究院

(四) 复苏增长期 (2008 年-今)

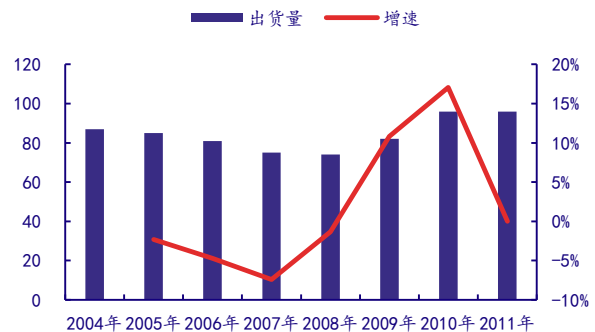
Highball 热潮拉动威士忌消费复苏。2008 年，面对威士忌漫长的寒冬期，三得利决定从 1970s 时普遍被大众接受的 Highball 入手打响威士忌复活第一战。通过改变威士忌与苏打水的比例、加入柠檬等方式进一步提高易饮度，同时通过增强线上线下宣传等方式，重点打造适合佐餐的消费场景、居家消费场景，使 Highball 在年轻人和女性消费者的认知度大幅提高。根据三得利数据，Highball 热潮下，消费者自己调制 Highball 和购买罐装 Highball 比例大约为 6:4，实现威士忌市场和罐装 Highball 市场共繁荣。2009 年，威士忌市场回暖，2010 年罐装 Highball 市场规模急速扩大，销量达 620 万箱（一箱=250ml*24 瓶），较 2019 年销量扩大 15 倍。

图 22：罐装 Highball 销量快速增长（万箱）



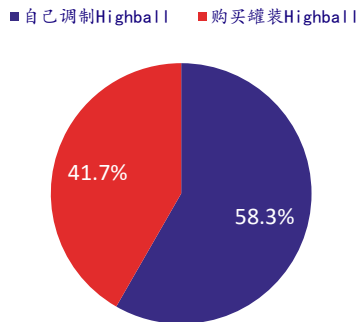
资料来源：三得利官网，中国银河证券研究院

图 23：日本威士忌销量（万箱）实现复苏



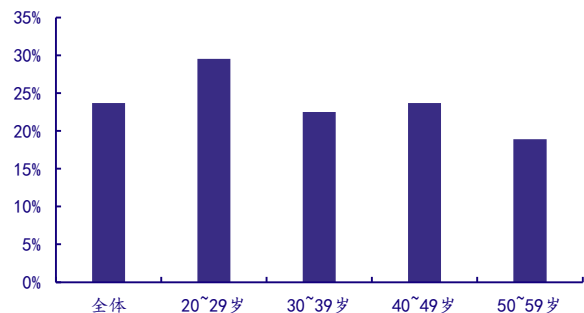
资料来源：日本国税厅，三得利官网，中国银河证券研究院

图 24：居家饮用 Highball 时的方式



资料来源：三得利官网，中国银河证券研究院

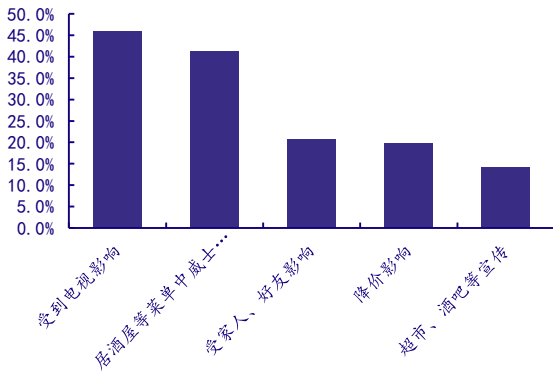
图 25：最近 3 个月至少喝过 1 次 Highball 的消费群体 (2012 年)



资料来源：日本国税厅，三得利官网，中国银河证券研究院

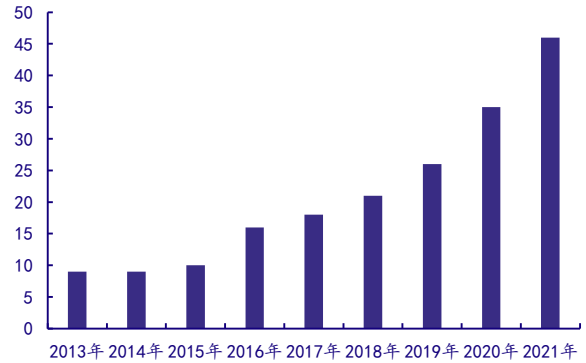
产品屡获大奖+营销+收购，日本威士忌产业实力不断增强。2000 年代后，三得利威士忌以及朝日啤酒旗下的 Nikka 威士忌连续在 WWA、ISC 等国际比赛中获得金奖，获得高评价，在国内外逐渐确立了日本威士忌的地位。2014 年，日本 NHK 连载电视剧《阿政》（以日本威士忌创始人竹鹤政孝为原型的电视剧）热播，使得日本威士忌在国民心中的地位进一步提高。此外，2014 年 1 月，三得利以 1.7 万亿日元收购了美国 Beam 公司，组建宾三得利，在 2012 年的烈酒业务国际排名中从第十名升至第三名，仅次于帝亚吉欧（英国）和保乐力加（法国），成为世界领先的优质烈酒制造商之一，极大地提高了日本威士忌硬实力。2021 年，宾三得利在蒸馏酒&洋酒行业的市占率为 1.35%，居世界第四。近年，日本威士忌工厂数量不断攀升，2021 年已达到 46 家。

图 26: 增加威士忌饮酒频率契机调查 (2015 年)



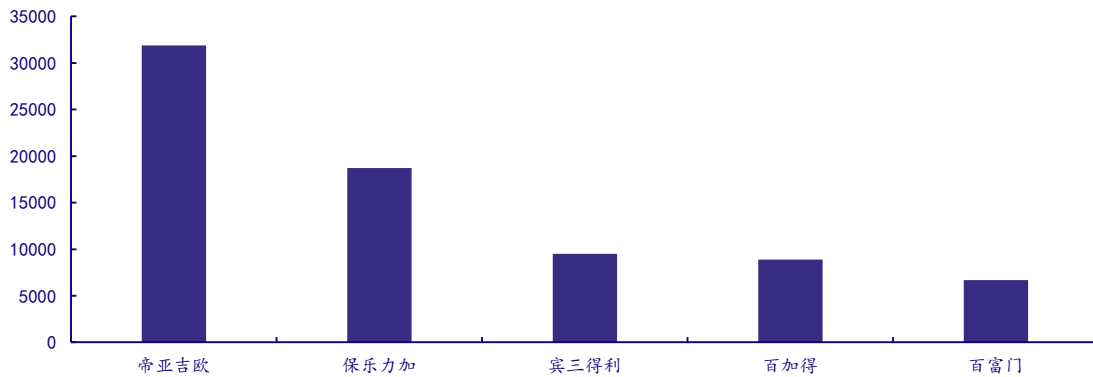
资料来源: 朝日控股官网, 中国银河证券研究院

图 27: 近年日本威士忌工厂数量 (家)



资料来源: 日本国税厅, 中国银河证券研究院

图 28: 2012 年全球烈酒厂商销售规模排名 (百万美元)

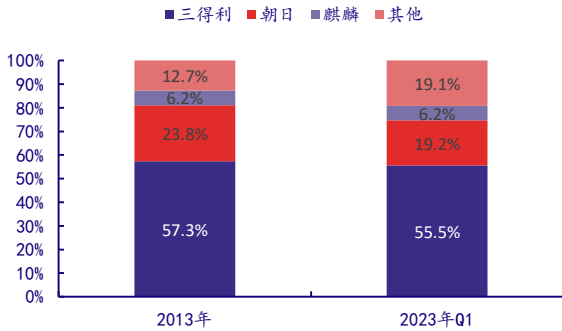


资料来源: IWSR, 中国银河证券研究院

四、日本威士忌龙头企业案例

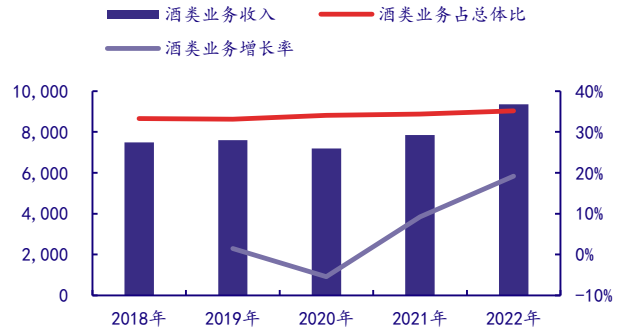
行业格局多年稳定，龙头企业保持先发优势。目前日本威士忌制造商约为 50 家，三得利占据 50% 以上的市场份额，朝日 Nikka 份额稳定在第二名。过去十年，日本威士忌行业 CR3 保持在 80% 以上，竞争格局稳定，集中度高。

图 29：日本威士忌行业市占率



资料来源：日本经济新闻，TPC，urecon，中国银河证券研究院

图 30：三得利酒类业务收入（亿日元）



资料来源：三得利，中国银河证券研究院。备注：三得利酒类包含威士忌等烈酒、啤酒、红酒

（一）三得利：开创者和引领者

三得利公司创始人是日本威士忌产业的开创者，公司和日本威士忌产业一道历经了百年发展。2022 年公司酒类业务（含烈酒、啤酒、红酒）实现收入 9356 亿日元，经营利润率 11.3%，酒类业务收入约占公司整体营业收入 35%，近年呈现稳中上升趋势。

图 31：三得利产品矩阵

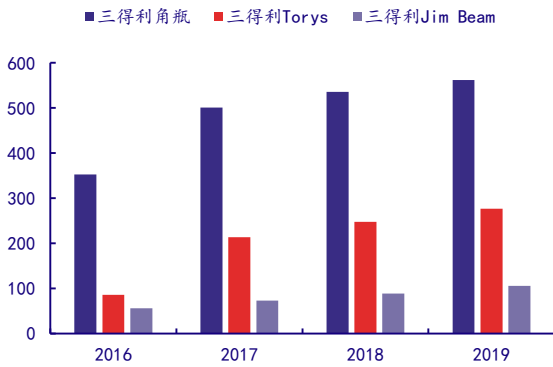


资料来源：日本国税厅，Gentosha，中国银河证券研究院

从产品方面看，三得利威士忌构建了大众至高端、多品牌多产品矩阵。1970s 时三得利已基本实现全价位覆盖的产品架构，并居安思危，在之后的 20 年间持续推出“响 17 年”，“响 21 年”，“响 30 年”丰富混合威士忌产品矩阵。此外，三得利还着目当时一片空白的国产单一麦芽威士忌领域，于 1984 年推出日本第一款 100% 单一麦芽威士忌“山崎 12 年”，带头切入麦芽威士忌赛道，1994 年，推出“白州 12 年”进一步丰富品类。2008 年，三得利开启“Highball 复活”并大获成功，在此背景下，“角 Highball”，“Torys Highball”等罐装 Highball 产品陆续发布且具有多种口味，品牌矩阵进一步多元化。

目前，中低档大众系列的“角瓶”，“Torys”，以及 Highball 产品为公司主要战略聚焦单品，销售额常年位居日本市场前五。“山崎”“白州”“响”等经典高端产品由于原液短缺导致供给不足，价格持续上涨。不断上涨的价格的也使得日威在高端威士忌市场更受追捧，反过来强化了这一高端化趋势。

图 32：三得利主要单品销量（万箱）



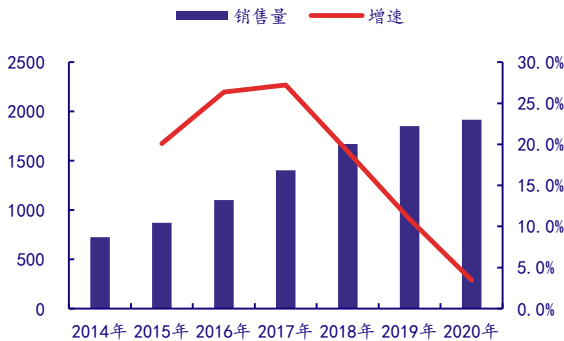
资料来源：三得利，中国银河证券研究院

图 33：日本威士忌单品销量排行榜（2023 年）

順位	商品名	平均価格(税抜)	市場規模		リピーター率	上期排名
			市場シェア	リピーター率		
(角瓶) 1位	角瓶 700ml	1275円	14.82%	26.28%	→ 1位	
(角Highball) 2位	角ハイボール 濃いめ 500ml	244円	12.41%	33.2%	→ 2位	
(Black Nikka) 3位	ブラックニッカ クリア 瓶 700ml	680円	11.77%	29.58%	→ 3位	
(Torys Classic) 4位	トリス クラシック 700ml	667円	9.56%	30.56%	→ 4位	
(White Horse) 5位	ホワイトホース ファインオールド 700ml	964円	3.42%	29.07%	→ 5位	

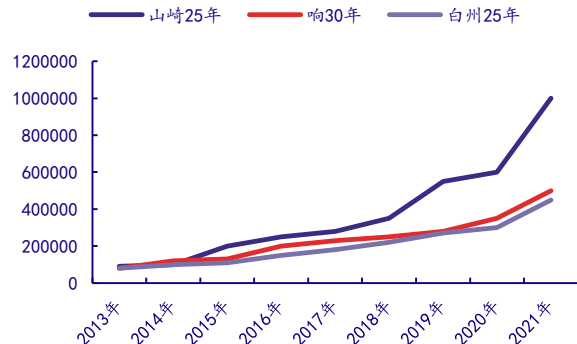
资料来源：urecon，中国银河证券研究院

图 34：三得利 Highball 销售量（万箱，1 箱=250ml*24 罐）



资料来源：三得利，中国银河证券研究院

图 35：三得利高端产品价格（日元）



资料来源：DaiKokuya，中国银河证券研究院

在消费场景打造方面，三得利逐步推动威士忌进入酒吧、渗入餐饮、扩展进入居家消费场景。

酒吧引领潮流。战后日本进入高速经济成长期，国民对西洋文化的憧憬使得去酒吧喝威士忌成为一种潮流。1950s，三得利以东京和大阪为中心，在日本各地娱乐区陆续开设 Torys Bar，定位“低价、随和的站立式酒吧”（类似于现在的海伦司），主打菜单为 Torys Highball（Torys 和苏打水混合比例大概是 1: 2.5，酒精含量约为 12%），价格低廉且易饮度高，深受普通大众喜欢。1960s 全盛期时全国达 2 千多家，夜间酒场消费场景成功融入日本工薪族日常生活。

图 36: 1950s 日本工薪族在 Torys 酒吧中畅饮



资料来源：三得利，中国银河证券研究院

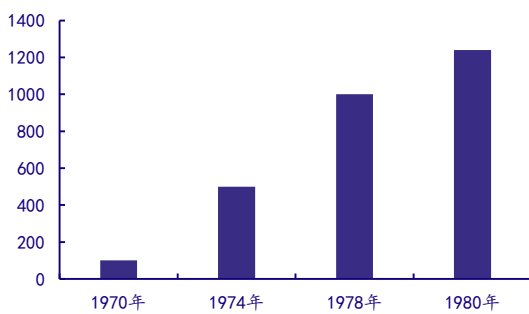
图 37: 图 40: “两根筷子作战” 广告宣传图



资料来源：DaiKokuya，中国银河证券研究院

餐饮渠道渗透大众。1971 年，贸易自由化进一步推动日本国民生活方式的西洋化。该时期，三得利启动“两根筷子”作战，致力于将威士忌推广进入寿司店等传统日式料理店的酒单。“寿司店老板在餐厅打烊后在柜台前喝三得利 Old 而非清酒”——日洋搭配的广告宣传，吸引了消费者的注意。而后，三得利 Old 销量急速增长，1980 年达到创纪录的 1240 万箱。

图 38: 三得利 Old 历史销量（万箱，1 箱=700ml*12 瓶）



资料来源：三得利，中国银河证券研究院

图 39: 顶店 Highball 认定基准

认定标识	认定条件
	1、酒杯冷却
	2、大量冰块
	3、轻挤柠檬
	4、使用三得利威士忌
	5、最强气压超级碳酸
	6、威士忌与苏打水达到黄金比例1:4
	7、在最佳温度1℃倒出

资料来源：三得利官网，中国银河证券研究院

2020 年 1 月，三得利开启“顶店 Highball”认证制度。当饮食店可以满足三得利所定的 Highball 制作七条标准时即可获得认证。该制度不仅能够满足消费者需求提高 Highball 品控，更通过认定示范型旗舰店战略，进一步扩大线下饮食店渠道渗透，增强与各销售终端的链接。目前，获得“顶店 Highball”认证的饮食店已达 2507 家。

居家消费进一步扩充场景。2010s后，三得利开始推进 Highball “餐中酒” 形象定位推广活动。先后通过邀请菅野美穗、井川遥等知名女星拍摄三得利角瓶 Highball 广告“炸鸡篇”等，宣传 Highball 和各类食物的适配性，传递其作为餐中酒的魅力。稳固餐饮堂食消费场景的同时打开居家消费场景。2021 年开启“Half Bottle”，发售各系列 350ml 包装款，进一步加强与居家消费者的链接。

图 40：近年三得利角瓶&Highball “餐中酒” 产品形象广告宣传

2009-2013	菅野美穗等	广告语：因为我用的是角瓶Highball	2014-2023	井川遥等	广告语：你也喜欢Highball吧？	
关东煮与秋刀鱼篇		蛋包饭篇	炸鸡篇		小吃篇	
关东煮篇		炸鸡HighKara篇	Highball的制作方法篇		炸鸡+小吃篇	
			一个人的Highball+炸鸡篇			

资料来源：三得利，中国银河证券研究院

在品牌宣传方面，三得利用媒体、IP、明星代言、酒厂游等多种方式不遗余力推动消费者教育，打造主品牌和子品牌形象。

媒体：1956 年三得利创刊《洋酒天国》杂志，内容包括作家、文化人士和名人的文章、谈话、游记和漫画，以及各种酒精饮料和食品相关文化的介绍。该杂志仅在 Torys 酒吧发行，最盛期发行量达 20 万本，因该杂志而到 Torys 酒吧消费的消费者不在少数。

IP：为了更多元、便利地宣传 Torys 威士忌，三得利创立 IP 光头大叔 Uncle Torys 卡通形象，系列动画广告里 Uncle Torys 下班后会去酒吧喝 Highball，使第二天更有干劲。这与当时很多上班族相信努力工作会带来光明的未来不谋而合，因此获得工薪阶层的广大喜爱，逐渐家喻户晓。

图 41：《洋酒天国》系列杂志



资料来源：三得利，中国银河证券研究院

图 42：“Uncle Torys” 形象一览



资料来源：三得利官网，中国银河证券研究院

明星广告：曾经威士忌的受众群一直是成年男性，并不包含青年和女性。作为新一代消费主力的年轻人对威士忌抱有过时、老气的印象。对此，三得利选择在日本中青年各年龄段都具有人气的加藤小雪拍摄广告传达“用三得利角瓶威士忌做 Highball 才正宗”等品牌印象，该广告在 Youtube 上总计获得了逾一百万的点击量。广告中，因经过改良后的 Highball 与啤酒相似，大家对于威士忌的印象从“老年人的饭后酒”变成了“饭前干杯酒”。同时，小雪另一广告「你也喜欢威士忌吧？」大受欢迎，成为了日本无人不知的著名广告之一。2008 年底，经营“Highball”的商店数量约为一万五千家，但在 2009 年激增到六万家。在年轻群体中的知名度从 30% 上升到近 80%。角瓶威士忌的销量业从 8 万箱一举达到了 80 万箱。

图 43：加藤小雪广告



资料来源：三得利，中国银河证券研究院

图 44：三得利山崎蒸馏所酒厂参观品鉴



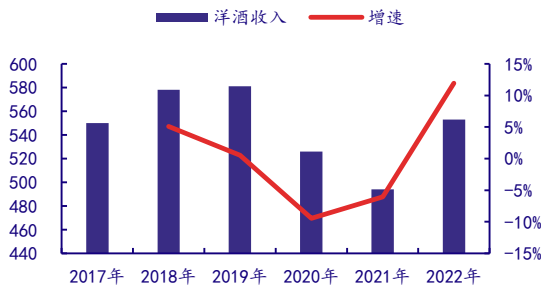
资料来源：三得利，中国银河证券研究院

酒厂游：近年，三得利坚持“丰富中高端产品矩阵，开放蒸馏所参观“两大重点方针，赋能品牌价值。以山崎蒸馏所、白州蒸馏所为中心，通过开办研讨会、开放参观等方式，传达三得利威士忌魅力，赋能品牌价值。

（二）朝日 Nikka

朝日 Nikka 是日本威士忌行业排名第二的品牌，前身为 1934 年竹鹤政孝于北海道创立的大日本果汁。2001 年被朝日啤酒收购所有股份后成为其全资子公司。朝日 Nikka 旗下产品有 Black Nikka、余市、竹鹤等，近年来与三得利一起在国际上广受好评。朝日啤酒主要以啤酒业务为主，洋酒业务仅占酒类业务的 6% 左右，2022 年洋酒业务收入为 553 亿日元，虽尚未恢复至疫情前，但呈增长态势。

图 45：朝日洋酒业务收入（亿日元）



资料来源：朝日控股，中国银河证券研究院

图 46：Nikka 发售低价威士忌对标三得利 Torys



资料来源：朝日控股，中国银河证券研究院

产品方面，坚持品质第一。与三得利创始人鸟井信治即分道扬镳后，竹鹤政孝在1940年推出遵循苏格兰传统口味的第一号“Nikka 威士忌”，然而由于战争威士忌紧接着成为管制品而未能接受市场检验。战后，三级威士忌横行。由于税法规定“原酒含量在5%以下”的都可称为三级威士忌，市场上出现相当多的威士忌原酒为0，只在酒精里添加合成色素和香料的仿制品。仿制威士忌每瓶售价仅需300日元，固守品质、单价1350日元的Nikka威士忌因此陷入经营困境。迫于现实，竹鹤最终发售Nikka三级威士忌，然而仍坚持品质第一，将其原酒含量定在5%，并且使用焦糖而非合成色素和香料。发售时价格对标三得利Torys，以薄利多销为策略使得一年销售额翻倍，营业额升至业界第二并树立良好品牌形象。此后，Nikka迎合市场需求，陆续推出烟味较淡、更为清爽的Black Nikka Clean Blend、Black Highball等产品，同时坚持品质追求，研发竹鹤、余市等经典产品。2009年“竹鹤 pure Malt”在世界威士忌大赛中获得最佳混合麦芽威士忌奖，之后屡获大奖，成为三得利之外的另一日威代表。

产品推新晚于三得利。上世纪威士忌行业高速成长期，威士忌新品层出不穷。然而，总体而言，每一细分市场的产品推新Nikka都晚于三得利，失去先发优势从而导致市占率居于第二。目前，在经典高端产品方面，Nikka与三得利平分秋色，但大众大单品方面稍逊于三得利，仅有Black Nikka，产品矩阵不及三得利丰富。

图 47: Nikka 对比三得利产品推新时间

产品定位/种类	三得利产品及发售时间	Nikka产品及发售时间
低价大众	1946年 Torys	1956年 丸瓶
高端富裕	1950年Old	1962年 Super Nikka
	1960年 Royal	
混合威士忌	1929年白札	1940年 第一号Nikka
	1930年红札	1956年 Black Nikka
	1937年角瓶	
单一麦芽威士忌	1984年山崎	1989年余市、宫城峡

资料来源：朝日控股，三得利，中国银河证券研究院

图 48: “Bar 阅读 IN MY ROOM” App 界面



资料来源：朝日控股，中国银河证券研究院

营销方面，提案新式饮酒风格。2009年行业复苏，Nikka为进一步扩大消费群体，增加饮用机会从各种角度为消费者提供了新式风格的提案。2009年，联合EMI Music Japan，提出“边听爵士乐边喝威士忌”的风格，发行爵士乐CD。2010年，Nikka聚焦电子书籍阅读用户群体，用户画像（65%为30-40岁人群，95%居家使用，75%睡前使用）与威士忌饮用人群较为重合，因此开发“Bar 阅读 IN MY ROOM” app，以“将书籍作为威士忌下酒菜”为主题宣传新式威士忌饮用风格，该APP上线苹果商店后一周内下载量突破一万。此外，与三得利相同，Nikka通过邀请知名男星大泉洋等拍摄居家饮用、放松自由为主题的宣传广告，开拓居家消费场景，进一步呼应边阅读边饮用的威士忌风格。

联动知名IP。2018年，与知名企业森永联名发售“Black Nikka×森永巧克力”，2020年，Nikka联动日本经典动画“鲁邦三世”，发起“逮捕鲁邦三世，获得赏金”促销活动。在社交媒体上获得广泛关注。

体验当先。2002年起，Nikka持续举办蒸馏所参观见学、威士忌制作体验等活动，传递品牌文化。2015年，余市蒸馏所累计参观见学人数达74.3万人，宫城峡蒸馏所达25.7万人，两地合计超100万人。2021年开放Nikka博物馆，目前已经指定为重要文化遗产。

图 49: Nikka 历年参观见学等活动

活动名	时间	活动内容
余市My Whisky制造、仙台My Whisky塾	2002、2004~2005、2008~2014	制作过程说明、蒸馏体验、橡木桶制作等
Nikka Whisky 门司工场 100周年活动	2014	工厂见学、基础讲座
仙台工厂宫城峡蒸馏所黄金周特别活动	2016	工厂见学、
宫城峡蒸馏所特别企划展	2019	竹鹤政孝经历展、宫城峡蒸馏所编年史
余市蒸馏所Nikka博物馆 开放	2021、2022	威士忌制作再现壁画、威士忌历史、限定产品试饮



资料来源：朝日控股，中国银河证券研究院

五、对百润威士忌产业启示

威士忌在日本是舶来品，历经百年发展，成为日本高度酒中的重要品类，并在世界威士忌版图中占据了重要一席。从产业长期发展驱动因素上来看，首先是口味的本土化改造使威士忌在日本落地生根，逐步由高端小众扩展至大众消费；其次，1950s-1970s 日本生活习惯的西洋化和经济的高速发展在威士忌的发展中起到了重要的助推作用；2008 年之后，企业大力倡导推行 Highball 饮用方式和产品使行业走出长期低迷期，这本身是符合日本偏好低度酒的消费习惯的。从行业竞争格局来看，创始者、先期进入者保持先发优势，虽然期间税收等造成市场竞争环境变化，龙头企业依靠由高端至大众的全系产品布局，由酒吧到餐饮到居家消费的全渠道场景布局，以及不遗余力的品牌宣传和文化传播，构筑了护城河，百年屹立，基业长青。

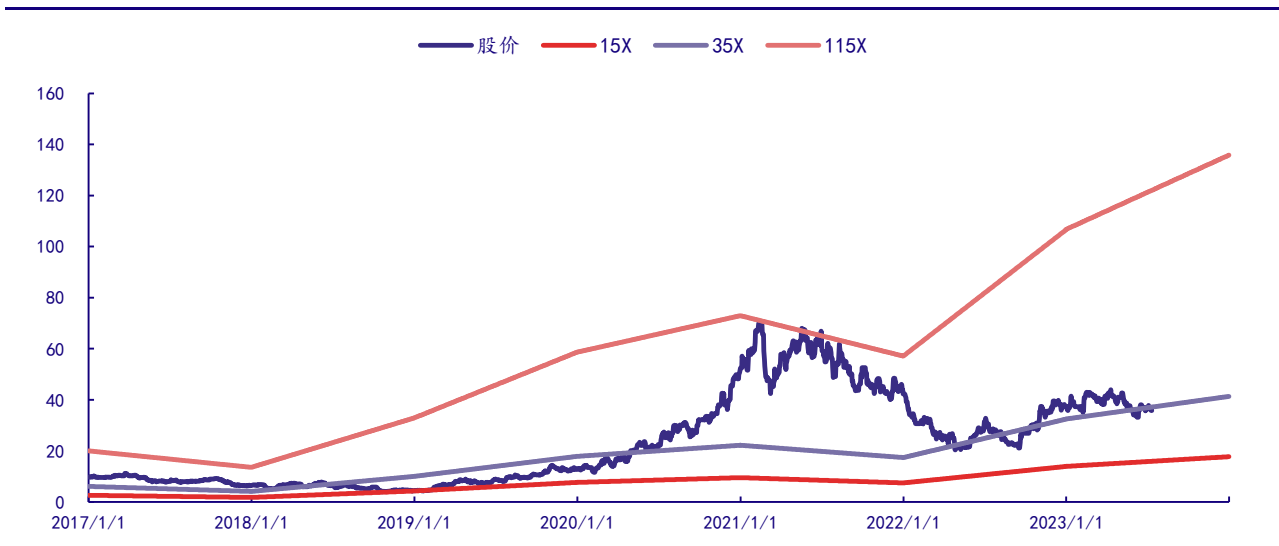
与日本类似，威士忌于中国而言也是舶来品，且现阶段在国内酒类消费中占比较低，国产威士忌布局刚刚开始。中国的酒类不够丰富，高度酒品类单一，偏重于对外的社交商务场景，我们认为威士忌在中国根植的土壤在于满足中国消费者个性化、低度化、悦己式、日常化饮酒需求，这部分需求是客观存在且在扩大的。这与百润 RIO 现有产品的定位是吻合的，我们认为公司有望成为国产威士忌行业引领者，借助公司在口味调配方面多年积累的技术经验积累实现产品口味的本土化改造，进一步加深个性化、悦己式消费文化的构建和品牌形象宣导；不同的是，产品顺序有可能是从升级预调酒（Highball 等）进阶到成品酒，在过程中需要完善餐饮、夜店渠道布局。总结而言，威士忌是一门长生命周期的生意，与白酒一样是一门陈酿时间的生意，在国内的产业环境中预计利润率较高，我们看好威士忌业务打开百润公司业务边界和价值空间。

六、公司估值分析

相对估值分析：

从市盈率指标来看，历史上公司估值波动较大，在上一轮产品周期阶段 2021 年初最高交易到 115 倍 P/E。相对于上一轮产品周期只有微醺 1 支单品表现较靓，去年强爽爆发后目前有两支单品支撑业绩，比上一轮的确定性更高。未来威士忌相关产品上市也会为公司提供更多的增长机会，打开成长天花板。由于公司在预调酒领域占据绝对市场份额，护城河较高，我们认为估值角度具备较大的弹性。

图 50：百润股份未来 1 年 P/E Band



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

七、附录： 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
流动资产	3281.65	3000.76	3308.40	3680.10	营业收入	2593.41	3814.22	4684.99	5691.00
现金	2532.07	2013.81	2134.44	2260.21	营业成本	939.39	1223.06	1491.97	1805.42
应收账款	127.00	209.00	256.71	311.84	营业税金及附加	162.37	228.85	281.10	341.46
其它应收款	34.27	31.35	38.51	46.78	营业费用	625.67	839.13	983.85	1166.66
预付账款	42.85	61.15	44.76	54.16	管理费用	172.63	244.11	290.47	352.84
存货	535.40	670.17	817.52	989.27	财务费用	1.03	-10.33	-10.03	-10.49
其他	10.05	15.27	16.47	17.85	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	3176.56	4078.56	5080.56	6082.56	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2172.23	2882.23	3692.23	4502.23	营业利润	650.99	1214.97	1547.08	1904.39
无形资产	404.38	496.38	588.38	680.38	营业外收入	1.12	4.00	4.00	4.00
其他	599.95	699.95	799.95	899.95	营业外支出	1.07	1.00	1.00	1.00
资产总计	6458.21	7079.32	8388.96	9762.65	利润总额	651.04	1217.97	1550.08	1907.39
流动负债	1685.32	1926.38	2641.02	3266.72	所得税	130.19	243.53	310.01	381.38
短期借款	444.23	338.74	726.91	976.04	净利润	520.84	974.44	1240.07	1526.01
应付账款	487.48	670.17	817.52	989.27	少数股东损益	-0.44	0.00	0.00	0.00
其他	753.61	917.48	1096.59	1301.41	归属母公司净利润	521.28	974.44	1240.07	1526.01
非流动负债	1006.53	848.53	690.53	532.53	EBITDA	767.75	1262.64	1595.05	1951.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.50	0.93	1.18	1.45
其他	1006.53	848.53	690.53	532.53					
负债合计	2691.85	2774.91	3331.54	3799.25	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	2.28	2.28	2.28	2.28	营业收入	-0.04%	47.07%	22.83%	21.47%
归属母公司股东权益	3764.08	4302.13	5055.14	5961.13	营业利润	-22.33%	86.63%	27.34%	23.10%
负债和股东权益	6458.21	7079.32	8388.96	9762.65	归属母公司净利润	-21.74%	86.93%	27.26%	23.06%
					毛利率	63.78%	67.93%	68.15%	68.28%
					净利率	20.10%	25.55%	26.47%	26.81%
					ROE	13.85%	22.65%	24.53%	25.60%
					ROIC	9.33%	17.00%	18.52%	19.88%
					资产负债率	41.68%	39.20%	39.71%	38.92%
					净负债比率	71.47%	64.47%	65.87%	63.71%
					流动比率	1.95	1.56	1.25	1.13
					速动比率	1.60	1.18	0.93	0.81
					总资产周转率	0.40	0.54	0.56	0.58
					应收帐款周转率	20.42	18.25	18.25	18.25
					应付帐款周转率	5.32	5.69	5.73	5.75
					每股收益	0.50	0.93	1.18	1.45
					每股经营现金	0.86	1.17	1.45	1.71
					每股净资产	3.58	4.10	4.81	5.68
					P/E	75.27	38.58	30.32	24.64
					P/B	10.42	8.74	7.44	6.31
					EV/EBITDA	49.68	29.11	23.11	18.87
					P/S	14.50	9.86	8.02	6.61

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

插图目录

[Table_Chart]	1
相对沪深 300 表现图	1
图 1: 中国威士忌进口金额	2
图 2: 百润股份的定增和可转债项目	2
图 3: 日本酒精饮料分类	3
图 4: 2 人以上家庭威士忌消费额 (按户主年龄, 2020 年)	3
图 5: 1 人家庭威士忌消费金额 (按年龄分, 2020 年)	3
图 6: 威士忌在各场景中的渗透情况	4
图 7: 全球威士忌产区产量占比	5
图 8: 2022 年威士忌市场收入 (百万美元)	5
图 9: 日本威士忌出口金额 (左) 和出口均价 (右)	5
图 10: 2021 年五大产区威士忌出口均价 (美元/L)	5
图 11: 日本水楯桶	5
图 12: 日本威士忌在国际上屡获大奖	5
图 13: 日本威士忌产量与人均收入水平	6
图 14: 日本威士忌之父竹鹤政孝 (左), 三得利创始人鸟井信治郎 (右)	7
图 15: 山崎蒸馏所	7
图 16: 现在的白札、红札、角瓶	7
图 17: 日本威士忌分级制度	8
图 18: 1970s 三得利由大众至高端产品系列	9
图 19: 1970s 日本国产威士忌与进口威士忌价格对比	9
图 20: 1984 年酒税改革威士忌税率上调	9
图 21: 日本烧酒、威士忌消费量 (千 KL)	9
图 22: 罐装 Highball 销量快速增长 (万箱)	10
图 23: 日本威士忌销量 (万箱) 实现复苏	10
图 24: 居家饮用 Highball 时的方式	10
图 25: 最近 3 个月至少喝过 1 次 Highball 的消费群体 (2012 年)	10
图 26: 增加威士忌饮酒频率契机调查 (2015 年)	11
图 27: 近年日本威士忌工厂数量 (家)	11
图 28: 2012 年全球烈酒厂商销售规模排名 (百万美元)	11
图 29: 日本威士忌行业市占率	12
图 30: 三得利酒类业务收入 (亿日元)	12
图 31: 三得利产品矩阵	12
图 32: 三得利主要单品销量 (万箱)	13
图 33: 日本威士忌单品销量排行榜 (2023 年)	13
图 34: 三得利 Highball 销售量 (万箱, 1 箱=250ml*24 罐)	13
图 35: 三得利高端产品价格 (日元)	13
图 36: 1950s 日本工薪族在 Torys 酒吧中畅饮	14
图 37: 图 40: “两根筷子作战”广告宣传图	14

图 38: 三得利 Old 历史销量 (万箱, 1 箱=700ml*12 瓶)	14
图 39: 顶店 Highball 认定基准	14
图 40: 近年三得利角瓶&Highball“餐中酒”产品形象广告宣传	15
图 41: 《洋酒天国》系列杂志	15
图 42: “Uncle Torys”形象一览	15
图 43: 加藤小雪广告	16
图 44: 三得利山崎蒸馏所酒厂参观品鉴	16
图 45: 朝日洋酒业务收入 (亿日元)	16
图 46: Nikka 发售低价威士忌对标三得利 Torys	16
图 47: Nikka 对比三得利产品推新时间	17
图 48: “Bar 阅读 IN MY ROOM”App 界面	17
图 49: Nikka 历年参观见学等活动	18
图 50: 未来 1 年 P/E Band	19

分析师简介及承诺

刘来珍: 上海交通大学金融学硕士, 7年食品饮料和其他消费品行业证券研究经验, 重点覆盖酒类板块以及部分非酒标的。

本人承诺, 以勤勉的执业态度, 独立、客观地出具本报告, 本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月, 行业指数相对于基准指数 (沪深 300 指数)

推荐: 预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐: 预计超越基准指数平均回报。

中性: 预计与基准指数平均回报相当。

回避: 预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月, 公司股价相对于基准指数 (沪深 300 指数)

推荐: 预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐: 预计超越基准指数平均回报。

中性: 预计与基准指数平均回报相当。

回避: 预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司 (以下简称银河证券) 向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者, 为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理, 完成投资者适当性匹配, 并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户的投资咨询建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的, 所载内容及观点客观公正, 但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断, 银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告, 但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接, 对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接, 银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明, 所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可, 任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

深广地区: 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区: 李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区: 田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangm