

## 威士忌业务蓄势待发

### —国产威士忌市场研究

#### 核心观点:

- 百润公司威士忌业务蓄势待发:** 2021年10月百润股份旗下嵊州蒸馏厂开始第一批威士忌灌桶,截止2023年12月,嵊州蒸馏厂灌桶30万桶。目前第一批入桶的威士忌存储已近3年,我们预计第一批成品上市时间渐近。本篇我们梳理了国内威士忌市场现状。我们认为国产威士忌市场发展空间广阔,而嵊州也将成为其中的领军品牌。
- 国内威士忌消费市场现状:** 国内威士忌市场尚处于发展早期阶段,2023年国内威士忌市场规模55亿元,对比国内白酒、海外威士忌市场规模尚属微乎其微。考虑中国烈酒品类较为单一,且偏重于对外社交和商务场景饮用,而随着个人化、悦己式饮酒需求提升,威士忌大有可为。目前国内消费的酒仍以进口为主,苏格兰威士忌占据主要份额,零售价300元/瓶左右是被消费较多的价格带,消费人群偏年轻化,消费地集中在一线、省会和沿海城市。
- 国内威士忌产业发展现状:** 2021年是国产威士忌元年。目前已投产项目26个,大部分威士忌酒还在橡木桶中存储,我们预计2025-2026年成品酒陆续上市。进入玩家分为国际烈酒集团、国内酒业公司跨界和创业型企业三类,其中百润公司的威士忌项目投资规模最大,公司在产品的本地化创新、消费者教育以及渠道构建等方面做得更为系统和领先,我们看好百润公司威士忌业务未来发展。
- 投资建议:** 公司威士忌产品上市脚步渐进。我们认为国产威士忌产业发展前景广阔,而公司也将成为其中的领军企业,这将打开公司长期发展空间。维持2024-2026年EPS预测0.82/0.98/1.21元,盈利预测不包含对威士忌业务的预期。2024/7/31收盘价17.8元对应P/E分别为22/18/15倍,维持“推荐”评级。
- 风险提示:** 威士忌业务市场开拓不及预期的风险;预调鸡尾酒销售不及预期的风险。

#### 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3263.89	3436.07	3968.64	4770.36
收入增长率%	25.85	5.28	15.50	20.20
归母净利润(百万元)	809.42	862.82	1024.55	1265.79
利润增速%	55.28	6.60	18.75	23.55
毛利率%	66.70	70.25	70.29	70.35
摊薄EPS(元)	0.77	0.82	0.98	1.21
PE	23.12	21.69	18.26	14.78
PB	4.63	3.82	3.16	2.60
PS	5.73	5.45	4.72	3.92

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

百润股份(002568)

推荐 (维持)

#### 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

2024-07-31

股票代码	002568
A股收盘价(元)	17.83
上证指数	2,938.75
总股本万股	104,937
实际流通A股万股	71,728
流通A股市值(亿元)	128

#### 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

【银河食饮】公司点评\_百润股份(002568)\_现有业务有韧性,未来发展有看点

## 投资概要：

### 驱动因素、关键假设及主要预测：

2024 上半年预调鸡尾酒业务面临高基数，下半年基数正常后预计销售增长。公司早在 2016 年就开始规划建设威士忌酒厂-峡州蒸馏厂，2021 年 10 月投产。按照威士忌国标关于陈酿时间的规定（单一麦芽威士忌在橡木桶中陈酿时间不少于 3 年，谷物威士忌在木桶中陈酿时间不少于 2 年）以及行业经验推算，峡州的成品威士忌上市脚步渐进。威士忌业务将成为驱动公司未来发展的重要因素。

由于公司的威士忌产品尚未上市，我们并未对产品销量进行定量假设或预测。我们核心的定性假设为：①由于产品的本土化创新、对本土消费者有更好的洞察、对国内复杂的消费渠道更为了解，以及消除进口关税成本等，国产威士忌能够打开市场空间。②公司产品主要面向大众价位段，把餐饮渠道作为重要的销售渠道，会持续进行消费者教育，稳步推进公司威士忌业务发展。我们预测峡州蒸馏厂将会发展成为国产威士忌的领头企业。

### 我们与市场不同的观点：

市场对国产威士忌市场发展信心不足，认为消费受众有限。我们认为威士忌在口味本土化适应和创新方面有较大空间，以及考虑国内消费越来越个人化、悦己化的趋势，国内威士忌市场发展空间广阔。市场对于百润股份威士忌业务发展信心不足，我们认为峡州蒸馏厂在务实地推进消费者教育，并且将目光瞄准了重要的即饮渠道，产品定位性价比，各项做法方向符合我们期待，这将助力公司发展成为国产威士忌的领头企业。

### 估值与投资建议：

2024/7/31 收盘价 17.8 元对应 P/E 分别为 22/18/15 倍，维持“推荐”评级。

### 股价表现的催化剂：

威士忌产品上市

### 主要风险因素：

威士忌业务市场开拓不及预期的风险；预调鸡尾酒销售不及预期的风险。

## 目 录

一、百润股份：威士忌业务蓄势待发 .....	4
二、国内威士忌消费市场现状 .....	5
（一）国内威士忌市场尚处于早期发展阶段 .....	5
（二）目前国内消费的威士忌以进口为主 .....	5
三、国产威士忌产业发展现状 .....	9
（一）总体产量和桶陈状况 .....	9
（二）国产威士忌产业玩家 .....	9
四、国产威士忌生意模型构建 .....	15
五、公司盈利预测与估值 .....	17
六、风险提示 .....	19
附录： .....	21
（一）公司财务预测表 .....	21

## 一、百润股份：威士忌业务蓄势待发

百润股份公司于 2016 年开始规划建设威士忌酒厂——嵊州蒸馏厂，2021 年 10 月 19 日嵊州蒸馏厂开始第一批威士忌灌桶，截止 2023 年 12 月 14 日，嵊州蒸馏厂灌桶 30 万桶。目前第一批入桶的威士忌存储已近 3 年，我们预计第一批成品上市时间渐近。此前我们研究了日本威士忌的百年发展历程（20230728【银河食饮】公司深度\_百润股份（002568）\_在世界地图上点亮中国威士忌产区）；本篇我们梳理了国内威士忌市场现状。我们认为国产威士忌市场发展空间广阔，而嵊州也将成为其中的领军品牌。

图 1：2021/10/19 嵊州蒸馏厂开元灌桶仪式



资料来源：嵊州蒸馏厂公众号，中国银河证券研究院

图 2：2023/12/14 嵊州蒸馏厂正式灌注下第三十万只陈酿桶



资料来源：嵊州蒸馏厂公众号，中国银河证券研究院

图 3：百润股份关于威士忌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）	储存能力	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%）	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：公司公告，中国银河证券研究院

## 二、国内威士忌消费市场现状

### (一) 国内威士忌市场尚处于早期发展阶段

根据中国酒业协会威士忌专业委员会的数据，2023 年国内威士忌市场规模 55 亿元，对比国内白酒市场 7563 亿元（2023 年规模以上白酒企业销售收入）的体量，尚属微乎其微。但是放眼海外，威士忌是一个全球受欢迎的烈酒品类。从全球范围看，威士忌是中国以外地区消费量最大的烈酒品类，2022 年全球威士忌市场规模约 825 亿美元；对比与我们消费习惯相近的日本，1983 年顶峰时期威士忌消费量超过了其本土蒸馏酒烧酎的消费量（按同等酒精摄入量），是当时日本消费量最大的烈酒品类。

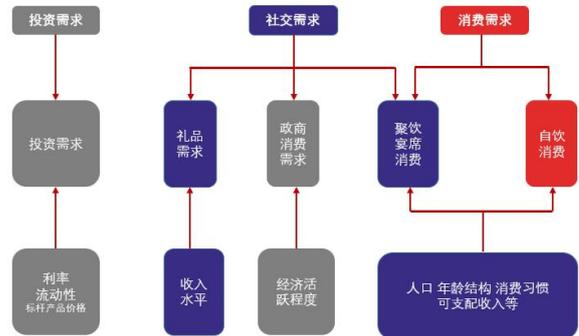
中国烈酒品类较为单一，近年来白酒产量逐年下降。我们认为，传承发展至今，中国白酒的工艺品质水平较高，产品力并不输全球其他烈酒产品，且随着老酒存储时间拉长，质量水平仍在不断提升；白酒的产量下降原因主要出在消费端。人口老龄化、汽车保有量持续提升、经济活跃度减弱等长短期因素不利于白酒消费。除此之外，我们认为白酒的消费与中国传统社交、商务消费场景绑定较深，于众多消费者特别是年轻消费者而言，白酒是一个背负压力的社交应酬工具，而非一个令人愉悦的情绪消费品。但是中国人口社会结构日益变化，与之对应，消费习惯潜移默化，其中一个明显的趋势即单身化、消费更加注重自我犒赏，即类似于《第四消费时代》中描绘的日本第三消费社会——**个人化消费趋势**。而白酒在此消费场景的布局较为薄弱，这为威士忌在中国发展提供市场空间。

图 4：全球威士忌市场收入



资料来源：Statista，中国银河证券研究院

图 5：中国酒类商品的消费属性



资料来源：日本国税厅海外酒类输出顾问，中国银河证券研究院

### (二) 目前国内消费的威士忌以进口为主

**国内威士忌市场发展历程：**2011 年开始国内威士忌消费有了抬头趋势，当时消费主要集中在小圈子。2014 年左右，单一麦芽威士忌销量开始上升。2017 年威士忌进口量开始呈增长趋势。2019 年前后，私人间高价的威士忌交易已经非常活跃。2020 年受疫情影响威士忌进口受阻以及外出受限，在家饮用威士忌的需求增加叠加酒款供应不足刺激中高端威士忌价格上涨。随着投资炒作需求的加入，2021 年威士忌进口量大增，并催生了一波国产威士忌热潮，被称为中国威士忌元年。

**目前国内消费的成品威士忌仍主要来自于进口。**根据海关数据，2023 年威士忌进口量 3.3 万吨，进口金额 5.8 亿美元。如果考虑其中有一些高浓度的威士忌原酒，以及一些非正规途进入，我们估计实际消费量大于此值。从进口量趋势来看，COVID-19 之后，居家消费需求提升以及价格上涨引发的投资热情使得 2021 年威士忌进口量大幅提升，进口金额接近翻倍，此后 2022、2023 年总量水平基本维持，2024 年消费环境因素有所走弱。整体来看，对比其他进口和国产酒，威士忌属于成长型品类。

图 6：中国威士忌总进口量



资料来源：中国海关，中国银河证券研究院

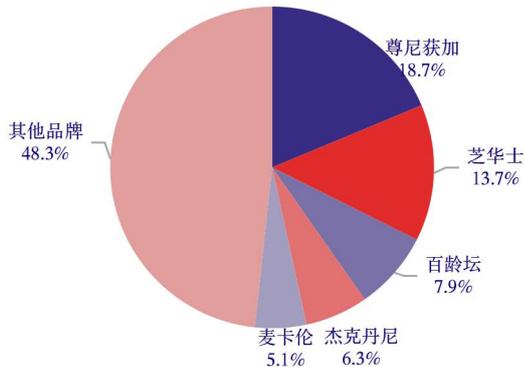
图 7：中国威士忌总进口金额和进口平均单价



资料来源：中国海关，中国银河证券研究院

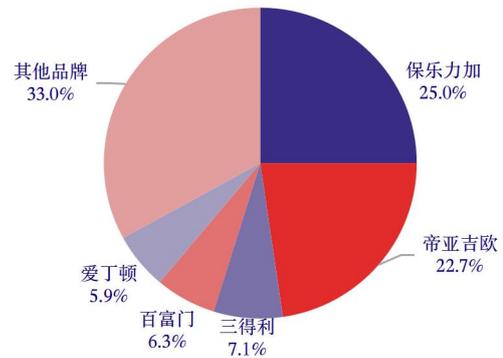
从其中的细分数据来看，国内目前消费的威士忌还是以苏格兰威士忌为主，主要品牌包括尊尼获加、芝华士、百龄坛、麦卡伦等，来自美国的杰克丹尼、日本的三得利也占据一定份额。

图 8：2022 年中国威士忌市场品牌份额



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图 9：2022 年中国威士忌市场公司份额



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

从价格来看，主流消费价格带在单瓶（700ml）零售价格 300 元左右。同时，向上 700/800 元-千元左右，以及向下百元左右也有消费。

表 1：国内进口威士忌品牌销售排行榜

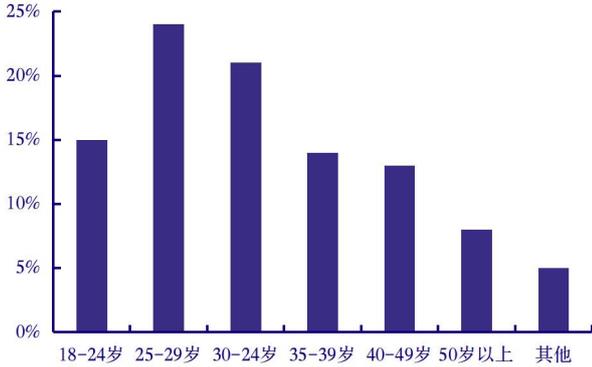
排名	品牌	产地	销售价格区间	线上高销量产品	产品类型
1	麦卡伦	英国	高端，从数千到数十万元不等	麦卡伦经典雪莉桶 12 年 (700ml)，¥740	单一麦芽威士忌
2	大摩	英国	中高端，数百到数万元	大摩 12 年 (700ml)，¥764	单一麦芽威士忌
3	格兰菲迪	英国	中高端，数百到数万元	格兰菲迪 12 年 (700ml)，¥316	单一麦芽威士忌
4	芝华士	英国	中低端，约 ¥100-¥2500	芝华士 12 年 (700ml)，¥308	调和威士忌
5	格兰威特	英国	中低端，约 ¥100-¥5000	格兰威特 12 年 (700ml)，¥346	单一麦芽威士忌
6	尊尼获加	英国	广泛，¥100-数千元	尊尼获加黑牌黑方 (700ml)，¥221	调和威士忌
7	百富	英国	中高端，数百到数万元	百富 12 年双桶 (700ml)，¥598	单一麦芽威士忌
8	皇家礼炮	英国	中高端，约 ¥500-数千元	皇家礼炮 21 年 (500ml)，¥1205	调和威士忌
9	苏格登	英国	中低端，约 ¥300-¥1000	苏格登 12 年 (700ml)，¥376	单一麦芽威士忌

10	杰克丹尼	美国	中低端, 约¥100-¥500	杰克丹尼田纳西威士忌 (500ml), ¥107	调和威士忌
11	百龄坛	英国	中低端, 约¥100-¥500	百龄坛特醇 (1000ml), ¥309	调和威士忌
12	金宾	美国	中低端, 约¥100-¥500	金宾经典波本 (750ml), ¥74	波本威士忌

资料来源: 中国酒业协会, 表中各品牌淘宝官方旗舰店, 中国银河证券研究院

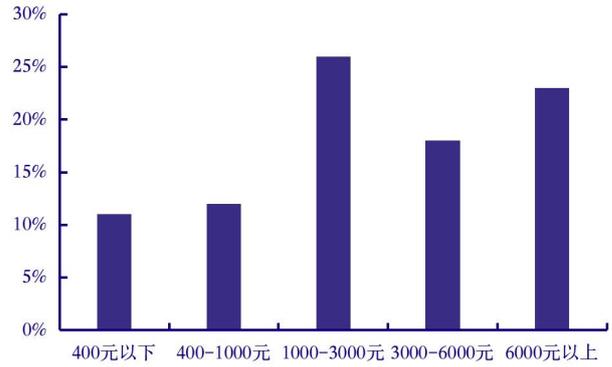
从消费人群画像来看, 根据电商数据的观察, 国内威士忌消费者偏年轻化, 消费粘性较高。

图 10: 国内威士忌消费者年龄段分布 (天猫店铺)



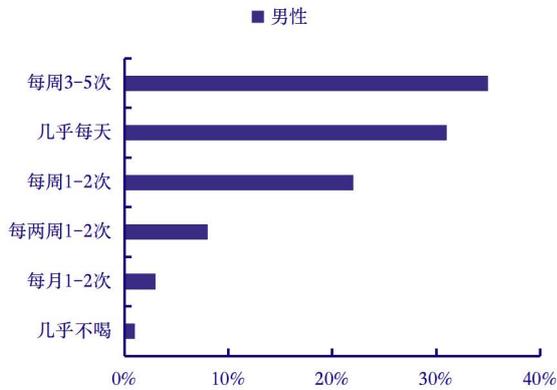
资料来源: Whisky L! 天猫旗舰店数据, 中国银河证券研究院

图 11: 威士忌消费者群体月均消费分布占比 (天猫店铺)



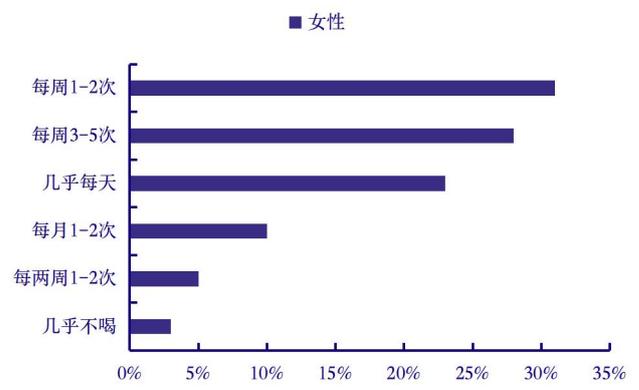
资料来源: Whisky L! 天猫旗舰店数据, 中国银河证券研究院

图 12: 威士忌爱好者饮酒频率 (男性)



资料来源: Whisky L! 天猫旗舰店数据, 中国银河证券研究院

图 13: 威士忌爱好者饮酒频率 (女性)



资料来源: Whisky L! 天猫旗舰店数据, 中国银河证券研究院

从国内城市进口量数据来看, 以沿海城市为主。其中上海的进口量较大, 这与多数威士忌品牌的区域总部或注册地设在上海有关。消费地主要分布在一线和省会、沿海城市。

表 2: 2023 年中国大陆威士忌进口量

进口目的地	进口量 (千升)	增减幅 (%)	进口额 (百万美元)	增减幅 (%)
上海市	19,599	-1.2%	337	2.7%
广东省	8,448	8.9%	161	16.8%
浙江省	981	-2.9%	27	40.9%
山东省	922	5.1%	9	-32.9%
福建省	880	-3.3%	14	-32.0%
北京市	390	-20.2%	15	23.6%

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

河北省	300	-23.1%	2	-22.7%
天津市	289	-37.9%	2	-58.2%
辽宁省	161	19.9%	3	83.7%
湖南省	125	-72.7%	12	6.7%

资料来源：中国海关，中国银河证券研究院

图 14：2023 年威士忌城市消费 TOP10



资料来源：中国酒业协会威士忌专业委员会，中国银河证券研究院

### 三、国产威士忌产业发展现状

#### (一) 总体产量和桶陈状况

目前国产威士忌酒厂陆续进入出酒、桶陈阶段，预计未来两三年内成品酒批量上市。根据中国酒业协会威士忌专业委员会截止 2024 年 3 月的统计，几组数据：**产能方面**，中国境内（含中国台湾地区 2 家）威士忌生产经营活动的具有法人资格的单位共 42 家，其中投产项目 26 个。大陆地区总设计蒸馏产能 8 万吨（同比+33.3%；以 100%vol 酒精容量为基准统计，下同），实际蒸馏产能 4.5 万吨（同比+50%），已披露未来规划总产能 25 万吨（同比+25%）。**产量方面**，2023 年产品总产量 5 万吨（折合为 40%vol 酒精容量；同比+127%）。**存储方面**，橡木桶保有量 45 万个（同比+50%），桶陈总量 6-6.5 万吨，其中约 5.5 万吨桶陈在 2 年及以下。

表 3：2023 年中国威士忌桶陈情况

桶陈时间	桶陈总量
桶陈 10 年以上	0.1 万吨以内
桶陈 5 年-10 年	0.6-1 万吨
桶陈 2 年及以下	5.5 万吨

资料来源：中国酒业协会，中国银河证券研究院

#### (二) 国产威士忌产业玩家

目前从市场参与方来看包括几类：

1) **国际烈酒集团在中国建厂**。具有代表性的，全球第二大烈酒集团保乐力加在四川峨眉山附近筹建的叠川单一麦芽威士忌酒厂，酒厂于 2021 年 8 月正式投产，在 2023 年 12 月 12 日推出了公司首款中国酿纯麦威士忌“叠川”（定价 888 元/瓶）。全球第一大烈酒集团帝亚吉欧的在中国的酒厂的建设始于“中国威士忌元年”2021 年，目前尚未投产。其余知名威士忌厂商如英国奥歌诗丹迪集团、麒麟烈酒集团，也陆续在中国投资建厂。我们分析海外烈酒集团在中国投资建厂的原因：第一，本地生产可以免去较高的进口税收，降低产品成本，使产品定价可以更好地瞄准更加广阔的大众消费市场；第二，威士忌本身是一个具备风味多样性的酒类产品，这些大厂希望将海外酒厂成熟的威士忌生产工艺与中国本土原料、水源、地理气候和微生物环境以及中国特色桶陈元素、包装元素等相结合，创新生产出具备中国特色风味和包装的产品，以更好地匹配本地消费者需求。此外，统计显示目前半数以上的威士忌消费量由中国 34 岁以下的城市年轻人口贡献，年轻人喜欢尝鲜，本地化生产有助于酒厂根据本地消费者洞察及时更新迭代产品；第三，消费者教育是酒类销售中非常重要的工作，特别是威士忌作为尚未在国内一般消费群体中普及的舶来品，需要完成文化传播、品类认知、消费场景构建以及品牌和产品认知等一系列的消费者教育工作。“回厂游”是其中一种重要的消费者教育方式，同时可以与当地旅游资源结合，以工业旅游的方式触达原点消费人群；第四，国际烈酒集团例如帝亚吉欧也有把中国原产威士忌打造成为全球一流威士忌，像苏格兰、日本和美国威士忌一样广受认可，反向输出，助力其全球业务发展的期待。

图 15：威士忌进口关税

序号	税号	商品名称	进口最惠国税率	进口普通税率	进口暂定税率	操作
1	2208300000	威士忌酒	10%	180%	5%	<a href="#">更多税率</a>

资料来源：中国海关，中国银河证券研究院

表 4：国产威士忌酒厂（1）

投资方背景	投资方	酒厂	生产地	项目现状	蒸馏产能	初始筹建时间	投产时间
	保乐力加	叠川(峨眉山)麦芽威士忌有限公司	四川峨眉山	投产	2700 吨	2019 年 8 月破土动工	2021 年
	帝亚吉欧	帝亚吉欧酒业(大理)有限公司	云南洱源	在建	2300 吨	2021 年 11 月	预计 2024 年
	罗曼湖集团 (2019 年被 江小白收购)	上海加悦酒业有限公司	待定	项目待建	—	—	—
国际烈酒集团	麒麟烈酒集团与泸州老窖合作	麒麟苍麓(大理)麦芽威士忌蒸馏厂	云南大理	在建	1200 吨	2022 年 7 月	预计 2024 年
	英国奥歌诗丹迪集团	淳岸(杭州千岛湖)威士忌酿造有限公司	浙江杭州	在建	初期 1500 吨 后期可扩容至 3000 吨	—	预计 2025 年 10 月

资料来源：中国酒业协会，中国银河证券研究院整理

图 16：叠川威士忌酒厂首支威士忌产品



资料来源：叠川公众号，中国银河证券研究院

图 17：帝亚吉欧洱源威士忌酒厂破土动工



资料来源：帝亚吉欧，中国银河证券研究院

**2) 国内酒业公司业务多元化扩展。**跨界进入者包括了国内知名白酒企业、啤酒企业和葡萄酒企业。白酒与威士忌同属烈酒，都需要存储，商业模式最为相似，销售渠道或有部分重合。啤酒在前端生产工艺上和威士忌一致，因此啤酒厂具备涉足威士忌产业的条件，但商业模式上有差异，啤酒是快消品，而威士忌周转较慢。葡萄酒企业涉足威士忌因其有橡木桶资源，以及同属舶来品，在消费者教育上或有经验可复制。在跨界进入的中国酒企中，郎酒集团入局步伐最为坚定，郎酒计划总投资不低于 30 亿元在四川峨眉山高桥镇建设威士忌庄园，总产能规划 1 万吨，致力于打造世界级威士忌酒庄，目前开始建设酒厂，首期预计在 2026 年投入使用。其余大厂项目大部分在工厂建设阶段。2015 年已出酒的钰之锦是烟台威士忌的代表厂商之一；香格里拉酒业的青稞威士忌在电商平台上有一定销量。

表 5：国产威士忌酒厂（2）

分类	投资方	酒厂	生产地	项目现状	蒸馏产能	初始筹建时间	投产时间
国内酒 业公司	四川郎酒集团	峨眉山高桥威士忌 酒业有限公司	四川峨眉山	在建	首期 3000 吨， 总产能 1 万吨 (3 期)	2024 年 4 月底动工	预计 2026 年（首期） 预计 2030 年（全部）
	安徽古井集团有限责任公司和 法国卡慕集团共同投资建设	安徽古奇草本威士 忌蒸馏坊	安徽亳州	在建	420 吨	2023 年 11 月开工	预计 2025 年
	青海互助天佑德青稞酒股份有 限公司	青海互助天佑德青 稞酒股份有限公司	青海互助	投产	1000 吨	—	—
	青岛啤酒集团有限公司	青岛啤酒股份有限 公司	山东青岛	试运营	2500 吨	2023 年	预计 2024 年底
	燕京集团	燕京啤酒股份有限 公司	北京顺义	在建	—	—	—
	山西怡园酒庄有限公司	福建德熙酒业有限 公司（2019 年 10 月 收购）	福建龙岩	投产	3000 吨	2018 年	2023 年 4 月
	烟台海市葡萄酒有限公司	钰之锦蒸馏酒(山东) 有限公司	山东蓬莱	投产	200 吨	—	2015 年
	香格里拉酒业股份有限公司	香格里拉青稞威士 忌	云南迪庆	投产	300 吨	—	2019 年 12 月

资料来源：中国酒业协会，中国银河证券研究院整理

图 18：郎酒峨眉山高桥威士忌酒业项目效果图



资料来源：郎酒公司，中国银河证券研究院

图 19：香格里拉青稞威士忌（JD 售价 388 元/瓶）



资料来源：京东，中国银河证券研究院

3) **本土企业的创业征程。**其中百润股份的投资规模最大，百润是现有国产威士忌项目中规划产能最大的企业。除去百润，福建大芹陆宜酒业是威士忌创业型企业中的重要先驱型玩家。整体而言，大芹对威士忌产业的投资力度较大、较为坚定，工厂布局位于现有威士忌的重要销售市场福建和广东，销售方面目前处于起步状态。其余投产较早的酒厂，目前销售也是处于起步状态。

**表 6: 国产威士忌酒厂 (3)**

分类	投资方	酒厂	生产地	项目现状	蒸馏产能	初始筹建时间	投产时间
百润股份	巴克斯酒业	嵊州蒸馏厂	四川邛崃	投产	3.5 万吨 (0.5 万吨麦芽, 3 万吨谷物)	2016 年	2021 年
	由台商吴松柏建立	福建大芹陆宜酒业有限公司	福建平和和大芹山	投产	老厂 1.2 万吨 广东新厂 1.83 万吨	2007 年	老厂 2014 年, 2020 年投放第一批威士忌 广东新厂预计 2024 年年底
	众筹	龙岩久溪威士忌有限公司	福建龙岩	在建	7500 吨	—	预计 2024 年下半年
	成立于 2018 年, 法定代表人高开朗	浏阳高朗烈酒酿造有限公司	湖南浏阳	投产	4000 吨	2011 年	2021 年开始大批量
	烟台吉斯家具集团有限公司: 始建于 1988 年, 主业家具。酿酒公司同时做精酿啤酒。	烟台吉斯波尔酿酒有限公司	山东烟台	投产	2000 吨 未来目标: 5000 吨	2012 年	2015 年
	北京一轻控股有限责任公司: 1993 年成立, 主业轻工、纺织服装、食品	北京龙徽酿酒有限公司	待定	项目待建	—	—	—
	在 2013 年由潘丁浩创办	熊猫精酿 (安顺) 酒业有限公司	贵州安顺	投产	—	2016 年	2023 年
其他	花瑞股份: 主业威士忌及清酒的专业代理进口, 台资。	花瑞股份千岛湖威士忌酒业	杭州千岛湖	在建	3000 吨	2023 年	—
	杭州千岛湖威士忌酒业有限公司	千岛湖蒸馏厂	浙江杭州	试运营	2100 吨	2022 年	(一期) 2024 年 6 月投产
	诚承投资控股有限公司: 成立于 2013 年, 主业以自有资金从事投资活动、企业管理咨询、非居住房地产租赁等。	隐象威士忌国际庄园 (杭州千岛湖)	浙江杭州	项目待建	(一期) 3200 吨	—	—
	成立于 2020 年, 法定代表人为余纯青。	杭州千岛湖威谷酒庄有限公司	杭州千岛湖	投产	—	—	—
	成立于 2020 年, 法定代表人为孙晓星。	河北淇记酒业有限公司	河北辛集	投产	600 吨	2018 年	2020 年
	成立于 2018 年, 法定代表人全奋飞, 公司注于精酿及威士忌等酒类的酿造生产。	河南省京德酒业有限公司	河南南阳	投产	300 吨	—	—
	—	世界烧威士忌蒸馏厂	湖南韶山	投产	老厂 500 吨+ 新厂 1000 吨	—	—
	成立于 2021 年, 法定代表人雍	浙江龙威酒业有限公司	浙江龙游	在建	1200 吨	—	—

臣左，主业食品经营和货物进出口业务。

魏伟东先生创立，2020 年完成建厂，正式投入运营，主要生产威士忌。	东威蒸馏所	湖南岳阳	投产	93 吨	—	2020 年
内蒙古蒙泰集团有限公司：成立于 2001 年，主业为煤炭产运销、煤电热一体化运营。	蒙泰威士忌酒厂	内蒙古鄂尔多斯	投产	500 吨	2019 年	2023 年
新加坡先锋物流集团：多元化、综合性的物流与航运企业。	回澜威士忌蒸馏厂	四川邛崃	在建	—	—	预计 2024 年上半年
凌酩烈酒国际贸易（云南）有限公司：成立于 2022 年，主业食品销售和酒类经营。	云南凌酩蒸馏所	云南大理	投产	20-50 吨	2017 年	2019 年
成立于 2022 年，法定代表人为张云，专注于酒类生产和销售。	胭脂马(大理)酒业有限公司	云南大理	在建	—	—	—
成立于 2022 年，法人代表章炜，主要进行酒制品生产、食品销售以及酒类经营等业务。	云南长子河酒业有限公司	云南昆明	投产	50 吨	—	2023 年
成立于 2008 年，是单一麦芽威士忌奥马尔的生产商，以葡萄酒闻名全台。	南投酒厂	中国台湾南投猫罗溪	投产	500-600 吨	2008 年	2010 年
始于 1916 年日据时期，不仅生产米酒、花雕酒，还推出威士忌等创新产品。	台湾菸酒公司台中酒厂	中国台湾台中西屯区	投产	—	—	—
新兴威士忌蒸馏厂，以创新混合谷物酿制和多元化橡木桶陈年技术闻名。	合力酒厂	中国台湾新北莺歌区	投产	—	—	—
金车股份：1979 年成立，是一家饮料和食品公司。	宜兰噶玛兰蒸馏厂	中国台湾宜兰山乡	投产	9000 吨	2005 年	2008 年

资料来源：中国酒业协会，中国银河证券研究院整理

图 20：嵯州蒸馏酒厂工厂图



资料来源：嵯州蒸馏厂公司官网，中国银河证券研究院

图 21：大芹公司工厂图



资料来源：大芹公司官网，中国银河证券研究院

福建大芹陆宜酒业是大陆首家单一麦芽威士忌蒸馏所之一。创始人吴松柏先生是一位漳州籍的台商。台湾的威士忌产业在 2005 年前后兴起，以宜兰噶玛兰蒸馏厂的设立为标志。吴松柏先生在 2007 年开始计划在福建漳州大芹山酿造威士忌，在 2008 年开始了选址和建设工作。2014 年，大芹威士忌

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

蒸馏厂投产，酒厂总投资额 10 亿元。2020 年，大芹威士忌开始在市场投放产品，包括了其金牌和蓝牌单一麦芽威士忌产品，这两款产品在 2021 年获得 World Whiskies Awards（世界威士忌大赏，业内非常权威的奖项）银奖。此阶段的市场投放主要是通过酒厂员工开设专卖店的方式销售，在局部市场试销，整体销量不大。2023 年底左右，酒厂开始面向全市场招商、投放产品。2024 年，在福建大芹威士忌酒厂投产 10 周年之际，大芹开启第二大项目，在广东省惠州市龙门县投资总额约 16 亿元的广东大芹威士忌蒸馏厂奠基。

图 22：大芹公司的产品线（主销产品和高端产品线）



资料来源：中国酒业协会，中国银河证券研究院

## 四、国产威士忌生意模型构建

国产威士忌产业现阶段整体处于早期阶段。大量酒厂还在规划/建设阶段，少数几个已有产品上市的酒厂的销售也处于起步状态，主要是通过电商、私域渠道销售，主要销售市场在本地和有消费氛围的广东福建等市场。海外进口产品的销售仍然集中在威士忌爱好者的小众圈层。因此国产威士忌这个品类真正要实现在国内破圈、走向大众消费，构建合适的商业模式至关重要。我们认为其中包括一些关键要素：

1) **产品的本土化创新**。威士忌是一个口味丰富度比较高、个性化、适合品饮的酒类产品，让国内大众消费者接受和选择适合自己口味的威士忌是关键的第一步。日本威士忌产业之所以能够从无到有到占据世界威士忌版图中的重要一席，其中一个比较关键的动作是在产品上做了口味本土化适应改造（参看 20230728【银河食饮】公司深度\_百润股份（002568）\_在世界地图上点亮中国威士忌产区）。事实上，不同于白兰地有原产地保护，威士忌是一个全球化和本土化较为成功的品类。全球五大威士忌产区，苏格兰、爱尔兰、美国、日本和加拿大，每个产区的威士忌都有其独特的风味和特色。国内现有酒厂也在进行本土化创新尝试，其中包括原料端的创新使用，发酵工艺的创新，蒸馏环节所用设备组合的创新，陈酿熟成环节所用橡木桶的创新以及口味调配创新等。

图 23： 岷州蒸馏厂采用的中国蒙古栎桶



资料来源：岷州公众号，中国银河证券研究院

图 24： 岷州的橡木桶 STR 工艺



资料来源：岷州公众号，中国银河证券研究院

图 25： 凌酝采用在橡木桶中静置咖啡豆的方式生产特色风味的威士忌



资料来源：享威，中国银河证券研究院

图 26： 东威蒸馏所自己设计的蒸馏器



资料来源：威士忌研究所公众号，中国银河证券研究院

2) **从消费者教育起步。**作为舶来品，威士忌需要大量的消费者教育。虽然进口品牌已经持续多年培育市场，但品类的渗透率仍然较低，因此对国产威士忌而言，仍然需要从品类教育上起步。品类教育包括何时饮用、如何饮用、谁来饮用。关于何时饮用，由于白酒消费集中在商务、宴席等对外社交场景，且竞争激烈，我们认为威士忌在个人化、朋友间小聚等无压力的消费场景中更容易取得成功。关于如何饮用，相较于白酒、啤酒、葡萄酒基本是直接饮用成品，威士忌具备多样化的DIY调配饮用空间。威士忌在日本消费低迷后2008年起再次复苏的关键，是三得利创新推出威士忌加水加冰做成Highball的饮用方式并重点打造佐餐消费场景，提高了产品的适口性，获得了更多年轻人和女性消费者。因此国产威士忌可以创新推出适合国内消费者的饮用方式。关于谁来饮用，重点是破圈。逻辑上威士忌的产品定位为一个以消费需求为主的情绪消费品，而非社交需求、投资需求为主的消费品，目标消费群体并不局限，主要看产品定价；经验上，在主流成熟酒类之外更容易争取的是年轻和女性消费者。消费者教育是一个漫长且需要前置投入的工作，我们看到崂州蒸馏厂在市场启动前一年已经开始了消费者的工作。

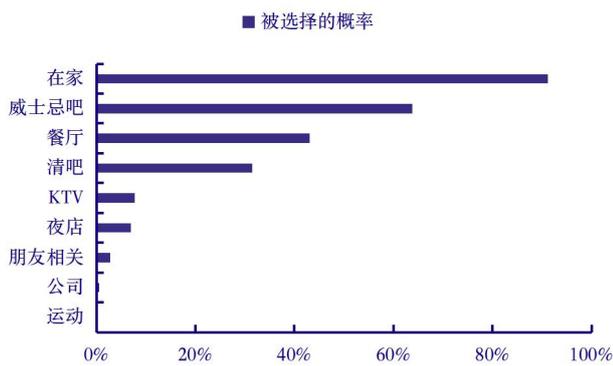
图 27：崂州蒸馏厂的消费者教育活动



资料来源：崂州公众号，中国银河证券研究院

3) **构建高效的销售渠道。**威士忌销售渠道主要包括即饮渠道（夜店，酒吧，餐厅，酒店等）和非即饮渠道（免税店，商店，电商等），或者分为夜场渠道和日场渠道。根据 WHISKY LI 的调研，目前在威士忌消费习惯相对成熟的华南地区，夜场和餐厅渠道销售占比约 70%、日场渠道占比约 30%（其中电商和商超渠道占比约 20%）；而在华东地区，夜场和餐厅销售占比约 60%、日场渠道占比约 40%（其中电商占比约 30%）。芝华士、尊尼获加等进口品牌威士忌在华省耕多年，基本上从夜场渠道起步，随消费者消费习惯的建立，而逐步拓展日场渠道。时至今日，由于威士忌尚未大面积普及，日场渠道依然存在单店销量低、周转慢的问题。因此对于刚刚起步发展的国产品牌而言，重心应当放在即饮渠道，即饮渠道中夜店近几年受冲击较大，餐饮渠道是蓝海市场。我们看到崂州蒸馏厂已经在与多家餐厅合作推广其威士忌产品。

图 28：威士忌饮用场景



资料来源：CWS 会员，中国银河证券研究院

图 29：嵊州威士忌目前在合作的餐厅



资料来源：嵊州公众号，中国银河证券研究院

## 五、公司盈利预测与估值

1) 公司基本情况分析：①威士忌业务是公司未来重要看点，但现在产品尚未上市，我们暂不进行定量预测。②公司预调鸡尾酒业务 2023 年收入 28.8 亿元，同比+27.8%；2024 上半年预调酒实现收入 14.3 亿元，同比-1.4%。从季度节奏看，自 22Q4 强爽爆发式增长带动实现季度高峰收入 8.6 亿元后，23Q3-24Q2 连续 4 个季度收入稳定在 7.1-7.2 亿元水平其中包含了淡旺季，我们认为体现了公司产品较强的消费韧性。强爽已经走过了 2022 年 9 月-2023 上半年销量爆发形成的高基数，现阶段沉淀下稳定的销量和稳定的价格体系；今年上半年通过包装更新、产品上新以及加强品牌营销，我们认为进入类似于微醺的稳健成熟打法模式；而产品的消费人群渗透还在初期阶段，未来有望稳健扩张。清爽在上半年的动作较多，包括包装规格的变化，品牌营销的发力，以及试水餐饮渠道等；由于今年餐饮等即饮消费场景略显疲弱并且竞争激烈，目前推广效果并不明显，但我们认为这个产品的经营灵活性有提升，期待未来更好的效果显现。微醺是公司的长线产品，整体状况稳定。展望下半年，高基数已过，我们判断预调鸡尾酒业务收入将实现同比增长。③公司香精香料业务 2024 上半年实现收入 1.76 亿元，同比+7.5%。公司深耕香精香料业务二十余年，在“以大客户为依托，以中小客户为辅助”的销售策略下，稳定增长。

### 2) 公司盈利预测

核心假设：①预调鸡尾酒业务 2024 年受去年高基数和消费环境低迷影响增速放缓。我们预计伴随基数回归正常，消费需求好转，以及进一步的人群渗透，公司预调酒业务增速将在 2025、2026 年提升。我们预计预调酒产品结构能够保持，成本端条件也将维持有利，将维持现有较好的毛利水平。②我们预计香精香料业务收入将维持稳健增长态势和稳定的盈利水平。

表 6：公司分业务板块盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
预调鸡尾酒收入	2,285	2,257	2,884	3,047	3,540	4,299
YoY	33.5%	-1.2%	27.8%	5.6%	16.2%	21.4%
预调鸡尾酒毛利	1,505	1,486	1,950	2,163	2,513	3,052
毛利率	65.9%	65.9%	67.6%	71.0%	71.0%	71.0%
香精香料收入	273	280	317	348	383	422
YoY	37.7%	2.3%	13.2%	10.0%	10.0%	10.0%
香精香料毛利	178	177	214	239	262	289

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

毛利率 65.2% 63.2% 67.6% 68.5% 68.5% 68.5%

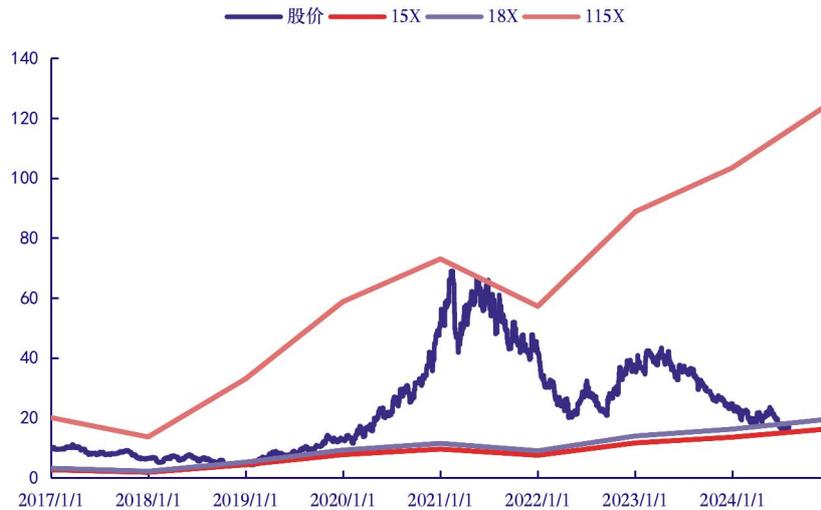
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### 3) 公司估值

#### ① 相对估值

用 Fw1Y 的指标来看，当前 P/E 在 18 倍，历史最低在 15 倍，对比历史来看已经处于较为低估的水平。对比可比公司，百润估值不高。

图 30：百润股份 P/E Band



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 7：可比公司估值

可比公司	2024/7/31 收盘价	EPS 预测		P/E	
		2024E	2025E	2024E	2025E
重庆啤酒	61.96	3.11	3.45	19.92	17.96
张裕 A	22.14	0.83	0.91	26.67	24.33
百润股份	17.83	0.82	0.98	21.74	18.19

资料来源：Wind，中国银河证券研究院。备注：张裕的盈利预测采用 Wind 一致预期

#### ② 绝对估值

我们采用 FCFE 法对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.25%、永续增长率（g）正负波动 0.25% 的情况下，公司合理每股价值区间为 24.93-40.87 元，对应市值区间为 261-429 亿元。

表 8：FCFE 估值参数假设及说明

假设数值	假设数值依据说明	
无风险利率 Rf=	2.14%	取十年期国债收益率
市场预期收益率 Rm=	4.3%	沪深 300 十年平均收益率
贝塔系数 β=	1.6	取公司近三年相对沪深 300 的 Beta
债务资本比重 Wd=	17.42%	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益)
债务资本成本 Kd=	3%	长期债务的成本
加权平均资本成本 WACC=	5.04%	加权平均资本成本，计算可得

税率= 20% 参照公司历史实际所得税税率  
永续增长率 g= 3% 假设公司永续增长率 3%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 1: FCFE 估值敏感性分析

永续增长率 (g)	加权平均资本成本 (WACC)						
	4.29%	4.54%	4.79%	5.04%	5.29%	5.54%	5.79%
2.25%	33.48	29.47	26.26	23.62	21.43	19.57	17.98
2.50%	37.62	32.61	28.71	25.59	23.02	20.89	19.08
2.75%	43.09	36.64	31.77	27.98	24.93	22.44	20.37
3.00%	50.70	41.97	35.69	30.95	27.26	24.30	21.88
3.25%	61.95	49.36	40.87	34.76	30.16	26.57	23.69
3.50%	80.34	60.32	48.07	39.81	33.87	29.39	25.89
3.75%	115.83	78.26	58.78	46.86	38.83	33.04	28.68

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 六、风险提示

威士忌业务市场开拓的风险; 预调鸡尾酒销售不及预期的风险。

## 图表目录

图 1: 2021/10/19 岷州蒸馏厂开元灌桶仪式 .....	4
图 2: 2023/12/14 岷州蒸馏厂正式灌注下第三十万只陈酿桶 .....	4
图 3: 百润股份关于威士忌的定增和可转债项目 .....	4
图 4: 全球威士忌市场收入 .....	5
图 5: 中国酒类商品的消费属性 .....	5
图 6: 中国威士忌进口量 .....	6
图 7: 中国威士忌进口金额和进口平均单价 .....	6
图 8: 2022 年中国威士忌市场品牌份额 .....	6
图 9: 2022 年中国威士忌市场公司份额 .....	6
图 10: 国内威士忌消费者年龄段分布 (天猫店铺) .....	7
图 11: 威士忌消费者群体月均消费分布占比 (天猫店铺) .....	7
图 12: 威士忌爱好者饮酒频率 (男性) .....	7
图 13: 威士忌爱好者饮酒频率 (女性) .....	7
图 14: 2023 年威士忌城市消费 TOP10 .....	8
图 15: 威士忌进口关税 .....	9
图 16: 叠川威士忌酒厂首支威士忌产品 .....	10
图 17: 帝亚吉欧洱源威士忌酒厂破土动工 .....	10
图 18: 郎酒峨眉山高桥威士忌酒业项目效果图 .....	11
图 19: 香格里拉青稞威士忌 (JD 售价 388 元/瓶) .....	11
图 20: 岷州蒸馏酒厂工厂图 .....	13
图 21: 大芹公司工厂图 .....	13
图 22: 大芹公司的产品线 (主销产品和高端产品线) .....	14
图 23: 岷州蒸馏厂采用的中国蒙古栎桶 .....	15
图 24: 岷州的橡木桶 STR 工艺 .....	15
图 25: 凌酝采用在橡木桶中静置咖啡豆的方式生产特色风味的威士忌 .....	15
图 26: 东威蒸馏所自己设计的蒸馏器 .....	15
图 27: 岷州蒸馏厂的消费者教育活动 .....	16
图 28: 威士忌饮用场景 .....	17
图 29: 岷州威士忌目前在合作的餐厅 .....	17
图 30: 百润股份 P/E Band .....	18

**附录：**
**(一) 公司财务预测表**

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3048.47	3330.29	3751.94	4389.27	营业收入	3263.89	3436.07	3968.64	4770.36
现金	1878.97	1962.87	2124.58	2417.90	营业成本	1086.80	1022.07	1179.07	1414.39
应收账款	215.54	190.89	220.48	265.02	营业税金及附加	176.68	206.16	238.12	286.22
其它应收款	32.61	38.18	44.10	53.00	营业费用	708.07	824.66	912.79	1049.48
预付账款	37.78	40.88	47.16	56.58	管理费用	193.13	240.52	277.80	333.93
存货	779.78	993.68	1211.83	1492.97	财务费用	2.49	5.04	5.08	5.00
其他	103.80	103.80	103.80	103.80	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	4062.74	4719.29	5467.83	6314.86	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	0.03	0.00	0.00	0.00
固定资产	2563.58	2907.61	3306.15	3753.18	营业利润	1024.53	1074.53	1276.71	1578.24
无形资产	492.64	492.64	492.64	492.64	营业外收入	3.82	4.00	4.00	4.00
其他	1006.52	1319.04	1669.04	2069.04	营业外支出	0.70	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	7111.22	8049.58	9219.76	10704.13	利润总额	1027.65	1078.53	1280.71	1582.24
<b>流动负债</b>	1998.89	2053.48	2199.10	2417.67	所得税	220.95	215.71	256.16	316.45
短期借款	891.05	891.05	891.05	891.05	净利润	806.70	862.82	1024.55	1265.79
应付账款	498.95	482.64	556.78	667.91	少数股东损益	-2.72	0.00	0.00	0.00
其他	608.89	679.78	751.27	858.72	归属母公司净利润	809.42	862.82	1024.55	1265.79
<b>非流动负债</b>	1068.81	1096.68	1096.68	1096.68	EBITDA	1214.98	1339.54	1587.26	1940.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.77	0.82	0.98	1.21
其他	1068.81	1096.68	1096.68	1096.68					
<b>负债合计</b>	3067.70	3150.16	3295.78	3514.36	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	营业收入	25.85%	5.28%	15.50%	20.20%
归属母公司股东权益	4043.96	4899.86	5924.42	7190.21	营业利润	57.38%	4.88%	18.82%	23.62%
<b>负债和股东权益</b>	7111.22	8049.58	9219.76	10704.13	归属母公司净利润	55.28%	6.60%	18.75%	23.55%
					毛利率	66.70%	70.25%	70.29%	70.35%
					净利率	24.80%	25.11%	25.82%	26.53%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	ROE	20.02%	17.61%	17.29%	17.60%
<b>经营活动现金流</b>	562.18	967.96	1235.74	1517.35	ROIC	13.49%	12.65%	13.05%	13.88%
净利润	806.70	862.82	1024.55	1265.79	资产负债率	43.14%	39.13%	35.75%	32.83%
折旧摊销	188.39	255.97	301.47	352.97	净负债比率	1.27%	-0.14%	-2.85%	-6.43%
财务费用	48.81	28.03	28.03	28.03	流动比率	1.53	1.62	1.71	1.82
投资损失	-0.03	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.06	1.07	1.09	1.13
营运资金变动	-514.96	-168.74	-114.31	-125.43	总资产周转率	0.48	0.45	0.46	0.48
其它	33.26	-10.11	-4.00	-4.00	应收帐款周转率	19.06	16.91	19.29	19.65
<b>投资活动现金流</b>	-1103.84	-902.41	-1046.00	-1196.00	应付帐款周转率	2.20	2.08	2.27	2.31
资本支出	-1104.39	-896.00	-1046.00	-1196.00	每股收益	0.77	0.82	0.98	1.21
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.54	0.92	1.18	1.45
其他	0.55	-6.41	0.00	0.00	每股净资产	3.85	4.67	5.65	6.85
<b>筹资活动现金流</b>	-127.63	18.36	-28.03	-28.03	P/E	23.12	21.69	18.26	14.78
短期借款	446.81	0.00	0.00	0.00	P/B	4.63	3.82	3.16	2.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	21.30	13.96	11.68	9.41
其他	-574.44	18.36	-28.03	-28.03	P/S	5.73	5.45	4.72	3.92
<b>现金净增加额</b>	-669.27	83.89	161.71	293.33					

资料来源：公司数据 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

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。

**刘来珍**，食品饮料行业分析师，上海交通大学金融学硕士，7年以上食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

## 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。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 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：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn