

# 威士忌行业深度报告：中国产区待点亮，星辰大海方启航

评级：推荐(维持)

刘洁铭(证券分析师)

S0350521110006

liujm@ghzq.com.cn

景皓(联系人)

S0350124030009

jingh@ghzq.com.cn

## ◆ 威士忌行业的基础知识扫盲：生命之水，烈酒之王，中国产区待点亮

威士忌行业基础知识：威士忌作为世界六大蒸馏酒之一，发源于苏格兰，后逐渐传播至美国、加拿大、日本、印度，当前产区遍布全球，由于威士忌酿造受原料、环境、橡木桶、时间、调和等多种因素影响，因此不同的产区及酿造方式赋予了威士忌丰富的口感和风味。其中，单一麦芽威士忌价格持续走高，赋予了威士忌较强的金融投资属性。据Euromonitor及中国酒业协会数据，2023年威士忌全球市场规模达1441亿美元，以19.7%的销售占比位列烈酒第一。当前威士忌在全球形成了寡头垄断的竞争格局，帝亚吉欧和保乐力加稳坐Top2席位，三得利、百富门、格兰父子等酒厂群雄逐鹿。

## ◆ 威士忌在中国：起步较晚，主要集中在一二线沿海城市，人群具备高收入、高知等标签，圈层明显，渗透率还有很大提升空间

中国威士忌行业起步较晚，Euromonitor数据显示2023年销售额达154亿元。当前消费场景中独饮、2-3人亲朋好友聚饮占比高，商务占比少。供给端价格高昂的海外品牌长期占据主导，但国产威士忌正在崛起，据WHISKY L《2024年威士忌年度报告》，2023年国产威士忌产能首次超过进口量，且截至2023年，中国已有42家企业投资酒厂，实际蒸馏产能达4.5万千升，但仅为苏格兰总产能的10%，未来仍有进一步提升空间。

## ◆ 目前市场关注的三大核心问题：

### ➤ (1) 在中国白酒非常强势，威士忌有没有发展空间？

目前国内仍有很多消费者对威士忌的认知不足，消费集中在高线城市、高收入和高知群体。但随着中外文化频繁交流，威士忌具备较好的推广基础；且与白酒相比，威士忌爱好者普遍更为年轻，产品形象更加符合文化发展潮流。

### ➤ (2) 威士忌是舶来品，类似于葡萄酒，消费者是否认可中国品牌？

同为舶来品的啤酒已融入中国消费者的日常生活，而威士忌与啤酒的生产工艺高度重合。不同于白兰地和葡萄酒的强专业性和限制性，威士忌原料及产区较为开放，因此拥有丰富的口味，各类偏好的消费者均可找到自己喜欢的产品。

### ➤ (3) 威士忌是讲究年份的，峡州刚建成不久，生产的酒会不会被市场认可？

当前包括中国台湾在内的世界大部分主要经济体及地区均有自己的代表性威士忌品牌，而大陆市场仍为空白。峡州是国内威士忌酒厂中投资较早，产能最大的，其从2016年开始储备，在风味、品牌、渠道等方面贴近中国消费者喜好，目前在中国威士忌爱好者中已积累了较高的品牌认知度。

## ◆ 附录：国际五大烈酒集团介绍/美国日本威士忌发展历史/中国威士忌工厂名录

◆ **投资建议及评级：**截至2023年，威士忌已成为全球销售占比第一的烈酒，当前世界主要经济体均有代表性威士忌品牌。随着消费年轻化、悦己化趋势加强，中外文化交流日渐频繁，威士忌在我国的发展仍具有广阔的空间。基于此我们维持食品饮料行业“推荐”评级。

◆ **风险提示：**1) 宏观经济波动；2) 行业政策变化导致竞争加剧；3) 原材料价格大幅上涨；4) 重点关注公司业绩或不及预期；5) 食品安全事件等。

## ◆ 目录

1. 威士忌行业基础知识扫盲
2. 中国威士忌行业发展现状
3. 目前市场核心关注的问题
  - 3.1 在中国，白酒非常强势，威士忌有没有发展空间？
  - 3.2 威士忌是舶来品，消费者认可中国品牌吗？
  - 3.3 岷州蒸馏厂刚建成不久，生产的酒会不会被市场认可？
4. 附录
  - 4.1 全球烈酒集团
  - 4.2 美国威士忌发展历史
  - 4.3 日本威士忌发展历史
  - 4.4 中国威士忌生产商名录（2024）
5. 投资建议及评级
6. 风险提示

## ◆ 1、威士忌行业基础知识扫盲

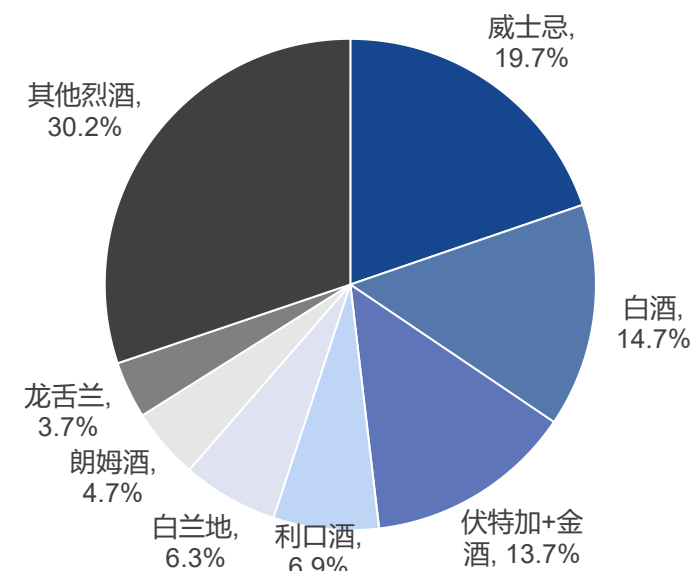
# 1.1 什么是威士忌：生命之水，烈酒之王

- ◆ **什么是威士忌：**威士忌是以大麦等谷物酿造，经过糖化、发酵、蒸馏、熟化和混配等工艺酿制而成的蒸馏酒，与伏特加、白兰地、金酒、中国白酒、朗姆酒并称为世界六大蒸馏酒。
- ◆ 威士忌需要具备“谷物发酵酿造的蒸馏酒”和“在木桶中储藏制成”两大条件。
- ◆ **威士忌在全球六大烈酒中市场规模最大。**据Euromonitor及中国酒业协会数据，截至2023年，威士忌是当前全球市场销售金额占比第一烈酒的品类，达19.7%；截至2023年威士忌销量和市场规模分别达417万千升/1441亿美元，市场规模已超过白酒位列世界第一。

图表：世界主要蒸馏酒品种

	白兰地 (Brandy)	威士忌 (Whisky)	朗姆酒 (Rum)	伏特加 (Vodka)	杜松子酒(金酒) (Gin)	龙舌兰 (Tequila)
原料	葡萄等水果	大麦、小麦、玉米	甘蔗	马铃薯、玉米、大麦、小麦、黑麦	谷物、杜松子、柠檬皮、肉桂	龙舌兰
酒精度	40-43%	40%以上	42-50%	40-50%	40-52%	35-55%
主要产地	法国	苏格兰、美国、爱小、加拿大	古巴、牙买加、巴西	俄国、美国、法国、德国	荷兰、英国	墨西哥
著名品牌	轩尼诗 Hennessy、人头马 Remy Martin、马爹利 Martell	尊尼获加 JohnnieWalker、芝华士 Chivas、百龄坛	百加得 Bacardi、摩根船长 Captain Morgan	斯米诺夫 Smirnoff 绝对伏特加 (Absolut Vodka)	哥顿 Gordon's 比富达 Beefeater	卡莎贵族 casa oble 豪帅快活 Jose Cuervo

图表：全球各品类烈酒销售金额占比（2023）



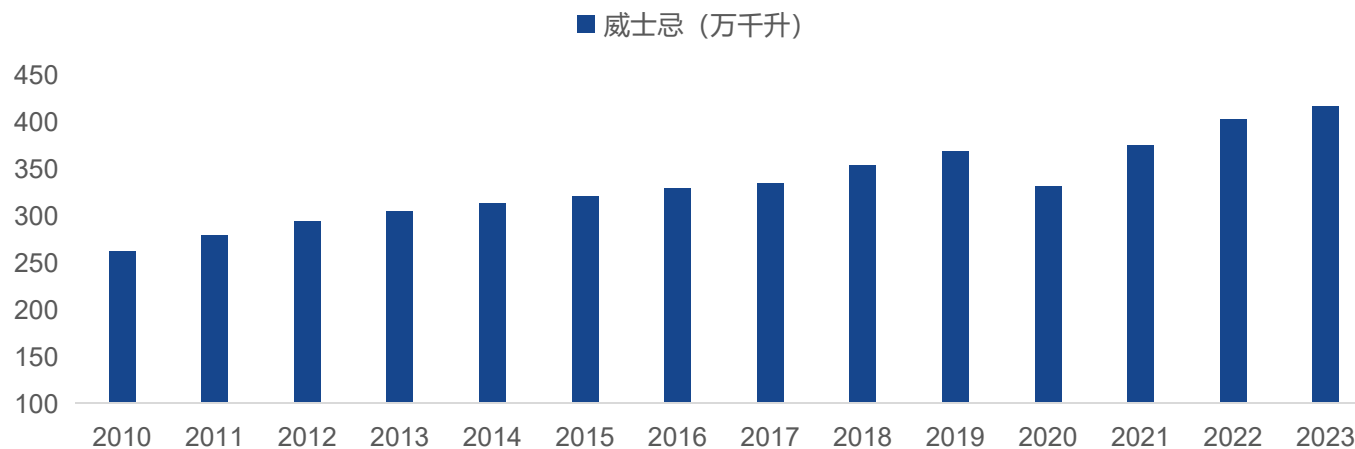
注：由于白酒消费集中于中国，因此白酒消费金额我们采用中国市场数据近似替代。美元汇率采用国家统计局公布的2023年平均汇率1美元兑7.0467人民币。

# 1.1 威士忌呈现逆势增长趋势，已成为全球第一大烈酒品类

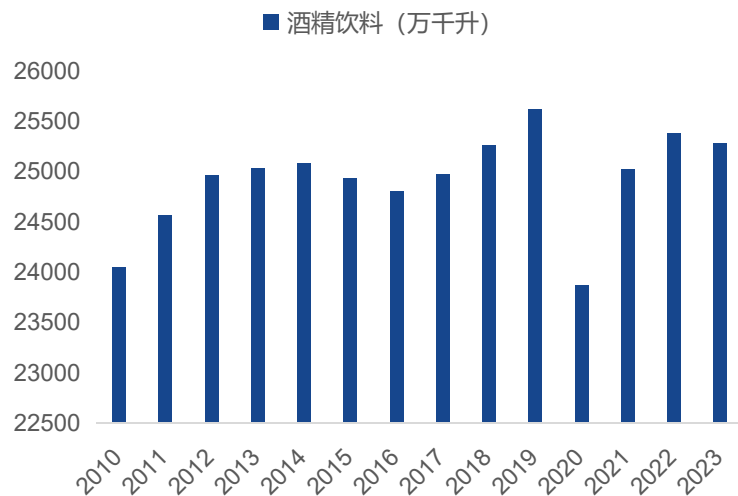
◆ 全球酒精饮料市场多次调整，威士忌呈现逆势增长趋势。全球酒精饮料市场自2012年起进入波动期，2020年受全球新冠疫情影响销量大幅下滑，虽之后有所反弹，但2023年再次面临调整。

◆ 威士忌除了2020年受疫情影响小幅波动外整体逆势增长。2010-2023年全球威士忌销量从262万千升增长至417万千升，CAGR为3.64%，显著优于酒精饮料的0.39%。

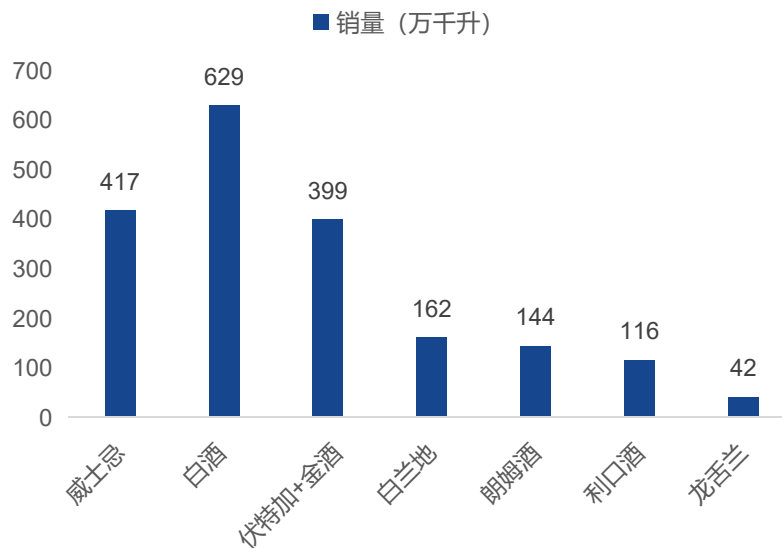
图表：全球酒饮市场多次调整，威士忌呈现逆势增长趋势



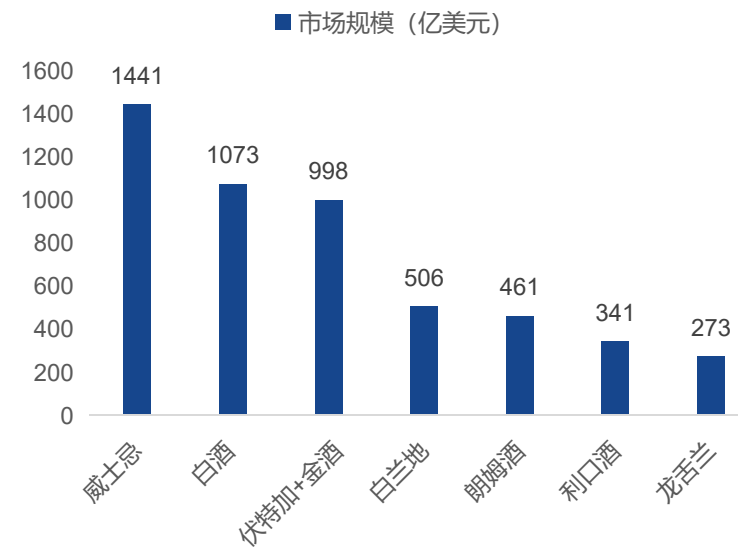
图表：全球酒精饮料整体销量增长趋势



图表：2023年各类烈酒全球销售量



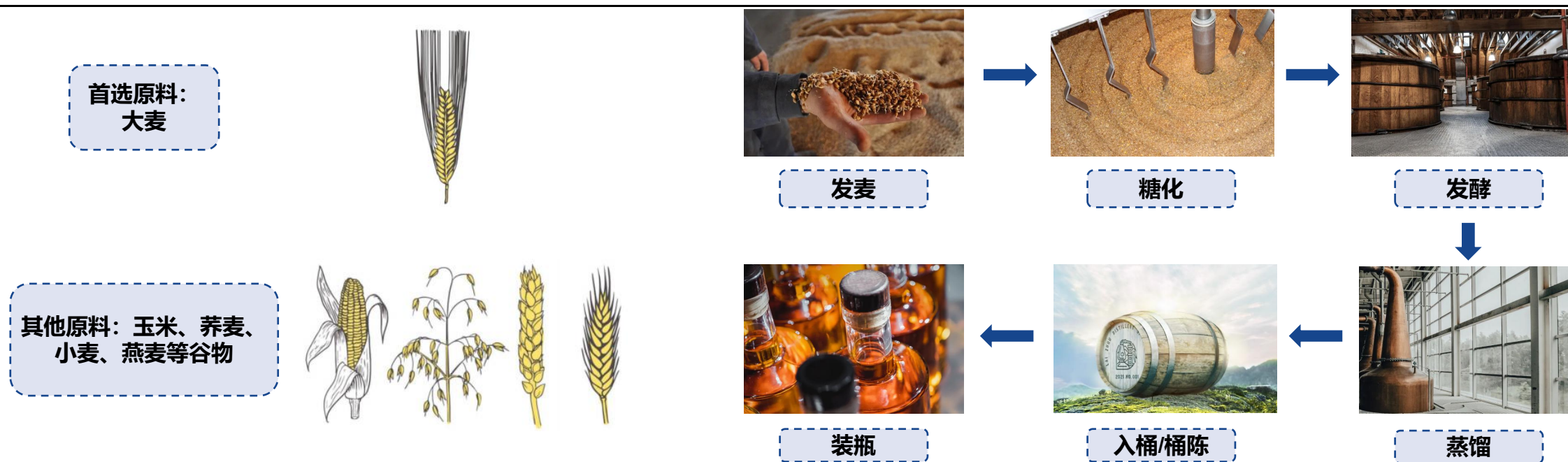
图表：2023年各类烈酒全球市场规模



# 1.1 威士忌的主要生产过程

- ◆ 大麦是行业公认的首选原料，此外也可以用玉米（波本威士忌）、黑麦（裸麦威士忌）等谷物。威士忌的酿制需要经过七个步骤
- 发麦：大麦收成后清洗干净，去除杂质，然后经过浸泡-烘干-发芽-磨碎四个步骤，目的是萃取谷物的淀粉。
- 糖化：将磨碎的麦芽与热水一起放入大的糖化槽中，搅拌成浓稠的粉浆。
- 发酵：将酵母菌加入含糖分的麦芽汁中搅拌，再移入发酵槽，发酵完成后得到类似酸啤酒的发酵麦汁，发酵过程持续48-72小时。
- 蒸馏：将发酵麦汁放入蒸馏器煮至临近沸点，让酒液变成蒸汽释出，再迅速冷凝为液体。目的是完全排除水分，只留下酒精。
- 入桶：将蒸馏酒填入木桶前要先加水将酒的浓度稀释到约64%，木桶的挑选对最终得到威士忌的质量有决定性影响。
- 桶陈（熟成）：蒸馏酒液要熟成3年以上才能被称为威士忌。
- 装瓶：一般威士忌在装瓶前会进行最后一次加水，将酒精浓度降至40-46%。

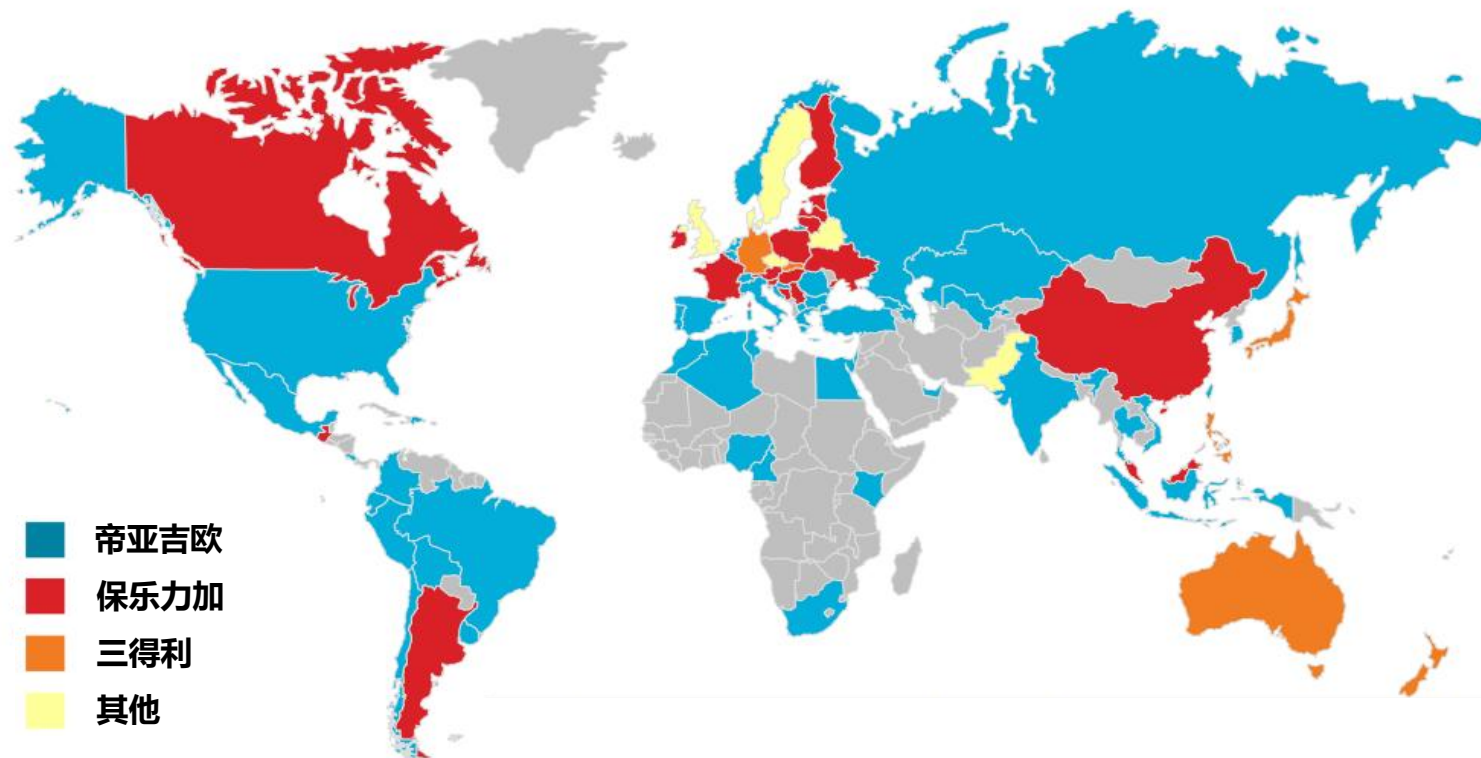
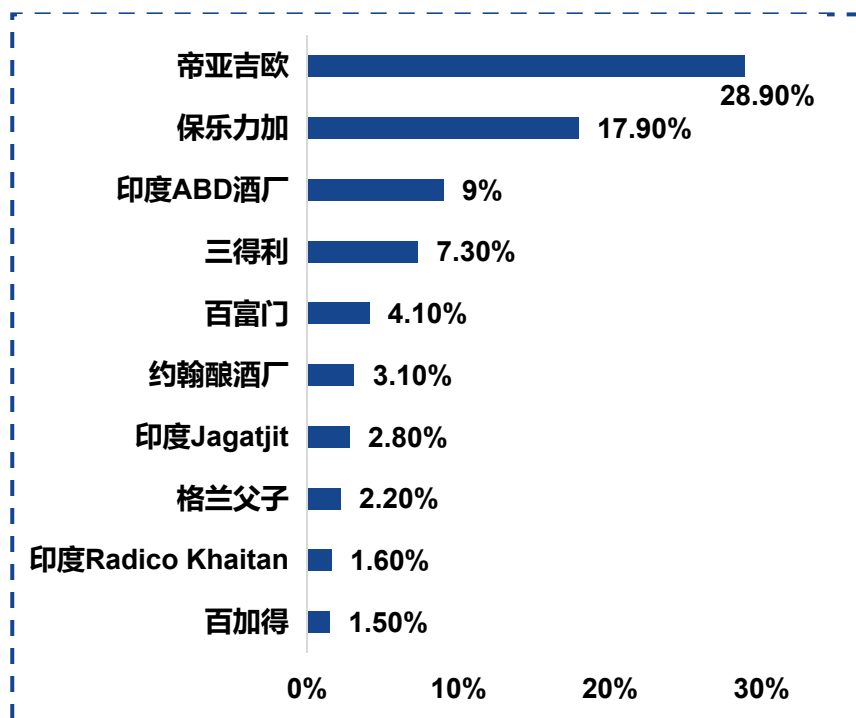
图表：威士忌原料及生产过程



# 1.1 全球威士忌行业竞争格局：寡头垄断，新兴市场龙头割据

◆ 从市占率来看，帝亚吉欧和保乐力加两大全球烈酒巨头稳坐威士忌品类Top2席位。据Euromonitor，截至2018年，帝亚吉欧和保乐力加两大集团市场份额分别为28.9%/17.9%，在各品牌中遥遥领先。由于印度人口基数庞大，且近年来威士忌消费持续快速增长，印度酒厂如ABD、Jagatjit等市场份额也进入全球前十。著名日本酒水集团三得利、全球老牌烈酒公司百富门分别以7.3%和4.1%的市占率进入前五。从消费偏好来看，帝亚吉欧在美国、印度、俄罗斯等主要烈酒消费国，以及中南美洲、非洲、中东等新兴市场表现强势；保乐力加市场主要分布在加拿大、欧洲、中国大陆。三得利除了日本本国以外，已成为澳大利亚和新西兰威士忌领导者。

图表：2018年全球威士忌集团市场份额分布及各国家和地区市占率Top1





# 1.1 全球威士忌主要玩家：单一麦芽威士忌的兴起，重新洗牌了市场

◆ 尊尼获加稳坐全球苏威Top1，三得利品类及数量领先。三得利于2014年收购了美国酒企Beam并成立子公司宾三得利，Beam旗下原有的众多苏格兰、爱尔兰及美国威士忌酒厂和品牌归于三得利集团旗下。因此三得利品牌矩阵最为丰富，产品覆盖波本威士忌，日威，苏威等所有主流品类。其他烈酒集团则显得比较“专一”，保乐力加、帝亚吉欧、爱丁顿集团的大多数品牌均专注于苏格兰威士忌，而百富门则以美国威士忌为主。

图表：主要烈酒集团旗下威士忌品牌

所属集团	代表威士忌品牌
帝亚吉欧	尊尼获加、珍宝、黑白狗、金铃、欧伯、布坎南、翰格等
保乐力加	百龄坛、芝华士、格兰威特、皇家礼炮、亚伯乐、秘藏斯佩塞、朗摩、尼杜敦、尊美醇、叠川
三得利	日本威士忌：山崎、白州、响、三得利皇冠、知多等
	苏格兰威士忌：欧肯特轩、阿德默尔、格兰盖瑞、拉弗格、波摩、尊蓝等
	爱尔兰威士忌：基尔伯根、康尼马拉、蒂罗内尔等
	美国波本威士忌：美格、金宾、贝克斯、布克斯、巴兹海顿、老祖父、诺布溪等
	加拿大威士忌：加拿大俱乐部等
格兰父子	格兰菲迪、百富、格兰冠、三只猴子
百富门	丹尼杰克、伍德福德等
爱丁顿集团	麦卡伦、高原骑士、格兰路思、布赫拉迪等

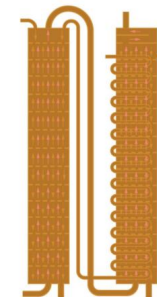
图表：2023年苏格兰威士忌销量Top10（每箱12瓶）

排名	品牌	所属公司	2022年销量 (万箱)	2023年销量 (万箱)	涨跌
1	尊尼获加 Johnnie Walker	帝亚吉欧	2270	2210	-2.7%
2	百龄坛 Ballantine' s	保乐力加	920	820	-10.5%
3	芝华士 Chivas	保乐力加	520	460	-12%
4	格兰特 Grant' s	格兰父子	420	440	3.4%
5	威廉·劳森 William Lawson' s	百加得	350	340	-2.3%
6	帝王 Dewar' s	百加得	350	330	-7.1%
7	黑白狗 Black & White	帝亚吉欧	360	320	-11.2%
8	威廉皮尔 William Peel	MBWS	270	270	0
9	珍宝 J&B	帝亚吉欧	290	250	-13.5%
10	雷堡五号 Label 5	La Martiniquaise -Bardinet	250	240	-1.6%

# 1.2 威士忌发展历史：起源于苏格兰，产区遍布全球



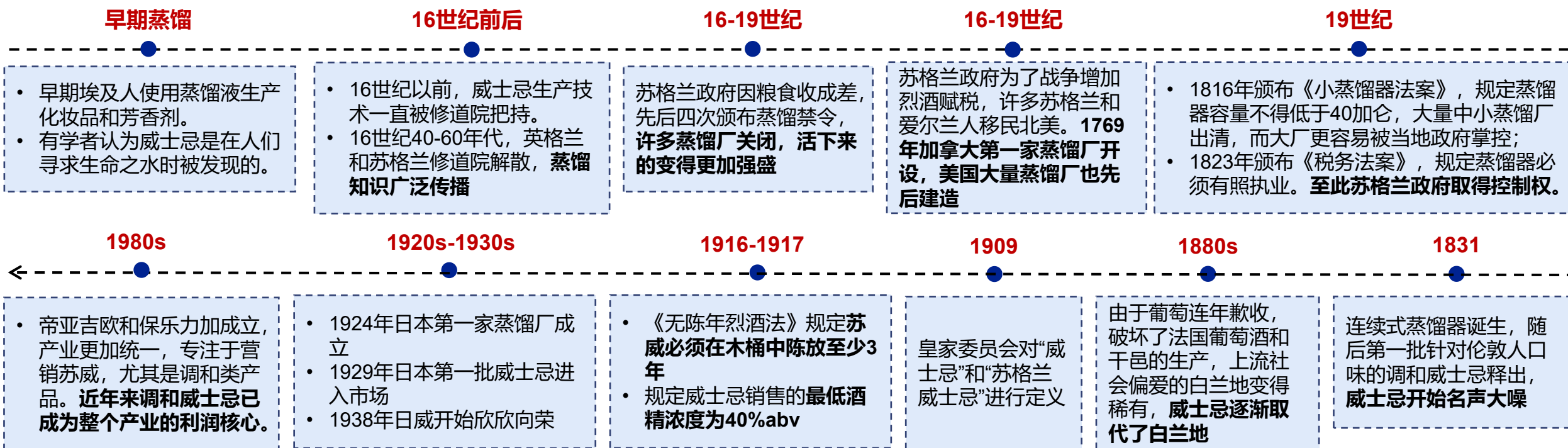
传统壶式蒸馏器



连续式蒸馏器

- ◆ 16世纪以前，**早期蒸馏**：最早的书面记载显示苏格兰在15世纪已有酿制蒸馏酒；17世纪，英国殖民者将蒸馏技术和设备带到了北美新大陆
- ◆ 19世纪中期：连续式蒸馏器诞生，连续式蒸馏器可以持续不断的蒸馏，蒸馏效率大大提高，并且原料可以采用玉米，这两样叠加不仅大大提高了威士忌的产量，而且降低了成本，口感更加清淡柔顺，适用群体广
- ◆ 19世纪80年代：法国葡萄庄园受到霜霉病影响几乎团灭，重创白兰地产业，威士忌逐步被英法上流阶层所接受，进入伦敦市场
- ◆ 1909年：威士忌的定义首次出现，并且有了产区概念，对行业的规范化发展奠定基础

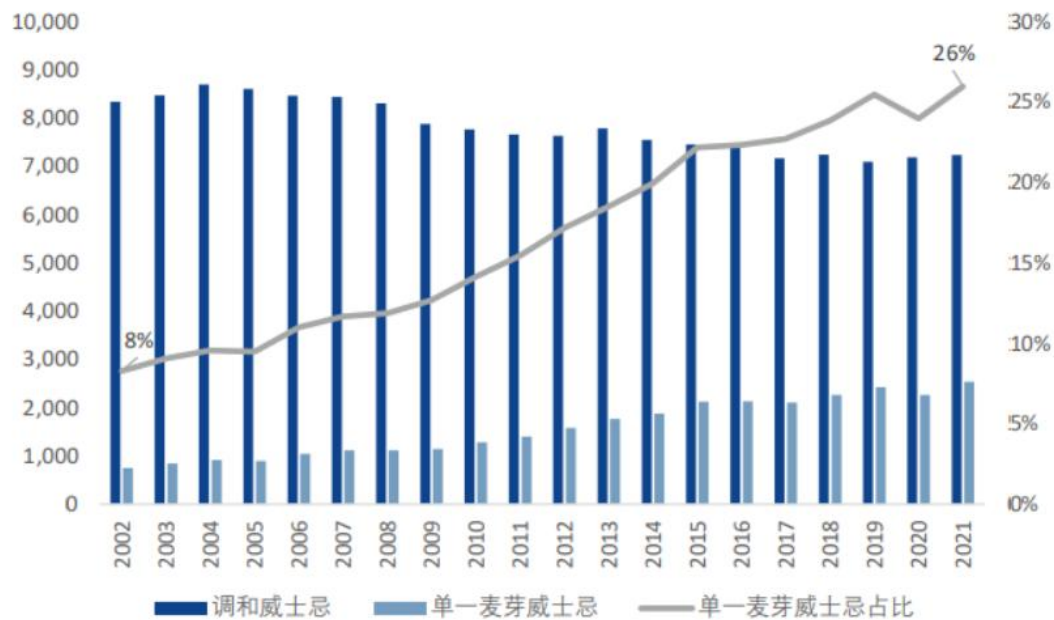
图表：威士忌发展历程



## 1.2威士忌发展历史：单一麦芽威士忌打开了威士忌的价格带天花板

- ◆ 单一麦芽威士忌的兴起让小众独立酒厂有机会涌现。帝亚吉欧和保乐力加旗下整合了不少威士忌蒸馏厂，在原有的市场环境下，通常由不同蒸馏厂负责某种特定风格的威士忌，之后再互补调配成调和威士忌出售。这样可以最大程度降低生产成本，同时保证产品口味的一致性，但缺点是压制了个性化的单一麦芽威士忌产品的发展。近年来，不少专注于单一麦芽威士忌的蒸馏厂品牌开始崛起，例如格兰父子公司（William Grant & Sons），旗下的格兰菲迪（Glenfiddich）百富（Balvenie）品牌知名度很高，其中格兰菲迪是全球最畅销的单一麦芽苏格兰威士忌，每年销量约1400万瓶。
- ◆ 单一麦芽威士忌的流行提升了威士忌的投资和收藏价值，反过来又促进单一麦芽威士忌的消费热度。根据国外相关法律规定，威士忌要酿造3年以上才可对外销售，20年以下的产品都只能算作常规威士忌。且威士忌的陈年标准非常严格，产品瓶身上标注的时间，代表着酒液桶陈的下限。单一麦芽威士忌依靠单体蒸馏厂，产量少，因此增值更快。例如售价大于1万英镑的威士忌瓶数2015-2019年呈指数上涨，2020年略有回落但仍较高。例如苏格兰威士忌中的麦卡伦，云顶，日本威士忌中的轻井泽，山崎等品牌受到热捧。

图表：美国市场单一苏格兰威士忌进口量持续上升（单位：千箱）



图表：单一麦芽威士忌价格一般高于调和威士忌（2022年京东零售价格，元/瓶）

类型	品牌	产品名称	价格	规格	产地	所属集团
调和威士忌	芝华士	芝华士(Chivas) 12年	196	700ml	苏格兰	保乐力加
	百龄坛	百龄坛特醇	122	1L	苏格兰	百加得
	帝王	帝王8年加勒比调和威士忌	158	700ml	苏格兰	百加得
	杰克丹尼	杰克丹尼黑标威士忌	169	700ml	美国	杰克丹尼
	尊尼获加	尊尼获加黑牌	226	700ml	苏格兰	帝亚吉欧
	皇家礼炮	Royal Salute 皇家礼炮21年	699	700ml	苏格兰	保乐力加
单一麦芽威士忌	格兰威特	格兰威特(Glenlivet) 12年 700ml	283	700ml	苏格兰	保乐力加
	格兰菲迪	格兰菲迪 15年	418	700ml	苏格兰	格兰父子
	百富	百富双桶陈酿 12年	558	700ml	苏格兰	格兰父子
	白州	白州 1973	899	700ml	日本	三得利
	乐加维林	乐加维林(Lagavulin) 16年	829	700ml	苏格兰	帝亚吉欧
调和威士忌	噶玛兰	噶玛兰(Kavalan) 经典独奏 Vinho 葡萄酒桶	1100	700ml	台湾	金车
单一麦芽威士忌	响	响三得利和凤醇韵	969	700ml	日本	三得利
	麦卡伦	麦卡伦 12年雪莉桶	999	700ml	苏格兰	爱丁顿
	大摩	大摩(帝摩)(The Dalmore) 15年	1188	700ml	苏格兰	怀特麦凯
	格兰冠	格兰冠(Glen Grant) 18年	1588	700ml	苏格兰	金巴利
	山崎	山崎 12年	1589	700ml	日本	三得利

# 1.3 威士忌魅力何在？复杂多变的风味如开盲盒一般有趣

- ◆ 威士忌的典型风味包括花香、果香、奶油香、麦芽香，木香等，互相交融，给饮者带来如交响乐般奇妙和富有层次的味蕾体验，开盲盒一样的风味感知，是威士忌爱好者品评威士忌的乐趣来源。
- ◆ 不同酒厂，不同桶型，不同蒸馏和冷却方式，不同酒龄，不同调和配方，产生的威士忌风味各有不同。
- ◆ 即使同一瓶威士忌，不同人会感受到不同的风味。同一个人，在不同时间，不同状态下，也能喝出不同的风味（开瓶时间，环境，心情……）

图表：威士忌典型风味和代表酒款

香型	芳香&花香型	水果&辛香型	麦芽&干涩型	饱满&圆润型	烟熏&泥煤型
风味	成熟的水果、被割过的青草味和亮青色水果（例如苹果、梨、瓜）的风味；散发出的芳香带有轻微的甜味和新鲜的酸度	带有成熟甜美的香气（如梨、杏、菠萝、芒果等），以及香草、椰子和美国波本桶带来的奶油香味，香料的辛辣出现在后味和回甘中，然后渐渐变成甜味	清淡干爽，非常耐喝，通常有橡木的甜味；闻起来酥脆如饼干，带有突出的麦芽香，芳香的尘土气息让人联想起面粉、早餐麦片和坚果的香气	口感饱满圆润，散发果脯甜香（如葡萄干、无花果干、蜜枣干等），表现出欧洲雪莉桶的风味，有些会带有橡木单宁的轻微涩味	带有轻微油脂感，麦芽糖般的甜味和偶尔伴随或清爽或偏成熟的果香，入口强烈且刺激；有扑鼻的福尔马林、消毒水和焦油气味，还有熏鱼，海藻和海洋咸腥的香气
特色	多数在美国波本桶中熟成，酒体轻盈，色泽金黄	多熟成于美国波本桶，部分放入西班牙雪莉桶作短时间熟成，往往酒体不厚重，带有金色和古铜色，十分百搭	绝佳的开胃酒，非常适合早晨饮用	多数在西班牙雪莉桶中历经长时间熟成，呈现深邃的琥珀色，色泽高贵，非常适合餐后饮用	低年份的泥煤威士忌是起床时的最佳开胃酒之一，高年份的酒体丰满，夜晚饮用再合适不过
常见酒款	格兰昆奇12年 欧摩12年 百富12年双桶	格兰利威12年 白州1973 格兰杰ALLTA	云顶10年 皇家布莱克拉12年 知更鸟21年	克里尼利基14年 山崎1923 麦卡伦12年雪莉桶	阿贝旋涡 拉弗格10年 乐加维林16年

# 1.3威士忌的风味来源：原料，环境，橡木桶，时间，调和等因素排列组合

- **水质：**水是威士忌风味的重要来源，不同酒厂使用的水富含的矿物质属性和纯度不同，会对威士忌的风味造成较大影响，因此威士忌酒厂多坐落于水质较高的河流或湖泊附近。
- **泥煤：**发麦的最后一步是通过烘烤让大麦停止发芽，而泥煤长久以来被当作燃料，燃烧泥煤时产生的大量气味浓郁的烟雾用来熏烘谷物，可以让谷物缓慢干燥，并有足够的时间吸收泥煤气味。
- **发酵时间：**发酵在48小时内完成威士忌会更体现出麦芽特质。
- **蒸馏器与蒸馏时间：**威士忌蒸馏可分为单式蒸馏和连续蒸馏。单式蒸馏多采用壶式蒸馏器，连续蒸馏多采用柱式蒸馏器。柱式蒸馏器可以连续不断地蒸馏，获得的酒液纯度接近100%；壶式蒸馏器即使经过2-3次蒸馏也无法将所有杂质滤除，但酒液并不是越纯净越好，比如壶式蒸馏器更有利于保持泥煤味和发酵过程中产生的各种风味。

图表：影响威士忌风味的因素


蒸馏厂位置	泥煤	蒸馏器	发酵时间
		 	
<p>不同的水会对产品风味产生较大影响，因此威士忌酒厂多坐落于水质较高的河流或湖泊附近。</p>	<p>发麦阶段用泥煤烘烤，赋予酒液泥煤香</p>	<p>壶式蒸馏器：多用于单式蒸馏，可保留酒体多种风味</p> <p>柱式整流器：多用于连续蒸馏，得到的酒液更纯净</p>	<p>发酵在48h内完成，产品会更体现麦芽的特质；长时间发酵会使成品更清淡，更复杂，更具水果味</p>

# 1.3 威士忌的风味来源：原料，环境，橡木桶，时间，调和等因素排列组合

- **木桶和陈酿时间：**威士忌最终风味的形成，主要受到后期熟成阶段的影响，用什么样的木桶对成果具有决定性的影响，时间越长，木桶的影响比例就越大。蒸馏后的酒体与木头中的各种分子产生化学反应，产生的化学物质慢慢渗入酒体，从而影响威士忌的风味，因此不同类型的木桶在熟成阶段对威士忌风味有较大影响。威士忌的陈年过程是一个不断变化的动态过程，木桶所含丰富的物质和原酒，在陈酿环境（温度，湿度）中不断的交互作用。其中大致的影响就是减少杂味和刺激物质，以及为威士忌带来不同的风味。
- **调和工艺：**一般的威士忌都会有调和这一步，以保证品牌口味和品质的延续性。不同酒桶、不同年份的威士忌滋味各异，调酒师需要随时注意每一个味道的细微变化，确保每年的产品保持一贯特色。

图表：影响威士忌风味的因素

木桶		调和工艺
桶型	介绍	成品酒风味
<b>基础桶型</b>		
<b>波本桶</b>	来自美国，使用最广泛，成本较低，易于购买	带有香草、奶油、椰子等风味
<b>雪莉桶</b>	陈年过雪莉酒的橡木桶，雪莉酒是西班牙的一种加强型葡萄酒	带有水果、果脯、巧克力等风味
<b>较为常见的风味桶型</b>		
<b>波特桶</b>	陈年过波特酒的橡木桶，波特酒也是一种加强型葡萄酒，带有较饱满的果香	带有香料、香草、草莓、果酱、黑巧、覆盆子等风味
<b>苏岱桶</b>	陈年过苏岱酒的橡木桶，苏岱酒甜度较高，具有独特的花香、果味、坚果味	带有白色花香、白葡萄、黄色水果的香气
<b>红酒桶</b>	陈年过红葡萄酒的酒桶	有浓郁的果香和饱满的酒体，还有一些单宁的味道
<b>水榭桶</b>	由日本特色的橡木类型——水榭木制作，造价成本较高	带有沉香、檀木、香料等风味，带有独特的东方禅意



调和可维持产品风味和品质的稳定和延续性。调酒师需要注意每一个味道的细微变化，确保产品的一贯特色。

# 1.3 调和工艺非常重要，调和师的审美直接决定了威士忌的酒体品质

➤ **市售的威士忌基本都经过调和：**单一麦芽威士忌也经过调和。单桶 (single cask) 酒款非常少见。

➤ **为什么需要调和：**威士忌是在木桶中熟成的，每一个木桶给威士忌带来的影响都具有唯一性。任何一个路人人都可以调配出自己的威士忌，但是一位优秀的首席调酒师通过酒库里的有限的原酒资源可以确保产品的一致性和稳定性。每年的具体比例和用到的原酒可能都不一样，所以需要调酒师对原酒的深入了解。

➤ **调和的目的：**酒库里成千上万个单桶可以调配出来的威士忌风味有无穷种可能性。调和师的目的在于创造威士忌特定的味道组合，并且让每批次之间的差异最小化。

➤ **调和师的首要任务：**库存管理、开发和维持目前用桶策略以达到公司现有的产品组合，或未来新品能维持一贯的品牌风格。

➤ **调和师是威士忌酒厂的灵魂人物之一：**芝华士酒厂现任有两位首席调酒师，他们的人生安全保险合计上千万英镑，保险中的条款规定，他们不能坐同一架飞机，不能住同一个酒店，他们的车在行驶中永远不能距离低于50公里。

## 调和的历史

由于早期的酒厂蒸馏的麦芽威士忌品质并不稳定，一些杂货铺和酒铺的老板开始尝试把不同酒厂的麦芽威士忌混合在一起，目的是把劣质的威士忌销售出去。

19世纪中叶，随着连续蒸馏器（科菲蒸馏器）的广泛使用，谷物威士忌开始大行其道，它的产量大，成本低，但是寡淡无味，口感粗糙，几乎就是中性酒精。苏格兰酒商们开始把谷物威士忌跟麦芽威士忌勾调在一起售卖，发现口感更易入口，现代意义的调和威士忌的时代到来了。

凭借谷物威士忌的低成本，苏格兰威士忌击败了当时最大的竞争对手爱尔兰威士忌，开启了苏格兰调和威士忌近百年的辉煌，同时调和工艺也在不断发展。

**PS：早期知名的调和威士忌品牌都源自杂货店主，例如 johny walker。**



三得利首席调酒师  
福代真司

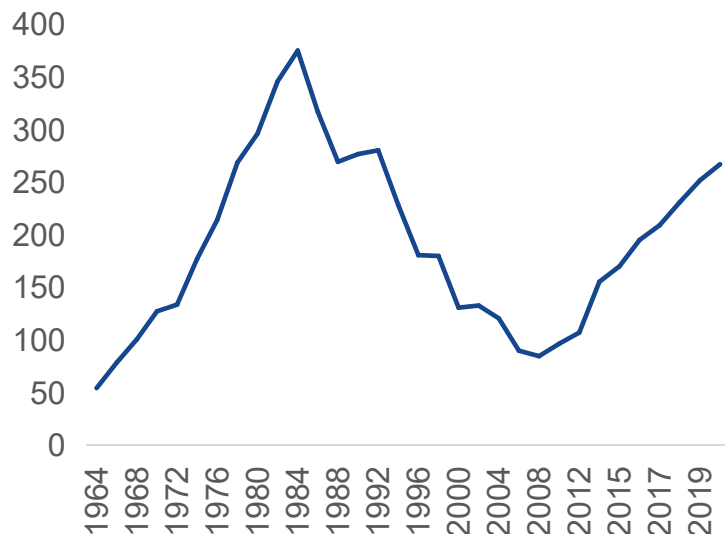
他的职责包括 Yamazaki 和 Hakushu 单一麦芽威士忌，以及 Hibiki 混合日本威士忌系列和整个三得利威士忌产品组合。

多年来，他的威士忌赢得了无数奖项，被认为是日本威士忌的领先创新者之一。

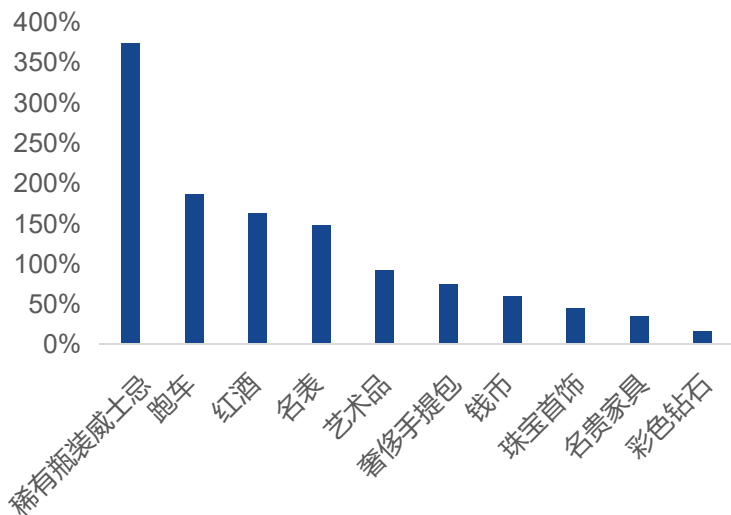
# 1.4 单一麦芽威士忌的出现，加强了威士忌的金融投资属性

- 威士忌尤其是中高年份威士忌的价格在2012-2022十年间经历了快速上涨。据Whiskystats数据，2012年12月至2022年2月全球威士忌价格指数从100攀升至358，而本轮涨价主要由日威引领，日威士忌价格指数最高时达到2022年5月的843，为2012年12月的8.4倍。
- 威士忌的酿造时间长，供给量短期调整难度大：很多品牌的单一麦芽威士忌基础款产品以12年起步，威士忌酒厂没有办法短期增加产量。
- 日本威士忌的稀缺性引领威士忌投资热：2003年开始，日本威士忌屡获国际大奖，引起全世界关注，后来带动了麦卡伦，云顶等苏格兰威士忌珍稀酒款的投资和需求热。珍稀威士忌拍卖价格指数APEX自2014年至2022年累计涨幅227.97%，领先原油、金价等资产涨幅。据Knight Frank数据，2013-2023年稀有瓶装威士忌的投资回报率远高于其他实物资产，位列第一。由于产品供不应求，2022年4月，三得利宣布对旗下的威士忌产品进一步提价，建议零售价提升幅度在5%-28%不等，而且基本越热门的酒款提升幅度越大。

图表：日本威士忌消费量（百万升）



图表：各类实物投资的10年期回报率（2013-2023年）



图表：2022年4月三得利对旗下威士忌产品提价

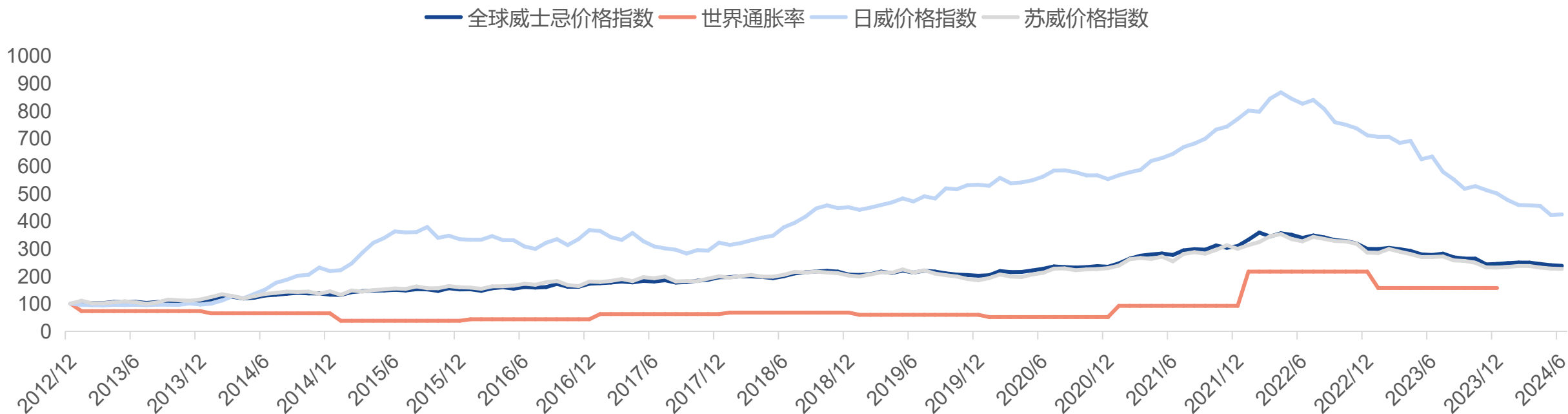
产品系列	产品名称	容量	建议零售价（不含税，日元）		提价幅度	价格（RMB）	
			旧	新		旧	新
响	响 30 年	700ml	125,000	160,000	28%	6428	8227
	响 21 年	700ml	25,000	32,000	28%	1286	1645
	响 BLENDER'S CHOICE	700ml	10,000	12,000	20%	514	617
	响 JAPANESE HARMONY	700ml	5,000	5,500	10%	257	283
山崎	山崎 25 年	700ml	125,000	160,000	28%	6428	8227
	山崎 18 年	700ml	25,000	32,000	28%	1286	1645
	山崎 12 年	700ml	8,500	10,000	18%	437	514
	山崎 12 年	50ml	730	880	21%	38	45
	山崎（无年份）	700ml	4,200	4,500	7%	216	231
	山崎（无年份）	180ml	1,140	1,250	10%	59	64
白州	白州 25 年	700ml	125,000	160,000	28%	6428	8227
	白州 18 年	700ml	25,000	32,000	28%	1286	1645
	白州 12 年	700ml	8,500	10,000	18%	437	514
	白州（无年份）	700ml	4,200	4,500	7%	216	231
	白州（无年份）	180ml	1,140	1,250	10%	59	64
知多	知多	700ml	3,800	4,000	5%	195	206



## 1.4 单一麦芽威士忌的出现，加强了威士忌的金融投资属性

- ◆ **新兴市场需求崛起，威士忌更加供不应求。**相比20世纪80年代，目前威士忌市场教育更为彻底。随着中国，印度，南美，东南亚等新兴市场中产阶级崛起，开拓了威士忌消费的新市场，全球需求量显著提升。
- ◆ **双寡头控盘，市场调控更加集中：**帝亚吉欧成立于1997年，由许多蒸馏厂不断兼并收购而形成。与80年代不同，如今大部分威士忌酒厂都被烈酒双巨头保乐力加和帝亚吉欧控制。我们认为烈酒双巨头一方面会通过控制产能，让威士忌保持一个持续繁荣的市场；另一方面，通过一些市场化运作，无形中去“教育”消费者喝威士忌。
- ◆ **2022年，随着全球经济的衰退，威士忌的价格也趋于理性：**高端威士忌价格较前期高点回落不少，我们认为过高的威士忌价格会挤出真实的消费需求，反而不利于消费基础的培养。

图表：威士忌价格变动趋势



注：世界通胀率数据更新截止至2023年12月

## ◆ 2、中国威士忌行业发展现状

## 2.1 行业起步晚，增长快，发展趋于规范

- ◆ **中国威士忌行业起步较晚。**历史上关于苏格兰威士忌的最早资料可追溯到15世纪，而中国直至1914年才酿成第一瓶威士忌。1977年，随着我国工业体系恢复建设，国内许多酿酒厂开始酿造威士忌，但这一阶段行业没有法律法规作为标准，虽然可以看到很多威士忌与中国传统相结合的有趣尝试，但严格意义上都不能算作威士忌。
- ◆ **威士忌标准的制定有利于行业的规范化发展：**1989年，中国质检总局发布了第一版威士忌标准，并在2000年及2008年先后进行了两次修订。2023年4月中国酒业协会——威士忌专业委员会正式成立，行业正在向规范化的道路持续迈进。

图表：中国威士忌行业发展历程

时间	事件
1914年	一位叫克拉克的德国人在青岛的白兰地酒厂中酿造出了据说是东亚的第一瓶“威士忌”
1963年	新中国第一个自主设计制造和施工的葡萄酒厂东郊葡萄酒厂，于1963年制造出了“葵花”牌威士忌——当时报章称为新中国首个威士忌，分为38%abv和44%abv两款
1972年	国家轻工业部将“优质威士忌酒的研究”列为重点科技项目
1989年	中国质检总局发布了第一版威士忌标准: GB 11857-1989
1990年左右	夜场开始风靡，同样作为“洋产业”的洋酒销量随之提升
2000年	威士忌国标修订 GB/T11857-2000
2008年	威士忌国标修订 GB/T11857-2008，并沿用至今
2014年	单一麦芽威士忌销量开始飙升
2020年	《烈性酒质量要求 第一部分：威士忌》开始起草
2021年	中国酒类流通协会-进口酒专业委员会成立
2023年	中国酒业协会-威士忌专业委员会成立，旨在推动中国威士忌产业的规范化、多元化、国际化发展

图表：1938年中国威士忌广告



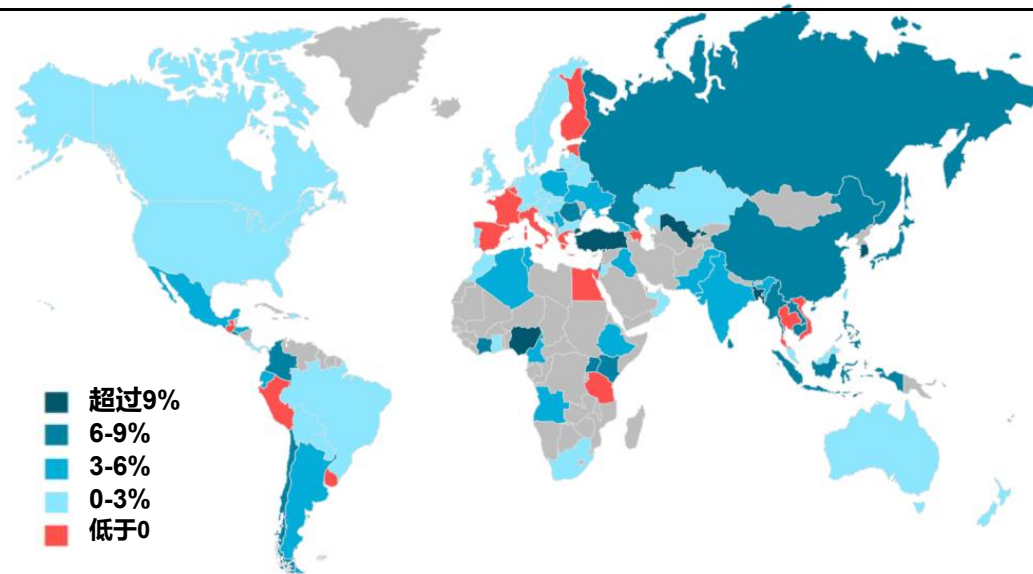
# 2.1 行业起步晚，增长快，发展潜力大

## ◆ 目前市场规模有多大？

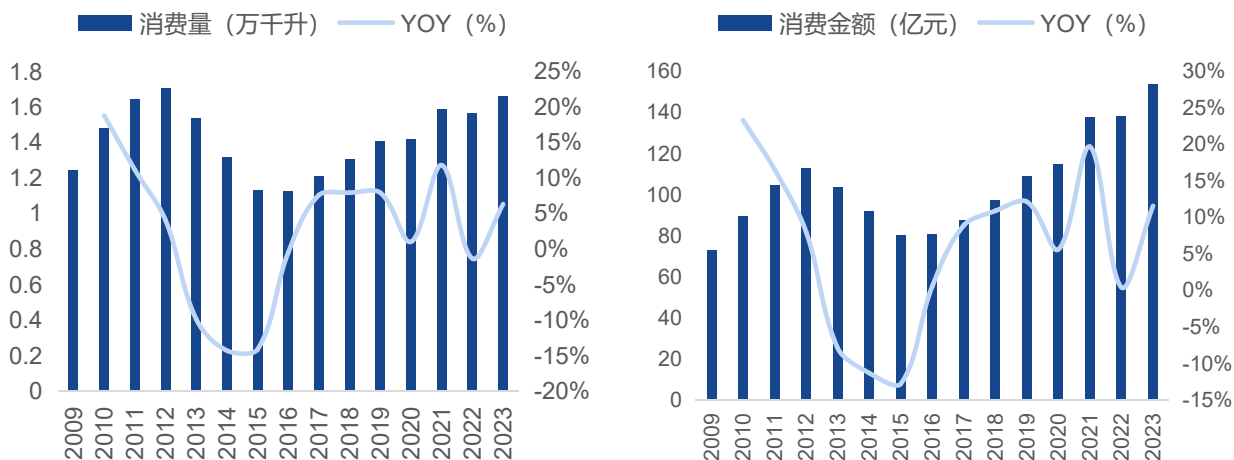
- ✓ **零售口径：**根据Euromonitor数据，2015年后我国威士忌市场规模持续快速增长，销售额从80.04亿元增长至2023年的153.65亿元（零售市场口径），CAGR达8.5%。
- ✓ **海关口径：**目前我国绝大多数威士忌来自进口，根据中国海关总署数据，2023年我国威士忌进口量为3.3万吨，进口金额5.8亿美元。考虑到其中有部分高浓度威士忌原酒，实际进口威士忌消费量预计大于此值。

- ◆ **进口威士忌呈现量价齐升：**据中国海关总署数据，威士忌的进口均价也一路走高，从2017年的7.99美元/升上涨至2022年的17.01美元/升，涨幅高达112.89%。

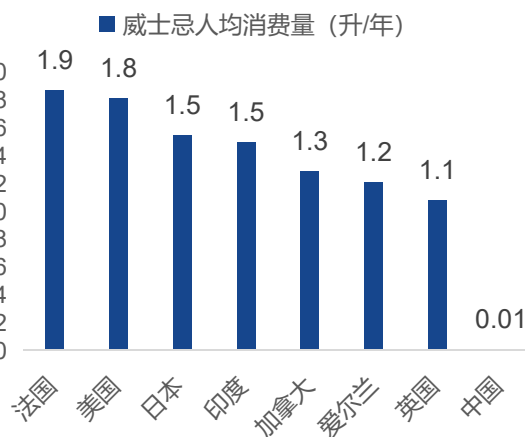
图表：2018-2023年全球各区域威士忌消费量增长情况分布



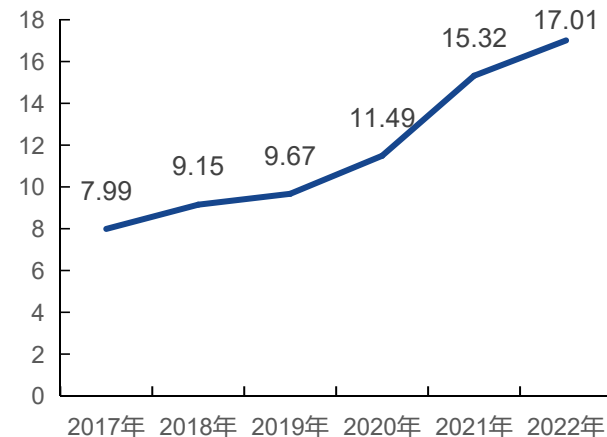
图表：2009-2023年我国威士忌市场消费量及销售额变化



图表：2023年各国威士忌人均消费量



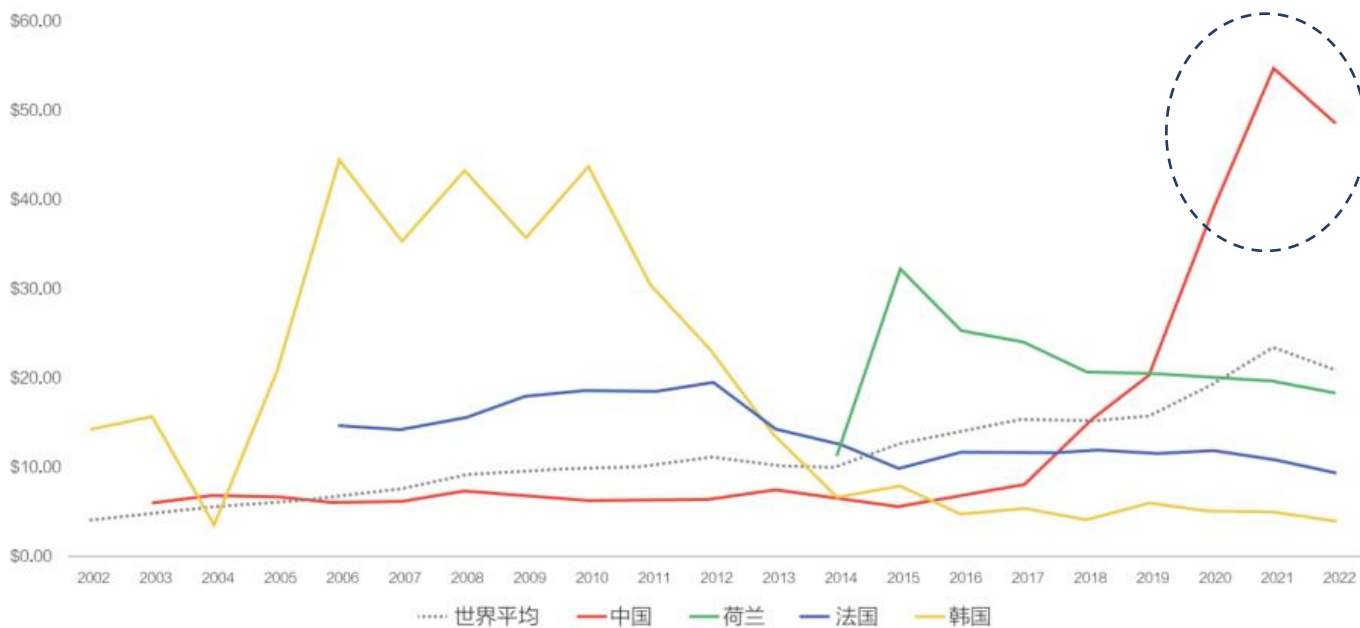
图表：2017-2022 中国威士忌进口均价(美元/L)



## 2.2威士忌在中国是怎么火起来的？白酒之外的新选择，价格飙升引关注

- ◆ 2013年是中国威士忌市场的转折之年：过去中国的威士忌消费场景主要在夜场，以威士忌爱好者为主的品饮市场占比非常小，且存在交流不方便等问题。随着移动互联网的发展，各种各样的兴趣圈层出现，威士忌爱好者的群体不断扩大。烈酒集团也逐渐将旗下单一麦芽为代表的中高端威士忌品牌引入国内。
- ◆ 茅台的示范效应，日本威士忌推升了威士忌的投资收藏属性：2003年，山崎12年拿下2003年国际烈酒挑战赛（ISC）金奖后，日本威士忌逐渐在世界范围内获得好评。日威的口感更加柔和、含蓄、平衡和清新，且部分日威由于陈酿时采用北海道的水榭木，更符合东亚人的口味。

图表：2002-2022日本出口重点国家平均瓶单价变化，中国市场对日本高端威士忌尤其青睐



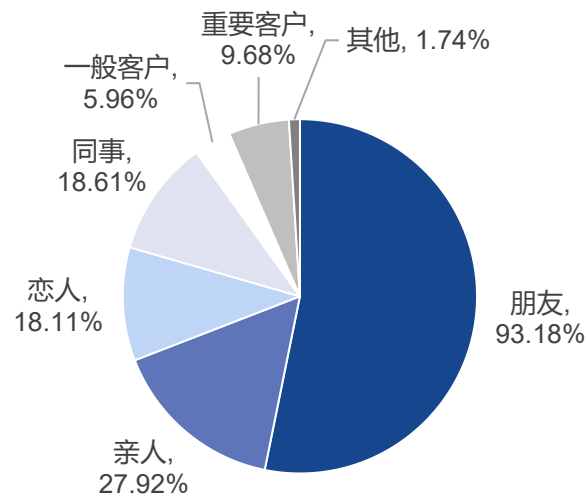
图表：部分代表性日威品牌



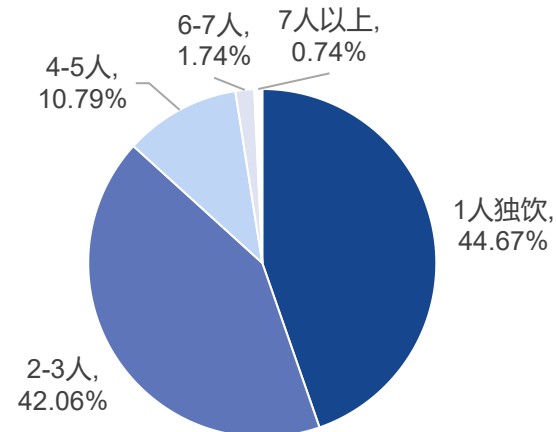
## 2.3 需求端：消费场景中独饮、2-3人亲朋好友聚饮占比高，商务占比少

- ◆ **威士忌逐渐成为自由和个性的象征**：据百瓶APP统计，区别于爱好者们过去对于威士忌的印象：成功、高端、成熟，截至2023年，仅有19.35%的爱好者认为威士忌代表高端。威士忌在消费者眼中已经成为了自由(57.69%)个性(62.28%)的象征。
- ◆ **威士忌的消费场景与传统白酒有显著不同**：在家品饮，2-3人小聚成为威士忌的主要场景。
- ◆ **未来威士忌行业发展需要通过产品创新经营好年轻一代消费群体，突破餐后酒的局限，开拓更多场景**

图表：亲朋好友聚饮占比高，商务占比少（多选）



图表：消费者独饮占比高



图表：我国威士忌爱好者画像



TGI大幅度高于酒类及全网人群的特征

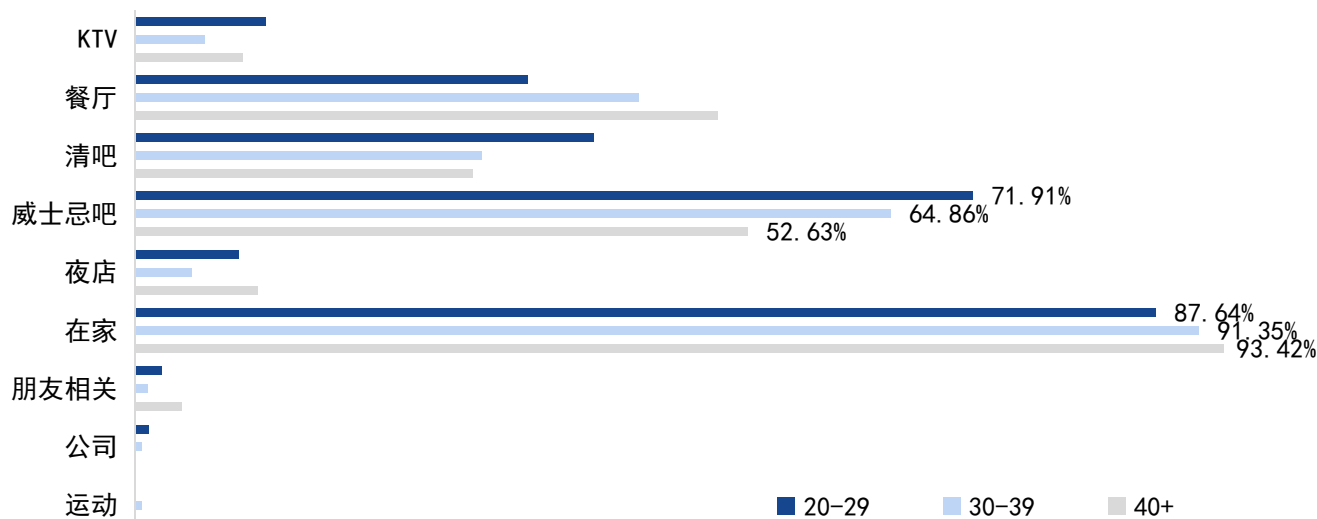
游戏人生 动漫类 摄影一族 电影族 旅行者



TGI大幅度高于全网人群的美食兴趣

咖啡控 轻食主义 茶道中人

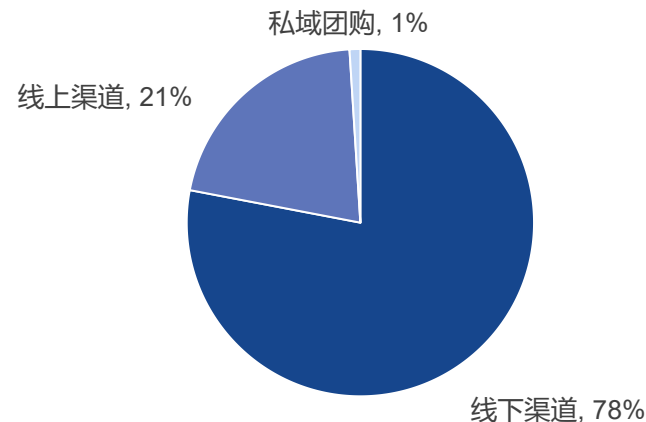
图表：威士忌品饮场景趋于日常化



## 2.4 供给端：海外品牌主导，进口价格高昂

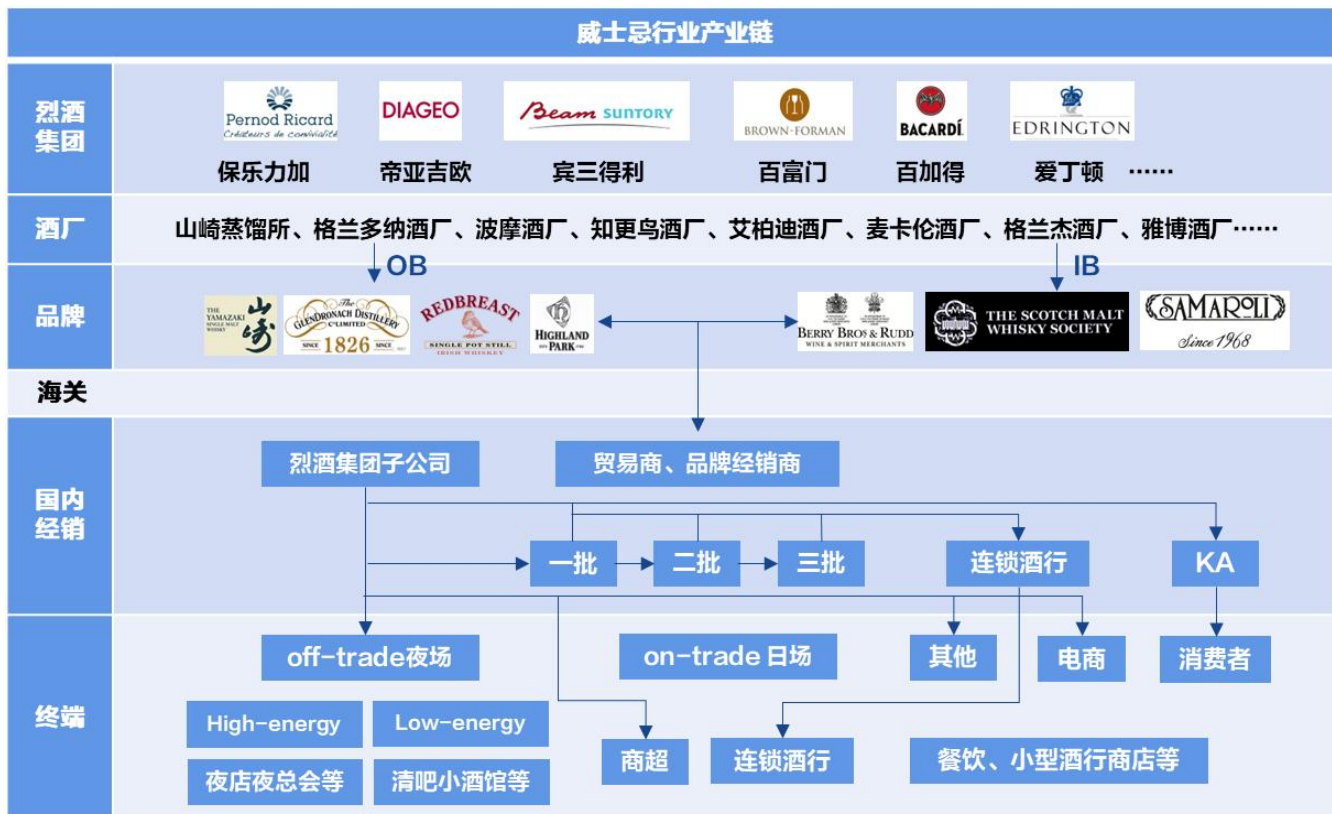
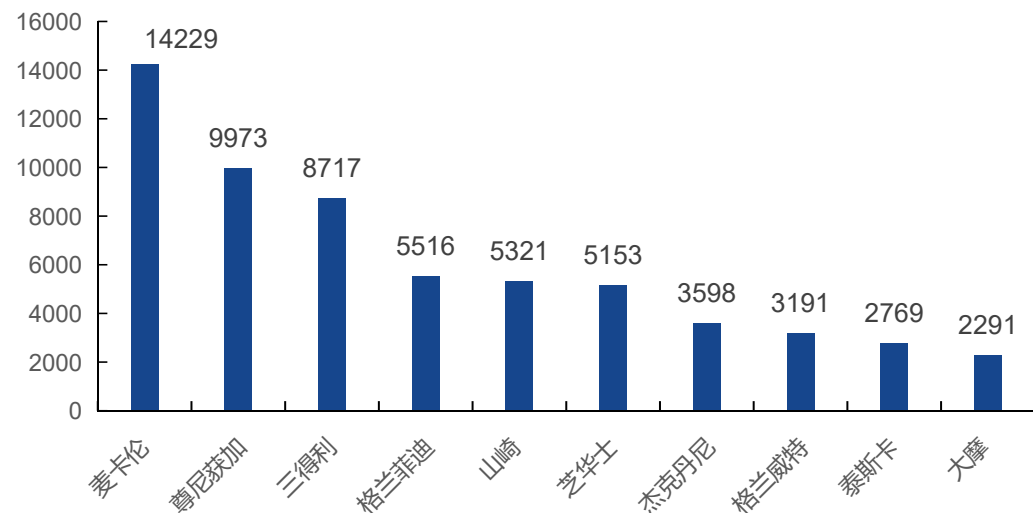
- ◆ 我国威士忌行业玩家仍以海外品牌为主。海外酒厂及拥有酒厂所有权的烈酒集团，通过OB（原厂装瓶）和IB（独立装瓶）后形成各自品牌。进口至我国后通过烈酒集团直销或分销的方式销售至夜场、小酒馆、商超、餐饮等终端，当前我国威士忌市场中海外品牌仍占主导。
- ◆ 据中国酒业协会发布的《2022-2023中国威士忌产业调研报告》，截至2022年，线下仍为威士忌销售的主流渠道，占比近八成。

图表：2022年我国威士忌主要消费渠道



注：未统计中国台湾地区

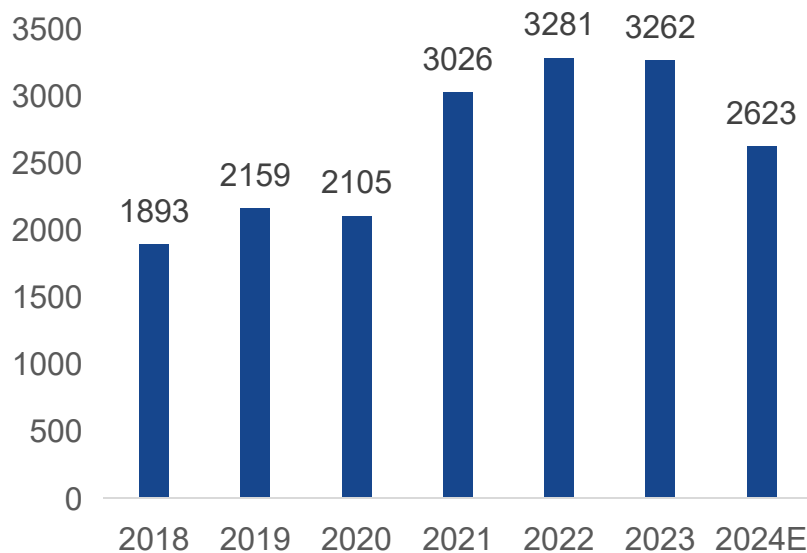
图表：2023年前三季度天猫/京东/抖音平台综合销售额（万元），Top10均为海外品牌



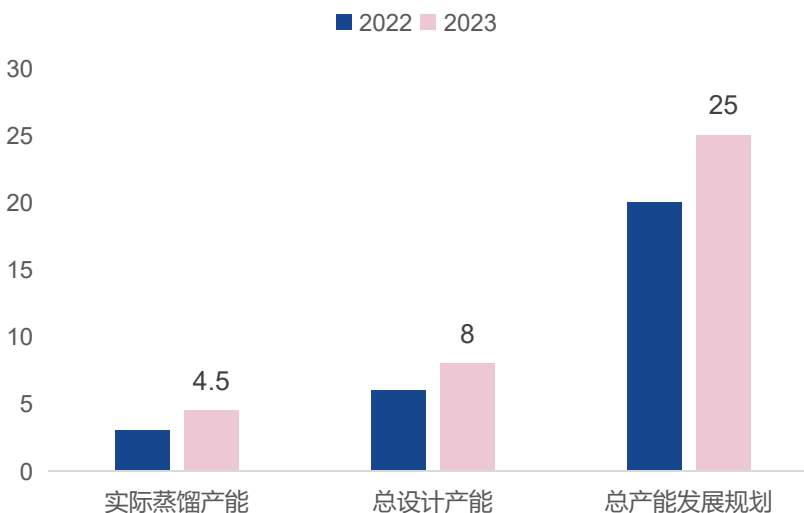
## 2.4 供给端：国产威士忌产能持续增长，2023年首次超过进口量

- ◆ **目前蒸馏厂数量和品牌数量：**据《2023中国威士忌行业发展调研报告》，截至2023年，中国已有42家企业投资酒厂（含中国台湾2家），其中26家正式投入生产运营，1家处于试运营阶段，另有8家正在积极建设中。据中国酒业协会数据，截至2022年，我国已有注册的国产威士忌品牌不超过50个，包括大芹、高朗、钰之锦、白猿、吉斯圣堡、天佑德、咏山、欧玛、噶玛兰、青岛啤酒等。
- ◆ **2023年国产威士忌实际蒸馏产能首次超过进口量。**据中国酒业协会数据，2023年我国实际蒸馏产能达到4.5万千升，总设计蒸馏产能规模已攀升至8万千升，同比+33%。根据《麦芽威士忌年鉴》，2024年苏格兰威士忌总产能达42.83万千升，总酒厂数达139家，目前中国威士忌的产能仅为苏格兰总产能的10%，未来还有进一步提升空间。
- ◆ **受宏观需求及消费降价压制，威士忌进口量步入下滑通道。**2023年起，由于宏观消费偏弱，消费呈降级趋势，而占据市场主导地位的进口威士忌价格偏高，因此高歌猛进数年的进口威士忌在中国的增长开始面临挑战。据Whisky L《威士忌2024年度报告》，2023年我国威士忌进口量小幅回落至3262万升，2024H1进口量同比下滑22.8%，根据Whisky L预测，2024年我国威士忌进口总量预计下滑19.6%至2623万升。

图表：我国威士忌进口量（万升）



图表：中国威士忌产能及规划（万千升）



图表：2023年我国橡木桶及酒液增长情况



2023年国内橡木桶保有量：**45万个**  
同比+50%



陈酿两年及以下烈酒橡木桶承载的酒液：**5500万升**  
同比+20%



## 2.5 百润股份旗下岷州蒸馏厂：投入重金打造，规模一骑绝尘，品牌塑造初见成效

- ◆ 威士忌酒厂筹备时间长，为新品上市做足宣传。百润股份从2016年开始筹备威士忌业务，横跨三大洲走遍全球逾百家酒厂，学习先进的生产工艺、酿造理念和绿色建造体系，同时在国内各地考察，最后选定地理位置、气候和水源条件较好的邛崃作为建厂地址，2021年完成了厂区建设并正式投产，威士忌产品预计2024年底推出，目前已做全方位的铺垫：
- 产能储备充足，可以满足市场需求。岷州蒸馏厂总体年产能规划谷物线2.6万吨，其中包括伏特加以及谷物类威士忌新酒(3.1万吨纯酒精)和0.4万吨麦芽威士忌新酒(0.48万吨纯酒精)，产能远超其他蒸馏厂，同时百润股份注重威士忌产业的长远发展，规定威士忌产品在风味和口感达到市场要求后再投入市场。
- 极其丰富的桶陈规模，开创了具有中国特色的黄酒桶和蒙古栎桶。岷州蒸馏厂在蒸馏和桶陈方面都在尝试更多可能性，探索具有特色的威士忌风味：  
(1) 岷州蒸馏厂是世界上少数同时拥有壶式和柱式蒸馏器的蒸馏厂；  
(2) 从2019年起就开展了具有中国风味特色的黄酒桶和蒙古栎桶的研发和桶陈。岷州蒸馏厂联合北京林业大学进行了蒙古栎的良种育种计划，为行业制定蒙古栎桶黄金标准。在瓶型设计上，产品也独具匠心，反复打磨。
- 产品不断打磨改良，挖掘市场需求。2023年7月岷州旗下首款金酒品牌“椒语”和伏特加品牌“岭冽”已双双亮相并积极参与全球赛事。
- 持续培育和开发市场，积极探索新渠道。岷州蒸馏厂积极在线上线下进行产品宣传，为威士忌新品造势。金酒和伏特加积极探索烈酒销售渠道，产品登录线上电商平台，同时线下在北京、上海、成都、深圳等20多个城市约400家线下酒吧发售，用更全面的消费渠道触达消费者。

图表：岷州蒸馏厂

图表：2023年推出的伏特加和金酒初次亮相全球权威烈酒赛事

图表：岷州蒸馏厂蒙古栎桶三大黄金标准



### 中国蒙古栎桶 黄金标准

GOLD STANDARD

终于研究得出蒙古栎制桶标准  
即桶材必须满足 3 个标准

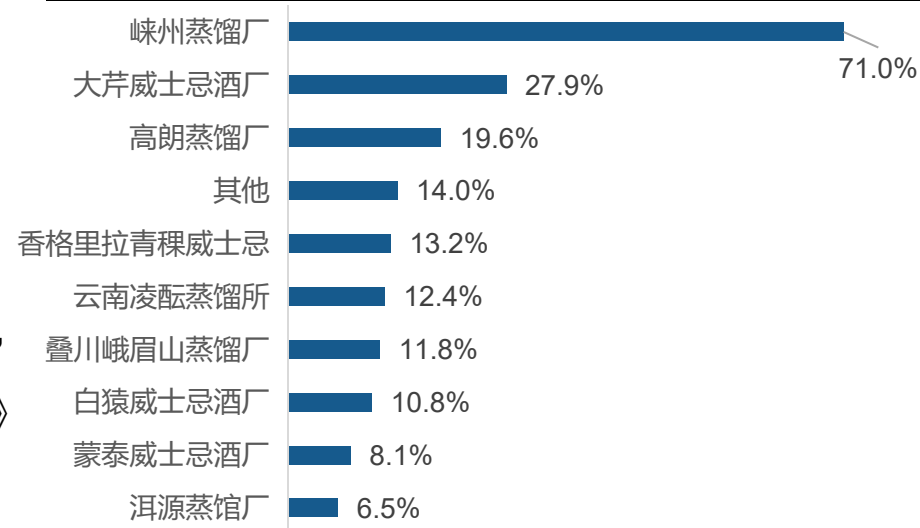
- 280  $\mu\text{m}$   
木材导管孔径在 280  $\mu\text{m}$  范围内
- 42 个 / 4.5mm<sup>2</sup>—73 个 / 4.5mm<sup>2</sup>  
单位面积导管数量在 42 个 / 4.5mm<sup>2</sup>—73 个 / 4.5mm<sup>2</sup> 范围内
- 67%  
孔内侵填体占比在 67% 以上

以此标准制成的酒桶，既不漏酒也不闷气

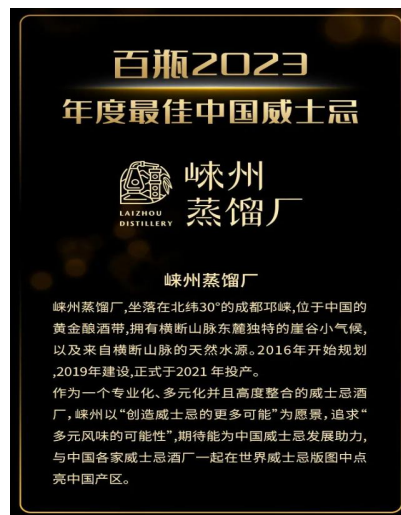
## 2.5 百润股份：产品独具特色，品牌塑造初见成效

- ◆ 重视文化宣传，品牌塑造初见成效。威士忌与我国传统酒饮相比，消费相对小众，岷州蒸馏厂重视对品牌及文化的宣传打造，目前在威士忌爱好者圈已形成了一定的知名度。
- 威士忌消费者具有文化体验需求，2023《百瓶威士忌用户行为调研报告》显示近85%的威士忌消费者想要走进威士忌酒厂，岷州着力付出以满足消费者需求。自2020年起岷州内部开始酝酿建立烈酒文化体验中心项目，体验中心地块毗邻岷州蒸馏厂，计划占地约15万平方米，预计2024年底完工，未来将围绕威士忌生活、烈酒餐饮、威士忌生产、科普教育，威士忌自然生态、社群活动六大板块，为访客提供威士忌文化与生活方式主题的深度游览。
- 威士忌品牌塑造已初见成效。（1）早在建厂前期，岷州团队为塑造品牌已完成很多研究工作，定期在全国各个城市举办品鉴会。（2）参与国内各大威士忌酒展，与威士忌圈的主要KOL、自媒体合作，与全国的威士忌爱好者进行深入互动。（3）与各地高端中餐厅合作，开展品鉴会和桶陈试饮活动。（4）发行威士忌生活杂志《峡阅》。目前品牌塑造成效显著，2023《百瓶威士忌用户行为调研报告》显示71%威士忌爱好者关注岷州蒸馏厂，受关注度断档超过第二名大芹威士忌蒸馏厂（27.9%）。

图表：2023最受爱好者关注的中国威士忌酒厂TOP10



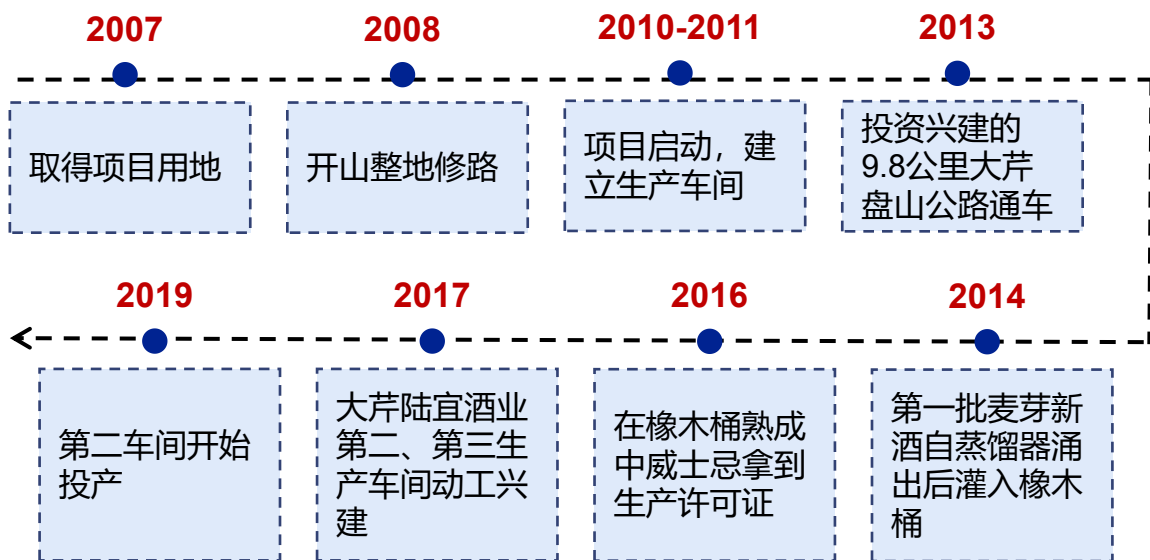
图表：2023年以来岷州已于3个国内外权威赛事斩获9项奖彰



## 2.5 大芹：大陆首家单一麦芽蒸馏厂，多款产品斩获奖项

- ◆ 大芹陆宜酒业是大陆首家单一麦芽威士忌蒸馏所，位于福建，坐落在海拔1544.8米的闽南最高峰大芹山，规划占地面积260亩，总投资10亿元。大芹是我国最早布局威士忌产业的公司之一，2007年取得项目用地至今已发展14年。
- ◆ 福建蒸馏厂拥有5条产线，广东蒸馏厂已开工建设。大芹目前已陆续建成5条威士忌蒸馏生产线，同时以“威士忌、茶叶、咖啡、食品、精致农业与工业旅游”的模式陆续建成了酒文化展示厅、橡木桶酒库、橡木桶厂、产品包装厂等配套设施。大芹投资16亿元在广东建设旗下第二家威士忌蒸馏厂，占地近400亩，2024年5月已举行奠基仪式，广东大芹蒸馏厂规划8条威士忌生产线、4条矿泉水生产线及展示、品鉴等配套设施。
- ◆ 旗下9款产品已斩获多项奖项。大芹已推出3款威士忌及6款高端威士忌产品，2021年大芹两款产品在WWA中获得银奖，这是我国本土出产的单一麦芽威士忌第一次在国际烈酒竞赛中获得奖项。

图表：大芹发展历程



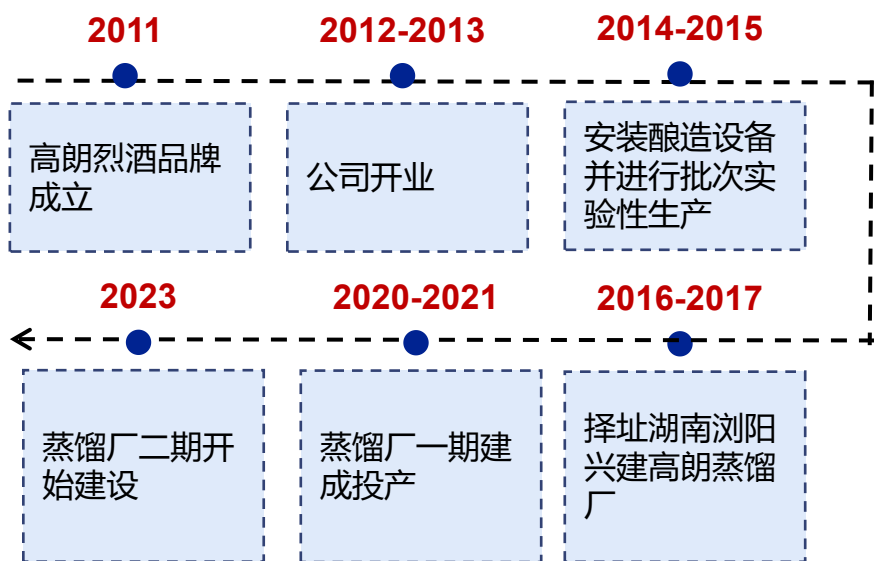
图表：大芹多个产品斩获世界大奖



## 2.5 高朗蒸馏厂

- ◆ 高朗烈酒品牌始于2011年，公司创建于2012年，初期主营国际烈酒分装业务。2014-2015年开始筹备威士忌蒸馏厂，安装威士忌酿造蒸馏设备，进行批次化实验性生产，并在2016-2017年取得实验突破后，在湖南浏阳兴建了高朗（浏阳）蒸馏厂。
- ◆ 拥有20+种桶型，蒸馏厂二期项目于2023年开工。高朗蒸馏厂于2020年建成，2021年投产，其设计产能包括单一麦芽10000桶/年和单一谷物10000桶每年。目前高朗蒸馏厂入窖桶型约20种，除传统的波本、雪莉、波特等桶型外，还有比较少见的霞多丽桶、长相思桶、水榭桶，还有主打的特色中国白兰地桶。2023年高朗蒸馏厂二期建设开始，主要项目包括全自动化厂房、10万桶储存量恒温恒湿酒窖及游客中心。
- ◆ 高朗旗下威士忌产品在2024年WWA竞赛上荣获9项荣誉，产品即将面世。

图表：高朗发展历程



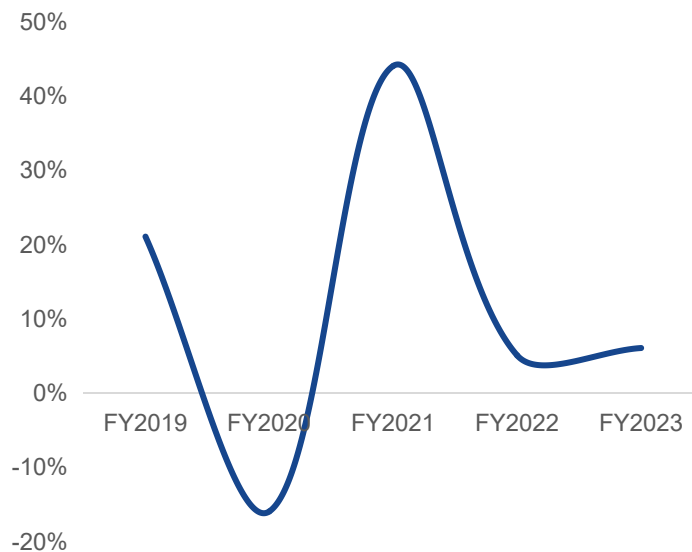
图表：旗下产品在2024年WWA竞赛上荣获9项荣誉



## 2.5 保乐力加：国际烈酒巨头，在华兴建叠川蒸馏厂

- ◆ 保乐力加于19世纪90年代进入中国，一些主要品牌如芝华士、马爹利、皇家礼炮逐步成长为中国进口烈酒市场的重要品牌。至2023年，白兰地品牌马爹利持续引领集团在中国的增长，并且在品类中保持市场领先地位，而绝对伏特加、尊美醇威士忌增长逐渐提速。
- ◆ 保乐力加在中国兴建威士忌酒厂，首款产品已于2023年底发布。2021年11月，保乐力加位于四川省峨眉山的叠川麦芽威士忌酒厂揭幕，标志着首个由国际烈酒集团在华投资兴建的麦芽威士忌酒厂正式投产运营，保乐力加计划在十年间为叠川酒厂投资10亿元人民币，用于发展威士忌业务。2023年12月保乐力加正式推出叠川纯麦芽威士忌产品，同时开放叠川酒厂体验中心。首款叠川威士忌同时使用来自欧洲和中国的大麦，并且创新运用美国波本桶、西班牙雪莉桶和长白山单岭橡木桶，探索更加符合中国消费者口味的产品。2024年5月，叠川纯麦芽威士忌获得国际烈酒挑战赛ISC威士忌组别金奖。

图表：保乐力加中国地区收入增速



图表：叠川酒厂体验中心



图表：叠川纯麦芽威士忌荣获2024国际烈酒挑战赛金奖



### ◆3、目前市场核心关注的问题

◆问题一：在中国，白酒非常强势，威士忌有没有发展空间？

## 3.1 目前国内仍然还有很多消费者对威士忌的认知不足

- ◆ 据中国酒业协会及Euromonitor数据，截至2023年，相比于白酒市场7563亿元的体量，威士忌占烈酒消费的比重仅为约1%。
- ◆ 里斯咨询在2022年发布的报告中提出：“洋酒”仍是年轻人群心智中的一个类别。年轻人对洋酒具体包含的酒种及其区别并不了解，认知相对模糊，将国外进口的、度数较高的、相对高端的酒产品统一归为“洋酒”，与酒吧、夜店、派对等娱乐场景绑定。



Z先生，34岁，金融行业从业者。每周饮用威士忌1-2次。

“2018年左右第一次在夜场接触到单一麦芽威士忌，并喜欢上了这个味道。我在应酬局上仍然以白酒为主，但是在独自一人想寻求放松的时候，就会喝威士忌。平时看到喜欢的威士忌就会买，偶尔也会盲买一些符合我风味需求的小众品牌威士忌，现在家里没开的威士忌还有很多，但还是忍不住会买。”



X先生，38岁，洋酒行业从业者。每周饮用威士忌3-5次。

“在大学期间就有在夜场喝威士忌了，但当时主要是兑绿茶为主。后来偶然间在KTV喝到了一款泥煤风味的威士忌，并第一次对威士忌产生了兴趣。然后就自己摸索着学习了很多威士忌相关的知识。”



Z先生，26岁，互联网行业从业者。几乎每天都喝威士忌。

“大学期间比较喜欢调酒，偶然看到提升基酒质量会极大程度改善出品，因此在升级基酒的过程中逐渐接触到了中高端的洋酒。由于我比较喜欢威士忌为基础的调酒例如Old Fashioned、Penicillin等，因此慢慢接触到了单一麦芽威士忌和波本威士忌，期间也通过视频主动学习了许多的知识。”



Q先生，37岁，某国企高管。每周饮用威士忌1-2次。

“15年左右，由朋友介绍第一次喝了一款高年份的单一麦芽威士忌。由于平时白酒喝的比较多，对高酒精有比较强的适应性，第一次尝试威士忌觉得味道很不错。后来不仅买口粮酒喝，也会做一些投资性地购买。最近的话由于威士忌市场不太稳定，所以主要还是在喝之前买的酒，另外也在尝试雪茄。”



W女士，27岁，咖啡师。每周饮用威士忌1-2次。

“我是一个对风味要求很高的人，热爱美食，学习过茶艺，也考了Q，对威士忌、金酒这些风味比较浓郁且独特的烈酒也很感兴趣。我觉得品鉴方法和思路在这些领域都大同小异，本质都是对风味的探索和判断，以及了解这些风味的来源。因此，我也有在尝试去做一些风味的结合，而这个的大前提就是多喝多试。”



H女士，28岁，互联网行业从业者。  
每两周饮用威士忌1-2次。

“第一次喝到威士忌应该是在威士忌吧里。因为我本来就是比较爱喝酒的，虽然以调酒为主，但在风味上一直都比较挑剔。当时坐在吧台看到了很多有趣的酒标，调酒师给我倒了一点尝尝，也是在这个时候第一次接触到威士忌，之后也经常去酒吧尝试不同的威士忌，最后发现我还蛮喜欢重泥煤风味的。在这个过程中也学到了很多威士忌相关的知识。平时一般会和酒搭子一起逛酒吧。”



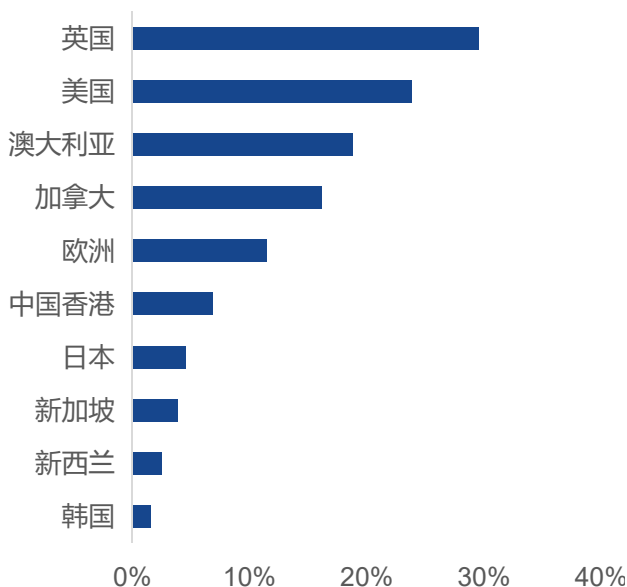
# 3.1 中外文化交流频繁，威士忌具备推广基础

- ◆ 中外文化交流场景及频率提升，为威士忌的传播奠定消费基础。酒作为一种文化，在国际交流中扮演着重要的角色。进入21世纪后我国加快对外开放的步伐，留学、商务、出境旅游快速发展：
  - 教育部的数据显示2019年我国留学人数及留学回国人数为70.35/58.03万人次，分别为2000年的18/64倍。英国、美国、加拿大、欧洲、日本等威士忌主流消费地区是留学生的主要选择。
  - 商务部、国家统计局、国家外汇管理局联合发布的《2020年度中国对外直接投资统计公报》数据显示，随着对外投资的增长，我国对外劳务派遣人数在疫情前整体呈提升趋势，2017当年劳务派遣人数达30.02万人，到达顶峰。
  - 国家统计局的数据显示我国居民出境人数快速提升，2004至2019年我国居民出境人数从0.29亿人次增长至1.69亿人次，CAGR达12.5%。
- ◆ 留学、商务活动、出境旅游等中外交流场景的快速发展使得原来越多的中国居民具有一定的海外背景，对西方生活方式及酒文化有一定的接触，为威士忌在我国的传播奠定了一定的受众基础。

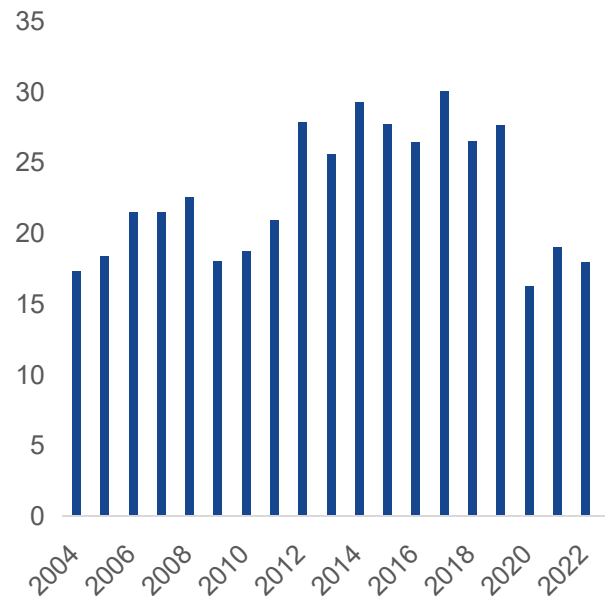
图表：2000-2019年我国留学人数变化



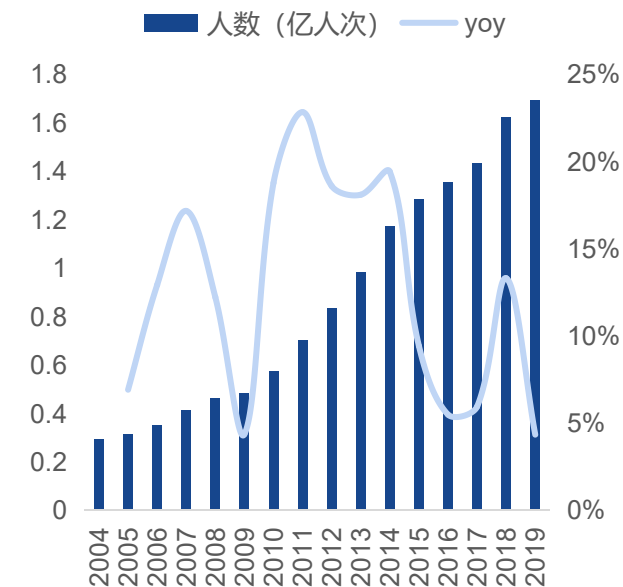
图表：2020年中国留生意向国家选择



图表：我国对外劳务合作派出人数 (万人)



图表：国内居民出境人数及增速

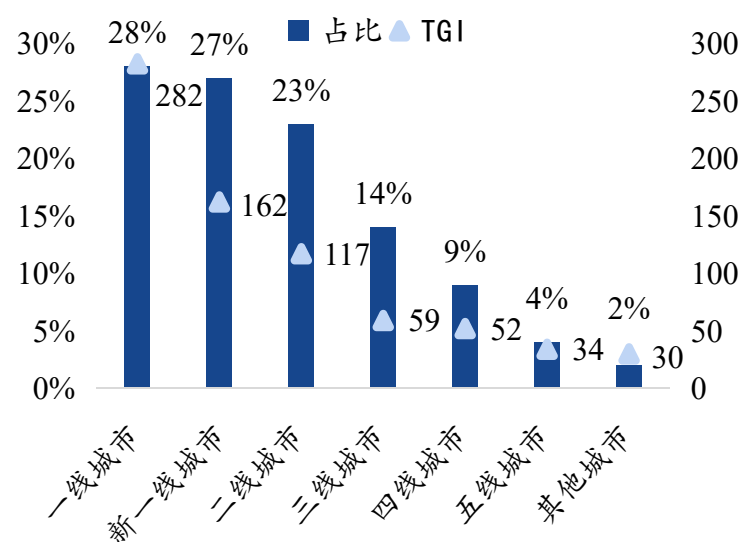


资料来源：国家统计局，中国教育部，国家外汇管理局，中国商务部，王辉耀等《中国留学发展报告（2022）》，启德教育，国海证券研究所

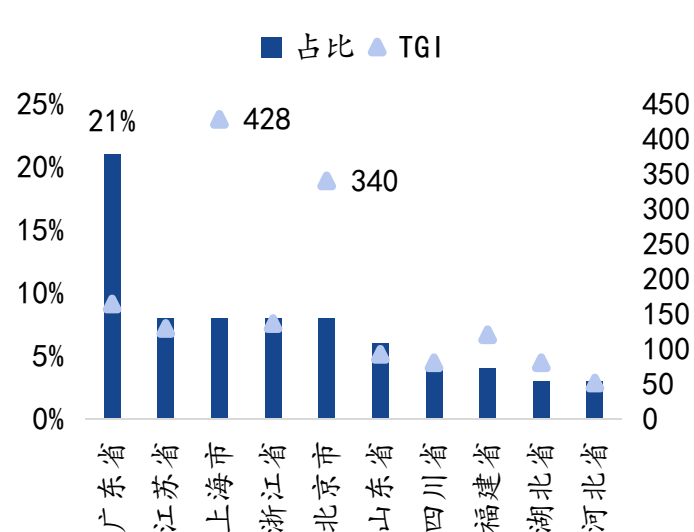
### 3.1 目前国内威士忌圈层效应明显，主要集中在高线城市，高收入和高知群体

◆ **我国威士忌消费者集中在高线城市。**据百瓶APP数据，2023年我国威士忌市场中一线城市消费者占比最高，达到了28%，对应TGI为282（TGI指数表明不同特征用户关注问题的差异情况，TGI指数=100表示平均水平，高于100则代表关注度高于整体水平）。其次为新一线和二线城市，TGI均在100以上；区位分布上集中于沿海开放地区，广东省遥遥领先，占比超20%。上海和北京对威士忌的关注度较高，且展现出更强的消费力，威士忌消费金额前十名城市中有8个位于东部沿海。

图表：2023年中国威士忌消费者城市等级分布

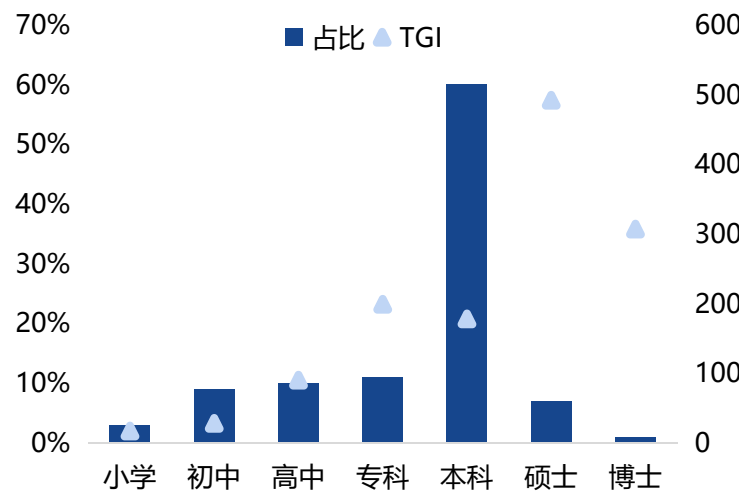


图表：2023年中国威士忌消费者省份分布

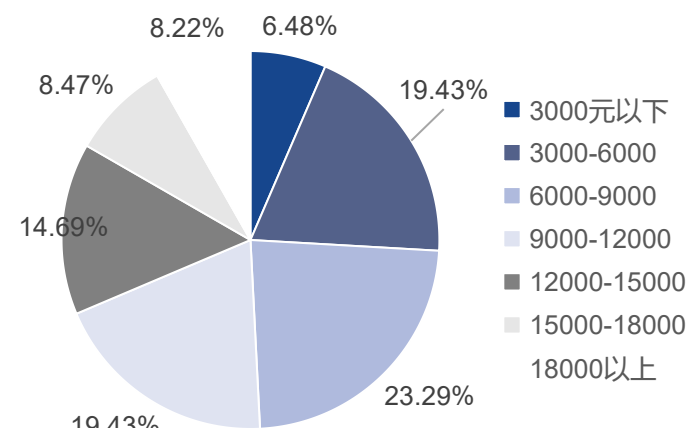


◆ **我国威士忌消费者集中于高学历&高收入群体。**据百瓶APP数据，2023年我国79%的威士忌消费者拥有专科及以上学历，拥有本科学历的消费者占主流。同时，拥有专科及以上学历的消费者对威士忌的TGI显著更高。从收入分布来看，中国威士忌消费群体月收入广泛分布于3000至18000元区间，其中，3000至9000元月收入者占据市场主流，比例高达42.7%；9000至18000元月收入群体紧随其后，占比34.1%，显示出强劲的消费力。不容忽视的是，月收入超过15000元的高端消费群体，也占据了相当份额，达到16.7%。

图表：2023年中国威士忌消费者学历分布



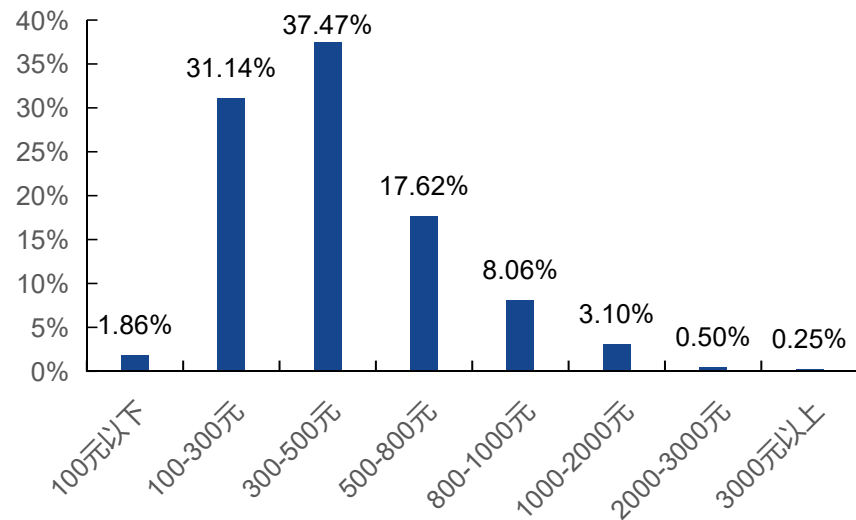
图表：2023年中国威士忌消费者收入分布



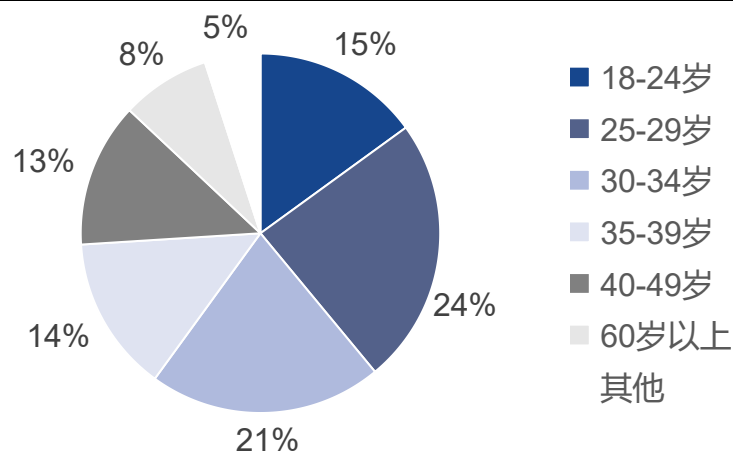
### 3.1 与白酒相比，威士忌的爱好者普遍更为年轻

- ◆ **与白酒相比，威士忌消费群体呈年轻化。** Whisky L《2023年威士忌年度报告》数据显示，从年龄分布来看，我国威士忌消费整体呈年轻化，40岁以下消费者占比达76%，其中18-29岁的年轻消费者占比达37%。根据抖音搜索引擎及内容社区的威士忌话题下的人群画像，可以看出与白酒相比，关注威士忌相关内容的消费者往往年轻的多。
- ◆ **威士忌消费潜力大，消费者可接受的价格高。** 年轻群体逐渐成为消费主力军，90后、Z世代更加追求个性化表达，愿意为个人喜好和情绪价值付出溢价，蕴含较大的消费潜力。据《百瓶威士忌2023年度行业前瞻报告》调查，300-500元是最受消费者期望的国产威士忌定价区间，消费者对威士忌的价格接受区间整体较高，国产威士忌具有较强的高端潜力。

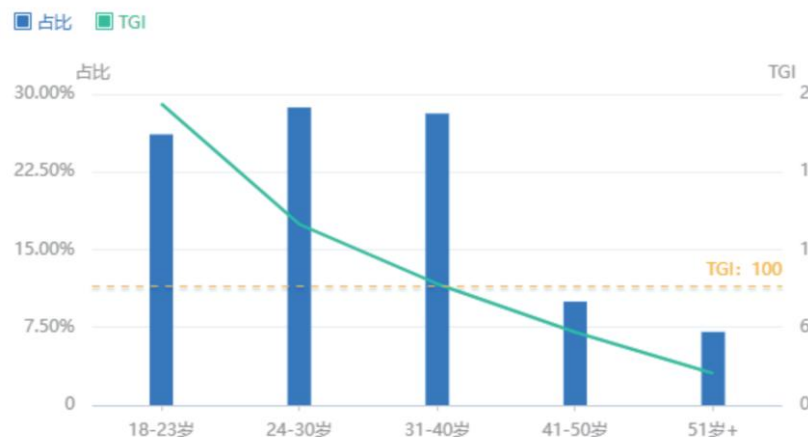
图表：2023年中国威士忌爱好者期望的国产威士忌价格区间



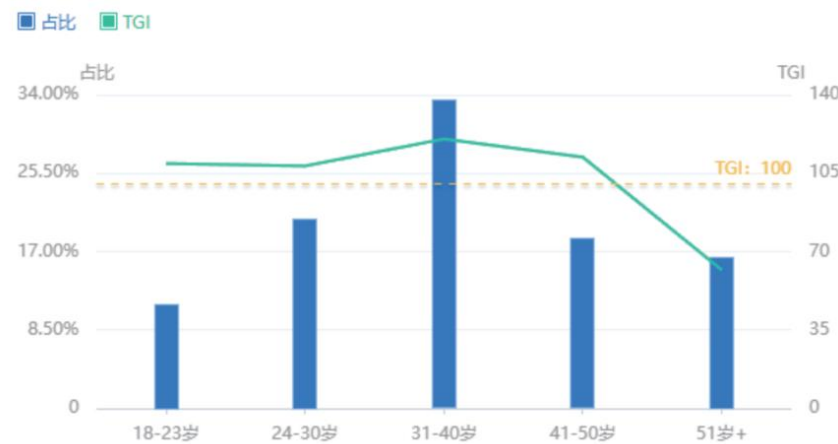
图表：2023年中国威士忌消费者年龄分布



图表：2023年抖音搜索关键词“威士忌”年龄分布



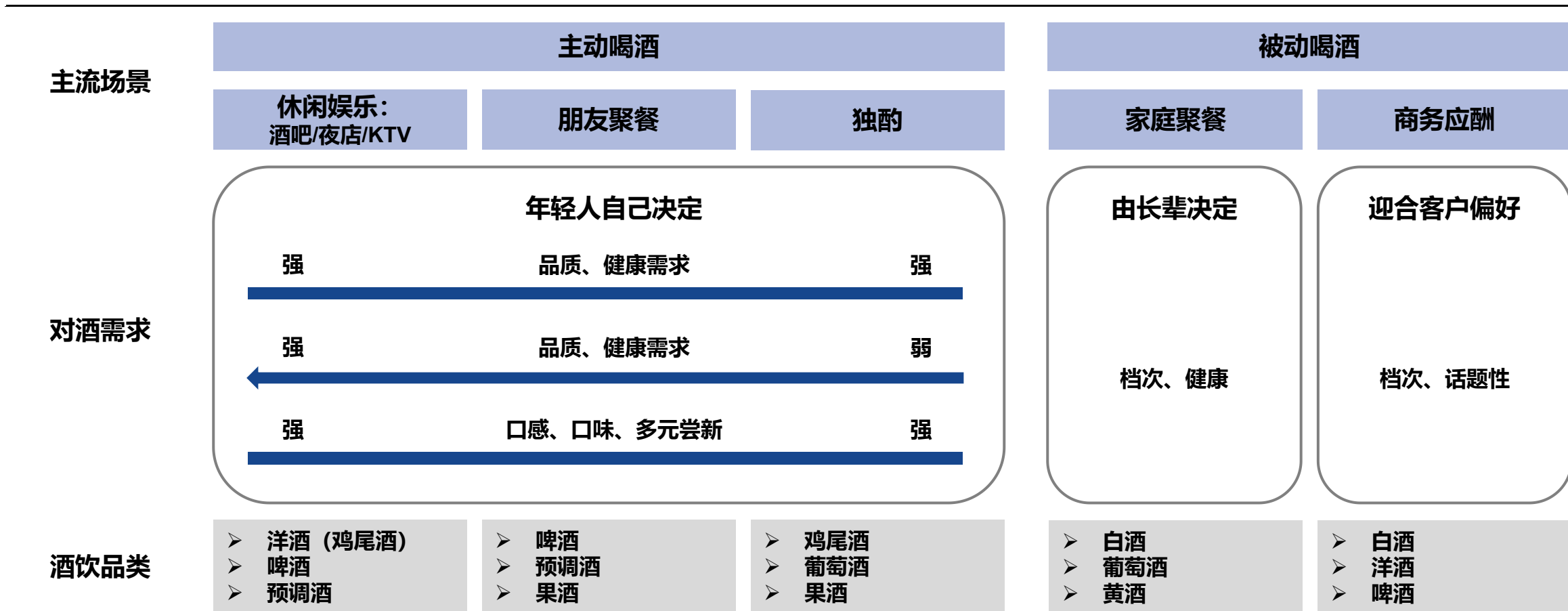
图表：2023年抖音搜索关键词“白酒”年龄分布



### 3.1 威士忌所倡导的品牌文化主张和形象，符合社会文化发展潮流

◆ 随着年轻群体逐渐进入酒水市场，酒水的主流消费场景从家庭聚餐和商务应酬逐渐拓展到更多娱乐化、悦己化的场合，产品个性化的需求凸显，酒饮越来越丰富多元。

图表：酒水消费的个性化需求日渐丰富

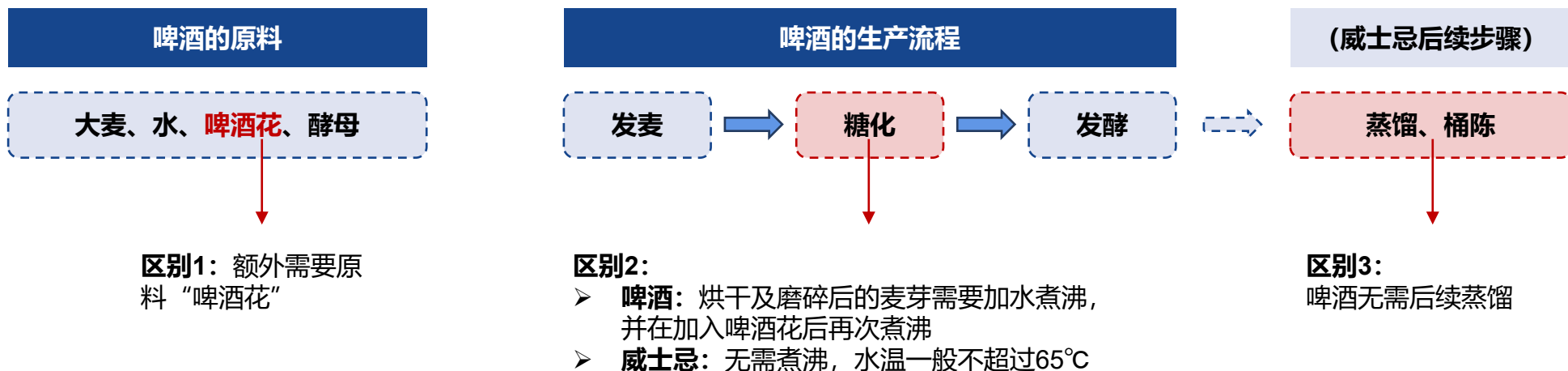


◆问题二：威士忌是舶来品，消费者认可中国品牌吗？

## 3.2 啤酒同为舶来品，威士忌工艺与啤酒高度重合，中国品牌更懂中国口味

- ◆ **啤酒同为舶来品，产量最高时近5000万吨。**啤酒于20世纪初由海外传入中国，1904年出现了第一家中国人自己开办的啤酒厂，我国啤酒工业开始起步，并在改革开放后进入高速增长。发展至今，啤酒在中国已拥有广泛的受众，据国家统计局数据，我国啤酒行业产量在2013年达到近5000万吨的峰值，截至2022年全国总产量仍有3569万吨。
- ◆ **威士忌与啤酒生产工艺高度重合。**威士忌与啤酒的生产工艺有较多相似之处，两种酒饮都以大麦、小麦或其他谷物为原料，都需经过发麦和发酵处理，通过酵母的作用将谷物中的糖分转化为酒精和二氧化碳。啤酒和威士忌的区别主要体现在三方面：（1）啤酒需用到啤酒花；（2）发酵的温度不同，且啤酒的发酵周期相对较短；（3）啤酒无需经过蒸馏和陈年。因此简单来说，威士忌可以理解为蒸馏过的啤酒，在风味上与啤酒有共通之处。由于啤酒在中国拥有较好的受众基础，一定程度上可以提升威士忌的接受度。
- ◆ **中国威士忌具有不同的风土，更懂中国消费者的口味：**中国产区不管是从温度、气候，还是自然环境，都与国外的威士忌不同。正如日本威士忌在日本的兴起是对传统苏格兰威士忌进行了改良，国产啤酒口味也区别于国外啤酒，中国人自己的威士忌可以做的事情很多。

图表：威士忌与啤酒制造过程中的异同



## 3.2 威士忌超越白兰地的核心原因：原料开放和产区开放，百花齐放才是春

- ◆ **原料开放+产区开放，威士忌百花齐放。**威士忌的原料以大麦等谷物为主，较容易获取且有多种替代选择；同时威士忌产区在全球分布广泛。不同的原料及产区形成了丰富的产品口味，比如美威更香甜、苏威相对强壮、日威则充满禅意，风格各异的威士忌都拥有其爱好者和追随者。
- ◆ **威士忌的开放性使其在全球增速领先。**与威士忌形成对比，白兰地以白葡萄为原料，高品质白兰地的原料需要满足高酸、低糖、高产抗病、品种香气呈中性或弱香型等特点，因此原料不易得且具有产地限制。另一方面，白兰地发源于法国，以干邑最为出名，形成了“干邑=高端白兰地”的形象和地位。1909年法国政府颁布法令，只有在干邑地区生产的白兰地才能称为干邑，并对其产区和质量进行了明确的分级，因此其供给稀缺且有严格的判断标准，与威士忌在原料、产地和口味上的开放性形成对比。受此影响，威士忌常年在供需两端保持增长势头，表现优于烈酒品类和酒水行业。

图表：威士忌香气轮盘

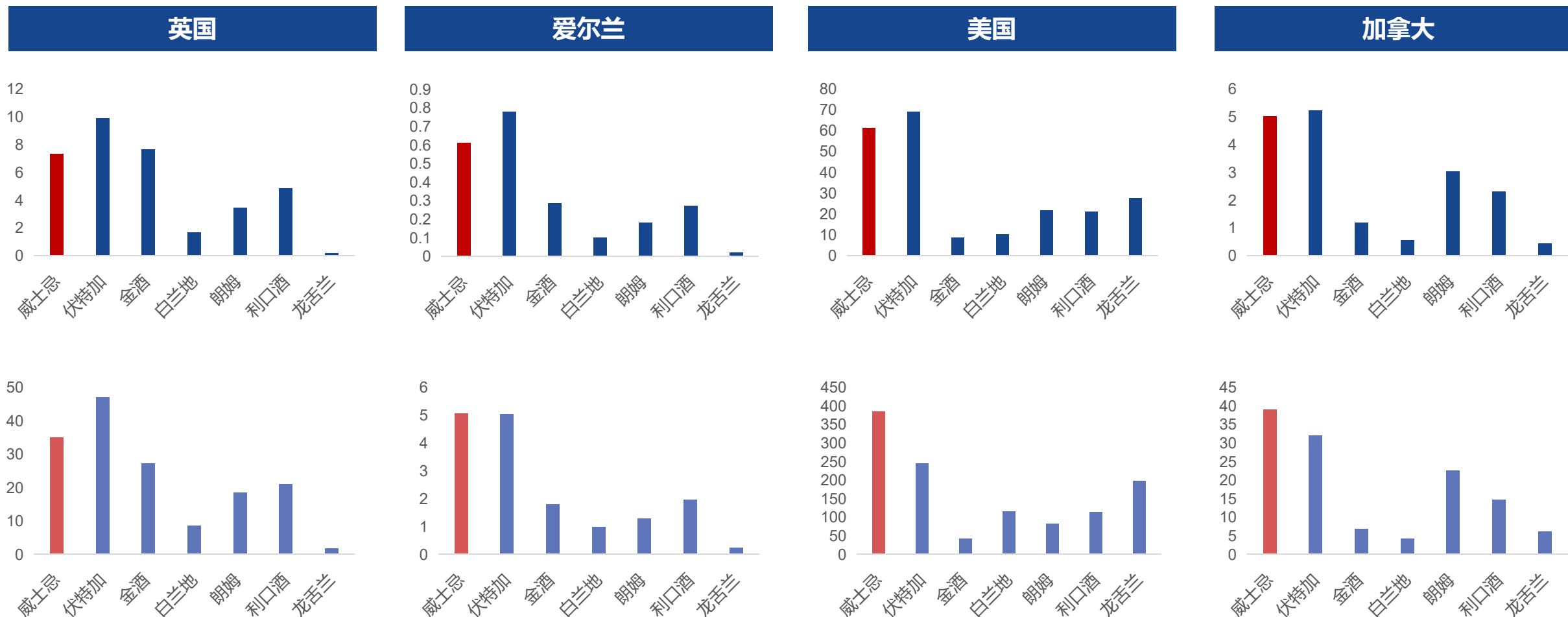


## 3.2 原料开放+产区开放，威士忌已成为全球第一大烈酒品类

- ◆ 威士忌已成为全球范围内最受欢迎的烈酒之一。据Euromonitor数据，欧美主要发达国家如英国、爱尔兰、美国、加拿大、法国威士忌消费量均排在前列，除英国外销售额均位列烈酒Top1。威士忌因具有丰富开放的口味，当前在亚洲等新兴市场受众逐渐扩大，当前在日本、印度、中国台湾等地区销量及销售额在烈酒中遥遥领先。

销量

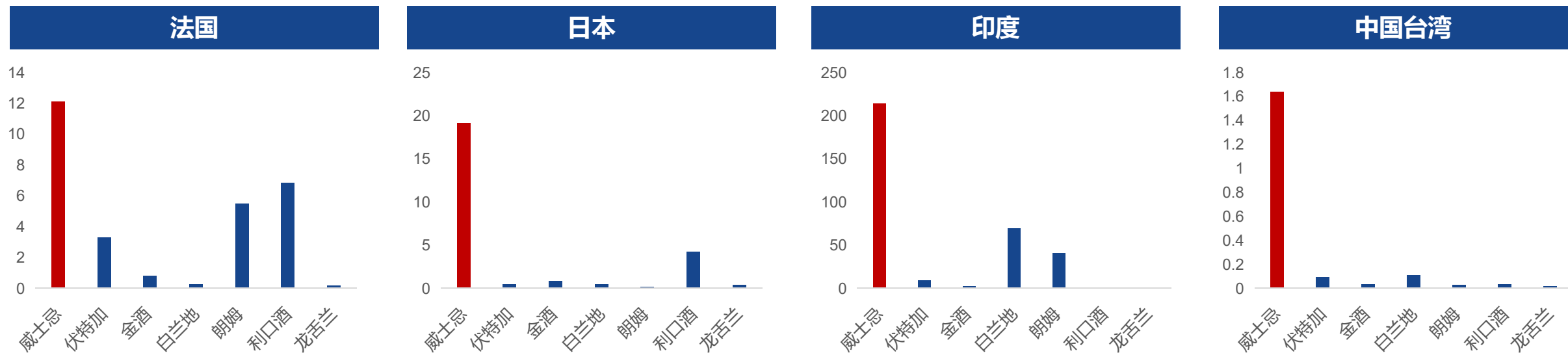
销售额



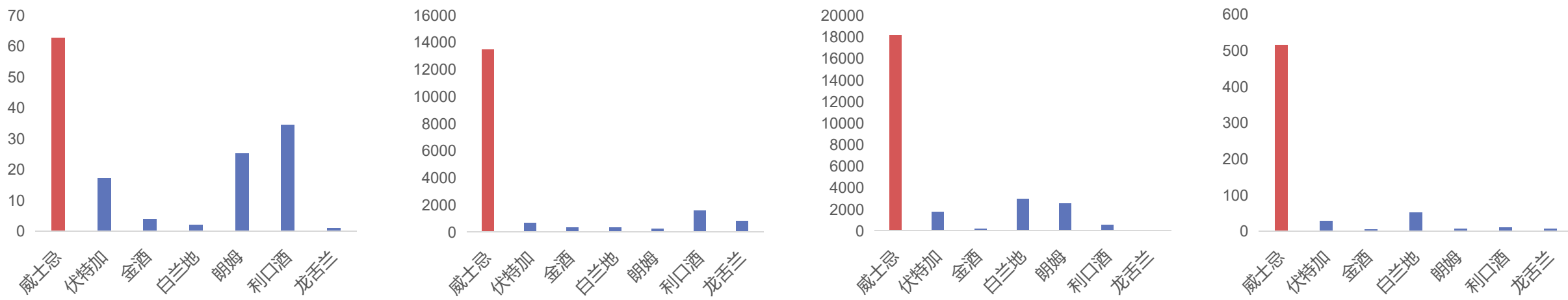


## 3.2 原料开放+产区开放，威士忌已成为全球第一大烈酒品类

销量



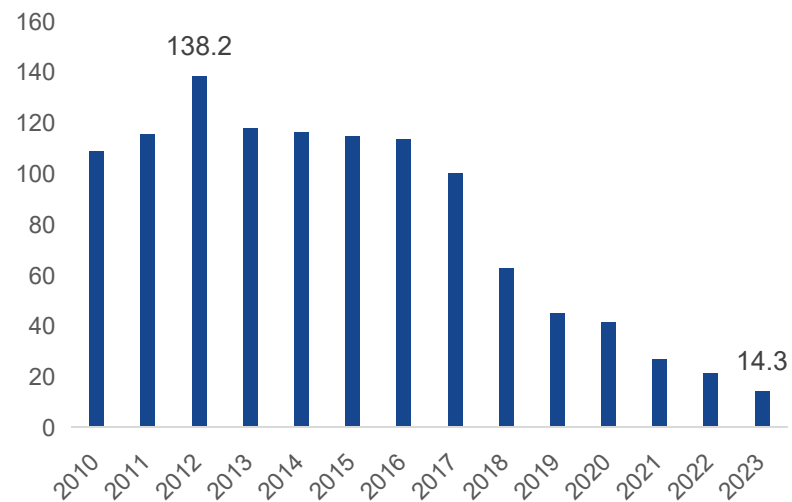
销售额



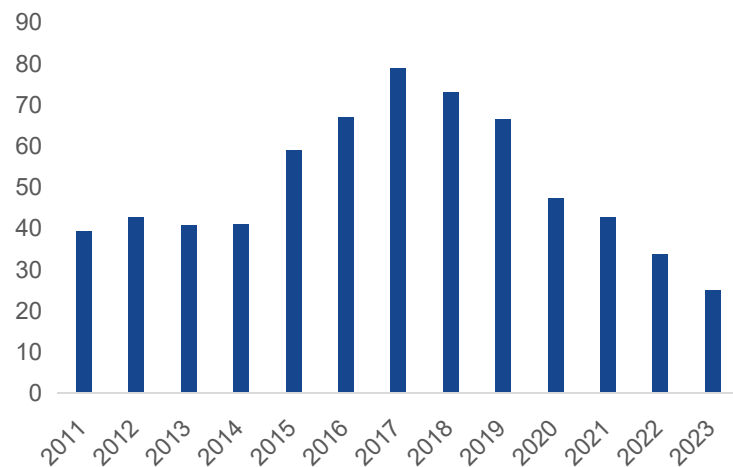
## 3.2 国产和进口葡萄酒在中国遭遇大幅回落的原因分析

- ◆ 国产葡萄酒曾经辉煌过，但是2013年后逐渐被进口葡萄酒所替代。据国家统计局数据，国产葡萄酒产量自2012年到达138.2万千升的高点后，便开始一路走低，而2018年则近乎腰斩，产量仅为62.9万千升，到了2023年更是进一步下滑，产量降至14.3万千升。
- ◆ 国产葡萄酒在产品、品牌、渠道方面和进口葡萄酒比有天然劣势：
  - 1) 进口葡萄酒天生具有产品和成本优势：好的葡萄酒需要的好的葡萄，葡萄庄园的耕耘需要几十年甚至上百年的时间
  - 2) 进口葡萄酒具有品牌优势：国外酒庄对国人来说具有神秘感，价格不透明，进口商具备超额利润
- ◆ 进口葡萄酒也遇到品牌和渠道的反噬：
  - 1) 进口葡萄酒的知识太过专业和复杂，圈外人士难以被普及。进口葡萄酒鱼龙混杂，价格不透明的优点被反噬，劣币驱逐良币
  - 2) 法国葡萄酒酒庄产量有限，1855年划定的列级庄分级制度是“世袭”的，160多年来，当年确定的名单几乎没有变化。
  - 3) 奔富本来在中国拥有较好的品牌普及基础，bin407简单好记，但是受澳洲酒被“双反”制裁，目前正在重启
- ◆ 葡萄酒品类消费场景的问题：度数太低，仅有15度左右的酒精度，在陌生社交场合不够有效率

图表：2010-2023年我国葡萄酒产量（万千升）



图表：2010-2023年我国葡萄酒进口量（万千升）

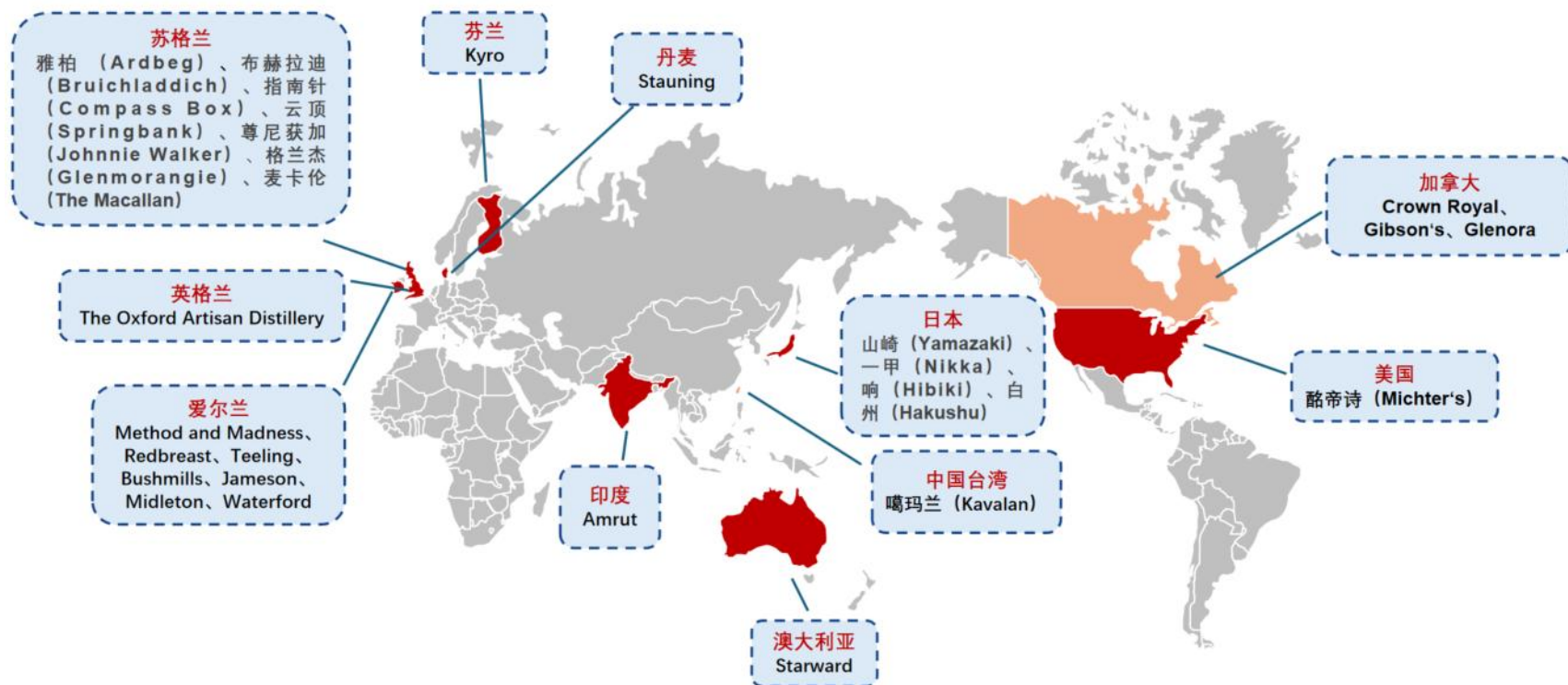


◆问题三： 岷州蒸馏厂刚建成不久，生产的酒会不会被市场认可？

### 3.3 世界大部分主要经济体及地区均有威士忌代表品牌，中国产区待点亮

- ◆ 当前世界大部分主要经济体及地区均有代表性威士忌品牌。根据Drinks International发布的《2023年最受欢迎的威士忌品牌榜单》，除了传统优势产区苏格兰、爱尔兰、美国等拥有云顶、尊尼获加、麦卡伦等全球知名品牌，芬兰、澳大利亚、丹麦等国家均有品牌跻身榜单。日本威士忌自1924年商业化发展至今，当前也已拥有山崎、一甲、响、白州等全球知名品牌，引领亚洲威士忌潮流，印度则点亮了亚洲又一威士忌产区。
- ◆ 我国台湾已有代表性品牌，大陆市场仍为空白。噶玛兰威士忌于2005年在中国台湾完成酒厂建设，2008年第一支威士忌产品上市，随后噶玛兰推出不同风味、不同定位的产品，并在多项国际赛事上斩获奖项，至2011年，麦芽威士忌年鉴首次将中国台湾列入世界威士忌产区。中国大陆作为世界主要烈酒消费国之一，目前还没有跑出具有代表性的本土品牌，仍是一片待点亮的蓝海市场。
- ◆ 岷州蒸馏厂是大陆威士忌酒厂中最有实力的：国内威士忌酒厂中投资较早，在中国威士忌酒厂中，目前威士忌爱好者对岷州的认知度最高。

图表：2023最受欢迎的威士忌品牌榜单全球分布（注：加拿大及中国台湾品牌未上榜，主要因人口基数较小，但品牌在当地已具有较高的知名度）



### 3.3 威士忌的年份概念：年份固然重要，无年份酒也有独特的风味

- ◆ **威士忌陈年带来的风味变化：**在橡木桶陈放的过程中，木桶中的木质素和香草醛（香草味）、内酯（黄油味）、和单宁都会缓缓融入到酒中，为酒增添更多的变化。不同的橡木桶也会为因为之前浸泡过酒种类的不同，带来不同的风味，从最常见的雪莉桶和波本桶到葡萄酒桶、朗姆酒桶、甚至啤酒桶等，大大增添了威士忌的丰富度。
- ◆ **桶陈时间不是越长越好：**放太久的威士忌都是“桶味”。有时陈年太久会让威士忌失去“应有的风格”。比如如果把美国肯塔基波本威士忌陈放太久，新橡木桶的强劲单宁加上当地极端的气候（冬冷夏热），会让过多木桶中的单宁和风味物质融入酒中，导致最后喝到的可能是一泡“单宁木头汤”
- ◆ **最低陈年标准：**各个国家法定时间不同，苏格兰威士忌必须要至少经过“三年又一天”的陈酿；而纯波本威士忌最短两年。
- ◆ **无年份（NAS）近几年越来越流行：**无年份酒可以有各式各样不同年份的威士忌调和，弹性很大，是考验制酒师发挥创意跟技术的时候。无年份威士忌在最近几年越来越流行。
- ◆ **威士忌到底该陈年多久？没有标准答案，**取决于原酒的品质，使用的橡木桶和陈年的环境，以及所要制作成品威士忌的品质等等，但更重要的是消费者喜欢什么样的风味。一般来说，波本威士忌最好的年份在5-12年，而苏格兰威士忌则在12-25年。对于嵊州目前希望主打的入门款威士忌来说，无年份产品就已足够。



### 3.3 他山之石：威士忌品牌营销经典案例

- ◆ **噶玛兰——权威比赛获奖&行业KOL大师认证：**中国台湾的噶玛兰酒厂于2005年年底建成，2006年3月蒸馏出第1批酒，2008年发售第1款威士忌。随后，噶玛兰多系列产品在短短几年间得到各项世界专业比赛的高度肯定，如WWA世界威士忌竞赛、IWSC国际葡萄酒暨烈酒竞赛、ISC国际烈酒竞赛等。2010年出版、由伊恩·巴士顿（Ian Buxton）编纂的《一生必喝的101款威士忌》中，收录了中国台湾宜兰噶玛兰酒厂的单一麦芽威士忌（Kavalan Single Malt Whisky）。

图表：噶玛兰酒厂宣传画面



图表：威士忌行业的主要奖项和简要介绍



**MMA**  
(MaltManiacs Club)

起源于1995年，不仅不收参赛费，还会有不同地区的爱好者进行盲品，且陪审团不得是行业从业人员。MMA是最受关注的非盈利性竞赛。



**SFWCS**  
(San Francisco World Spirits Competition)

评分方式是盲品，奖项按价格段、产地、工艺、酒龄细分，每年有上千款产品参赛



**WWA**  
(World Whiskies Awards)

由英国威士忌杂志 Whisky Magazine 创办于2007年，每年一次的得奖公布是整个行业的狂欢



**IWSC**  
(International Wine & Spirit Competition)

被很多人称之为“酒界奥林匹克大赛”，历史悠久威望很高。评审团成员有400+位

### 3.3 百润股份在威士忌业务上投入的时间和精力远超市场想象



**建厂：**从2016年开始，崆州就派出团队横跨三大洲走遍全球逾百家酒厂，深度学习威士忌生产工艺、酿造理念和绿色建造体系，同时也在国内各地考察，研究地理位置、气候和水源，选定邛崃作为建厂地址，设计理念和采用的设备“用最高标准要求自己”，经过5年终于在2021年完成了厂区建设与正式投产。



**产品：**研发建立在符合中国消费者饮用习惯的基础上。公司在风味研发上尽可能贴近国人的饮酒喜好与场景，甜美、顺口、不辛辣刺激是产品的调性。另外，崆州是一个追求“多元风味可能性”的酒厂，在蒸馏和桶陈阶段都在尝试更多可能性，并且从2019年起，就开展了具有中国风味特色的黄酒桶和蒙古栎桶的研发和桶陈。在瓶型设计上，公司也是费尽心机。



**文化：**自2020年起崆州内部就开始酝酿烈酒文化体验中心项目的想法，体验中心地块毗邻崆州蒸馏厂，计划占地约15万平方米，目前已经完成前期的总体规划、建筑设计等工作，未来将围绕威士忌生活、烈酒餐饮、威士忌生产、科普教育，威士忌自然生态、社群活动等六大板块出发，为访客提供以威士忌文化与生活方式为主题的深度游览，预计将在2024年底落成。



**品牌：**早在建厂前期，崆州团队便已完成很多研究工作，包括研究中国文化的各方各面，从哲学，绘画，建筑，汉字到书法等。每年在全国不同城市举办品鉴会，参与国内各大威士忌酒展，与威士忌圈的主要KOL，自媒体人合作，与全国的威士忌爱好者进行深入互动。与高端中餐厅合作，开展品鉴会和桶陈试饮活动。发行威士忌生活杂志《崆阅》



**设备：**崆州是世界上少数同时拥有壶式和柱式蒸馏器的蒸馏厂，并且搭配了全球罕见的双冷凝设备。崆州拥有庞大的数量与种类的木桶，并且在创厂便配备了完整的橡木桶处理车间，以及在全球威士忌行业也十分罕见的STR专属处理工艺车间，培养了一批专业“与桶较劲”的桶匠。2023年5月，崆州实现了可以从无到有的将木材制作成橡木桶。



**渠道：**公司已经推出金酒和伏特加等蒸馏烈酒，初步探索烈酒销售渠道。2023年7月崆州旗下首款金酒品牌“椒语”和伏特加品牌“岭冽”已双双亮相。预计威士忌产品将于2024Q4推出。

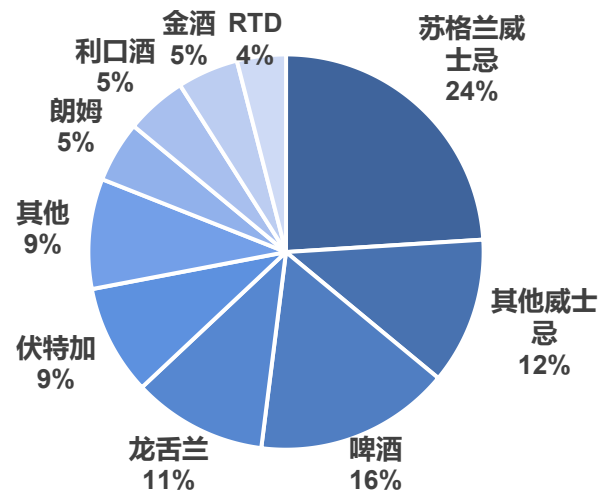
## ◆ 4、附录



## ◆附录一、全球烈酒集团

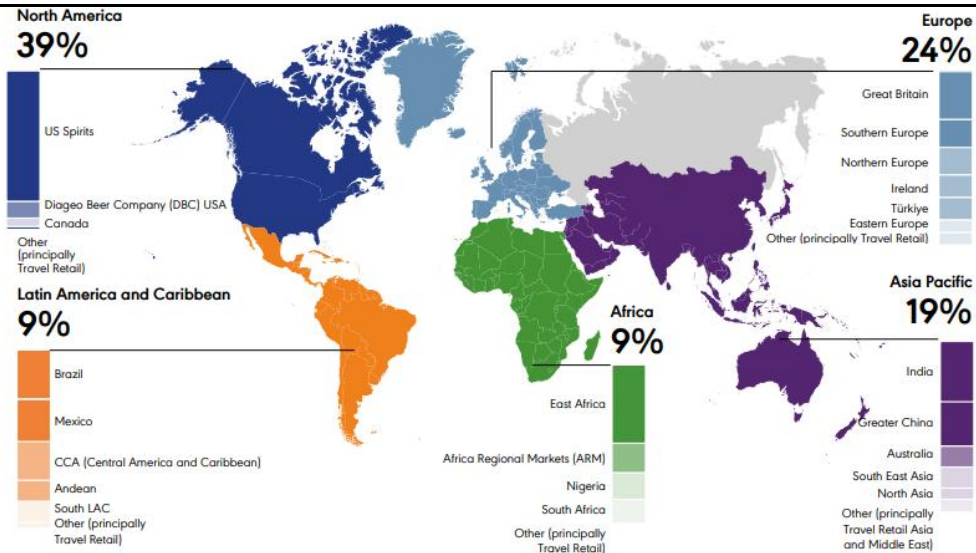
# 1. 全球威士忌主要玩家：帝亚吉欧

图表：帝亚吉欧2024财年各品类收入占比



- ◆ **全球最大酒水集团，多品类世界领先。**帝亚吉欧成立于1997年，由大都会和健力士两大公司合并而成，后通过内生+外延的方式逐渐成为全球第一大酒水集团，2002年设立大中华区，加大对中国市场的开发。帝亚吉欧产品覆盖烈酒、葡萄酒、啤酒，威士忌是公司第一大品类，2024财年收入占比达36%，其中苏格兰威士忌占比达到24%。
- ◆ **帝亚吉欧的市场目前遍布全球近180个国家，其中北美和欧洲占比超六成。**从品类分布来看，除了非洲以啤酒为主外，其他区域烈酒均占据主导地位。
- ◆ **品类丰富，优势品牌百花齐放。**帝亚吉欧拥有200+品牌，许多品牌历史悠久，有些甚至可以追溯到17世纪。集团旗下拥有17个威士忌品牌，尊尼获加、皇冠皇家、珍宝、Bell's、Black&White等均在全球及区域市场占据优势地位。其中尊尼获加全球市占率稳定在Top1；皇冠皇家作为加拿大威士忌的代表，最初是送给皇室的礼物，定位高端；此外还有珍宝、金铃、布坎南等众多品牌。除威士忌外，帝亚吉欧还在其他品类上拥有丰富的品牌矩阵，其中包括啤酒品牌吉尼斯、伏特加品牌Smirnoff、白兰地品牌轩尼诗、利口酒品牌百利、金酒品牌唐克雷等。

图表：2024财年帝亚吉欧区域收入占比



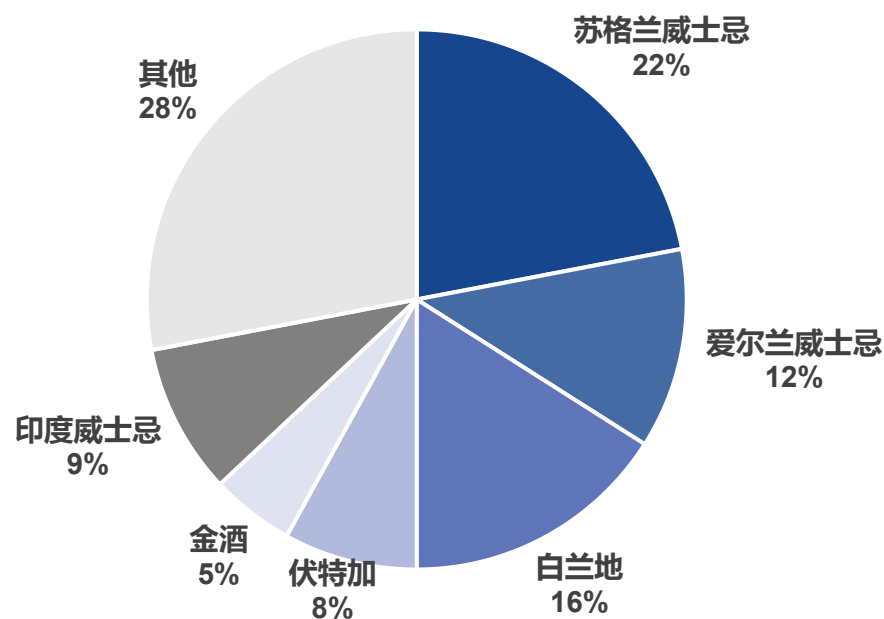
图表：帝亚吉欧各品类知名品牌



## 2. 全球威士忌主要玩家：保乐力加

- ◆ **全球烈酒领导者，威士忌收入占比超40%**。1975年两家法国茴香酒公司保乐和力加合并，保乐力加集团由此诞生，后集团致力于在全球范围内打造品类齐全的高端品牌组合，以投资并购为主要方式，当前品牌覆盖了烈酒和葡萄酒的所有品类。保乐力加拥有百龄坛、芝华士、皇家礼炮、格兰威特等12苏威品牌，以及6个爱尔兰威士忌品牌和9个世界威士忌品牌，2023财年威士忌收入占比合计达43%。
- ◆ **威士忌品牌矩阵丰富，各赛道均有佼佼者**。保乐力加旗下拥有27个威士忌品牌，其中全球性战略品牌包括百龄坛、芝华士、格兰威特、皇家礼炮、尊美醇等。保乐力加在各威士忌品类赛道均有世界领先品牌，百龄坛和芝华士是目前仅次于尊尼获加的全球第二和第三大苏威品牌，产品以最受欢迎的混合威士忌为主；格兰威特聚焦苏格兰单一威士忌；皇家礼炮诞生于英国皇室礼物，定位高端，其混合威士忌只使用至少21年桶陈的基酒；尊美醇是目前全球销量最大的爱尔兰威士忌，采用爱尔兰特有的三次蒸馏法。

图表：2023财年保乐力加各品类占比



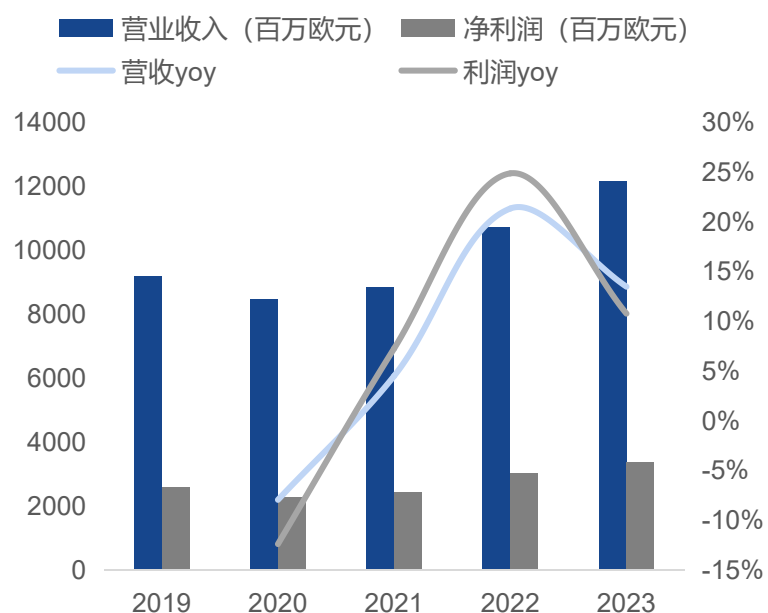
图表：保乐力加主要威士忌品牌

百龄坛 Ballantine's	芝华士 Chivas Regal	格兰威特 The Glenlivet	皇家礼炮 Royal Salute	尊美醇 Jameson
全球第二大苏威品牌，创办于1827年，2005年被保乐力加收购	全球销量第三，在欧洲和亚洲排名第一。2001年被保乐力加收购	全球第二畅销的苏格兰单一麦芽威士忌，创办于1824年，蒸馏厂位于著名产区斯佩塞	超高端苏威品牌，1953年该品牌因向英女王伊丽莎白二世加冕典礼致敬而诞生	全球销量最大的爱尔兰威士忌，采用爱尔兰标志的三次蒸馏工艺

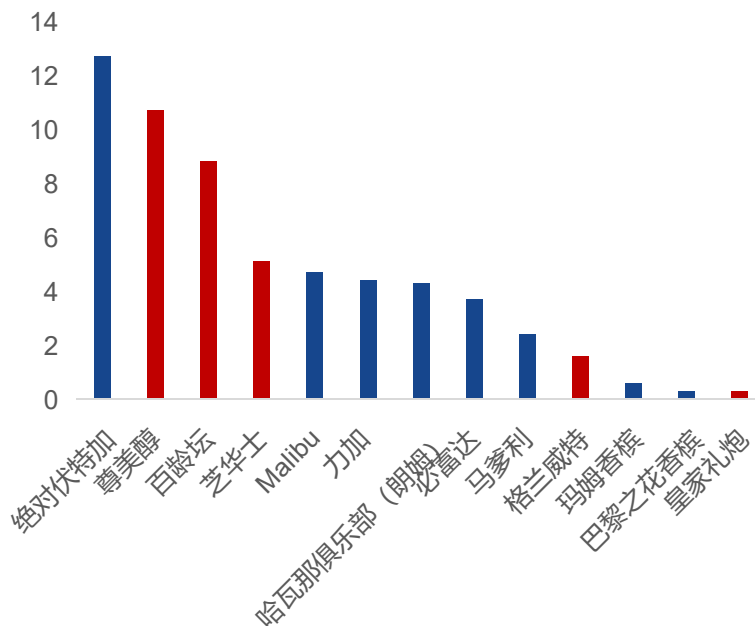
## 2. 全球威士忌主要玩家：保乐力加

- ◆ **业绩持续高增长，威士忌品牌销量领先。**2020至2023财年保乐力加的营业收入及净利润持续快速增长，2023财年保乐力加实现营业收入121亿欧元，净利润33.48亿欧元，净利率达27.6%。从品牌分布来看，保乐力加的13个战略品牌中，尊美醇/百龄坛/芝华士2023财年位列集团销量Top5，格兰威特和皇家礼炮位列销量第10/13。
- ◆ **新兴市场引领增长，2023财年中国市场增长6%。**保乐力加在全球拥有6个品牌子公司、5个市场子公司及94个生产基地，市场遍布全球160+国家。2023财年保乐力加在亚洲及世界其他地区实现营收35亿欧元，且从2022财年起该区域在保乐力加保持良好增长的基础上实现增速领先，连续两个财年增长均超过15%，其中印度和中国2023财年收入增速分别达13%/6%。

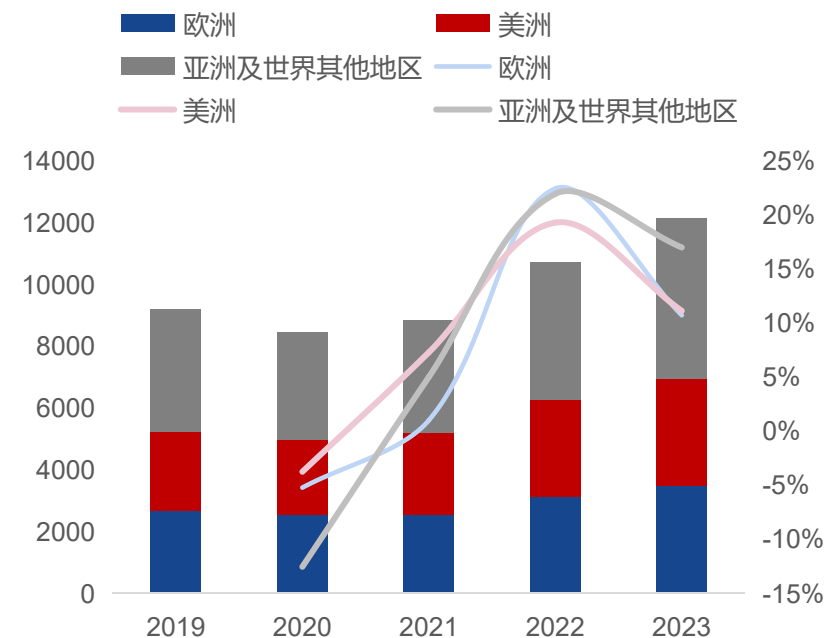
图表：2019-2023年保乐力加营收及净利润情况



图表：2023财年保乐力加全球战略品牌销量（单位：百万箱，每箱为9升）



图表：2019-2023财年保乐力加各区域收入及增速（单位：百万欧元，%）



### 3. 全球威士忌主要玩家：三得利

- ◆ 19世纪威士忌就已进入了日本市场，直到1923年，三得利的创始人鸟井信智郎聘请日本威士忌之父——竹鹤政孝，创建了日本第一家本土威士忌生产基地山崎蒸馏所。
- ◆ 日本烈酒开创者，已成为全球第三大烈酒生产商。三得利控股创立于1899年，1929年开始威士忌的销售，开拓了日本洋酒文化之先河。1929年三得利推出日本第一款国产真正的威士忌产品，但该产品严格按照苏格兰生产过程生产，不符合日本消费者的口味，因此卖的不好。1937年，三得利推出了“角瓶”威士忌，口味上做了本土化改良，随后依次推出定位不同档次和价格带的“Torys”、“Old”、“Royal”。1973年，三得利白州蒸馏厂成立，虽1983年后日本威士忌行业经历了一段时间的下行，但仍在80、90年代推出了山崎、响、白州，后成为享誉全球的日威品牌。2014年，三得利收购了美国威士忌生产商Beam，组成新公司Beam Suntory。

时间	事件
1923年	日本第一家麦芽威士忌酒厂“山崎”开始建设
1929年	日本第一款成熟的威士忌产品 Hakufuda发布
1931年	威士忌产品首次出口到海外
1937年	威士忌“角瓶”上市
1946年	威士忌“Torys”上市
1950年	威士忌“Old”上市
1960年	威士忌“Royal”上市
1973年	白州蒸馏厂成立
1979年	白州威士忌博物馆建成完工
1984年	威士忌“山崎”上市
1989年	威士忌“响”上市
1992年	威士忌“山崎18年”上市
1994年	威士忌“白州”上市
2000年	山崎威士忌博物馆开馆
2013年	“山崎18年”和“白州25年”在ISC中荣获最高奖
2014年	收购美国威士忌行业巨头Beam全部股份
2015年	威士忌“知多”上市
2017年	威士忌“季”上市
2019年	世界调和威士忌“碧Ao”上市

图表：山崎蒸馏厂

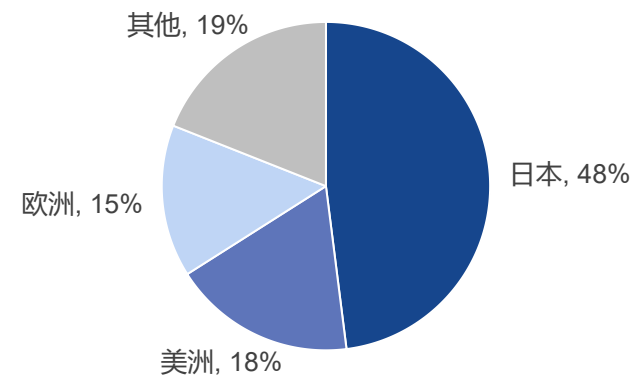
图表：白州蒸馏厂



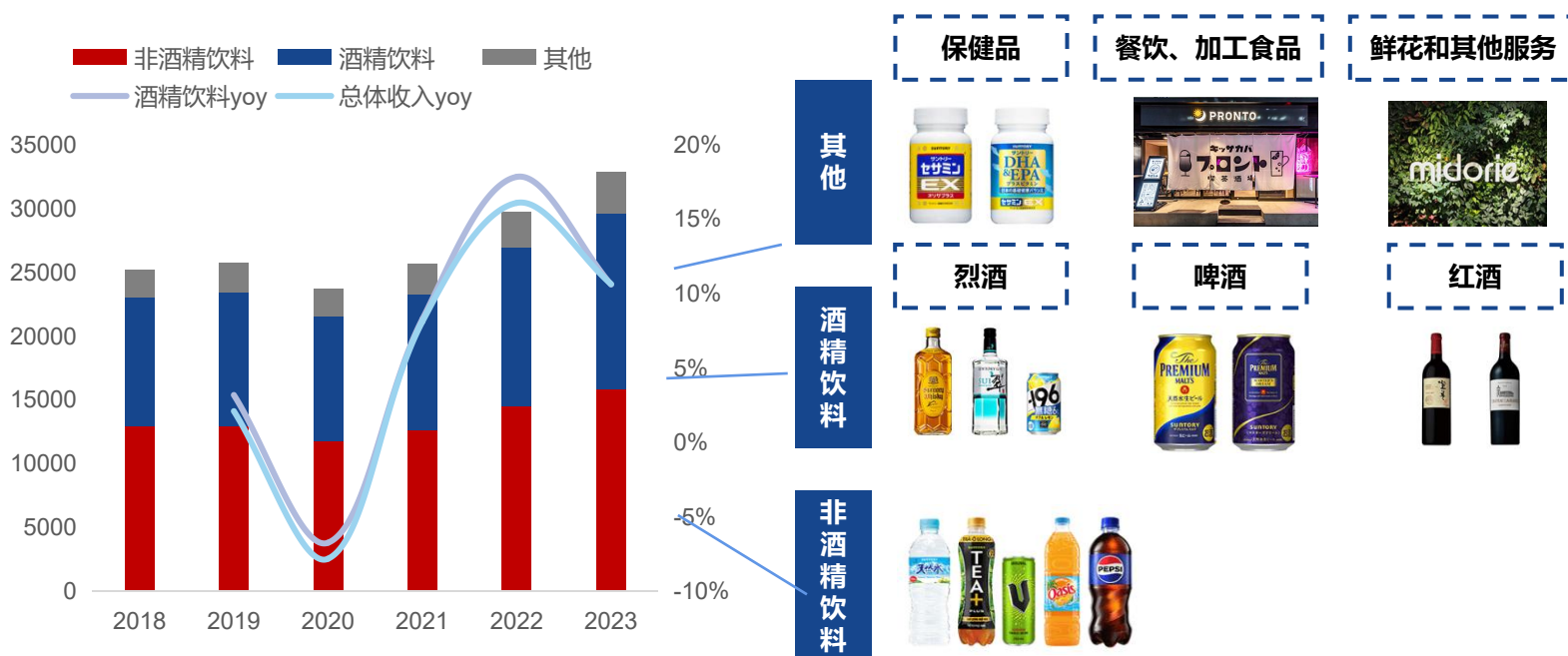
### 3. 全球威士忌主要玩家：三得利

- ◆ 2021-2023年三得利总收入同比增速分别为8%/16%/11%，2023年达3.29万亿日元（约1656亿人民币）。2023年软饮料/酒精饮料/其他三大业务板块收入分别为1.58/1.38/0.32万亿日元（约798/694/163亿人民币），其中酒精饮料收入变化趋势与三得利整体趋势高度吻合。利润端，三得利2020-2023年营业利润保持较高增速，2023年实现营业利润0.32万亿日元（约163亿人民币），同比+15%。
- ◆ 三得利已成为全球第三大烈酒生产商，2023年日本/美洲/欧洲/其他地区分别实现营业收入1.43/0.52/0.44/0.56万亿日元，分别占营收48%/18%/15%/19%。

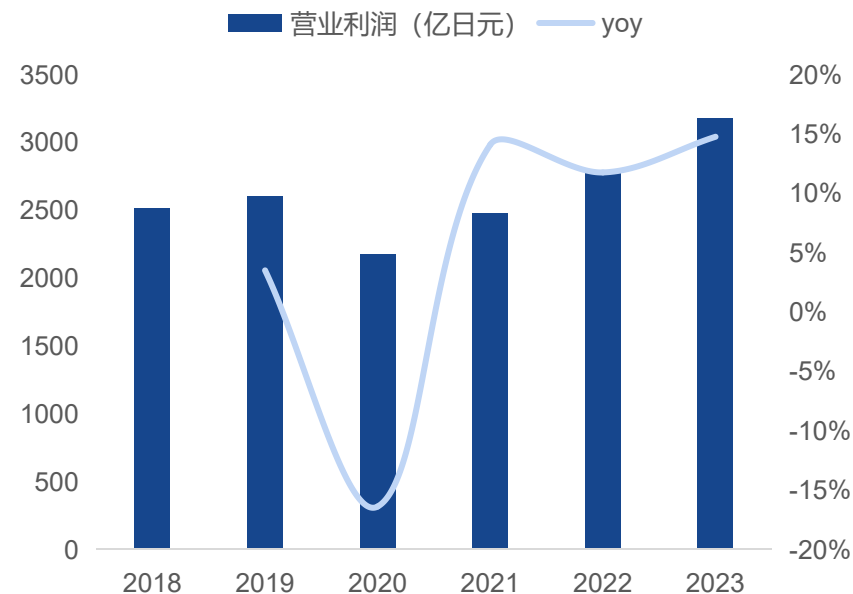
图表：2023年三得利收入区域分布



图表：三得利收入结构及品类矩阵（单位：亿日元）



图表：2018-2023年三得利营业利润及增速



资料来源：三得利官网，三得利公告，国海证券研究所  
 注：汇率采用2023年平均汇率，即1日元兑0.0504人民币

### 3. 全球威士忌主要玩家：三得利

- ◆ **产品：**坚持本土化，打造符合日本消费者口味的产品。（1）三得利从口味和价格等方面推进产品的本土化改良，在起步阶段先后推出符合日本消费者口味的“角瓶”（2）饮用方式创新，推广Highball和水割喝法，降低威士忌消费门槛，加速了威士忌的普及。（3）借鉴烧酒经验，推出烈酒为基酒的RTD。
- ◆ **渠道：**紧抓从酒吧到餐厅，再到宅家消费的场景转换。三得利早期为了推广日威，早在20世纪中叶就在大阪开设了第一家三得利酒吧；随后在1970s抓住日本餐饮工业化趋势，将威士忌放到餐厅饮料单中，拓展了佐餐场景。1990s随着日本泡沫经济的破灭，三得利开发便利店和超市，满足了家庭饮酒的需求。
- ◆ **品牌：**三得利通过发行杂志、建设品牌IP、甚至建设美术馆、音乐厅等方式在威士忌中融合日本元素，赋予了品牌更多的文化内涵。

图表：经典的日本威士忌喝法

喝法	说明
水割威士忌	威士忌+矿泉水+冰块，可以将酒精度降低，适合初次享用威士忌时饮用。
Highball	威士忌+冰块+苏打水
半水半威士忌	比水割威士忌更浓郁，水和威士忌比例是1: 1
热水割	从热清酒的喝法中转变过来，烧酒也有类似的喝法
威士忌酸	酸口味的鸡尾酒适合配餐，尤其是油腻的食物

图表：三得利经典的角瓶威士忌



图表：日本的三得利音乐厅



图表：响的广告片



## 4. 全球威士忌主要玩家：爱丁顿、格兰父子、百富门

### 爱丁顿集团

- ◆ 爱丁顿集团成立于1861年，总部位于苏格兰，产品主要涉及威士忌、朗姆、伏特加等。
- 麦卡伦：爱丁顿最著名的品牌之一，以生产高品质雪莉桶陈酿著称。
- 高原骑士：以独特的烟熏风味和甜蜜花香著称。
- 布赫拉迪：生产多种风格的威士忌。

### 格兰父子集团

- ◆ 格兰父子创立于1887年，位于苏格兰，主要生产苏格兰威士忌和其他烈酒。格兰父子是少数仍由家族拥有的苏格兰威士忌酿酒厂中最大的一家，也是全球第三大苏格兰威士忌公司。
- 格兰菲迪：全球销量最大的单一麦芽威士忌之一。
- 百富：倍受喜爱的单一麦芽威士忌，以丰富多样的风味闻名。
- 格兰冠：公司旗下经典的调和威士忌品牌，是苏格兰最畅销的威士忌之一。

### 百富门集团

- ◆ 百富门成立于1870年，旗下威士忌品牌杰克丹尼是销量最大的美国威士忌。
- 杰克丹尼：始于1866年，是美国最古老的注册酒厂。

图表：爱丁顿集团旗下部分品牌

THE  
MACALLAN

HIGHLAND  
PARK

图表：格兰父子旗下本部分品牌



格兰菲迪



图表：百富门旗下部分品牌





## ◆附录二、美国威士忌发展历史

## 2. 美国威士忌历史

时间	事件
17世纪初-18世纪末	黑奴贸易刺激下，朗姆酒盛行，为美国威士忌提供了技术基础
1620年	一部分英国人为逃避宗教压迫逃亡荷兰，最终逃到美国。这个时期啤酒和烈酒作为随船物资出现在美国，在消耗干净后他们只能使用当地材料来酿酒
1624年	英国将巴巴多斯划为殖民地，借助合适的气候和丰厚的利润，甘蔗种植园数量及黑奴贸易在巴巴多斯飞速发展，朗姆酒开始被大规模酿造
1773年	美国独立战争的导火索波士顿倾茶事件发生，同时期美国已拥有超过百家酒厂，主要都是朗姆酒厂
1776年7月4日	美利坚合众国宣告成立，同年为了发展肯塔基县并鼓励移民，著名的玉米地和小木屋权利法案被发布，直接导致了波本威士忌的原材料为玉米
1792年	肯塔基州成立，因此多数肯塔基波本威士忌会标注1792字样
1794年	乔治华盛顿平息了因征收酒精消费税而产生的起义，导致不愿意屈服的酿酒商们从宾夕法尼亚州逃到了肯塔基州
19世纪-禁酒令前	朗姆酒走向末路，威士忌开始在美国流行起来
1807年	《禁止奴隶进口法案》正式生效，彻底摧毁了美国、非洲和西印度群岛之间的“三角贸易”。美国的朗姆酒生意宣告失败，为威士忌行业创造了空间。
1825年	田纳西人阿尔弗雷德·伊顿发明了林肯郡制程，即威士忌放入桶中陈酿之前，要通过至少10英尺厚的糖枫木炭滴滤。这一工艺至今仍在使用，并将田纳西威士忌与其他美国威士忌区分开来
1860年	市面上出现了介绍如何制作仿制烈酒和葡萄酒的书籍，书中介绍了如何制作黑麦、波本威士忌的仿制品，这本书表明，内战前后大量廉价威士忌被生产出来
1861-1865年 美国南北战争期间	很多酒厂在战争中被摧毁，威士忌成为战争后期重要物资，这一阶段威士忌价格提升了140倍，推动黑市商人大量酿造私酿。为了扩充军费，威士忌消费税也从1862年的20美分提升到1865年的2美元。
1868年	战后，借助重建/兴建威士忌酒厂的机会，连续蒸馏器在美国威士忌行业中越来越常见。美国政府意识到当时消费的大部分威士忌都是私酿，没有征到税，于是国会通过法案降低了消费税，并要求美国制造的所有烈酒贴上税票，到一定时间必须缴纳税款
1893年	由阿根廷宣布主权债务违约引起的世界范围内银行挤兑，美国经济萎缩
1897年	著名的“1897年瓶装威士忌法案”颁布，以美国政府作为背书，赋予合法酿酒厂证明其产品质量的能力，保证了威士忌的出品质量
1903年	迈克尔·J·欧文斯发明了第一台自动制瓶机，使得玻璃瓶价格大幅降低，大多数酿酒商从这时才开始在经济上接受瓶装威士忌
1918年	一战结束，美国通过战争贸易和赔款
禁酒令时期	威士忌产业几乎消失，劣质的杜松子酒及月光酒等成为美国最主要的烈酒
1920年	禁酒令正式生效，美国开启禁酒令时期。禁令实施仅6个月后，就有超过15000名医生和57000名药剂师获得了开具或销售药用酒精的许可

## 2. 美国威士忌历史

时间	事件
1929年	著名的“黑色星期四”事件发生，美国股票暴跌，正式进入大萧条时期。美国政府税收暴跌，急需新的收入来源，因此将目光放在了酒类上。1920年《沃尔斯泰德法案》实施之前，大约14%的联邦、州和地方税收来自酒类贸易
1933年	承诺废除禁酒令的富兰克林·德拉诺·罗斯福赢得大选，成为美国总统。同年，禁酒令时期结束
禁酒令时期结束到二战结束	调和威士忌成为主流，美国威士忌逐步复苏
1934年	历时13年的禁酒令使美国威士忌几乎没有老酒库存，酒商们只能使用仅有的陈年威士忌调配入进口威士忌或谷物酒精做成调和威士忌来缓解燃眉之急。优质的陈年苏格兰威士忌也开始进入大众视野。
1935年	联邦酒精管理法案推出，首次规定波本威士忌必须使用全新橡木桶
1941年	美国进入二战，刚开始有优质陈年波本的酿酒厂们再次被征用，为战争生产工业酒精，威士忌实行定量供应，部分品牌再度停产。同时由于加勒比地区生产的朗姆酒运输到美国相对便宜，到1945年，美国人消费朗姆酒的量是1941年的3倍
二战结束至今	威士忌重新回到大众视野，并被赋予奢侈品标签
1945年	二战结束，美国通过赔款和战争贸易，令经济再次飞速发展。花天酒地的生活又成了当时美国人的主流，酒吧似乎要回到禁酒令前的时期
1958年	《福兰德法案》将BiB的保税期延长至20年
1984年	《全国最低法定饮酒年龄法案》要求所有州将最低购买年龄设为21岁，任何不遵守该法案的州将被扣留高达10%的联邦公路资金（约800万-9900万美元不等）
1980年代末	健康的饮酒文化开始在社会上广泛传播，那些大量饮酒的人开始降低酒精的摄入量，但他们依然愿意花同样多的钱在喝酒上。因此，饮用优质的葡萄酒和苏格兰威士忌逐步成为更好的选择，大家愿意把钱花在更好的产品上。

## ◆附录三、日本威士忌发展历史

### 3. 日本威士忌历史

时间	事件
1853年	“黑船事件”打开日本国门，威士忌作为物资之一，伴随外交礼品和贿赂天皇与官员的例如，一起被引入了日本
1899年	鸟井信治郎在大阪创办了首家商店“鸟井商店”。一次偶然的机会，他品尝到西班牙葡萄酒后深感喜爱，决定专营真正的进口葡萄酒，并将店名改成了“寿屋烈酒商店”。他很快发现进口葡萄酒酸涩的口感并不符合日本消费者的偏好，导致葡萄酒销售受挫，库存积压。于是，他开始尝试调味葡萄酒以迎合本土口味，并开发了最终产品：“赤玉葡萄酒”。随着赤玉葡萄酒的畅销，鸟井信治郎建立了应对口味差异问题的有效策略
1911年	根据美日通商航海条约，日本重获关税自主权。进口威士忌的关税因此被大幅提高，这一政策推动了日本国产威士忌的初步发展
1917年	来自酿酒世家的竹鹤政孝对西洋烈酒产生兴趣，并来到当时主要“仿制”西洋烈酒的制造商：摄津酒造。该酒造也是鸟井信治郎的供应商之一
1918年	摄津酒造的老板阿部有志于生产真正的威士忌，因此派遣竹鹤政孝前往苏格兰学习正宗的威士忌酿造技术，送行之时，鸟井信治郎也是其中一员。
1919年	鸟井信治郎坚定了要生产真正威士忌的决心。同年，竹鹤政孝在英国朗摩酒厂、博恩斯蒸馏厂等学习威士忌酿造、桶陈、原酒蒸馏和橡木桶的知识
1920年	竹鹤政孝进入哈索本酒厂实习，并撰写了《实习笔记：罐式蒸馏器威士忌》，成为了日本威士忌制造的蓝图
1923年	鸟井信治郎正式雇佣竹鹤政孝，同年开始建造山崎蒸馏厂
1924年11月11日	日本历史上第一批威士忌在山崎蒸馏厂蒸馏完成
1929年	山崎蒸馏厂推出第一款产品：三得利白札，定价每瓶3.5日元，但销售反馈极为冷淡
1930年	红札上市，销售表现仍然不好。基于赤玉葡萄酒的经验，鸟井信治郎希望调整威士忌口味以迎合日本消费者，而竹鹤政孝坚持生产真正的苏格兰风味威士忌
1934年	因理念不合，竹鹤政孝离开寿屋，并与伙伴成立了大日本果汁株式会社生产果汁。竹鹤政孝深知因产品需要陈年，威士忌酒厂在初期运营时，公司往往会面临将颗粒无收的困境。寿屋当时依靠的是鸟井信治郎的赤玉葡萄酒渡过这一难关，而竹鹤政孝则希望依靠苹果汁来支撑公司。同年，余市蒸馏厂建立
1935年	由于缺乏生产苹果汁的经验，苹果汁被大量退货。竹鹤政孝想到将退回的苹果汁进行蒸馏，制作成类似苹果白兰地的甜酒
1937年	鸟井信治郎终于开发出了符合日本人口味的威士忌——角瓶，一经推出便大获成功，鸟井信治郎调整口味的理念再次得到验证
1940年	大日本果汁株式会社推出首款威士忌和白兰地，命名为一甲（Nikka）。同年，为满足军费需求，日本政府将酒税法纳入税法中
1943年	日本政府大幅提高威士忌税收，并根据产品中纯威士忌的含量将威士忌分为三个等级，其中纯威士忌的货税达到了三级威士忌（含有不到5%的纯威士忌）的三倍
1945年	二战结束。战争期间，寿屋与大日本果汁均被军队接管，并获得了丰富的资源。同时，大量酒厂在战争中被摧毁，军队又截取了主要威士忌的产出，导致黑市中威士忌价格飙升，诱发大量的仿制威士忌再次充斥市场
1946年	寿屋推出三级威士忌Torys，受到市场追捧。竹鹤政孝坚持以接近三倍的价格售卖纯威士忌
1950年	大日本果汁因价格高昂，销量低迷，竹鹤政孝也推出了三级威士忌并成功热卖。同年，寿屋推出三得利老牌，成为之后数十年最畅销的酒款

### 3. 日本威士忌历史

时间	事件
1950-1960年	日本经济进入快速发展期，影视作品中的“美式生活”成为人们追求的理想，威士忌也变成大家热爱的饮料，越来越多的公司开始投资建设威士忌酒厂。这个时期品牌酒吧也出现了爆炸性的增长。 在此期间，鸟井信治郎的二儿子佐治敬三逐渐开始接管寿屋的工作。他主张寿屋售卖的不仅是产品，也包含了当代的生活形态。佐治敬三发行了《洋酒天国》杂志，并大量使用了广告宣传，间接地教育了烈酒市场。
1964年	日本威士忌市场进入激烈的竞争期，当时最大的三家威士忌公司（三得利、一甲、三乐欧）连续推出同价位的竞品，引发“五百元威士忌大战”和“千元威士忌大战”，推动了日本威士忌行业迅速扩张。接下来几年里，日本威士忌产量从5800万升增加到16600万升
1971年	威士忌进出口贸易自由化，次年关税下调，使得进口苏格兰威士忌变得更便宜，加剧了日威的竞争，迫使他们提高产品质量并推出多样化产品以应对冲击
1970年代末	三得利开始构筑产品和品牌矩阵，推出了从大众品牌至高端品牌的完整系列。这些产品包括“Torys-Red-White-角瓶-Old-Reserve-Royal”系列，与消费者的社会地位紧密相连。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。这种策略巩固了三得利在日本威士忌市场的领导地位
1984年	日本政府实施酒税改革，导致威士忌单位税负上升24%。同时由于烧酒税较低，价格相对便宜，逐渐成为年轻人更喜欢的酒类选择
1989年	日本废除威士忌级别制度，统一税率，导致高级威士忌税率下降，但面向大众的普通威士忌税率增加，消费者购买意愿进一步降低
1996年	根据WTO规定，烧酒与威士忌被认定为“可直接竞争或可彼此取代”的产品，日本政府决定提高烧酒税率，使其与威士忌税率持平
2001年	日本威士忌在国际舞台上崭露头角，开始在国外打响名声
2007年	日本威士忌消耗量跌至7500万升，大量酒厂被迫关停
2008年	三得利发起Highball（威士忌兑苏打水）的营销活动，重新带火了威士忌，威士忌销量首次出现回升
2014年	日本NHK电视台播出改编自竹鹤政孝生平的剧集《阿政》，引发了威士忌尤其是一甲（Nikka）威士忌的粉丝热潮，日本威士忌的受欢迎程度再次迅速上升

## ◆附录四、中国威士忌生产商名录（2024）

## 4. 中国威士忌生产商名录（2024）

序号	项目名称	生产地	隶属集团	项目现状
1	安徽古奇酒业	安徽亳州	安徽古井集团有限责任公司	在建
2	燕京啤酒股份有限公司	北京顺义	燕京集团	在建
3	上海加悦酒业有限公司	待定	罗曼湖集团	项目待建
4	北京龙徽酿酒有限公司	待定	北京一轻控股有限责任公司	项目待建
5	福建德熙威士忌	福建龙岩	怡园酒业	投产
6	龙岩久溪威士忌有限公司	福建龙岩	众筹	在建
7	福建大芹陆宜酒业有限公司	福建平和大芹山	漳州大芹云顶酒业有限公司	投产
8	福建大芹云顶酒业有限公司	福建云顶	漳州大芹云顶酒业有限公司	投产
9	福建柏寰威士忌有限公司	福建漳州	漳州大芹云顶酒业有限公司	投产
10	熊猫精酿威士忌项目	贵州安顺	熊猫精酿	投产
11	醴酝(浙江)控股有限公司(奥歌诗丹迪威士忌酒厂)	杭州千岛湖	英国奥歌诗丹迪集团	项目待建
12	诚承麦芽威士忌庄园	杭州千岛湖	汤臣倍健	项目待建
13	花瑞股份千岛湖威士忌酒曼	杭州千岛湖	花瑞股份	项目待建
14	杭州千岛湖威谷酒庄有限公司	杭州千岛湖		投产
15	河北淇记酒业	河北辛集		投产
16	洛阳南麟酿造技术咨询有限公司	河南洛阳		投产
17	河南省京德酒业有限公司	河南南阳		投产
18	东威蒸馏所	湖南岳阳		投产
19	浏阳高朗烈酒酿造有限公司	湖南浏阳		投产
20	世界烧威士忌蒸馏厂	湖南韶山		投产
21	辽宁抚顺精酿啤酒有限公司	辽宁本溪		投产

注：资料时间截至2024年8月



## 4. 中国威士忌生产商名录（2024）

序号	项目名称	生产地	隶属集团	项目现状
22	上海葡本酿酒科技有限公司	辽宁盘锦		投产
23	鄂尔多斯市伊金布拉格酒业有限公司	内蒙古鄂尔多斯	内蒙古蒙泰集团有限公司	投产
24	青海互助天佑德青稞酒股份有限公司	青海互助	青海互助天佑德青稞酒股份有限公司	投产
25	钰之锦蒸馏酒(山东)有限公司	山东蓬莱	烟台海市葡萄酒有限公司	投产
26	青岛啤酒股份有限公司	山东青岛	青岛啤酒集团有限公司	投产
27	烟台吉斯波尔酿酒有限公司	山东烟台	吉斯集团	投产
28	峨眉山高桥威士忌酒业有限公司	四川峨眉山	四川郎酒集团	在建
29	叠川(峨眉山)麦芽威士忌有限公司	四川峨眉山	保乐力加	投产
30	峡州蒸馏厂	四川邛崃	上海百润投资控股集团股份有限公司	投产
31	回澜威士忌蒸馏厂	四川邛崃	新加坡先锋物流集团	在建
32	西藏地球第三极酒业有限公司	西藏甘孜区	江苏洋河酒厂股份有限公司	项目待建
33	云南凌酝蒸馏所	云南大理		投产
34	胭脂马(大理)酒业有限公司	云南大理		在建
35	香格里拉青稞威士忌	云南迪庆	香格里拉酒业股份有限公司	投产
36	帝亚吉欧酒业(大理)有限公司	云南洱源	Diageo PLC	在建
37	云南长子河酒业有限公司	云南昆明		投产
38	威士忌云南超级工厂项目	云南镇雄	中国贵酒集团	项目待建
39	浙江龙威酒业有限公司	浙江龙游		在建
40	杭州千岛湖威士忌酒业有限公司	浙江千岛湖		试运营
41	欧玛威士忌蒸馏厂	中国台湾南投猫罗溪		投产
42	宜兰噶玛兰蒸馏	中国台湾宜兰灵山乡		投产

注：资料时间截至2024年8月

◆ 5、投资建议及评级

◆ 6、风险提示

## ◆ 投资建议及评级

截至2023年，威士忌已成为全球销售占比第一的烈酒，当前世界主要经济体均有代表性威士忌品牌。随着消费年轻化、悦己化趋势加强，中外文化交流日渐频繁，威士忌在我国的发展仍具有广阔的空间。基于此我们维持食品饮料行业“推荐”评级。

## ◆ 风险提示

- 1) **宏观经济波动**：消费既是拉动经济增长的重要动能，又是经济增长的结果。消费规模和质量受到居民收入和收入预期的影响，宏观经济波动或影响居民收入、收入预期及储蓄意愿，从而影响消费。
- 2) **行业政策变化导致竞争加剧**：酒精消费受政策影响较大，行业政策变化或带来生产、消费、进出口等多方面变化，从而影响行业格局。
- 3) **原材料价格大幅上涨对行业利润端造成影响**：威士忌行业涉及农副产品、包材等原材料，若原材料价格剧烈波动，将通过成本对企业利润端造成影响。
- 4) **重点关注公司业绩或不及预期**：企业经营受到宏观环境、行业政策、竞争格局、消费偏好、企业经营战略等多方面影响，业绩具有不确定性。
- 5) **食品安全事件**：人民日益增长的美好生活需要对加强食品安全提出了更高要求，食品安全事件往往通过舆论对企业经营造成较大影响。

## 食品饮料小组介绍

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

## 分析师承诺

刘洁铭，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 食品饮料研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号  
腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597