

行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	18180.27
52周最高	20556.82
52周最低	14118.56

行业相对指数表现(相对值)



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

近期研究报告

《白酒主动降速/蓄力明年，诸多大众
品最大压力点已过，看好板块布局机
会》 - 2024.11.05

国产威士忌方兴未艾，岷州蒸馏厂有望脱颖而出

● 投资要点

国内威士忌行业仍处在发展起步阶段，当前外资品牌占主导。根据中国海关总署，2015-2023年我国进口威士忌金额从7.37亿元提升至41.26亿元，复合增速达24.03%。拆分量价来看，2015-2023年国内威士忌进口量从1.58万吨提升至3.26万吨，复合增长9.51%，进口均价从46.72元/升提升至126.48元/升，复合增长13.26%。考虑到国内威士忌市场由外资品牌主导，因此海关的威士忌进口金额和进口量的数据变化能大体反应近十年来我国威士忌市场的成长。整体来看，国内威士忌行业仍处于培育期。从竞争格局来看，国内威士忌行业CR5达到67.30%，外资品牌占主导地位。其中保乐力加市占率24.20%排名第一，帝亚吉欧市占率24.10%排名第二，爱丁顿集团市占率6.90%排名第三。行业整体集中度较高，呈现出多强的竞争格局。

资本、产区大力推动，国产威士忌方兴未艾。威士忌需求的快速增长吸引国内外资本的不断涌入，除了成立中国子公司来承接进口商的角色外，国外烈酒龙头同时也在中国投资建厂。根据酒业家，目前国内威士忌已经投产的产能约在10万吨，投产+在建的产能约在16万吨。整体来看中国本土威士忌已逐渐发展出福建、浙江、山东、湖南、四川、云南六大省产业聚集地，其中四川峨眉山与邛崃、福建漳州和龙岩，以及云南大理产区形成更为迅速，不仅在产能上形成一定优势，且在产区规划及政策上也走在前列。从消费趋势来看，主打调制品后饮用的平价调和威士忌是当前市场消费主流。

产能充足叠加强营销破圈能力，岷州蒸馏厂有望脱颖而出。位于邛崃的岷州蒸馏厂产能规划充足，2019年至今总计实施了4个建设项目，总计规划投资额约35亿元，建成后预计达3.1万吨伏特加和7.3万吨威士忌产能。考虑到威士忌和预调鸡尾酒的消费群体、饮用场景重合度较高，产品的推广同样需要强营销破圈能力来吸引更广泛的受众群体，岷州蒸馏厂背后的母公司百润股份具备一定的成功经验。对比成熟的海外烈酒龙头来看，2023年百富门、帝亚吉欧的净利率分别为24.51%、19.09%，过去十年的ROE基本维持在25%以上，未来国产威士忌企业的盈利水平展望或可参考两者。

● 风险提示：

行业需求不及预期风险；国产品牌竞争力不足风险。

目录

1 威士忌行业：仍处在发展起步阶段，外资品牌占主导.....	4
1.1 国内威士忌市场规模约 55 亿元，以进口威士忌为主.....	4
1.2 威士忌行业 CR5 达到 67.30%，外资品牌占主导地位.....	6
2 威士忌产业链中上游由酒厂主导，下游消费者偏年轻化.....	8
2.1 烈酒集团主导酿酒和分销环节，下游非即饮渠道占比不断提升.....	8
2.2 消费群体主要分布在沿海城市，居家和酒吧是主要消费场景.....	9
3 资本、产区大力推动，国产威士忌方兴未艾.....	11
3.1 资本加速涌入，国产威士忌产区逐渐成型.....	11
3.2 平价调和威士忌是当前市场消费主流.....	13
4 产能充足叠加强营销破圈能力，岷州蒸馏厂有望脱颖而出.....	15
4.1 岷州蒸馏厂产能规划充足，母公司百润营销破圈能力强.....	15
4.2 成熟阶段烈酒厂有望达到 20%的净利率和双位数的 ROE.....	17
5 风险提示.....	18

图表目录

图表 1:	2023 年国内进口威士忌金额 41.26 亿元	4
图表 2:	2023 年国内威士忌进口量 3.26 万吨	4
图表 3:	2023 年国内进口威士忌均价 126.48 元/升	5
图表 4:	2023 年威士忌零售口径市场规模 153.6 亿元	5
图表 5:	2022 年日本酒类消费结构	5
图表 6:	中日威士忌销量/啤酒销量对比	5
图表 7:	从市占率来看, 国际烈酒龙头是国内威士忌市场的主要玩家	6
图表 8:	零售口径, 2023 年国内苏格兰威士忌占比达到 64%, 日本威士忌占比 25%	7
图表 9:	销量口径, 2023 年国内苏格兰威士忌占比达到 75%, 日本威士忌占比 10%	7
图表 10:	2023 年国内日本威士忌均价最高达到 220 万元/吨	7
图表 11:	威士忌产业链	8
图表 12:	威士忌非即饮渠道的占比不断提升	9
图表 13:	威士忌消费群体年龄占比	10
图表 14:	威士忌消费群体主要地域分布占比	10
图表 15:	华南地区威士忌消费渠道占比	10
图表 16:	华东地区威士忌消费渠道占比	10
图表 17:	威士忌的饮用场所	11
图表 18:	威士忌消费人群特征标签	11
图表 19:	消费者购买的主要原因	11
图表 20:	消费者对威士忌的印象	11
图表 21:	中国威士忌产区发展现状	12
图表 22:	畅销威士忌单品	14
图表 23:	国产威士忌单品	14
图表 24:	百龄坛特醇推荐饮用方法	14
图表 25:	岷州蒸馏厂产能规划及进展	15
图表 26:	预调鸡尾酒的消费群体年龄占比	16
图表 27:	百润各销售区域占比 (2023 年)	16
图表 28:	岷州单一麦芽威士忌创世版	17
图表 29:	百利得单一调和威士忌创世版	17
图表 30:	烈酒龙头净利率大都维持在 20%	17
图表 31:	烈酒龙头毛利率大都维持在 60%	17
图表 32:	烈酒龙头 ROE 大都长期维持在双位数以上	18

1 威士忌行业：仍处在发展起步阶段，外资品牌占主导

1.1 国内威士忌市场规模约 55 亿元，以进口威士忌为主

2023 年我国进口威士忌金额 41.26 亿元，2015-2023 年复合增长 24.03%。

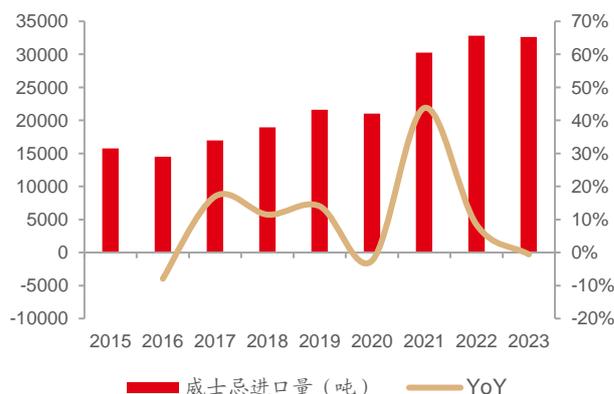
根据中国海关总署，2015-2023 年我国进口威士忌金额从 7.37 亿元提升至 41.26 亿元，复合增速达 24.03%。拆分量价来看，2015-2023 年国内威士忌进口量从 1.58 万吨提升至 3.26 万吨，复合增长 9.51%，进口均价从 46.72 元/升提升至 126.48 元/升，复合增长 13.26%。考虑到国内威士忌市场由外资品牌主导，因此历年来海关的威士忌进口金额和进口量的数据变化能大体反应近十年来我国威士忌市场的成长。整体来看，国内威士忌市场规模较小，行业仍处于培育期。处在培育期的行业往往增长具备一定突然性和爆发性，因为其产品需求还未被充分挖掘和准确定位。中国威士忌市场方兴未艾。

根据中国酒业协会的数据，从出厂口径来看 2023 年我国威士忌行业收入约 55 亿元，从量的角度来看，国内威士忌总产量约为 5 万吨，进口威士忌 3.3 万吨，进口威士忌的数据与海关披露的相同。从欧睿披露的零售口径数据来看，2023 年国内威士忌市场规模为 153.6 亿元。考虑到两种口径的数据来源不同，因此统计方法可能有所差异。

图表1：2023 年国内进口威士忌金额 41.26 亿元



图表2：2023 年国内威士忌进口量 3.26 万吨



资料来源：中国海关总署，中邮证券研究所

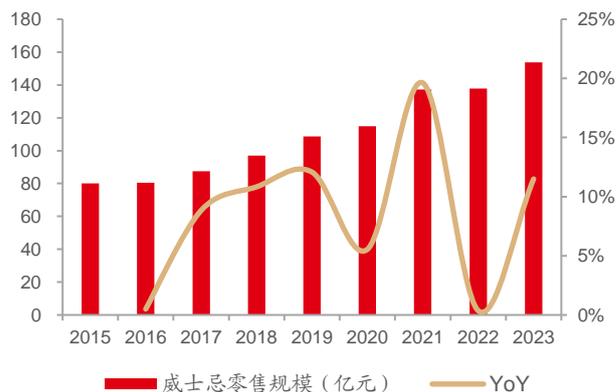
资料来源：中国海关总署，中邮证券研究所

图表3：2023年国内进口威士忌均价 126.48 元/升



资料来源：中国海关总署，中邮证券研究所

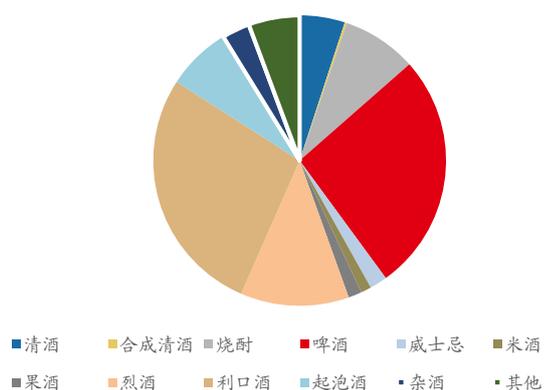
图表4：2023年威士忌零售口径市场规模 153.6 亿元



资料来源：欧睿，中邮证券研究所

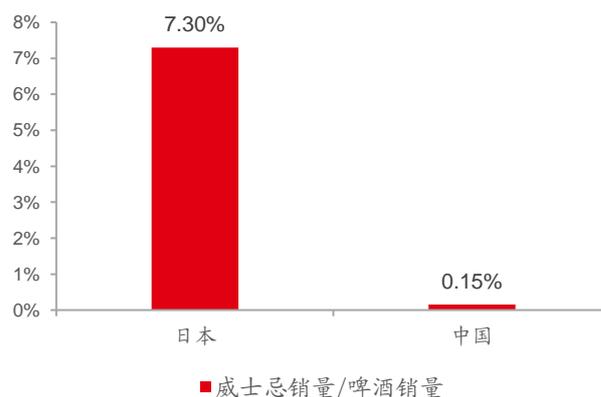
日本威士忌消费较为普及，人均年消费量远高于中国。根据日本国税厅数据，2022年日本威士忌消费量为15.8万吨，占整体酒类消费量的比例为1.94%。横向对比来看，根据我们测算日本人均威士忌年消费量为1.25升，中国为0.04升。啤酒对于日本和中国来说同样也都是舶来品，且品类发展均处于成熟期，我们以两国威士忌销量/啤酒销量对比来看，日本和中国的比例分别为7.30%和0.15%。考虑到国内威士忌仍处于培育期，无论是从人均销量还是威士忌销量/啤酒销量对比来看，我们认为国内威士忌的销量应该仍有较大提升空间。

图表5：2022年日本酒类消费结构



资料来源：日本国税厅，中邮证券研究所

图表6：中日威士忌销量/啤酒销量对比

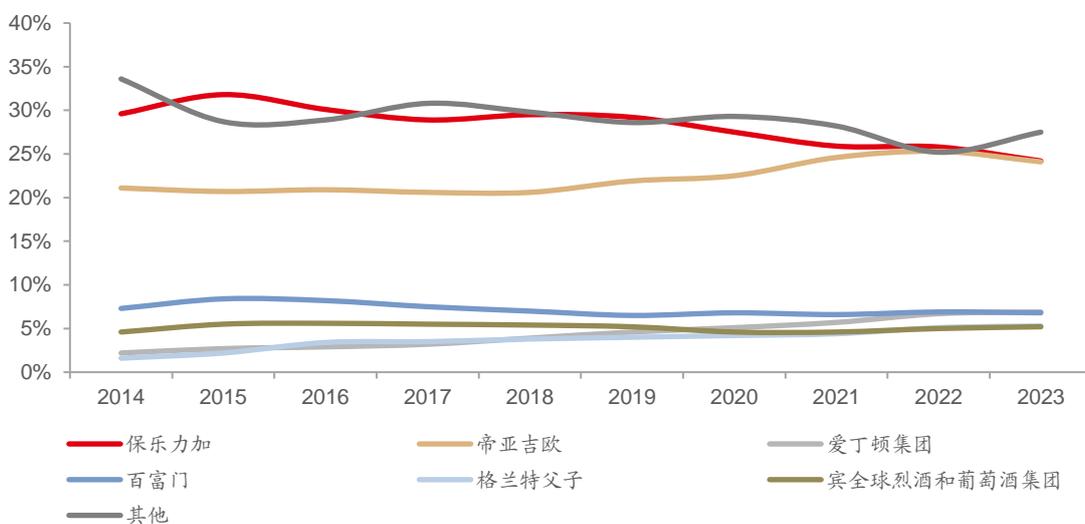


资料来源：日本国税厅，中国酒业协会，中邮证券研究所

1.2 威士忌行业 CR5 达到 67.30%，外资品牌占主导地位

国内威士忌行业 CR5 达到 67.30%，外资品牌占主导地位。根据欧睿，2023 年威士忌行业 CR5 为 67.30%，其中保乐力加市占率 24.20%排名第一，帝亚吉欧市占率 24.10%排名第二，爱丁顿集团市占率 6.90%排名第三，百富门 6.80%排名第四，格兰特父子 5.30%排名第五。行业整体集中度较高，呈现出多强的竞争格局。拉长时间来看，2014-2023 年国内威士忌行业 CR5 从 61.80%提升至 67.30%，集中度略有提升，其中爱丁顿集团和格兰特父子的市占率分别提升了 4.70pct 和 3.70pct，保乐力加市占率下滑了 5.40pct。保乐力加旗下的品牌包括芝华士、百龄坛特醇，帝亚吉欧旗下的品牌主要是尊尼获加，爱丁顿旗下的品牌主要是麦卡伦和高原骑士，百富门旗下的品牌主要是杰克丹尼，格兰特父子旗下的品牌主要是百富和格兰菲迪。整体来看，国内威士忌市场目前主要还是由国际烈酒龙头来主导。

图表7：从市占率来看，国际烈酒龙头是国内威士忌市场的主要玩家

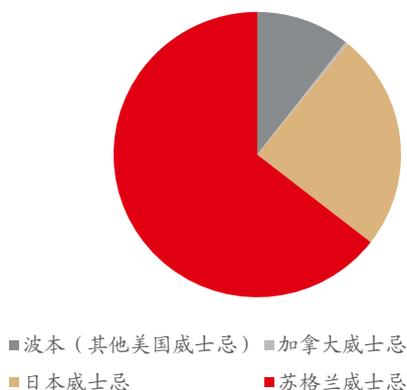


资料来源：欧睿，中邮证券研究所

国内的威士忌市场中苏格兰威士忌是主流消费品类。按产地划分来看，威士忌可以分为苏格兰威士忌、爱尔兰威士忌、美国威士忌和加拿大威士忌四大类。根据欧睿，从零售口径来看 2023 年国内苏格兰威士忌、日本威士忌、美国威士忌、加拿大威士忌的占比分别为 64.48%、24.69%、10.55%和 0.28%。从销量口径

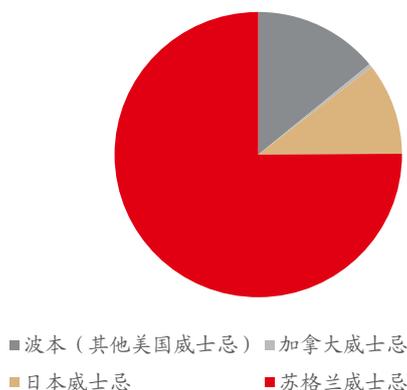
来看 2023 年国内苏格兰威士忌、日本威士忌、美国威士忌、加拿大威士忌的占比分别为 75.10%、10.42%、14.08%、0.40%。从价格角度来看，根据欧睿 2023 年国内苏格兰威士忌、日本威士忌、美国威士忌、加拿大威士忌的零售均价分别为 80、220、69、65 万元/吨，分别对应 557、1537、486、458 元/700ml，日本威士忌的售价明显高于其他品类。

图表8：零售口径，2023 年国内苏格兰威士忌占比达到 64%，日本威士忌占比 25%



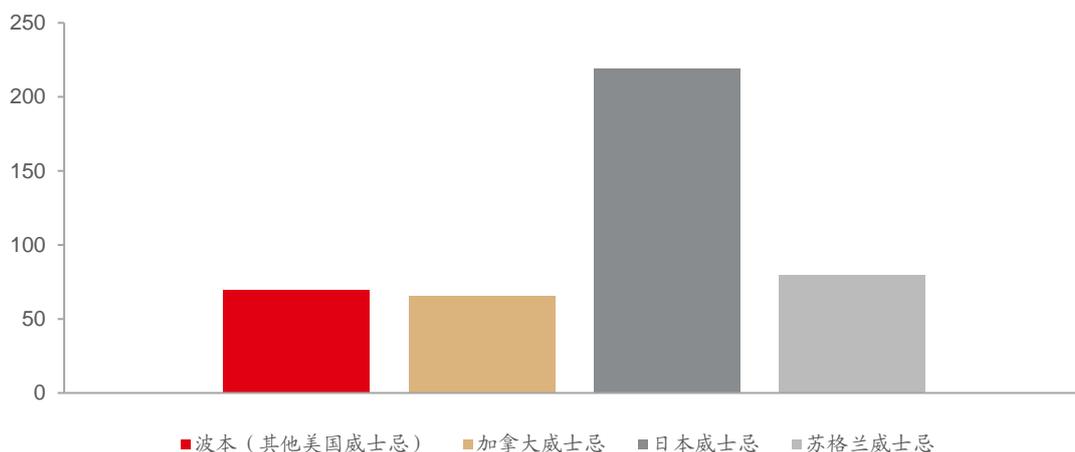
资料来源：欧睿，中邮证券研究所

图表9：销量口径，2023 年国内苏格兰威士忌占比达到 75%，日本威士忌占比 10%



资料来源：欧睿，中邮证券研究所

图表10：2023 年国内日本威士忌均价最高达到 220 万元/吨



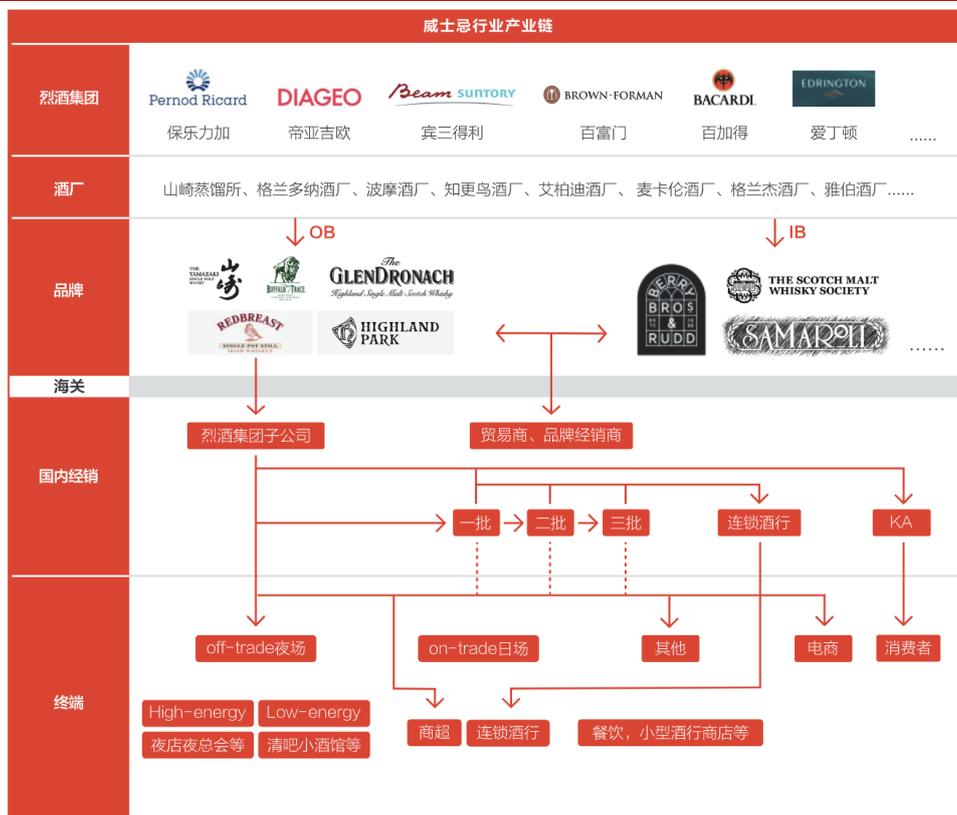
资料来源：欧睿，中邮证券研究所

2 威士忌产业链中上游由酒厂主导，下游消费者偏年轻化

2.1 烈酒集团主导酿酒和分销环节，下游非即饮渠道占比不断提升

从整个产业链条流程来看，威士忌先在木桶中陈年后经过调配灌入瓶中，然后出口到各个国家，最后经过各个国家不同的分销系统进入消费者手中。分上中下游来看，威士忌行业上游是酒厂，以及拥有酒厂所有权的烈酒集团；中游是不同的分销系统，在国内牵涉到烈酒集团的中国子公司、品牌经销商及贸易商，连锁酒行等；下游是触达到消费者的销售渠道，例如夜场、电商、商超等。根据《2023 威士忌年度报告》，在中游的分销环节中，烈酒集团会成立中国子公司来承接进口商的角色，一些进口贸易商也会直接联系一些没有集团归属的酒厂将相对少见的品牌引入国内，目前也存在少量贸易商从酒厂处购买酒桶，再使用自己的品牌来装瓶。在分销过程中，烈酒集团会通过中国子公司或经销商来分销，在这一步经销商还会分为一批、二批、三批等不同角色，分别触达不同等级的市场。

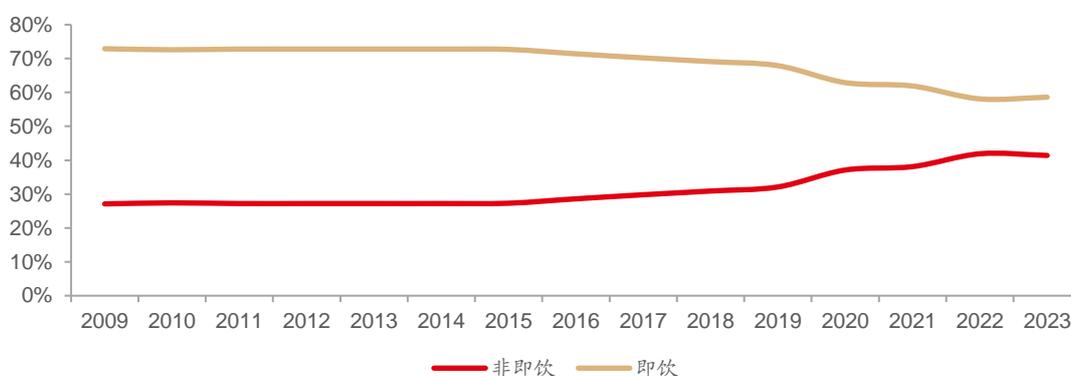
图表11：威士忌产业链



资料来源：《2023 威士忌年度报告》，中邮证券研究所

根据欧睿，下游的渠道按即饮和非即饮划分来看的话，2023 年国内威士忌即饮和非即饮渠道的占比分别为 58.60%和 41.40%，拉长长时间来看非即饮渠道的占比提升明显，我们预计与威士忌消费逐渐走向大众化且自饮比例不断提升有关。从线上数据来看，根据京东双 11 数据显示，10 月 14 日晚 8 点至 11 月 11 日，酒类收入同比增长 45%，其中陈年白酒成交额同比增长 550%，单一麦芽威士忌同比增长 150%，茶味啤酒同比增长 5324%，宁夏葡萄酒同比增长 182%，威士忌增速快于酒类整体。

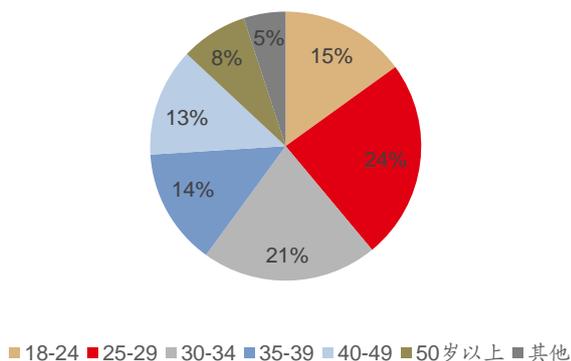
图表12：威士忌非即饮渠道的占比不断提升



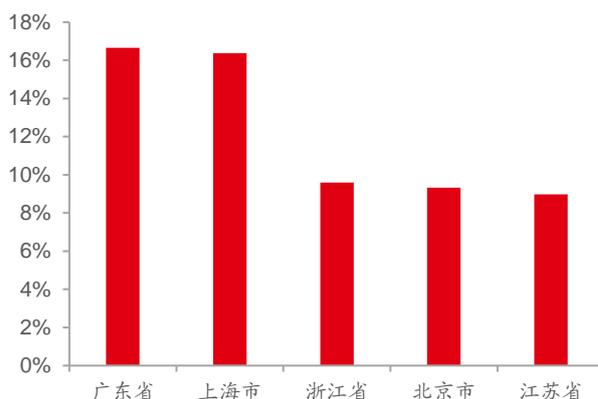
资料来源：欧睿，中邮证券研究所

2.2 消费群体主要分布在沿海城市，居家和酒吧是主要消费场景

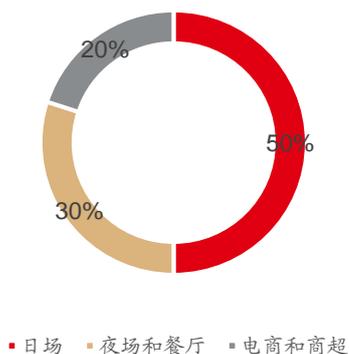
威士忌消费群体偏年轻，主要分布在沿海城市。根据达摩盘，从年龄分布来看，威士忌 18-24 岁、25-29 岁、30-34 岁、35-39 岁、40-49 岁和 50 岁以上的消费者占比分别为 15%、24%、21%、14%、13%和 8%，40 岁以下的消费者占比达到 76%。从地域分布来看，广东和上海的占比最高，分别达到 16.65%和 16.37%，之后是浙江、北京和江苏。我们认为这主要是由于洋酒文化最初进入国内就是集中在贸易及港口城市。不同地区的消费习惯不同也会导致渠道间的销售差异。华南地区日常渠道占比 50%，夜场餐厅和商超等合计占比 50%，华东地区夜场和餐厅占比 60%，日场和商超等合计占比 40%。我们认为这主要是因为华东地区夜店文化更浓，华南地区威士忌消费更偏商务和自饮需求。

图表13: 威士忌消费群体年龄占比


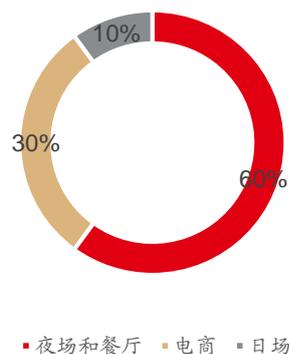
资料来源: 达摩盘, 中邮证券研究所

图表14: 威士忌消费群体主要地域分布占比


资料来源: 达摩盘, 中邮证券研究所

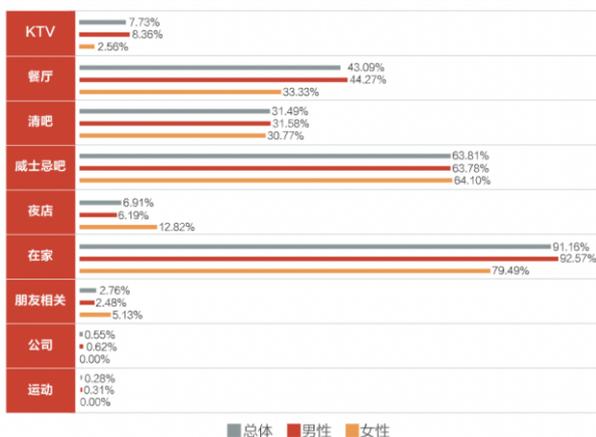
图表15: 华南地区威士忌消费渠道占比


资料来源: 达摩盘, 中邮证券研究所

图表16: 华东地区威士忌消费渠道占比


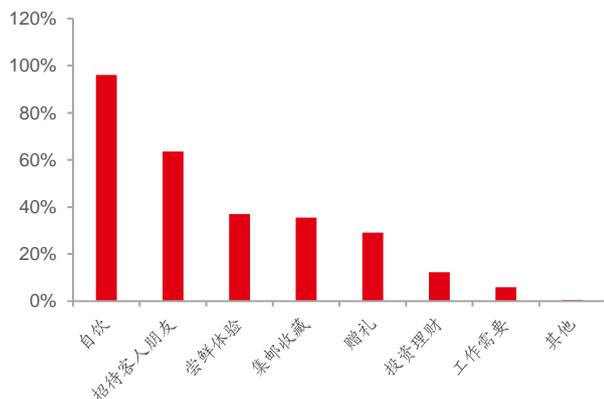
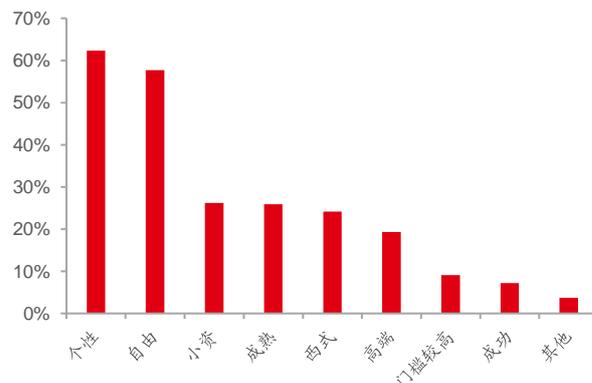
资料来源: 达摩盘, 中邮证券研究所

威士忌的消费场景以居家和酒吧为主, 消费者普遍对风味有一定追求。从消费场景来看, 根据《2023 威士忌年度报告》的调研, 高达 92.57% 的男性和 79.49% 的女性更多的选择在家饮用威士忌, 除了居家场景外, 威士忌酒吧是消费者第二偏好的饮用场所。居家和酒吧场景代表消费者的饮用需求更多的偏向悦己和社交属性。从消费者购买的主要原因调研来看, 自饮和招待客人朋友占比最高分别为 96.03% 和 63.52%。从威士忌消费群体的特征标签来看, “吃货”、酒品人生、数码达人等标签比较明显, 在美食方面威士忌消费者对咖啡、轻食和茶都有比较高的偏好; 消费者对威士忌的印象更多的体现在个性和自由两点上。结合两种特征来看, 主力消费人群对威士忌的风味有一定追求和标准。

图表17：威士忌的饮用场所

图表18：威士忌消费人群特征标签
人群特征标签TOP10


资料来源：《2023 威士忌年度报告》，中邮证券研究所

资料来源：达摩盘，中邮证券研究所

图表19：消费者购买的主要原因

图表20：消费者对威士忌的印象


资料来源：《2023 百瓶威士忌用户行为调研报告》，中邮证券研究所

资料来源：《2023 百瓶威士忌用户行为调研报告》，中邮证券研究所

3 资本、产区大力推动，国产威士忌方兴未艾

3.1 资本加速涌入，国产威士忌产区逐渐成型

威士忌需求的快速增长吸引资本的不断涌入，助推国产威士忌产能规划及产区集群进展迅速。根据酒业家，目前国内威士忌已经投产的产能约在 10 万吨，投产+在建的产能约在 16 万吨。整体来看，目前中国本土威士忌已逐步发展出福建、浙江、山东、湖南、四川、云南六大省域产业聚集地，其中四川峨眉山与邛崃、福建漳州和龙岩，以及云南的大理产区雏形形成更为快速，不仅在产能上形

成一定的优势，且在产区规划及政策上也走在前列。不同产区间的发展存在一定差异化，千岛湖产区主要以中大型威士忌酒厂及文旅项目招商为主；峨眉山产区同时引进了国内知名橡木桶企业，着力打造威士忌全产业链建设；云南产区除了外来资本的入驻建厂，还有不少由小曲清香酒厂转化过来的小酒厂。

图表21：中国威士忌产区发展现状

大产区	产区雏形	代表酒厂	累计产能（吨）	政策及现状	目标及规划
浙江	千岛湖	千岛湖蒸馏厂	14200	酒厂建设补贴：新建补贴 20%（投资额），最高 1 亿元；改造补贴 20%，最高 1 亿元。	2025 年实现落地威士忌企业，4 个建成投产，累计固定资产投资 50 亿元以上，产业链主题培育 8 家以上。
		隐象麦芽威士忌			
		淳岸蒸馏厂 花瑞蒸馏厂 威谷酒庄			
四川	峨眉山	叠川蒸馏厂	12800	《四川峨眉山酒谷小镇旅游概念性策划》、《威士忌产业规划》	2027 年落地 5 家以上，产能达 3 万吨，产值 150 亿元； 2030 年落地达 10 家，产能和产值力争达 5 万吨、300 亿元
		高桥蒸馏厂			
云南	邛崃	峽州蒸馏厂	30200	《成都市邛崃区域酒类产业发展促进办法》	打造国际烈酒之城
		回澜蒸馏厂			
	大理	洱源酒厂	3570	针对性的土地和资金政策，依托大理独特山水资源，加大对项目的引进，吸引更多资本对本地小酒厂提质升级	将威士忌与咖啡一起作为大理的重点特色产业
		麒麟威士忌			
		胭脂马威士忌 无量川威士忌 凌酝威士忌 威士忌超级工厂			
山东	烟台	钰之锦	2200	葡萄酒、啤酒企业转型威士忌酒厂	暂无
		吉斯波尔			
福建	漳州	山海渡	30300	依托港口优势，为威士忌出口提供技术支持和通关便利	暂无
		大芹酒厂			
湖南	浏阳	柏寰威士忌	13000	提供全生命周期的税收服务、土地和资金支持	暂无
		德熙威士忌			
		久溪威士忌			
湖南	浏阳	高朗威士忌	4000	暂无	将浏阳发展成威士忌产区
		无限蒸馏厂			

资料来源：酒业家，中邮证券研究所

国际烈酒龙头在中国投资建厂，国内白酒和啤酒企业也相继入场。2018 年保乐力加在四川峨眉山建造叠川蒸馏厂，计划投资 10 亿元，2023 年 11 月推出了首款麦芽威士忌“叠川”，调和了苏格兰的进口威士忌和新厂区早期批次的本地

威士忌，公司计划未来在市场上销售完全由中国生产的单一麦芽威士忌；帝亚吉欧位于云南的洱源蒸馏厂于 2021 年 11 月动工，2024 年 11 月落成，酒厂计划 9 年内累计投资 8 亿元人民币，力图打造出一款个性鲜明的中国原产单一麦芽威士忌。除了国际烈酒龙头外，国内的白酒和啤酒企业也是威士忌市场的重要参与者。2024 年 4 月郎酒峨眉山高桥威士忌产区正式开工，项目总投资超 30 亿元，规划年产酒 1 万吨；2023 年 11 月由安徽古井集团和法国卡慕集团共同出资建设的安徽古奇草本威士忌蒸馏坊项目正式开工，预计将耗资 3000 万美元；2023 年 10 月青岛啤酒五厂 100 万千升精酿啤酒生产基地项目落户崂山区，项目投产后可年产 60 万千升精酿啤酒和 2500 吨威士忌，项目计划于 2024 年底建成投产。

3.2 平价调和威士忌是当前市场消费主流

外资品牌畅销单品主要是平价调和威士忌，主打调制后饮用，国产品牌主打高性价比单一麦芽威士忌，实现差异化竞争。我们以在国内市占率排名前列的外资品牌为例，选取其在京东自营店里销量排名前二的畅销单品来观测国内消费者对威士忌的价格、品类的偏好。保乐力加旗下最畅销的两款单品分别是百龄坛特醇和芝华士 12 年调和威士忌，售价分别为 59 元/500ml 和 109 元/500ml；帝亚吉欧旗下最畅销的两款单品分别是尊尼获加 12 年黑牌和尊尼获加红牌调和威士忌，售价分别为 120 元/500ml 和 89 元/700ml；爱丁顿旗下最畅销的两款单品分别是麦卡伦 12 年双雪莉桶蓝钻和麦卡伦 18 年经典雪莉桶单一麦芽威士忌，售价分别为 610 元/700ml 和 3225 元/700ml；百富门旗下最畅销的两款单品分别是杰克丹尼黑标和杰克丹尼蜂蜜味调和威士忌，售价分别为 107 元/500ml 和 149 元/700ml。从畅销程度来看，百元左右平价调和威士忌最为畅销，性价比高且主打调制后饮用，我们认为威士忌经调制后饮用或许更适合国内广大的消费群体。爱丁顿旗下的威士忌售价较高，主因单一麦芽威士忌成本更高，且单一麦芽威士忌的推荐饮用方式一般为纯饮或加冰饮用，更适合资深的威士忌消费者。目前市面上几款国产威士忌均聚焦在单一麦芽威士忌的品类上，价格比国外的畅销调和威士忌更高，但低于国外的单一麦芽威士忌，实现差异化竞争。

图表22: 畅销威士忌单品

<p>百龄坛特醇</p>  <p>59元/500ml</p>	<p>芝华士12年</p>  <p>109元/500ml</p>	<p>尊尼获加12年黑方黑牌</p>  <p>120元/500ml</p>	<p>尊尼获加红方红牌</p>  <p>89元/700ml</p>
<p>麦卡伦12年双雪莉桶蓝钻</p>  <p>610元/700ml</p>	<p>麦卡伦18年经典雪莉桶</p>  <p>3225元/700ml</p>	<p>杰克丹尼黑标</p>  <p>107元/500ml</p>	<p>杰克丹尼蜂蜜味</p>  <p>149元/700ml</p>

资料来源: 京东, 中邮证券研究所

图表23: 国产威士忌单品

<p>青岛威士忌</p>  <p>199元/700ml</p>	<p>吉斯波尔威士忌</p>  <p>58元/700ml</p>	<p>凌酝威士忌</p>  <p>302元/700ml</p>
--	---	--

资料来源: 京东, 中邮证券研究所

图表24: 百龄坛特醇推荐饮用方法



资料来源: 京东, 中邮证券研究所

4 产能充足叠加强营销破圈能力，岷州蒸馏厂有望脱颖而出

4.1 岷州蒸馏厂产能规划充足，母公司百润营销破圈能力强

岷州蒸馏厂产能规划充足，不断加强品牌影响力。2019 年至今岷州蒸馏厂总计实施了 4 个建设项目，分别是 2019 年的伏特加及威士忌生产建设项目、2020 年的威士忌陈酿熟成项目、2021 年的麦芽威士忌陈酿熟成项目和 2020 年的巴克斯烈酒品牌文化体验中心项目，总计规划投资额约 35 亿元，建成后预计达到 3.1 万吨伏特加和 7.3 万吨威士忌的产能。据酒厂官网披露，目前酒厂威士忌原酒的存储规模已超过三十万桶。岷州蒸馏厂的总投资额在国内威士忌酒厂中排在前列。从产能规划来看，结合当前的国内威士忌市场容量，岷州蒸馏厂产能规划充足，同时品牌体验中心项目有助于提升品牌影响力，升级消费者体验。截至 2024 年 6 月 23 日，岷州蒸馏厂总计迎接了 1 万名访客。为了探索如何酿造出具备中国风味的威士忌，公司积极推进蒙古标运用的研究，并发布了首个中国蒙古标桶黄金标准。

图表25：岷州蒸馏厂产能规划及进展

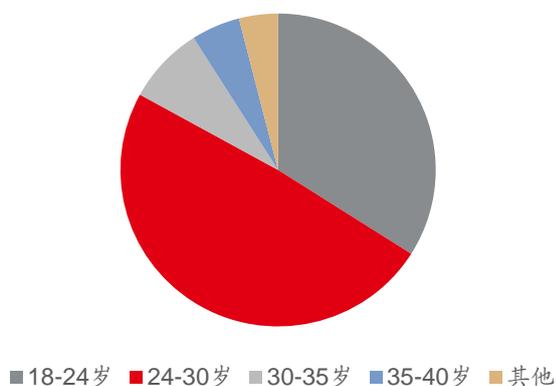
建设时间	投资额	项目	产能	投产时间	主要资金来源
2019.3	约 5 亿元	伏特加及威士忌生产建设项目	3.1 万吨伏特加和 0.5 万吨威士忌	2021.11	自有资金
2020.11	11.74 亿元	烈酒(威士忌)陈酿熟成项目	约 3.4 万吨威士忌原酒(酒精度为 70%)	2023.7	非公开发行 A 股股票
2021.11	15.60 亿元	麦芽威士忌陈酿熟成项目	约 3.375 万吨麦芽威士忌原酒(酒精度 70 度)	2024.10	公开发行可转换公司债券
2020.4	约 3 亿元	巴克斯烈酒品牌文化体验中心项目	-	2024	自有资金

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

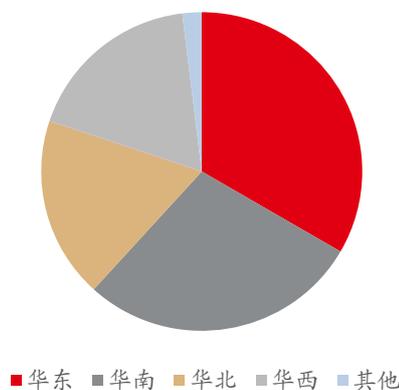
威士忌和预调鸡尾酒的消费群体、饮用场景重合度较高，产品的推广同样需要强营销破圈能力，岷州蒸馏厂背后的母公司百润股份具备一定的成功经验。横向对比来看，国内的威士忌和预调鸡尾酒两个品类存在高度的相似性：(1) **消费群体和饮用场景重合**。预调鸡尾酒消费群体同样主要是年轻人，40 岁以下的人群占比高达 96%。地域分布来看，同样以华东、华南为主，2023 年百润股份华东和

华南地区的销售占比达到 61.74%。饮用场景来看，预调鸡尾酒同样强调居家饮酒的消费场景。(2) 威士忌和预调鸡尾酒均处于培育期。威士忌目前的市场规模更小，消费群体也更加小众。复盘百润旗下锐澳经典瓶、微醺和强爽三大畅销单品的发展历程，我们认为培育期的赛道需要定位精准消费者需求，加大营销力度，通过创新和多样化的营销策略，突破原有的市场界限，吸引更多广泛的受众群体，从而提升品牌知名度并扩大市场规模。把原本小众的消费品推广向大众，百润具备一定的成功经验，同时考虑到威士忌的消费群体、饮用场景和预调鸡尾酒重合度较高，这或将提升百润推广威士忌的成功概率。

图表26：预调鸡尾酒的消费群体年龄占比



图表27：百润各销售区域占比（2023年）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司年报，中邮证券研究所

崂州新品主打高性价比和中国风味，关注后续动销和招商动作。崂州蒸馏厂于 11 月 19 日举办了新品发布会，推出了崂州单一麦芽威士忌创世版和百利得单一调和威士忌创世版两款新品。根据酒厂官方公众号，崂州单一麦芽威士忌创世版融合了八种桶型的原酒，包括中国黄酒桶、中国蒙古栎桶、中国祁连加烈葡萄酒桶等，注入了鲜明的中国风韵。百利得单一调和威士忌创世版由调酒师团队从 52 种桶型、245 种风味中寻找并调和出具有本土特色的中国威士忌。两款新品的售价均为 399 元/700ml，限量发售 1 万瓶。从定价和生产介绍来看，两款产品均强调独特的中国风味，定价高于国外的畅销平价调和威士忌但低于国外的畅销单一麦芽威士忌，该定价既体现了酒厂对产品品质的追求，同时也考虑了消费群体的消费承受能力。我们预计酒厂的招商将会在春节前后启动，届时百润原有的预调酒经销商有望加入，重点关注后续新品动销和酒厂招商的情况。

图表28：嵊州单一麦芽威士忌创世版



资料来源：官方公众号，中邮证券研究所

图表29：百利得单一调和威士忌创世版

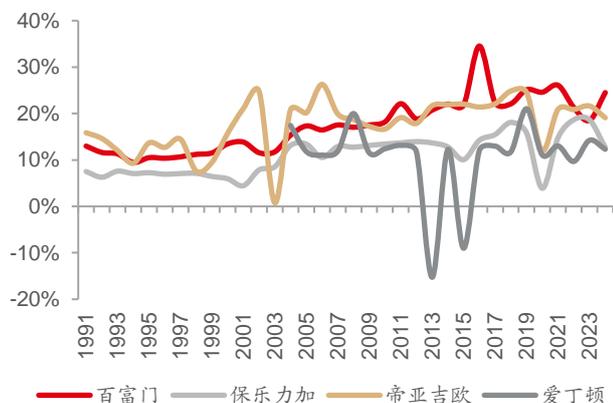


资料来源：官方公众号，中邮证券研究所

4.2 成熟阶段烈酒厂有望达到 20%的净利率和双位数的 ROE

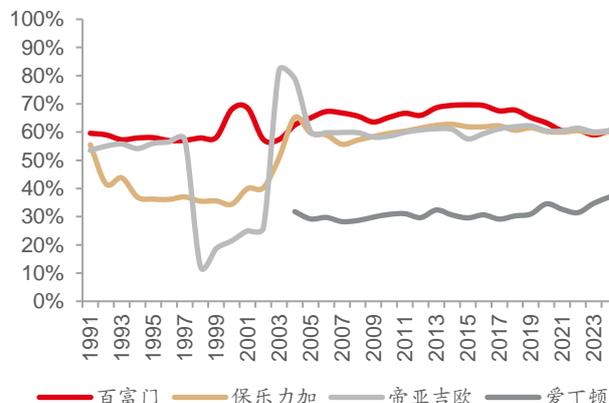
国际烈酒龙头的净利率大都维持在 20%左右，ROE 长期维持在双位数以上，国内酒企未来的盈利水平有望看齐。根据 iFinD，2023 年百富门、帝亚吉欧、保乐力加、爱丁顿的净利率分别为 24.51%、19.09%、12.73%、12.29%。保乐力加的净利率偏低且历史波动更大，从财务数据上来看主因利息支出、资产减记和重组费用偏高，爱丁顿的净利率偏低主因毛利率偏低，2023 年百富门、帝亚吉欧、保乐力加、爱丁顿的毛利率分别为 60.46%、60.54%、60.14%、36.97%，爱丁顿毛利率明显偏低主因其产品陈年时间较长导致成本偏高。从 ROE 来看，过去十年百富门和帝亚吉欧的 ROE 基本维持在 25%以上，保乐力加 ROE 维持在 10%左右。未来国产威士忌企业的盈利水平展望或可参考当前国际烈酒龙头的水平。

图表30：烈酒龙头净利率大都维持在 20%

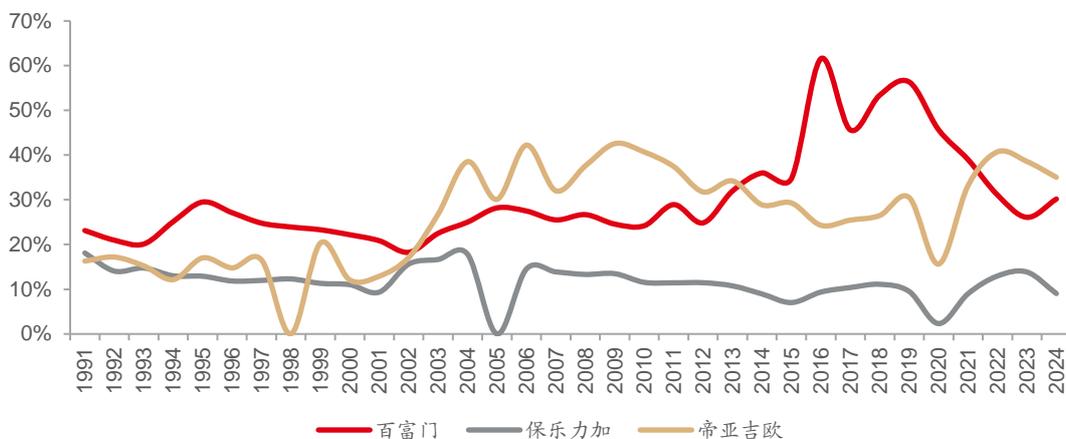


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表31：烈酒龙头毛利率大都维持在 60%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表32：烈酒龙头 ROE 大都长期维持在双位数以上


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

5 风险提示

行业需求不及预期的风险。当前行业产能规划高于实际需求容量，若未来行业需求增长不达预期，则供给端可能出现出清风险。

国产品牌竞争力不足的风险。当前的威士忌市场主要由外资品牌主导，国产品牌未来可能面临竞争力不足的风险。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048