

百润股份 (002568)

前瞻布局威士忌, 含苞待放在蛇年

买入 (维持)

2024年12月09日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

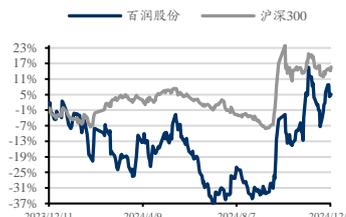
研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2593	3264	3197	3654	4124
同比 (%)	(0.04)	25.85	(2.06)	14.31	12.85
归母净利润 (百万元)	521.28	809.42	769.09	882.68	1,006.94
同比 (%)	(21.74)	55.28	(4.98)	14.77	14.08
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.50	0.77	0.73	0.84	0.96
P/E (现价&最新摊薄)	51.09	32.90	34.63	30.17	26.45

股价走势



投资要点

■ **前言:** 市场对公司各业务成长性存分歧, 本篇报告旨在重点梳理并说明: 1) 预调酒行业长期增长空间及公司能力边界; 2) 威士忌行业发展前景以及公司核心优势是否支撑威士忌业务成为第二成长曲线; 3) 日本三得利的威士忌业务成长于国威的借鉴意义。

■ **预调酒主业天花板未及, 基本面有支撑。1) 行业仍在渗透率上升期:** 目前我国预调酒渗透率仍低 (2022年美国人均消费8.5L、日本13.7L, 我国0.2L), 消费人群仍主要集中在一二线城市的年轻群体; 得益于龙头RIO的消费培育和多样化的行业营销方式, 消费者对于RTD的认知度仍处提升通道, 尤其餐饮市场/低线城市空间仍大。2) **RIO“3+5+8”度矩阵已完善, 单品放量逻辑清晰:** 过往大单品短期热度过后仍有一定基础体量, 核心消费者已形成稳定复购; 公司推新动作不断, 新单品打造亦将开辟新增消费群体和场景。未来在358产品矩阵基础上, 预计公司有望推出新的高醉价比产品, RTD基本盘稳定性高。

■ **国内威士忌仍处发展初期, 赛道潜力十足。1) 进口端:** 2023年我国威士忌进口额约为5.8亿美元, 同比+5%, 2018-2023年CAGR约28%; 2) **零售端:** 2023年中国威士忌终端规模154亿元, 同比+11.5%, 2018-2023年CAGR约为10%。24年以来宏观经济承压, 市场需求趋于理性, 威士忌量价皆有压力, 我们认为悦己&个性化消费趋势下, 行业仍将维持较高景气度。2023年国际烈酒品牌市占率约80%, 多数国威产品将于2025年左右集中面市, 我们认为国威合理发展路径短期应以大众化为先, 即量增驱动品类渗透率提升, 中长期需把握结构升级机遇, 发展更多依靠品牌内涵及产品升级带来的价增。

■ **从调酒者到酿酒者, 发展威士忌, 本土化优势的发挥是关键。** 2016年开始百润规划入局威士忌产业, 2017年起着手建设威士忌生产线, 2024年11月19日, 两大品牌“崂州”、“百利得”创世版产品宣告上市, 角色由调酒者拓展至酿酒者。我们认为, 公司发展威士忌业务核心优势主要在于: 1) 舶来品本土化成功经验; 2) 时尚化、差异化运营新酒种 (区别于中国白酒和黄酒) 能力; 3) 大众化年轻化消费者数据; 4) 产能规模&生产设备处本土威士忌领先水平。公司RIO预调鸡尾酒产品在年轻消费群体中进行推广经验充足, 有助于其本土化威士忌在年轻化群体中的大众化推广。我们预计未来3~5年有望带来4~5亿元利润贡献, 看好该业务基本面与估值双重贡献。

■ **盈利预测与投资评级:** 结合公司规划和前三季度业绩表现, 我们预计2024-2026年营收为32.0/36.5/41.2亿元, 同比-2%、+14%、+13%; 归母净利润为7.7、8.8、10.1亿元, 同比-5%、+15%、14%, 对应PE为35、30、26倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 预调酒销售不及预期、威士忌释放不及预期、食安问题。

市场数据

收盘价(元)	25.38
一年最低/最高价	15.00/28.98
市净率(倍)	6.09
流通A股市值(百万元)	18,182.04
总市值(百万元)	26,632.98

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.17
资产负债率(%,LF)	42.54
总股本(百万股)	1,049.37
流通A股(百万股)	716.39

相关研究

《百润股份(002568): 威士忌战略新品发布, 新曲线渐入正轨》

2024-11-21

《百润股份(002568): 2024前三季度业绩点评: 主业阶段性承压, 威士忌蓄势待发》

2024-10-31

## 内容目录

1. 预调酒主业：天花板未及 .....	5
1.1.1. 行业渗透率仍低，长期增量空间乐观.....	5
1.1.2. 聚沙成塔，产品矩阵丰满&营销管理精进 .....	6
2. 威士忌新曲线：前瞻布局，含苞待放 .....	9
2.1. 国内威士忌仍处发展初期，品类潜力十足.....	9
2.1.1. 行业现状：零售规模超百亿，增速领先烈酒行业.....	9
2.1.2. 未来展望：赛道方兴未艾，“国威”蓄势待发.....	11
2.2. 从调酒者到酿酒者，如何理解公司的核心竞争力？ .....	16
2.2.1. 产能占据先发优势，经营底气充足.....	17
2.2.1. 渠道协同复用，营销与时俱进.....	19
2.2.2. 威士忌业务空间测算.....	21
2.3. 他山之石：日本三得利启示.....	22
2.3.1. 产品本土化改良，持续探索新风味.....	23
2.3.2. 品牌表达清晰，营销方式灵活.....	26
3. 盈利预测与估值 .....	29
4. 风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1:	部分低度酒品牌融资情况概览.....	6
图 2:	2024 年前三季度 3/5/8 度产品收入占比 .....	7
图 3:	公司鸡尾酒产品矩阵.....	7
图 4:	公司新品研发流程清晰合理.....	7
图 5:	中国威士忌进口金额及同比增速.....	9
图 6:	中国威士忌零售规模及同比增速.....	9
图 7:	中国威士忌与其他酒类增速对比.....	10
图 8:	中国烈酒分品类零售额 (亿元) .....	10
图 9:	中国威士忌进口量价增速拆分.....	10
图 10:	中国威士忌零售量价增速拆分.....	10
图 11:	2023 年威士忌消费人群年龄分布.....	12
图 12:	2023 年威士忌消费人群学历分布.....	12
图 13:	2023 年中国威士忌品饮场景分布.....	12
图 14:	威士忌多饮用场景探索.....	12
图 15:	消费者品饮威士忌原因.....	13
图 16:	消费者购买威士忌主要原因.....	13
图 17:	2023 年威士忌独酌品饮量.....	13
图 18:	2023 年威士忌威士忌印象变化.....	13
图 19:	2023 年分品类竞争格局.....	14
图 20:	2023 年中国威士忌分企业销量市场份额.....	14
图 21:	品饮过的中国本土威士忌酒款数量.....	14
图 22:	最受爱好者关注的中国威士忌酒厂 TOP10 .....	14
图 23:	中国威士忌产能产量及桶陈量变化 (单位: kl) .....	15
图 24:	2023 年中国威士忌酒厂地图.....	15
图 25:	中国威士忌市场零售端量价复盘.....	15
图 26:	百润布局威士忌历程.....	16
图 27:	公司存货及在建工程情况.....	17
图 28:	公司 CAPEX 及经营活动现金流净额 .....	17
图 29:	百润威士忌桶型情况.....	18
图 30:	嵊州单一麦芽威士忌创世版.....	19
图 31:	百利得单一调和威士忌创世版.....	19
图 32:	公司 22 年首次限量发售 500 桶单一原桶麦芽威士忌仅 18 分钟就全部售罄.....	21
图 33:	公司威士忌业务空间测算.....	21
图 34:	三得利发展历程梳理.....	22
图 35:	近年来三得利营收表现.....	22
图 36:	近年来三得利净利润表现.....	22
图 37:	三得利酒精饮料业务板块销量走势.....	23
图 38:	三得利部分威士忌产品销量情况.....	23
图 39:	2015-2023 日本烈酒市占率分布 .....	23
图 40:	2009-2023 日本酒精饮料消费分布 .....	23
图 41:	赤玉 PortWine .....	24
图 42:	角瓶包装的演变.....	24

图 43: 三得利主要产品发展历程.....	25
图 44: 21 世纪后日本家庭威士忌消费金额、数量.....	26
图 45: 1962 年-2000 年日本啤酒、烧酒年消费量.....	26
图 46: Highball 发展历程.....	27
图 47: 山崎将酿酒厂和蒸馏所打造成“旅游景点”，并宣传“工艺与哲学”和“三得利品牌精神”.....	28
图 48: 碧 AO 重在传达饮用方式和体验.....	28
表 1: 我国预调酒空间测算.....	5
表 2: 2022 年公司清爽通过多样营销活动成功打造“现象级爆品”.....	6
表 3: 烈酒分类.....	9
表 4: 威士忌产能梳理.....	17
表 5: 公司对比其他威士忌酒厂具备优势.....	18
表 6: 公司初期威士忌产品&渠道&区域规划.....	20
表 7: 三得利部分威士忌品牌.....	25
表 8: 公司收入拆分及预测（百万元）.....	29

## 1. 预调酒主业：天花板未及

上海百润投资控股集团股份有限公司前身为上海百润香精香料股份有限公司，始创于1997年6月，2015年公司发行新股支付49.45亿元收购了巴斯克酒业（RIO鸡尾酒生产商）100%的股权，自此公司业务转为香精香料+预调鸡尾酒双主业，通过产品推新、营销高举高打、渠道拓展，成功实现从跟随者到市占率第一的反超。

站在预调酒营收增速放缓的当前时点，市场对公司预调酒业务主要担忧在于：1）国内预调酒市场已触及天花板，行业长期成长空间缺乏想象；2）公司核心单品规模已触及天花板，未来增长持续平缓。

我们认为：

1) 行业渗透率仍在上行，空间乐观：相较美日市场，我国预调酒渗透率仍低（2022年美国人均消费8.5L、日本13.7L，我国0.2L），而且消费人群仍主要集中在一二线城市的年轻群体；得益于龙头RIO的消费培育和多样化的营销方式，消费者对于RTD的认知度仍处提升通道，尤其餐饮市场/低线城市空间仍大。年轻消费群体壮大、低线城市消费者向高线城市消费习惯的靠拢、预调酒在女性消费群体渗透率提升，均构成预调酒行业的增长动力。

2) 产品矩阵放量逻辑清晰：一是公司持续有爆款单品，且过往单品爆量后仍维持一定基础体量，部分消费者已形成稳定复购；二是公司推新动作不断，新单品打造亦将开辟新增消费群体和场景（如清爽23年以来进行宣传体系、包装、口味调整后适用各种日常饮用场景，拉新效果明显），构成预调酒业务基本面支撑，且产品运营能力是公司的“动态护城河”，将赋能公司坐稳预调酒行业龙头地位。公司通过产品矩阵化驱动持续成长。

### 1.1.1. 行业渗透率仍低，长期增量空间乐观

- **增量：中性假设下未来十年行业收入CAGR=20%。**

参考我们2024年4月发布的报告《预调酒中日对比：国内渗透率尚低，高度化发展大幕初启》，考虑当前消费力相对疲软，对国内鸡尾酒的行业空间进行合理测算，中性假设下2030年行业规模（出厂口径）150亿元，对应未来十年行业收入约CAGR=20%。

表1：我国预调酒空间测算

	2021	2030E	2021-2023	2023-2024E	2025-2030E	规模
新一线城市消费人口（万人）	3945	7886	8%	8%	8%	
其它城市消费人口（万人）	6077	7262	2%	2%	2%	
新一线城市人均消费量（L）	2.0	8.0	16%	11%	16%	150亿元
其它城市人均消费量（L）	0.1	0.3	8%	6%	10%	
均价（元/L）	20	23	2%	0%	2%	

数据来源：wind、东吴证券研究所

• 存量：竞争初成型，龙头持续创新驱动成长

低度酒通常指区别于四大酒水(白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒)外的、酒精度数低于20度的含酒精饮品，包括预调鸡尾酒、米酒、果酒、气泡酒等，与酒精类饮料和时尚软饮之间有一定的替代和互补性。过去市场也担心赛道竞争加剧对公司的影响，尤其是随着新兴网络社交媒体的渲染，很多产品趁着营销热度进入赛道，1)一方面，不管新进入者的持续进入或者退出，公司具备先发优势和持续增强的竞争优势，每年推陈出新节奏有致，费用投放管理精进；2)另一方面，经济整体较为疲软，消费者对于新兴产品和品牌的接受度有所下降，资本热度相对也有所下降，根据食业头条的不完全统计，2022年低度酒仅有不足10个品牌得到融资，不足2021年融资次数的四分之一，整体低度酒赛道竞争也有所改善。

图1：部分低度酒品牌融资情况概览

品牌	产品属性	场景	基底	度数	单件售价	投资轮次	时间	投资金额	投资方	产品图
RIO-梅之美青梅酒	梅子酒女性客群	休闲聚会、小酌独饮、佐餐	白兰地、青梅酒、伏特加	12.5%vol	39.9元/150ml	上市				
马力吨吨	果汁苏打酒 18-25岁年轻人	聚会	果汁发酵	3.5%vol	12元/330ml	天使轮	2020	1000万元	联合利华	
Miss Berry贝瑞甜心	甜酒 年轻女性、悦己、小酌	闺蜜聚会、独居小酌、派对出游	果酒	2.5%vol	10.8元/330ml	天使轮	2019	金额未知	开牛投资	
						Pre-A轮	2020	金额未知	尚承投资	
						战略投资	2020	金额未知	康之诚电商	
						A轮	2020	1000万元	经纬中国	
醉鹅娘/狮子歌歌	果酒女性客户	休闲聚会、小酌独饮	果汁、糯米加酒曲	5%-12%vol	79元/500ml	A+轮	2021	10000万元	中信产业基金CPE源峰基金、经纬中国、C Ventures、	
						战略投资	2021	金额未知	百威中国	
						种子轮	2017	金额未知	真格基金	
						天使轮	2017	金额未知	真格基金、伽利略资本	
羽皇酒业-十点一刻	少女鸡尾酒	休闲聚会、小酌独饮	伏特加	3.9%/4.9%vol	12.48元/330ml	Pre-A轮	2021	金额未知	真格基金、PreAngel、传媒梦工厂	
						A轮	2021	千万元	洋途资本	
						天使轮	2020	金额未知	壹叁资本、真格基金、黑桃资本、红杉种子基金	
兰舟	果酒、佐餐酒	休闲聚会、小酌独饮	朗姆酒	8%vol	53元/350ml	Pre-A轮	2021	金额未知	腾讯投资、嘉御基金	
						天使轮	2020	金额未知	天使湾创投	
落饮	果酒 一二线城市20-35岁的年轻女性	休闲聚会、小酌独饮	果汁发酵	10%-12%vol	68元/500ml	Pre-A轮	2021	约千万美元	BAI资本顿投、XVC、天图资本跟投	
						天使轮	2021	约千万元	远镜投资	
葡刻	新型葡萄酒、佐餐酒 年轻赛道	佐餐	葡萄酒	8%-10%vol	15元/250ml	Pre-A轮	2022	数百万美元	投资方未知	
						天使轮	2021	约千万元	远镜投资	

数据来源：酒业家、东吴证券研究所

1.1.2. 聚沙成塔，产品矩阵丰满&营销管理精进，拓场景扩人群并进

公司是“低度酒+年轻消费者”运营非常优秀的头部企业，管理层主业专注，经验丰富。从过去两轮的市场营销和公司发展来看，管理层已累积丰富的经验，打造爆款的能力十分突出，从广告营销→互联网营销→精准互联网营销，逐步深入，代言人持续落地，对品牌推广和宣传网络的拓展起到积极作用充分增加RIO在目标人群的曝光率，进一步增厚品牌势能。

表2：2022年公司强爽通过多样营销活动成功打造“现象级爆品”

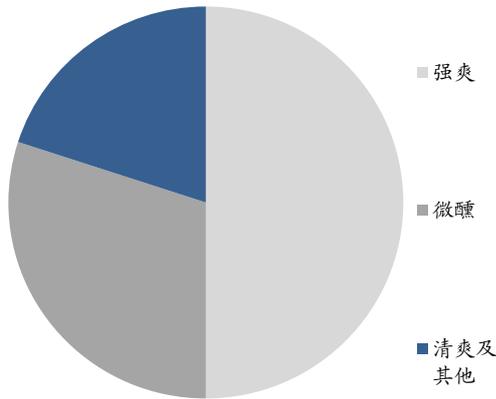
时间	主要活动及效果
----	---------

- 2022.03 发起运营“RIO 强爽 8 度不信邪”挑战活动，同期推出举办“RIO 强爽 8 度不信邪”拉环扫码抽奖，奖品包括价值近 4 万元的本田摩托车、一千多元的 Casio G-shock 手表等。
- 2022.07 赞助综艺《快乐再出发》，双方联动打出“兄弟冲冲冲，强爽强强强”的宣传语。
- 2022.08 与网易旗下的热门游戏《永劫无间》联名互动，上市“永劫无间 X RIO 强爽联名礼盒”，购买的消费者有机会获得《永劫无间》定制显卡和多款游戏内虚拟礼物。
- 2022.09 上线强爽全新 TVC，配合扫码拉环抽奖活动
- 2022.10 万圣节前夕推文“解密网红酒强爽背后的故事”，在节前打造营销氛围

数据来源：RIO 强爽公众号、东吴证券研究所

**RIO “358” 度矩阵已完善，持续耕耘扩宽度。** 1) 高度数的强爽放量符合消费者追求“醉价比”的需求，对标三得利的-196° 仍有望保持市占率稳步提升；2) 微醺面对的居家场景仍大，公司在不断推陈出新产品和营造消费场景，结合日本和乐怡的市占率&低度酒消费趋势&公司对于微醺的稳定操作来看，微醺有望保持稳定市占率。3) 清爽 24 年从 330ML 小罐升级到 500ML 大罐、重新梳理 slogan，定位“好喝的酒不用吃苦”，场景应用更为广泛，顺利铺货、动销势能逐步显现。未来在 358 产品矩阵基础上，预计公司有望推出新的高醉价比产品，稳定 RTD 基本盘。

图2：2024 年前三季度 3/5/8 度产品收入占比



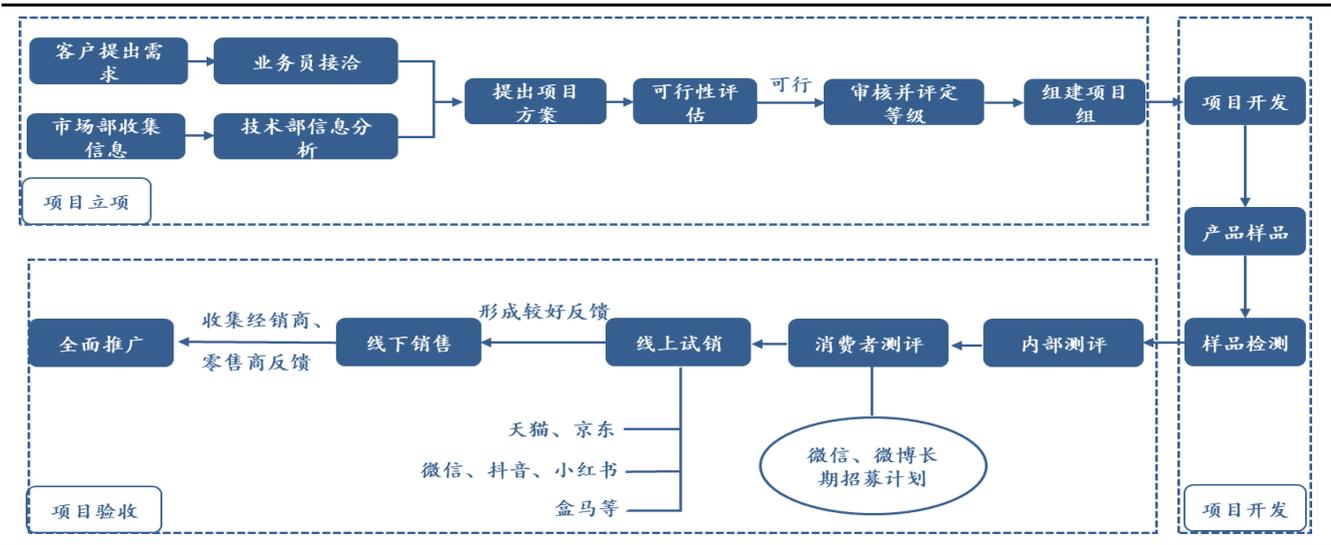
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图3：公司鸡尾酒产品矩阵

产品	推出时间	人群	消费场景	价格
3 度微醺	2016	女性+年轻消费群体	自饮+家庭饮用	9.9 元 /330ml
5 度清爽	2021	饮酒人群 (普适性)	聚餐+自饮等	8.8 元 /330ml
8 度强爽	2016	追求醉感男性+成熟女性	聚餐+居家休闲	16.5 元 /500ml
经典瓶	2003	年轻群体	聚会	15.9 元 /275ml

数据来源：公司官网、京东旗舰店、东吴证券研究所

图4：公司新品研发流程清晰合理



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

## 2. 威士忌新曲线：前瞻布局，含苞待放

### 2.1. 国内威士忌仍处发展初期，品类潜力十足

#### 2.1.1. 行业现状：零售规模超百亿，增速领先烈酒行业

**威士忌规模居烈酒细分品类首位，悦己属性明显。**烈酒即以粮谷或替代用原料(如薯类、水果及糖蜜等淀粉质原料),利用由微生物培养的曲类、酵母等发酵剂,经蒸煮、糖化发酵、蒸馏等工艺制成后贮存的高酒精度饮料,包括伏特加、朗姆酒、威士忌、白兰地、龙舌兰酒和金酒、白酒等。细分品类中,威士忌 2023 年全球市场规模规模约为 1400 余亿元,位列烈酒细分品类第一,其独特的香气和口感能够带来愉悦的体验,这种“悦己”的属性使得威士忌不仅是一种酒精饮料,更是一种生活方式的体现,注重个人的情感体验和审美感受。

表3: 烈酒分类

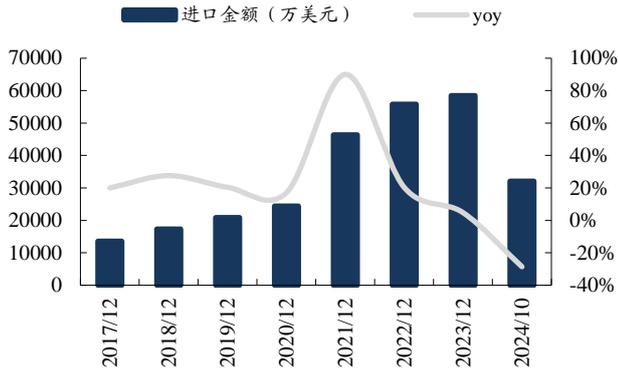
类别	定义及概述	酒精度	生产方式	价格范围	知名产地
朗姆酒	以甘蔗为原料(甘蔗糖蜜或直接压榨的甘蔗汁)酿造的烈酒	37.5-40°	发酵和蒸馏	15-50 欧元,取决于品质和品牌	加勒比海地区、拉丁美洲
伏特加	透明蒸馏酒,从发酵谷物和马铃薯中蒸馏液体制成	37.5-40°	蒸馏和过滤	10 欧元起,高端品牌 20-100 欧元	俄罗斯、波兰
威士忌	以发酵谷物糊为基础的蒸馏酒,经过蒸馏后在橡木桶中陈年	40-50°	发酵,蒸馏和木桶陈化	基础款 15 欧元,高级数百欧元	苏格兰、美国、爱尔兰、苏格兰
金酒	以谷物为原料的中性烈酒基底,增添以杜松子为主的多种药材与香料	35-40°	发酵、蒸馏后,进行短期陈化	15-50 欧元不等	荷兰、英国
白兰地	通常由葡萄或其他水果发酵和蒸馏而成	40-60°	发酵、蒸馏,然后橡木桶中陈年	15 到数百欧元	法国
中国白酒	以粮谷为主要原料,以大曲、小曲或麸曲及酒母等为糖化发酵剂,经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏制成的蒸馏酒	30-70°	蒸煮、糖化、发酵、蒸馏	几十元到上万元不等	中国

数据来源: 酒业家、公司公告、欧睿、东吴证券研究所

**我国威士忌零售规模达 154 亿元，2018-2023 年复合增速达 10%。** 1) 进口端看，2023 年我国威士忌进口额约为 5.8 亿美元(折合 41 亿元人民币)，同比+5%，2018-2023 年 CAGR 约为 28%; 2) 零售端看，23 年中国威士忌终端规模 154 亿元，同比+11.5%，2018-2023 年 CAGR 约为 10%，居于烈酒细分品类首位。

图5: 中国威士忌进口金额及同比增速

图6: 中国威士忌零售规模及同比增速



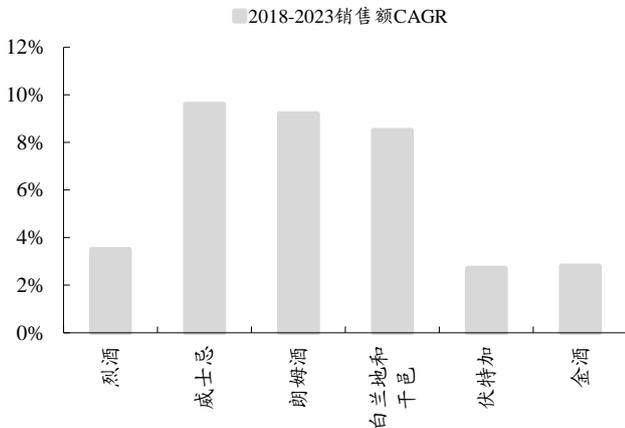
数据来源: wind、东吴证券研究所



数据来源: 欧睿、东吴证券研究所

图7: 中国威士忌与其他酒类增速对比

图8: 中国烈酒分品类零售额（亿元）



数据来源: 欧睿、东吴证券研究所

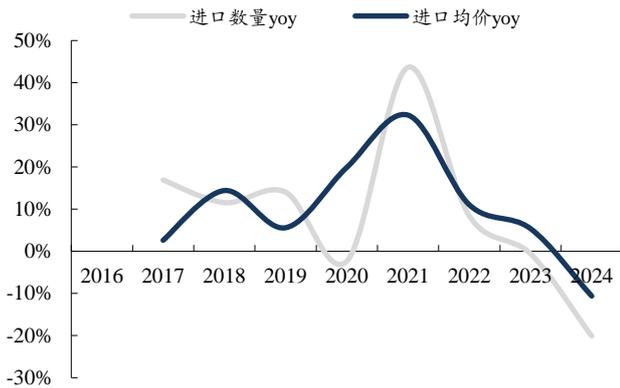


数据来源: 欧睿、东吴证券研究所

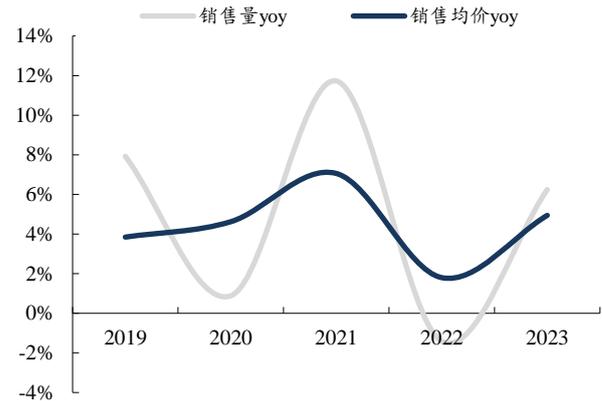
2023H2 以来国内威士忌消费稍显疲态，进口量价表现承压，这与国内消费大环境匹配。量价拆分看，2018-2023 年进口量/价 CAGR 分别为 11%/14%，24 年 1 月~10 月进口金额同比-29%，量/价分别同比-20%/-11%。2023 年中开始威士忌进口市场已步入调整期，白酒消费分析也可以得到同样结论，1 则宏观经济承压，酒类消费转弱、市场需求趋于理性，量价皆有压力；2 则目前国内威士忌赛道市场管理尚未成熟，库存调整和渠道价盘等问题凸显，共同推动市场逐步回归到更为理性和稳健发展轨道上。

图9: 中国威士忌进口量价增速拆分

图10: 中国威士忌零售量价增速拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所（注：2024年数据截为2024.01-2024.10）



数据来源：欧睿、东吴证券研究所

### 2.1.2. 未来展望：赛道方兴未艾，“国威”蓄势待发

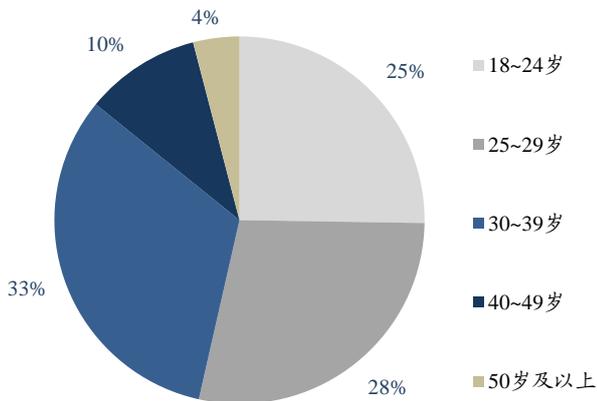
中国过往威士忌消费/进口高景气度主要来源于：1) 供给端：国际烈酒品牌加码中国市场，并加快中国威士忌文化普及和消费者教育工作；2) 需求端：核心驱动是经济快速发展推动消费升级，在国内白酒价格持续上行阶段，威士忌因其全球流通性强、可随时交易、社交价值高，以及价格涨幅明显逐步成为投资界的新选择。当前消费需求相对低迷下市场对行业成长性存在担忧，但我们认为悦己&多元化消费趋势下，行业景气度与品类渗透率提升仍有支撑。

#### • 需求端：悦己消费仍为大势所趋

悦己消费是消费升级在性价比时代的效用最大化体现。从全面小康向共同富裕转型的社会，消费对象也从纯粹的物质产品转向更多购买精神、服务、体验，这样的时期若叠加支出意愿下行，会带来特殊的现象——该省省，该花花：一方面，在部分满足基本效用的消费上，消费者决策更理性，追求更高性价比；另一方面，在悦己、兴趣和自我消费上，消费者或愿意给予更大的支付权重，享受生活的小确幸。

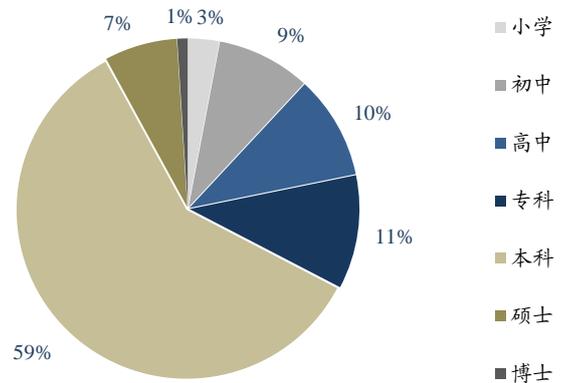
以 Z 世代为代表的年轻消费群体逐步兴起，年轻化、个性化趋势有效支撑需求。根据《百瓶威士忌 2023 年度行业前瞻报告》，在中国威士忌消费人群中，18-29 岁的威士忌消费者占比达到 53%，微博平台消费者调研数据显示，25 岁以下消费者中 67% 饮用威士忌，而白酒的同年龄段消费者仅占 41%；抖音数据显示，18-23 岁的年轻群体中，威士忌的接受度达到 26%，远高于白酒的 11%，这部分人群往往有较高的学历、较高的收入，追求品质化、个性化产品，威士忌凭借独特的口感、多样化的饮用方式以及社交属性，受到更多年轻消费者青睐。

图11: 2023年威士忌消费人群年龄分布



数据来源: 2023年度行业前瞻报告、东吴证券研究所

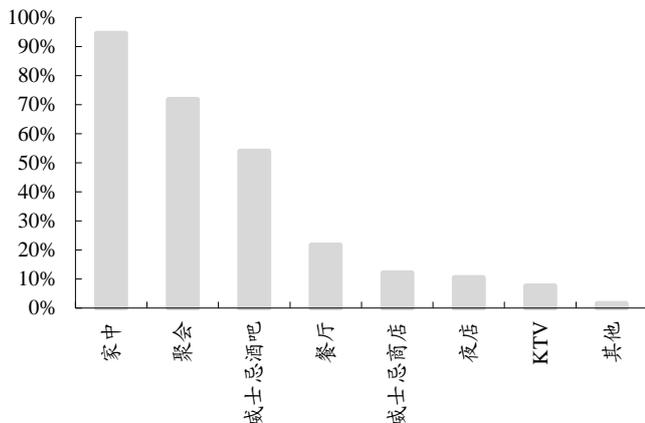
图12: 2023年威士忌消费人群学历分布



数据来源: 2023年度行业前瞻报告、东吴证券研究所

**酒吧、夜店到居家自饮, 消费场景持续扩容。**从中年消费者向年轻消费力量的消费群体过渡, 消费群体的年轻化亦加速饮酒场景变迁。近年来, 威士忌消费主要场景从酒吧夜店, 逐步拓展到个人休闲, 亲友庆祝, 聚会派对、浪漫约会等场景, 在这些更年轻、更新潮的饮用场景中, 消费者不仅关注酒的口味与品质, 还注重品牌形象、饮酒体验、以及与不同社交需求的契合度。具体来看, 绝大部分消费者会因为自饮需求而购买, 更多是为了自我满足, 同时“颜值”也正成为年轻消费者购买威士忌的重要影响因素, 尤其是00后对颜值的关注要高于其他年龄段。此外, 更多年轻女性更乐意为颜值买单, 威士忌逐步成为其“悦己”消费选择。

图13: 2023年中国威士忌品饮场景分布



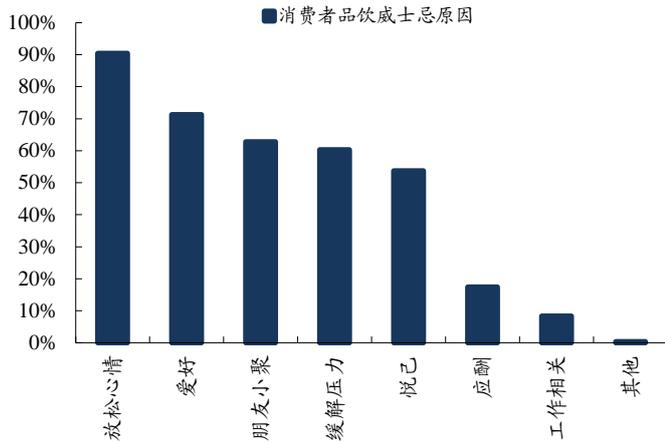
数据来源: 2023百瓶威士忌用户行为调研报告、东吴证券研究所

图14: 威士忌多饮用场景探索



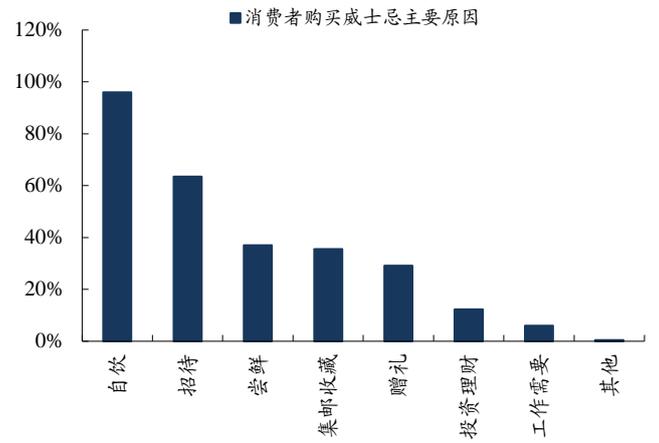
数据来源: 20CAC分析、东吴证券研究所

图15: 消费者品饮威士忌原因



数据来源: 2023 百瓶威士忌用户行为调研报告、东吴证券研究所

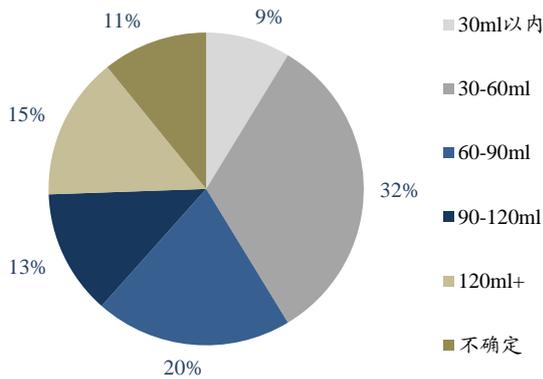
图16: 消费者购买威士忌主要原因



数据来源: 2023 百瓶威士忌用户行为调研报告、东吴证券研究所

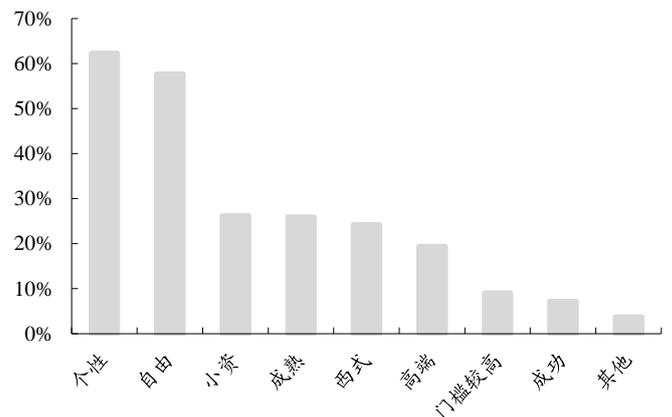
小众变日常, “身份象征” 刻板印象逐步打破。过往的印象中, 威士忌品牌大多定位高端市场, 强调品质和文化内涵, 即“昂贵且小众”, 随着中国经济的崛起以及对于舶来品的祛魅, “身份象征” 的刻板印象正在被打破, 2023 年威士忌在消费者眼中更多是自由 (57.69%)、个性 (62.28%) 象征, 国产品牌定价若能贴合大众价格需求, 本土品牌性价比优势有机会逐步扩大, 渗透率也将得到提升。

图17: 2023 年威士忌独酌品饮量



数据来源: 2023 百瓶威士忌用户行为调研报告、东吴证券研究所

图18: 2023 年威士忌威士忌印象变化



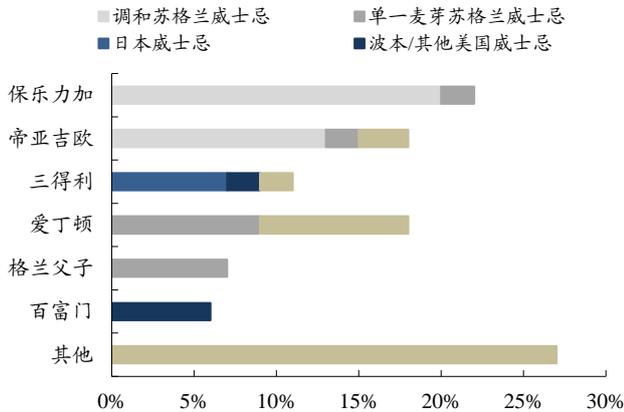
数据来源: 2023 百瓶威士忌用户行为调研报告、东吴证券研究所

- 供给端: 国威势头渐起、切割部分市场份额

目前威士忌市场集中度较高, 国际品牌占据主要市场份额。中国威士忌市场仍处于发展早期, 市场集中度较高, 例如 2023 年调和苏格兰威士忌品类中, 中国市场 CR5 为 85%, 显著高于法国 (54%)、英国 (66%) 和日本 (58%), 单一麦芽苏格兰威士忌和日

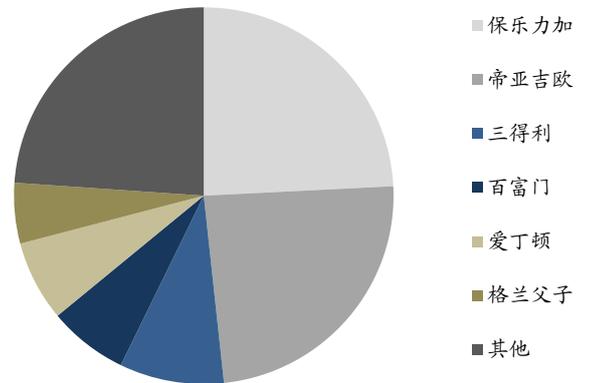
本威士忌也呈现类似格局。

图19: 2023年分品类竞争格局



数据来源: 百瓶威士忌用户行为调研、东吴证券研究所

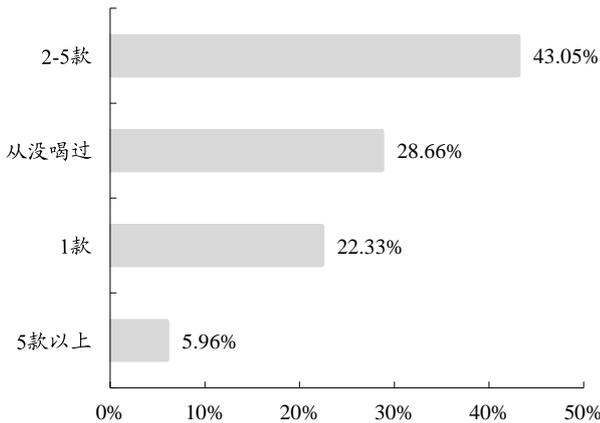
图20: 2023年中国威士忌分企业销量市场份额



数据来源: 欧睿、东吴证券研究所

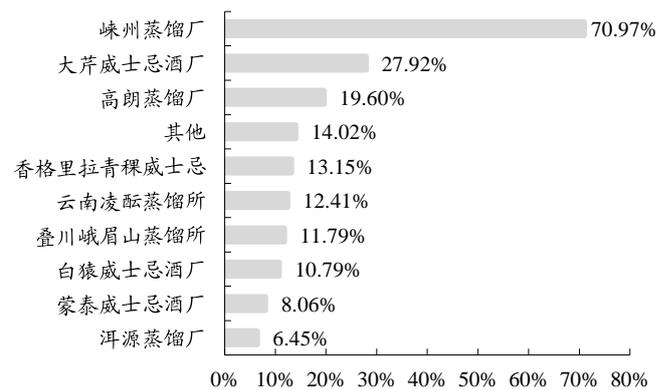
**威士忌进口量下降或一定程度为本土威士忌品牌提供发展机遇。**近两年进口威士忌增速放缓,部分知名进口品牌已面临跌价困境,经销商出现亏本抛货的现象。我们认为,部分原本消费进口威士忌消费者,在进口威士忌价格波动/消费信心下降背景下,或尝试选择具备性价比优势、优质的国产威士忌产品,为国威发展提供机遇。据《2023百瓶威士忌用户行为调研报告》,有97%的消费者对于探索国威感兴趣,有71.34%的消费者品尝过国威,有43.05%的消费者已经品尝过2-5款国威,消费者对国威关注度显著提升。

图21: 品饮过的中国本土威士忌酒款数量



数据来源: 2023百瓶威士忌用户行为调研报告、东吴证券研究所

图22: 最受爱好者关注的中国威士忌酒厂TOP10

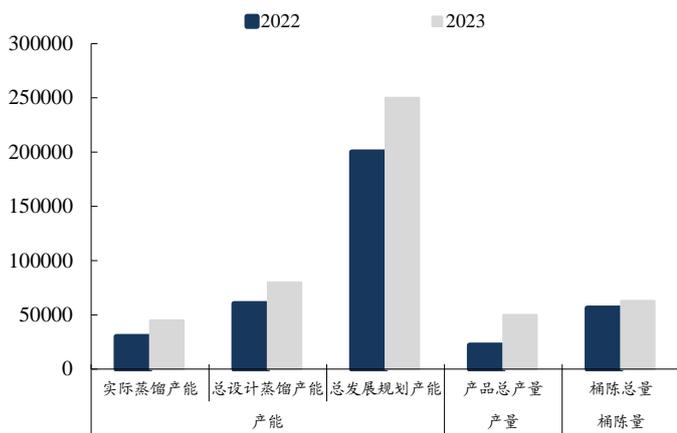


数据来源: 2023百瓶威士忌用户行为调研报告、东吴证券研究所

国产威士忌拾阶而上,25年开始产能集中释放。2019年起公司旗下岷州、郎酒旗

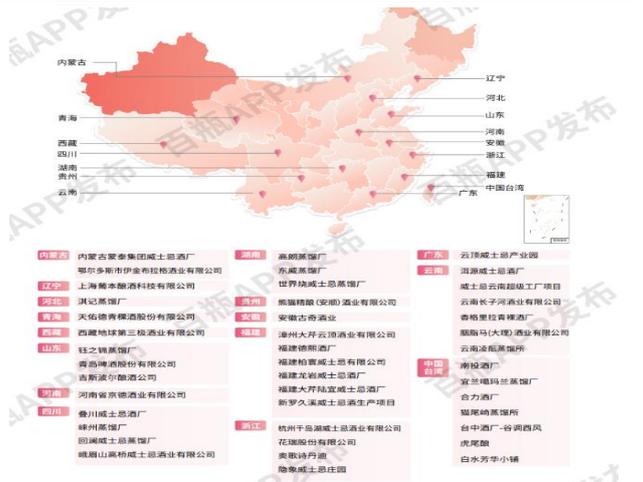
下高桥在内的一批国产威士忌厂开始兴建或投产，国威酒厂数量迅速增长。2023 年威士忌生产企业增至 42 家，新增 18 家，增幅为 75%，以百润股份旗下岷州为代表的一批国产威士忌产品将于 2025 年左右集中面市。目前中国本土威士忌已逐步发展出福建、浙江、山东、湖南、四川、云南六大省域产业聚集地，其中四川峨眉山与邛崃、福建漳州和龙岩、云南大理的产区雏形形成更为快速，多产区竞合发展为消费者提供了丰富的消费选择，进一步推动国产威士忌产业的不断壮大。

图23: 中国威士忌产能产量及桶陈量变化 (单位: kl)



数据来源:《2023 中国威士忌行业发展报告》、东吴证券研究所

图24: 2023 年中国威士忌酒厂地图



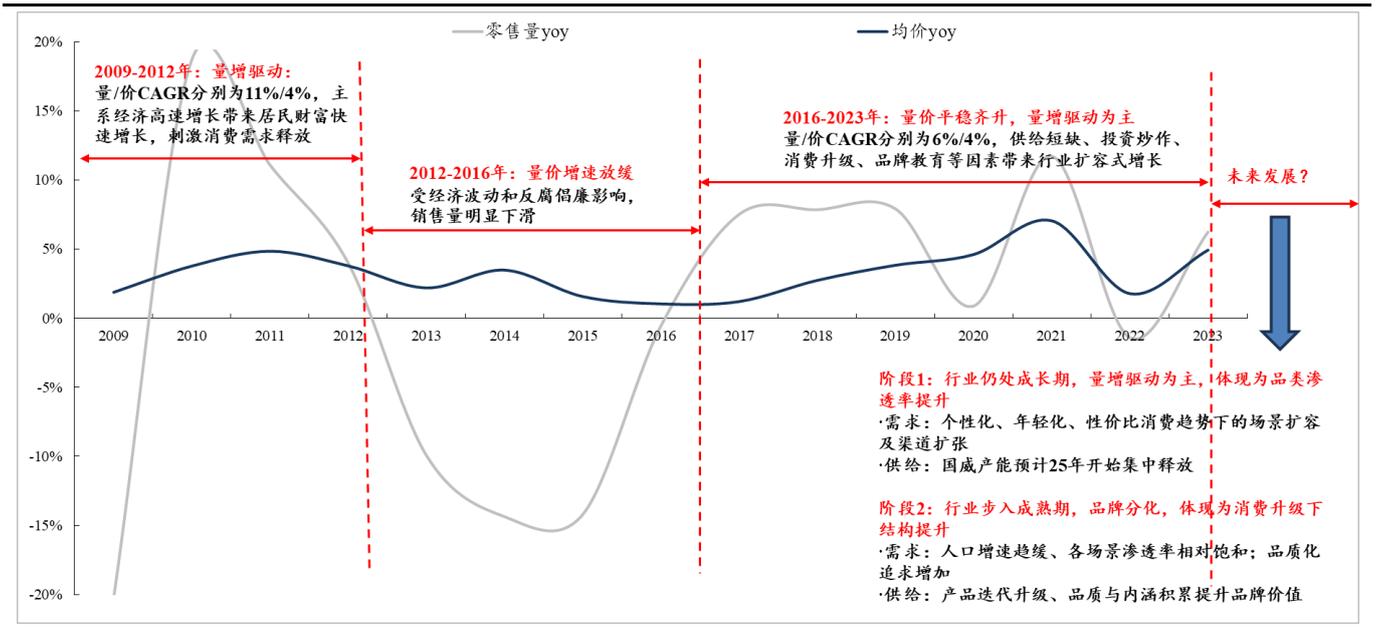
数据来源:《2023 中国威士忌行业发展报告》、东吴证券研究所

• 国威发展路径: 短期大众化为先, 中长期依靠品质和内涵积累带来价值提升

我们认为, 国内威士忌对比海外渗透率差异的主要原因在于: 1) 欧美国家经济发展水平高, 居民购买力强, 国内近年消费者心仍处于逐渐恢复阶段, 威士忌作为可选消费品种, 消费受到一定压制。2) 海外威士忌起步早, 消费者教育更加容易, 国内消费者认知度仍相对较低。

目前中国威士忌市场仍处于发展初期, 对于多数国威品牌来说, 尚不具备产品年份、品牌知名度优势, 因此优先考虑产品大众化定位有利于削弱价格端压制、降低消费门槛以切入更多场景、收割更多人群, 且 24 年以来商务部对欧盟进口白兰地实施临时反倾销措施, 供给侧竞争削弱为威士忌发展让渡一定空间; 中长期来看, 伴随人口增长趋缓、消费者品类认知提升、产品品质化追求, 行业逐步进入存量竞争阶段, 企业竞争转向品质与品牌, 核心驱动由扩容式增长下的量增转变为品牌内涵与产品升级带来的价增。

图25: 中国威士忌市场零售端量价复盘

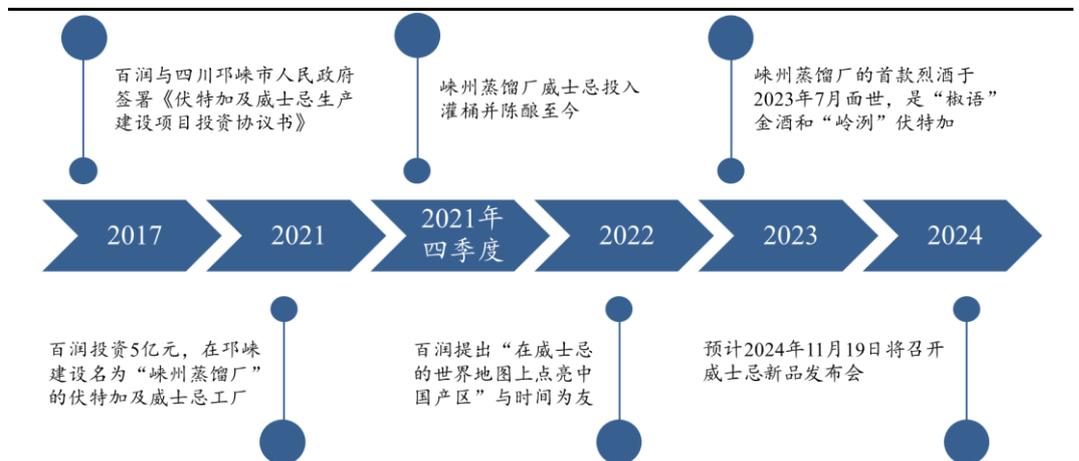


数据来源：欧睿、东吴证券研究所

## 2.2. 从调酒者到酿酒者，如何理解公司的核心竞争力？

公司 2016 年开始规划入局威士忌产业, 2017 年起着手建设威士忌生产线。从公司的发展品类选择看, 公司对其发展路径有深远洞察和规划, 其前提是对以日本为主要对标市场的国际酒类消费发展的深度研究, 为此, 当企业主打业务从预调酒迈向威士忌时, 其角色也即由调酒者拓展至酿酒者, 但我们也观察到, 其产品仍然具备内在连贯性: 从低度逐步迈向高度, 低成瘾性向高成瘾性。我们认为, 公司发展威士忌业务核心优势主要在于: 1) 舶来品本土化成功经验; 2) 时尚化、差异化运营新酒种 (区别于中国白酒和黄酒) 能力; 3) 大众化年轻化消费者数据; 4) 产能规模&生产设备处本土威士忌领先水平。公司 RIO 预调鸡尾酒产品在年轻消费群体中进行推广经验充足, 有助于其本土化威士忌在年轻化群体中的大众化推广。

图26: 百润布局威士忌历程



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2.2.1. 产能占据先发优势，经营底气充足

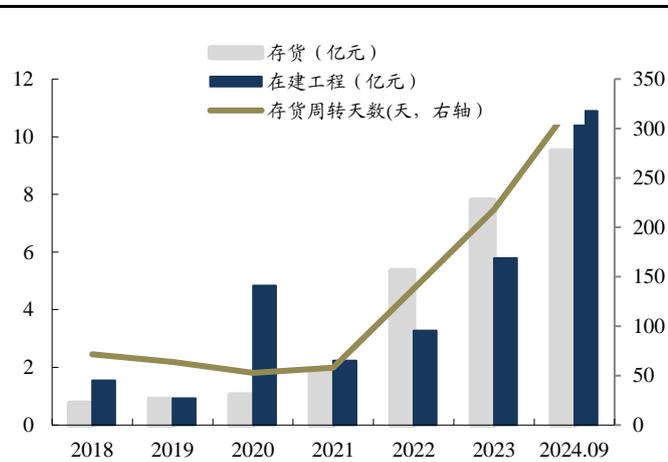
威士忌属重资产行业，国产威士忌存在先发优势。区别于具备快消品属性的鸡尾酒业务，威士忌总资产周转相对慢，资产投入也更重。从生产端看，威士忌酒厂建设涉及大量投资，包括土地购置、建筑施工、设备购置（橡木桶、陈酿设施），需要持续、长期的资本投入。公司 2016 年规划入局威士忌产业，2017 年起着手建设威士忌生产线，其投产的峡州蒸馏厂已成为国内威士忌产能最大、产品线最全的现代化蒸馏厂，截至 2024.10 月末，公司桶陈产能达 40 万桶，占全行业比重 80%~90%，为公司发展奠定良好基础。

表4：威士忌产能梳理

公告时间	项目名称	规划投资额	产能规划	投产进度
2017 年	伏特加及威士忌生产建设项目	约 5 亿元	3.1 万吨伏特加和 0.5 万吨威士忌，预计年产值约 3.2 亿元。	已投产
2020 年	烈酒（威士忌）陈酿熟成项目	约 11.7 亿元	3.4 万吨威士忌原酒（酒精度为 70%）储藏能力	已投产
2021 年	麦芽威士忌陈酿熟成项目	15.6 亿元	约 3.375 万吨麦芽威士忌原酒（酒精度约 70 度）的储藏能力	在建，预计 2024 年投产

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图27：公司存货及在建工程情况



数据来源：wind、东吴证券研究所

图28：公司 CAPEX 及经营活动现金流净额



数据来源：wind、东吴证券研究所

生产设备处领先水平，本土化运作持续深化。区位优势看，峡州蒸馏厂地处北纬 30 度，称为“世界的黄金酿酒带”，气候温暖湿润的气候条件，背靠横断山脉西岭雪域，能够为酿造威士忌提供优质天然且微量元素丰富的好水；设备方面，公司同时拥有壶式和柱式蒸馏器，并拥有全球罕见的双冷凝设备，能够兼具提取出纯净或复杂风味威士忌；研发方面，公司聘请专业团队，除传统威士忌桶型外，公司已创新推出黄酒桶、蒙古栎

桶等中国特色风味桶型，同时每年挑选优秀技术人员去威士忌之乡苏格兰就读威士忌专业硕士，持续为酒厂搭建人才梯队。

表5: 公司对比其他威士忌酒厂具备优势

	崆州蒸馏厂	高朗蒸馏厂	叠川麦芽威士忌酒厂	福建大芹陆宜蒸馏厂
地址	四川成都邛崃市	湖南省浏阳河峡谷盆地	四川省峨眉山市	福建省漳州市平和县大溪镇
投产时间	2021 年	2019 开工、2020 建成，2021 投料	2021 年	2014 年
设备	少数同时拥有壶式和连续柱式蒸馏器，最高 334 层蒸馏工艺的柱式蒸馏器，拥有全球罕见双冷凝设备，兼具提取出纯净或复杂风味威士忌	5000 升壶式麦汁蒸馏器 3 台，5000 升壶（鼓）式烈酒蒸馏器 2 台，2 吨/小时塔式蒸馏器一组	英国制造的纯铜蒸馏器	苏格兰百年以上历史的蒸馏器制造商福赛斯定制大芹专属全套设备，包括麦芽粉碎设备、铜顶糖化罐以及手工打造的铜壶蒸馏器、冷凝器与收集烈酒的保险箱等
橡木桶	除常规各类板材新桶、波本桶、雪莉桶、葡萄酒桶外，增加朗姆酒桶、龙舌兰酒桶、啤酒桶等更具创新风味桶，以及全球首批具有中国特色风味的黄酒桶	主要有波本二手桶，索诺玛产区白葡萄酒桶，波尔多勃艮第，雪莉泥煤等；特色桶是中国白兰地桶和中式雪莉桶。	以中国长白山单岭桶、北美波本桶、欧洲雪莉桶三种橡木桶来呈现三大洲风味	美国波本橡木桶，加勒比地区的朗姆桶，西班牙雪莉桶，葡萄牙波特桶，法国和中国部分酒庄红葡萄酒桶等
原料	麦芽主要来源于苏格兰、法国、加拿大、北欧等地，也优选来自中国东北、河南、四川和甘肃等地优质谷物	进口大麦，国内制麦厂发麦为主；酵母是与全球第二大酵母公司安琪酵母（中国产）共同研发	臻选来自中国 and 欧洲的高品质麦芽	水源来源于大芹山露水山泉，水质纯净清甜，威士忌口感更细腻顺滑
特色工艺	一套全球少有的壶式双冷凝设备，可以灵活切换常规铜和不锈钢冷凝装置，提取纯净或复杂风味的威士忌	使用蒸馏后留下的威士忌麦糟喂养安格斯牛	元年新酒将首先置入波本酒桶中熟成 4 年；完成第 1 阶段陈年威士忌将被转入指定酒桶完成至少 2 年熟成直至装瓶；第 2 阶段挑选雪莉酒中经典 Oloroso 酒桶和 PX 酒桶以及中国橡木桶	酒窖分散在不同地段，每间酒窖微气候差异较大，同批次的酒在不同酒窖中熟成后的风味不尽相同，增加酒体风味的多样性

数据来源：公司官网、Food wine、东吴证券研究所整理

图29: 百润威士忌桶型情况

桶型	图片	基本情况	桶型	图片	基本情况
中国蒙古栎桶 Chinese Mongolian Cask		味州首创中国蒙古栎桶【黄金标准】，以此标准筛选桶材并制成的蒙古栎桶，可以同时满足桶陈要求的水密性和透气性，不仅能让酒液得以很好的陈年，更能呈现出具有蒙古栎特色的风味，例如浓郁的木质、焦糖、香料、烟熏香气，并具备奶油、话梅、丁香、蜜桃、果酱的甜美口感，尾韵伴随杏仁及黑巧带来的微苦风味，使得整体感受更为丰富，呈现华夏风土孕育的独特风韵。	STR美国纳帕干红酒桶 STR Napa Red Wine Cask		精选源自美国Napa产区的干红葡萄酒桶，通过味州STR (Shave-Toast-Rechar) 工艺处理，既能让橡木桶保有葡萄酒特有的馥郁果香，还能激发更多风味，给予酒液浓郁的烤坚果、焦糖、红枣干、及些许烤咖啡的烟熏香气，酒体饱满、余味绵长。
中国花雕黄酒桶 Chinese Huadiao Huangjiu Cask		采用中国传统加饭工艺的陈年花雕酒，在进口美国白橡木桶中润养12个月，使橡木桶充分获取花雕酒的风味特质——如米香、香草、果干的清爽与沉稳风味，再从中精选适合熟成威士忌的花雕黄酒桶投入使用；同时，橡木桶在经过热处理工艺后，碳化层还将赋予酒液焦糖、香草等更多风味，并吸附多余杂质。	菲诺雪莉认证桶 Fino Certified Cask		菲诺雪莉酒以其独特的酒花（生长在菲诺酒表面的白色酵母层），在众多加强葡萄酒中别具一格，而产自西班牙法定产区的雪莉酒，更是享誉全球，味州甄选源自该产区的菲诺雪莉认证桶。以此桶陈的烈酒，将带有白葡萄酒、花香、木质调的清爽，呈现出轻快而不失层次的风味。
中国香雪黄酒桶 Chinese Xiangxue Huangjiu Cask		优选以酒代水、采用传统淋饭法酿制的陈年香雪酒，在美国白橡木桶中润养12个月，使橡木桶浸润得到香雪酒特有的米曲、焦糖、巧克力等细腻风味，并再从中精选适合熟成威士忌的香雪黄酒桶投入使用；同时，橡木桶还采用了炙烤工艺，给予酒液更多风味变化的可能，并通过碳化层吸附多余杂质。	欧罗索雪莉认证桶 Oloroso Certified Sherry Cask		选用来自西班牙法定产区的雪莉认证桶。雪莉酒作为最古老的加强葡萄酒之一，在全世界拥有众多爱好者，被誉为“装在瓶子里的西班牙阳光”，而在西班牙语中意为“芳香雪莉酒”的Oloroso Sherry，因其复杂的果干、坚果、焦糖等氧化风味，备受世人喜爱。以欧罗索雪莉桶熟成的酒液，富有成熟水果、葡萄干的香气，酒体甜美浓郁。
美国波本桶 AMERICAN BOURBON CASK		甄选美国白橡木桶，并为了赋予酒液更多的风味特质，将白橡木桶进行烘烤和碳化处理，释放出更多的木质香气，使美国波本桶拥有迷人的奶油、蜂蜜、香草及淡雅花香。口感甜美，更兼具轻微油脂感与足够的橡木辛香，使得整体风味柔顺且平衡。	阿蒙蒂拉多雪莉认证桶 Amontillado Certified Sherry Cask		选用来自西班牙法定产区的雪莉认证桶。Amontillado Sherry，干型雪莉酒之一，结合生物型和氧化型两种方式熟化而来，是难得的平衡之作，Amontillado桶也因此点显得尤为特殊，能让陈年的酒液，带有浓厚奶油、太妃糖的香甜感，尾韵悠长，拥有坚果与蜜饯交织的温和风味。
STR西班牙里奥哈干红酒桶 STR Rioja Red Wine Cask		选用来自西班牙里奥哈（Rioja）产区的干红葡萄酒桶，Rioja里奥哈产区是第一个获得DOCa法定品质认证的原产地，以其优秀的葡萄酒为世人熟知。结合味州STR (Shave-Toast-Rechar) 工艺处理，在保留葡萄酒风味特性的同时，也将辛香料与焦糖的风味激发出来，酒体醇厚、美好难忘。	佩德罗·希梅内斯雪莉认证桶 Pedro Ximénez Certified Sherry Cask		选用西班牙法定产区的雪莉桶。PX Sherry有“西班牙雪莉酒之王”的美誉，使用同名葡萄品种（Pedro Ximénez）为原料，在高度成熟后风干酿成酒，含有较高的糖分，并带有成熟水果的浓郁芳香。以此种酒桶陈年的酒液，不仅能继承PX Sherry的甜蜜口感，更蕴含葡萄干、丁香、咸奶油的香气。
龙舌兰桶 Tequila Cask		龙舌兰酒是一种源自墨西哥的独特烈酒，其风味复杂多变。经过龙舌兰桶熟成后的酒液，带有明显的青椒、青草香味，与淡淡烟熏味和奶香。奶油的甜美、新鲜水果的风味和鲜花的香气在舌尖美妙结合，回味则伴有些许烟熏、皮革风味。	朗姆桶 Rum Cask		朗姆酒是一种通过甘蔗发酵、蒸馏而成的烈酒，具有活泼的热带水果风味。经由朗姆桶陈年的酒液，拥有香草、奶油、热带水果、及麦芽糖等甜美风味，并呈现出甘草的甜感，口感体验干净轻盈，最后浮现一丝麦芽清香。

数据来源：味州蒸馏厂官网、东吴证券研究所

### 2.2.1. 渠道协同复用，营销与时俱进

**威士忌战略新品首发，双品牌相得益彰。**2024年11月19日，“与世共创 感受新生”味州之夜暨发布会在四川味州蒸馏厂举行，品牌“味州”与味州单一麦芽威士忌创世版（700ml、46度）、品牌“百利得”和百利得单一调和威士忌创世版（700ml、43度）正式宣告上市，官方售价均为399元，作为公司沉淀3年的开山之作，限量发售10000瓶，每人每款限购2瓶，销售渠道以上海味州吧、广州味州吧、味州烈酒文化体验中心线下渠道为主，既凸显出产品的稀缺质感，也生动借由威士忌的传统酒吧消费文化，更好推进公司威士忌产品的C端宣传互动。

图30：味州单一麦芽威士忌创世版

图31：百利得单一调和威士忌创世版



数据来源：崑州蒸馏厂、东吴证券研究所



数据来源：崑州蒸馏厂、东吴证券研究所

**25Q1 起威士忌流通产品将陆续发布，持续丰富消费场景与人群。**本次新品为非常规售卖版，两大品牌旗下流通产品将自 25Q1 起陆续发布，预计或定位大众市场打造性价比优势，以覆盖更多元化的消费场景及大众人群消费需求。渠道方面，预计通过 RTD 经销商及烈酒/白酒经销商进行运作，优先布局餐饮、零售、团购渠道，夜店渠道以自然渗透为主，并重点聚焦广东、福建等洋酒饮用习惯较好的区域。伴随产品矩阵完善、线上线下载多渠道拓展，公司对于威士忌业务 3 年目标兑现成效值得期待。

表6：公司初期威士忌产品&渠道&区域规划

	产品	渠道	区域
公司规划	公司会分品牌推出中高端产品拓展产品矩阵，重点关注大众化市场、打造性价比产品	优先布局餐饮、零售、团购渠道，夜店渠道以自然渗透为主	重点聚焦广东、福建区域，其余区域同步推广但力度保持适当
合理性	①市场上苏格兰威士忌普遍以 8 至 15 年陈年的基础款为主流，公司威士忌基酒年份尚不具备竞争优势； ②消费环境相对疲软下，威士忌主流消费价位带出现阶段性下移，大众市场空间广阔。	①公司原有优势在于线下零售渠道（占比超过 80%）； ②目前夜店渠道本身占比偏低，新进入者风险较高。	广东、福建区域洋酒习惯较为普及，其中已成为全国最大的威士忌消费省份。
23 年占比			

数据来源：《2023 中国酒业协会威士忌专业委员会年度报告》、2023 百瓶 APP 消费数据、东吴证券研究所

**营销端，Rio 预调酒过往展现的强营销实力有目共睹，成功经验有望复制至威士忌业务。**目前威士忌国内渗透率仍偏低，进口品牌短板主要在于渠道及营销本土化不足，对公司而言，过往营销制造话题和爆款能力强，且鸡尾酒业务已积累部分年轻化客群。威士忌成品酒上市前公司已通过参与大量行业展览、单桶发售打入专业圈层，并通过线

下门店、城市巡游品鉴、酒厂参访等形式，在大众市场中积累了一定的品牌认知，预计未来通过影视广告植入、体验式营销等多种灵活多变的营销方式，有望逐步挖掘核心消费者的沉淀，助推品牌蝶变成长，与海外烈酒龙头共同切割市场份额。

图32: 公司 22 年首次限量发售 500 桶单一原桶麦芽威士忌仅 18 分钟就全部售罄

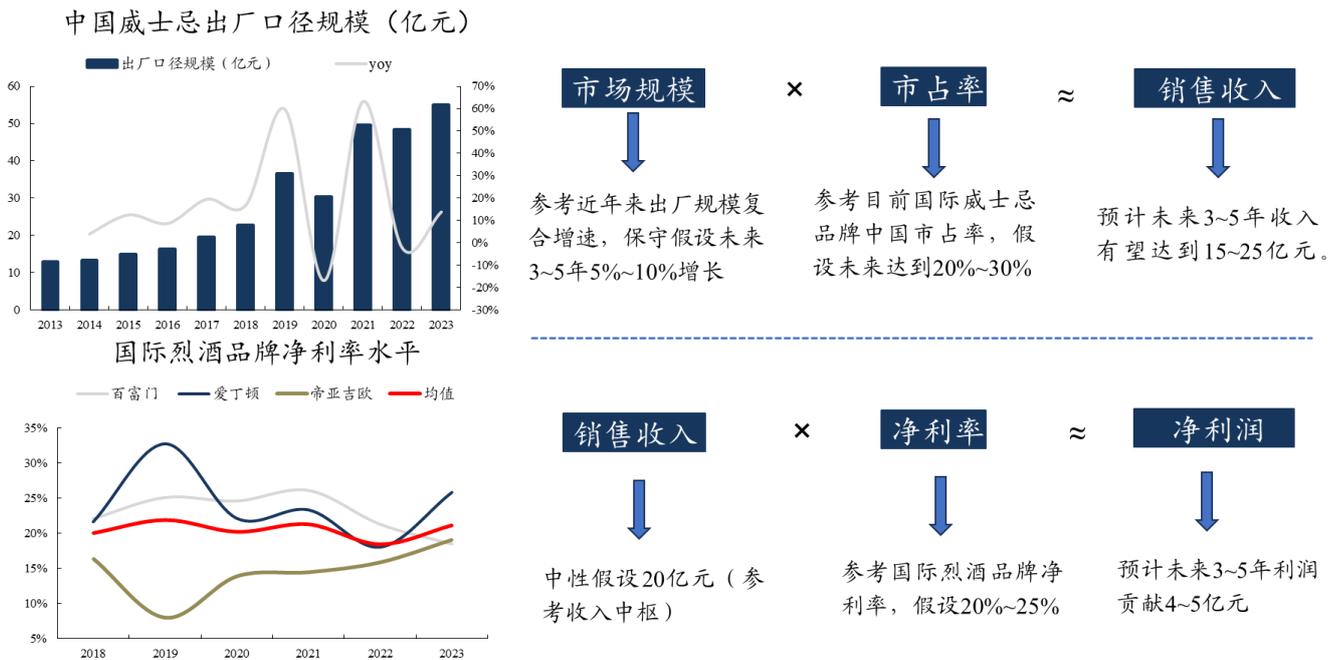
首发数量	500桶
桶型及风味	4大风味、6种桶型，分别是初填美国波本桶（桶型为初填美国波本桶）、STR干红葡萄酒桶（桶型为初填STR美国Napa桶以及初填STR西班牙Rioja桶）、菲诺加烈葡萄酒桶（桶型为初填西班牙Montilla菲诺桶）、赫雷斯雪莉桶（桶型为初填西班牙Oloroso雪莉桶以及初填西班牙PX雪莉桶）。
单桶价格	5万-8万不等（价格与桶陈时间成正比），已包含经典包装费用
装瓶数量	经最低6年桶陈后，原200升的橡木桶，在不降度的情况下，约可装210瓶700ml的威士忌。
相关定制服务	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 依据价格的不同，每一桶威士忌都可享有免费桶陈6年的权益，最高可免费桶陈10年。</li> <li>2. 消费者可选择在重要的日子来进行装瓶，也可选择自己喜欢包装，赋予产品独特的意义与专属风格。</li> <li>3. 尊享五大权益，包括一对一的私人单桶顾问、VIP客户专属活动、限量单桶品鉴、节日惊喜以及过桶/装瓶前的无忧退款。</li> </ol>

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

2.2.2. 威士忌业务空间测算

- 1) 收入：采用出厂口径市场规模\*市占率方式测算，预计3~5 年达到 15~25 亿元。
- 2) 利润：参考海外烈酒品牌净利率，预计未来 3~5 年可达 4~5 亿元。

图33: 公司威士忌业务空间测算



数据来源：各公司公告、东吴证券研究所测算

### 2.3. 他山之石：日本三得利启示

三得利集团为日本酒精饮料龙头，前身为 1899 年成立的鸟井商店，于 1967 年正式更名三得利，主要业务为生产和销售酒精饮料和软饮，产品线涵盖威士忌、啤酒、乌龙茶等多种饮品，其中威士忌业务目前已占据日本威士忌市场 50%+份额，亦在全球威士忌市场有重要影响。

我们认为，三得利威士忌业务在过去百年间的快速发展，一方面是日本经济高速发展带来的中产阶级崛起、生活方式西化，同时也离不开公司灵活的“拿来主义”、紧跟消费者的产品创新、年轻化和差异化营销方式。从时代背景看，中国威士忌市场目前所处的现状与日本威士忌产业的早期形态具有相似性——品类教育已经初见成效、消费群体基本明确、消费习惯逐步形成，因此，其成功经验于国威企业具有较强的借鉴意义。

图34：三得利发展历程梳理



数据来源：三得利官网、东吴证券研究所

图35：近年来三得利营收表现

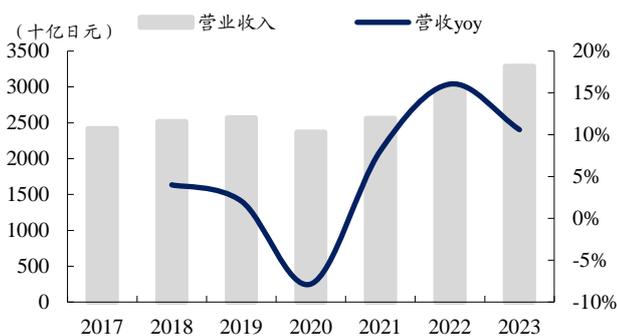
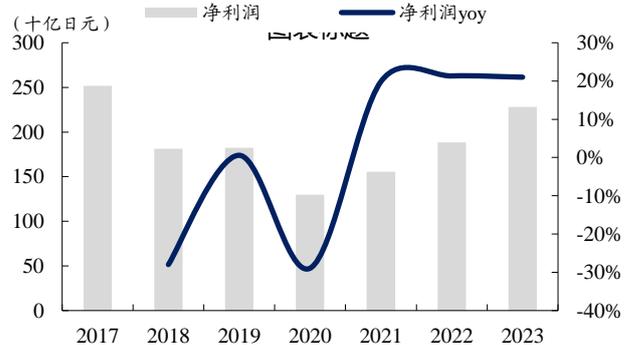
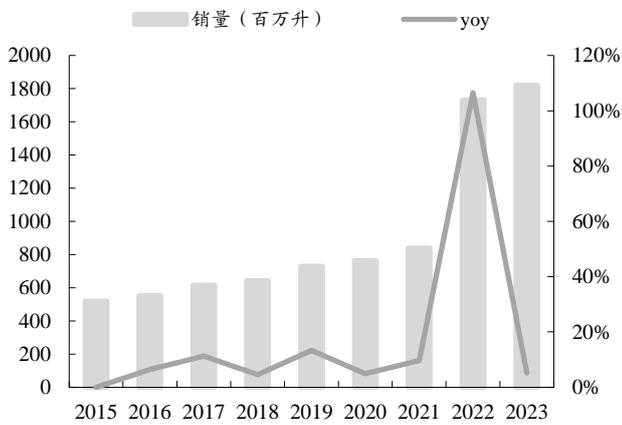


图36：近年来三得利净利润表现



数据来源：三得利公司年报、东吴证券研究所

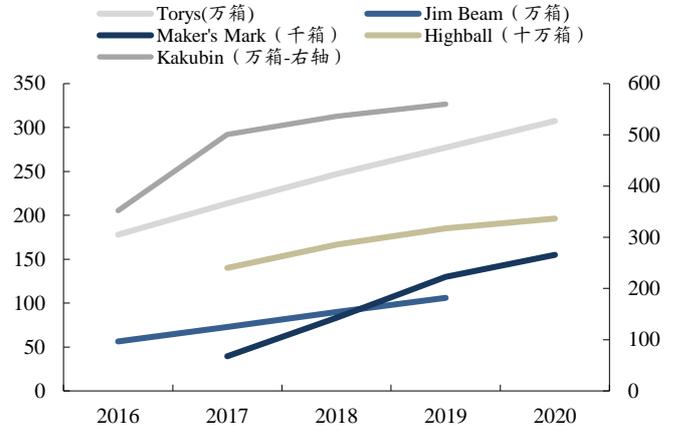
图37：三得利酒精饮料业务板块销量走势



数据来源：三得利公司年报、东吴证券研究所

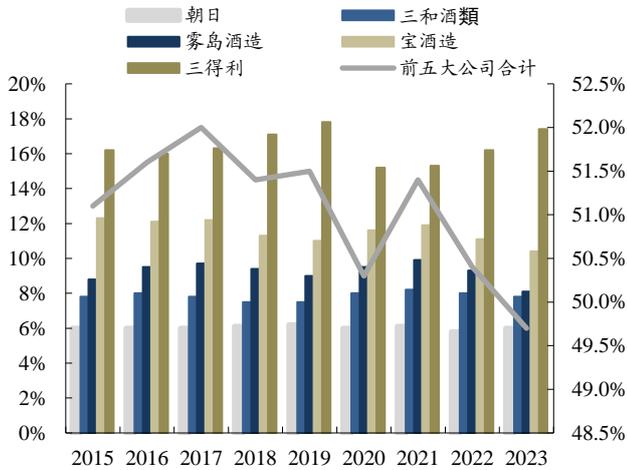
数据来源：三得利公司年报、东吴证券研究所

图38：三得利部分威士忌产品销量情况



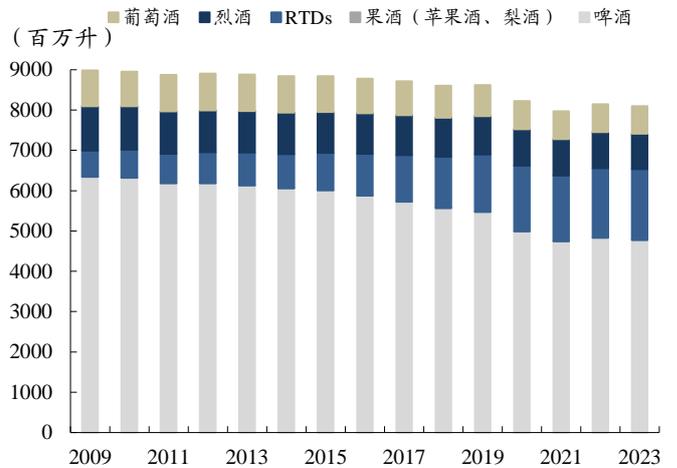
数据来源：三得利官网、东吴证券研究所整理

图39：2015-2023 日本烈酒市占率分布



数据来源：欧睿、东吴证券研究所

图40：2009-2023 日本酒精饮料消费分布



数据来源：欧睿、东吴证券研究所

### 2.3.1. 产品本土化改良，持续探索新风味

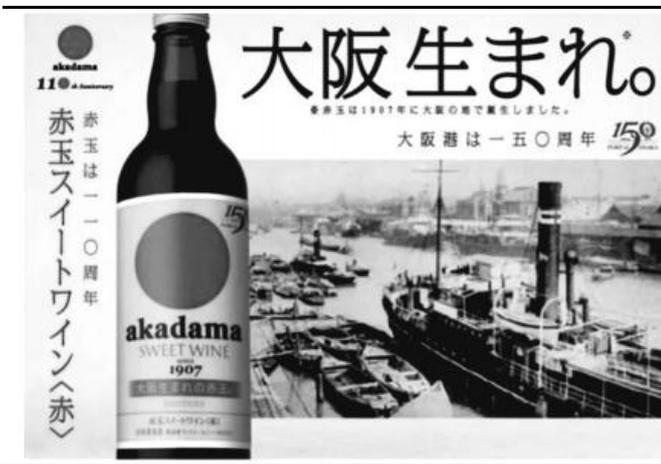
早期葡萄酒本土化运作已初显成效，亦为威士忌开拓提供资金保障。1899年，三得利创始人鸟井信治郎以日本大阪为基地，开设了第一家鸟井商店（即三得利的前身，后称寿屋）。初期，他以贩售进出口货物为主，而后主要销售从西班牙进口的葡萄酒，彼时大众对这种酸涩的酒并不买单，鸟井信治郎尝试自己研发、生产更适合日本人口味的葡萄酒，于1907年推出了更适合日本人口感的微甜葡萄酒——赤玉波特酒，并且营销上

大打民族品牌，称世上独此一家、专为日本人打造。20世纪20年代，“赤玉 PortWine”在日本葡萄酒市场市占率超过60%，一方面积攒了舶来品本土化的运作经验，同时也为此后威士忌领域的商业尝试提供资金方面的“输血”保障。

**模仿西方水土不服，威士忌本土化改良深得民心。**威士忌于1853年由美国首次传入日本，20世纪后日本国内崇拜西方文化的风潮日益兴起，且由于日本恢复关税自主权，进口威士忌价格迅速上涨，国内自产威士忌的需求日益旺盛。1923年，三得利创始人鸟井信治郎同“日本威士忌之父”竹鹤政孝在京都成立日本第一家蒸馏厂——山崎蒸馏所，1929年，山崎酒厂的第一款威士忌白札问世，主要模仿传统苏格兰威士忌风味，但强烈的泥煤烟熏风味并未得到大众青睐，产品严重滞销。鸟井信治郎认为应该打造出具有日本风格、本土化的威士忌，历经各类原料、发酵桶、蒸馏方法、调配技术的轮番尝试，三得利于1937年推出角瓶威士忌，凭借平稳、柔和、醇正口感，获得市场认可。

**本土水榭桶成就差异化优势，助推高端品牌打造。**二战时，外交恶化之下日本全民禁止西洋威士忌等产品进口，三得利角瓶依靠低廉的价格迅速占领日本威士忌市场，并打通了军需渠道。彼时日本遭遇世界各国经济封锁，无法从欧美进口酿造威士忌的橡木桶，最终公司选择日本稀有水榭木作为紧急替代方案，其酿造而成的威士忌具有椰子和热带水果的香甜、东方的沉香和檀香等独特风味，成为日威的一大特色。二战后，三得利将水榭木桶酿造的山崎威士忌，打上了“东方特有”标签，并且基本垄断水榭木桶生产（每年只制作100个左右的桶），帮助山崎品牌成功打造高品质和稀有的品牌形象。

图41：赤玉 PortWine



数据来源：三得利官网、东吴证券研究所

图42：角瓶包装的演变



数据来源：三得利官网、东吴证券研究所

**产品创新因时而进，多品牌布局多场景。**

- **低端品牌：**战后日本威士忌全面解禁，彼时人民生活穷困，市场劣质酒、假酒盛行，在此背景下，公司于1946年推出低价威士忌品牌——Torys，并推广加冰或兑苏打水饮用方法，清新爽口的Torys迅速在工薪阶层与学生族中流行；

同时为教育消费者，公司在日本开设上千家 Torys 酒吧，进一步推动威士忌拓展至日常饮用场景。

- 高端品牌：**战后经济逐步恢复下，为“打造日系奢侈威士忌”，公司分别于1984年、1989年、1994年推出“山崎”、“响”、“白州”等高端品牌：
  - 1) 山崎：针对有品位有实力的中年人群，主打场景为成年人的独处时刻——「在山崎，奖励自己」,「属于我自己的时间」；
  - 2) 白州：针对年轻人，主打周末和节假日郊游的场景（包装多采用绿色，表现森林和清风）；
  - 3) 响：针对成熟、追求极致艺术品质人群以及社会上流贵族。几大高端品牌在消费场景和品牌定位上明确差异化，共同助推品牌高端化之路。

图43: 三得利主要产品发展历程



数据来源：三得利官网、东吴证券研究所

表7: 三得利部分威士忌品牌

品类	子品牌	产品简介	图片	参考售价（日元）	时间
麦芽威士忌	山崎 (Yamazaki)	三得利旗舰单一麦芽威士忌，由山崎蒸馏厂制造，使用雪莉桶、白橡木桶以及自制的水槽桶熟成，口感丰润醇厚；被誉为日本单一麦芽威士忌代表作。		山崎 12: 15000 日元 山崎 1923: 7000 日元	1984 年
	白州 (Hakushu)	白州酒厂制造，森林和雪山融水为其带来柔和的口感，其所使用的尾白川水，成就了白州特色的“绿色清新威士忌”的气质，亦造就柔软顺滑的口感。		白州 12: 15000 日元 白州 1973: 7000 日元	1994 年
谷物威士忌	知多 (Chita)	单一谷物威士忌，知多蒸馏所制造；酒厂将少量原用于响威士忌调和的原酒调和知多，再结合 10 种轻度、中度、重度浊酒，发酵于红酒桶及西班牙橡树酒桶，具有清风般香气和独特的清淡、香甜风味。		6000 日元	2015 年
调和威士忌	响 (Hibiki)	三得利旗下顶级调和威士忌品牌，代表日本威士忌最高水平。“响”意为“回响”、“共鸣”，寓意这种威士忌在口感和香气上的丰富层次和持久余韵；采用白橡木桶、雪莉桶、梅酒桶及水槽桶熟成，具有独特风味。		响 30: 360000 日元 和风醇韵: 7500 日元	1989 年
	角瓶 (Kakubin)	三得利最畅销的威士忌之一，被称作“国民威士忌”。属于调和威士忌，麦芽威士忌与谷物威士忌混合之后得到的产物。常用于制作 Highball，兑入苏打水加入柠檬片和冰块调配饮用。		1910 日元	1937 年

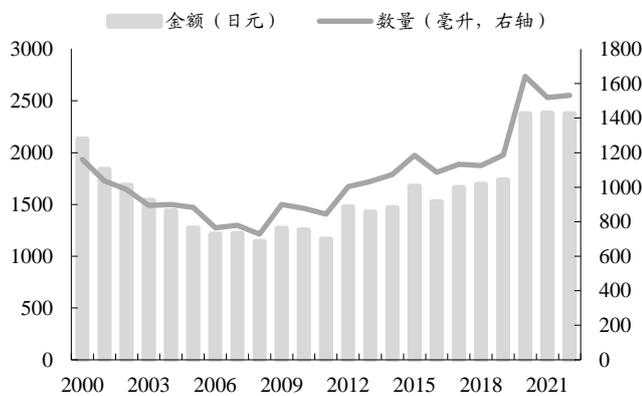
季 (Toki)	三得利针对美国市场推出的调配威士忌，采用白州威士忌打底，搭配山崎威士忌原浆调配而成，曾在美国市场被称为“最受美国人关注的威士忌”。		约 5500 日元	2017 年
碧 (Ao)	融合苏格兰、爱尔兰、美国、加拿大、日本五国威士忌风味的调和威士忌，原浆来自苏格兰阿德摩尔和格兰-加里奥克，爱尔兰库利，加拿大阿尔伯特，美国占边和日本的 山崎和白州。		6000 日元	2019 年

数据来源：三得利官网、东吴证券研究所

2.3.2. 品牌表达清晰，营销方式灵活

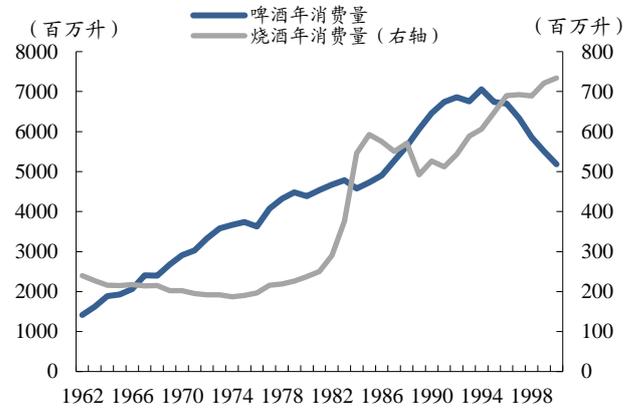
推出 Highball 复活计划，主打“性价比、年轻化、低酒精、好搭餐”。1984 年之后，日本酒税改革使得威士忌税负上升 24%；同时，日本泡沫经济使威士忌需求减少，价格更低、酒精度数更低的日本烧酒、啤酒、琴酒等竞品逐渐流行，加上威士忌形象老龄化，威士忌市场遇冷。在此背景下，2008 年三得利将旗下较为平价的角瓶威士忌以 Highball 喝法营销，即苏打水+大量冰块+威士忌，保留威士忌香气的同时降低了酒精度数，且价格更为亲民，降低了威士忌消费门槛，亦契合年轻消费者健康和轻松社交的消费需求。

图44：21 世纪后日本家庭威士忌消费金额、数量



数据来源：日本国税厅、东吴证券研究所

图45：1962 年-2000 年日本啤酒、烧酒年消费量



数据来源：日本国税厅、东吴证券研究所

精准锁定用户群体，多元营销推动品牌年轻化。

1) 线下：公司在居酒屋张贴巨型海报，引导鼓励居酒屋推出“食物+Highball”的组合套餐，推出初期提出“食物+Highball”套餐里的 Highball 由三得利买单，同时改用扎啤杯来盛放酒液，因 Highball 味道没有啤酒苦涩且饮用后没有类似于啤酒的饱腹感，更适合“佐餐”场景，推动威士忌认知从“老年人的饭后酒”转变为“饭前干杯酒”。

2)线上:大面积投放 Highball 电视广告,主题就是如何简单的制作一杯 Highball 以及 Highball 搭配各种食物,并邀请与目标消费者年龄相近的当红女星小雪、井川遥等作为广告代言人,打破人们以往对 Highball 固有认知,宣传女人也可以享用 Highball,并推出易拉罐即饮版本的 Highball,将 Highball 进一步延伸至家庭消费场景。

一系列组合拳下,经营“Highball”商店数量从2008年1.5万家增加至2009年6万家,在年轻人中知名度从30%上升至近80%,角瓶威士忌销量从8万箱达到80万箱。

图46: Highball 发展历程



数据来源:威士忌研究所公众号、东吴证券研究所

**品牌表达清晰,差异化营销动作精准抓客群。**三得利威士忌品类下多个子品牌,在品类关键词无限趋同情况下,公司成功区隔子品牌定位,且品牌动作在发展过程中未有过大幅变形,我们认为关键原因在于其差异化营销理念:

- **以山崎和碧 AO 为例:**山崎定位高端价位带,品牌具备深厚的历史沉淀感,营销端注重表述品牌产地、技术工艺以及品牌精神,并通过将酿酒厂和蒸馏所打造成“旅游景点”加强圈层触达;碧 AO 定位大众价位带,营销表达则更侧重于饮用方式及体验。各价位带品牌表达清晰,品牌间互为补充又区隔到位,立体化产品体系加速市场渗透。

图47： 山崎将酿酒厂和蒸馏所打造成“旅游景点”，并宣传“工艺与哲学”和“三得利品牌精神”。



数据来源：三得利官网、东吴证券研究所

图48： 碧 AO 重在传达饮用方式和体验



数据来源：三得利官网、东吴证券研究所

### 3. 盈利预测与估值

**收入端:**我们预计 2024-2026 年营收为 32.0/36.5/41.2 亿元,同比-2%、+14%、+13%;

1) 预调酒业务: 公司围绕 358 度产品矩阵持续深耕, 强爽蓄势整固, 微醺/清爽通过口味推新、包装升级、加强铺货推动放量, 预计 24 年预调酒收入在高基数下保持相对稳定。

2) 烈酒业务: 目前新品已亮相发售, 预计今年工作主要集中于销售渠道与团队人员搭建和完善, 25 年威士忌流通产品将正式投放市场, 销售反馈值得期待。

**利润端:**我们预计 2024-2026 年归母净利润为 7.7、8.8、10.1 亿元, 同比-5%、+15%、14%, 对应 PE 为 35、30、26 倍。

从基本面来看, 鸡尾酒属于酒精饮料, 行业仍处于上升期, 消费者还在陆续地培育; 经济的发展影响培育的速度, 但并不影响培育的方向 (人均饮用量和饮用习惯上升的趋势仍在), 强爽的爆量表现凸显出鸡尾酒的消费韧性, 我们认为在消费场景从扩宽到成熟的过程中, 鸡尾酒业务的弹性仍然存在。基于公司是行业之内唯一一家鸡尾酒公司, 没有业务相同的可比公司; 我们从过去历史复盘来看, 在经济较好、行业景气的时候公司的成长性较好, peg 超过 2, 在经济下行时候, 公司的 peg 在 1.5 左右。基于以上分析以及当前的市场环境, 我们给予 25 年 peg=2~2.5, 对应 PE 在 30~37 倍左右, 维持“买入”评级。

表8: 公司收入拆分及预测 (百万元)

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
鸡尾酒	收入	2,257.2	2,883.8	2,819.5	2,957.9	3,107.6
	yoy	-1.2%	27.8%	-2.2%	4.9%	5.1%
香精香料	收入	279.8	316.7	332.7	349.5	367.2
	yoy	2.3%	13.2%	5.1%	5.1%	5.1%
威士忌	收入				300	600
	yoy					100.00%
总计	收入	2593.4	3263.9	3196.6	3654.1	4123.7
	yoy	0.0%	25.9%	-2.1%	14.3%	12.9%
	毛利率	63.8%	66.7%	70.2%	70.3%	70.5%
	归母净利润	521	809	769	883	1,007
	yoy	-21.7%	55.3%	-5.0%	14.8%	14.1%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所测算

#### 4. 风险提示

**经济疲软，需求下降超预期。**经济相对疲软导致需求下降，会影响鸡尾酒线上线下的销售。

**威士忌释放不及预期。**威士忌业务仍处发展初期，若市场竞争更加激烈，新品推广可能不及预期。

**预调酒销售不及预期。**预调酒作为公司主业，若下游需求疲软、营销效果不及预期，预调酒收入表现相应会有所影响。

**食品安全问题。**食品安全内部控制是公司的声誉基石，若出现食品安全事件，公司的产品销售和企业形象都会遭到严重打击

## 百润股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>3,048</b>	<b>3,519</b>	<b>4,218</b>	<b>5,039</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,264</b>	<b>3,197</b>	<b>3,654</b>	<b>4,124</b>
货币资金及交易性金融资产	1,879	2,498	3,085	3,794	营业成本(含金融类)	1,087	953	1,084	1,217
经营性应收款项	253	204	233	262	税金及附加	177	176	201	239
存货	780	679	757	833	销售费用	708	789	895	998
合同资产	0	0	0	0	管理费用	193	198	227	256
其他流动资产	136	139	144	149	研发费用	106	102	117	132
<b>非流动资产</b>	<b>4,063</b>	<b>4,276</b>	<b>4,529</b>	<b>4,820</b>	财务费用	2	10	14	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	36	26	26	29
固定资产及使用权资产	2,578	2,503	2,468	2,470	投资净收益	0	3	0	0
在建工程	579	779	979	1,179	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	493	584	675	767	减值损失	(3)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	18	18	18	18	<b>营业利润</b>	<b>1,025</b>	<b>996</b>	<b>1,143</b>	<b>1,304</b>
其他非流动资产	395	392	389	386	营业外净收支	3	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7,111</b>	<b>7,795</b>	<b>8,747</b>	<b>9,859</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,028</b>	<b>996</b>	<b>1,143</b>	<b>1,304</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,999</b>	<b>1,916</b>	<b>1,988</b>	<b>2,096</b>	减:所得税	221	229	263	300
短期借款及一年内到期的非流动负债	897	897	897	897	<b>净利润</b>	<b>807</b>	<b>767</b>	<b>880</b>	<b>1,004</b>
经营性应付款项	499	444	475	533	减:少数股东损益	(3)	(2)	(3)	(3)
合同负债	110	86	87	85	<b>归属母公司净利润</b>	<b>809</b>	<b>769</b>	<b>883</b>	<b>1,007</b>
其他流动负债	492	489	529	580	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.77	0.73	0.84	0.96
非流动负债	1,069	1,069	1,069	1,069	EBIT	1,027	978	1,131	1,283
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,215	1,167	1,330	1,494
应付债券	1,020	1,020	1,020	1,020	毛利率(%)	66.70	70.18	70.34	70.50
租赁负债	13	13	13	13	归母净利率(%)	24.80	24.06	24.16	24.42
其他非流动负债	35	35	35	35	收入增长率(%)	25.85	(2.06)	14.31	12.85
<b>负债合计</b>	<b>3,068</b>	<b>2,985</b>	<b>3,057</b>	<b>3,165</b>	归母净利润增长率(%)	55.28	(4.98)	14.77	14.08
归属母公司股东权益	4,044	4,813	5,696	6,703					
少数股东权益	0	(3)	(5)	(8)					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,044</b>	<b>4,810</b>	<b>5,690</b>	<b>6,694</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,111</b>	<b>7,795</b>	<b>8,747</b>	<b>9,859</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	562	1,057	1,078	1,250	每股净资产(元)	3.69	4.42	5.26	6.22
投资活动现金流	(1,104)	(399)	(452)	(502)	最新发行在外股份(百万股)	1,049	1,049	1,049	1,049
筹资活动现金流	(128)	(38)	(38)	(38)	ROIC(%)	14.41	11.84	12.13	12.16
现金净增加额	(669)	619	587	709	ROE-摊薄(%)	20.02	15.98	15.50	15.02
折旧和摊销	188	189	199	211	资产负债率(%)	43.14	38.29	34.95	32.10
资本开支	(1,104)	(401)	(451)	(501)	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.90	34.63	30.17	26.45
营运资本变动	(515)	65	(40)	(4)	P/B(现价)	6.89	5.74	4.83	4.08

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>