

证券研究报告|行业专题报告

食品饮料行业

行业评级：强于大市（维持评级）

2025年1月16日



威士忌专题（一）： 从美日两国看威士忌文化的多元性

分析师：刘畅(S0210523050001)

lc30103@hfzq.com.cn

分析师：张东雪(S0210523060001)

zdx30145@hfzq.com.cn

联系人：林若尧(S0210123070039)

lry30204@hfzq.com.cn

请务必阅读报告末页的重要声明

要点：威士忌文化多元，“舶来品”印记不构成本土化阻力，点亮中国产区指日可待

威士忌酒饮品类强调多元风味，行业壁垒相对于较弱，多元文化为新兴产区提供较多的发展机遇。消费品行业的研究中，时常会遇到一个问题，即“舶来品是否国产不如进口？”，尽管回到产品本身而言判断更为客观，但消费者通常购买决策更多取决于品牌知名度，以及“正宗”、“正统”等概念。对于白兰地等洋酒而言，其话语权掌握在特定的国家和地区，并且文化历史悠久，行业壁垒深厚，如AOC原产地名称保护制度对“干邑白兰地”的命名限制直接给行业框定最大门槛，即仅在夏朗德省境内和干邑镇周围的36个县市所生产的白兰地才能命名为干邑白兰地，因此其平均售价是普通白兰地的12倍以上。然而，就威士忌而言，尽管其起源于苏格兰，但实际上当前全球销量并非由苏格兰威士忌主导，从全球威士忌市场份额结构来看，印度、新加坡等新兴产区龙头企业仍占据了较大的份额比重。

- **美国威士忌：本身就是威士忌没有刻板标准的最佳案例。**传统威士忌发源于苏格兰地区，用欧洲橡木桶陈酿，麦芽为原料进行发酵等，但是美国威士忌并不以苏格兰威士忌为标准，而是采用美洲橡木陈酿，酿酒原料也由大麦更改为自身地理条件更具资源禀赋的玉米作为主要原料，但这并未影响到美国威士忌的快速发展，反而创造出独属于美国自身的“波本”威士忌品类，而以波本威士忌为代表的“美威”，已发展成为当前全球主要的威士忌品类之一。
- **日本威士忌：师承苏格兰威士忌的陈酿体系，但仍然发展出具备日本产区特色的强竞争力产品，通过频繁斩获国际大奖点亮本土产区。**日本威士忌通过创新使用亚洲橡木进行陈酿逐步打造出本土特色，如山崎使用的水楸木橡木桶木材本身具备檀香，沉香等古老的东方木质香料的的味道，因此陈酿出的威士忌被视为具有东方风情。匠心精深的体现亦在水源地选取上，白州蒸馏所水源硬度仅为30，因此酿造出的威士忌口感有别于苏格兰威士忌的浓烈，而更细腻与醇厚，这些特点均给日本威士忌提供了很好的产区特色。并且，2007后日本威士忌几乎每年都在WWA（世界威士忌大赛）中获得“最佳”奖项，持续吸引全球威士忌爱好者，白州25获得WWA“世界最佳单一麦芽威士忌”的殊荣后，在世界范围内引发了持续至今的白州热。2023年，日本威士忌在本土市场市占率超过75%，威士忌作为日本的“舶来品”，却在日本以本土产品主导市场，正说明威士忌文化的多元性，不同地区均具备创造本土特色产品的可能性。

从美日两国威士忌行业的发展历程来看，威士忌文化本身具备多元性，并不存在刻板框架，哪怕在威士忌同为“舶来品”的日本亦可发展成为本土特色产品并享誉全球。在强调多元的酒饮品类发展中，“舶来品”印记或并不构成本土品牌发展的阻力。目前我国威士忌市场规模逐步提升，自购需求在品类教育普及下逐步涌现。我们认为，在以泸州蒸馏厂为首的国产威士忌品牌产能逐步释放、供给侧推力逐步增强下，我国威士忌将大有可为，“点亮中国产区”或不只是一句口号。

- 威士忌文化多元，相比于其他洋酒品牌包容性更强
- 美国产区：威士忌的五月花之路，本土产区框架的塑造
- 日本产区：苏格兰框架下，发展出独特的东方特色
- 后起之秀：中国威士忌启航
- 风险提示

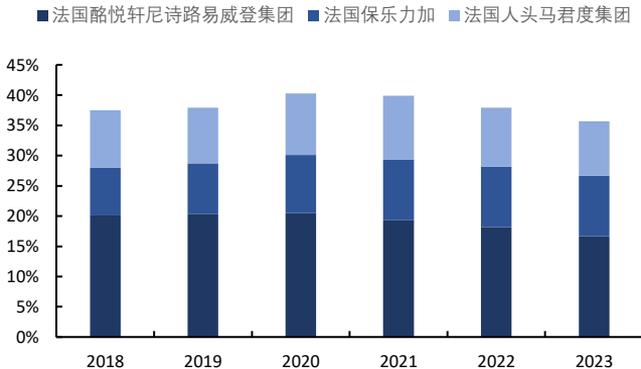
1.1 威士忌是否会像其他洋酒品牌一样，国产不如进口？

白兰地作为洋酒的一大品类，国内几乎少有国产品牌，我们认为可将其看做高壁垒行业，壁垒是来自于法国对产区保护所形成的高标准。目前三大法国集团占据白兰地全球份额接近40%，且具备原产地名称保护的“干邑”白兰地平均售价达普通白兰地的12倍，基本说明白兰地行业壁垒深厚，干邑地区产业集群已形成较强的行业话语权和竞争优势。

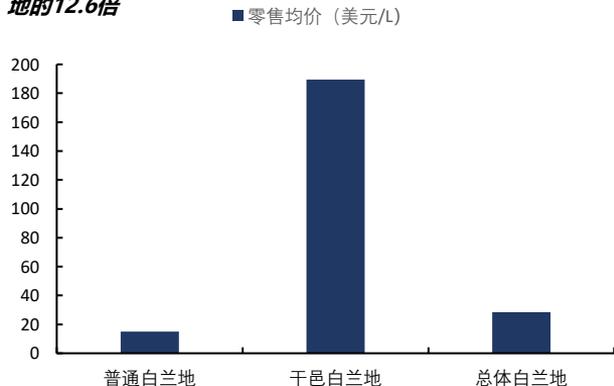
• **生产地域限制：AOC原产地名称保护制度对“干邑白兰地”的命名限制直接给行业框定最大门槛。**1909年法国政府就对白兰地产区命名权进行了法律规定，即只有在夏朗德省境内和干邑镇周围的36个县市所生产的白兰地才能命名为干邑白兰地。而只有产自法国西南部的阿尔玛涅克、吉尔斯县（GERS）以及兰德斯县、罗耶加伦等法定生产区域的白兰地才能够在商标上标注阿尔玛涅克的名称，只采用其中一个地区的葡萄原料酿造而成的白兰地才能够使用当地名称来标注。而除了干邑和雅文邑以外的任何法国葡萄蒸馏酒都统称为白兰地。因此产地产量的稀缺性无疑直接给产品区分了价格档次。而干邑产区保护亦一定程度上驱动干邑形成了产业集群效应，驱动行业话语权和竞争力进一步提升，目前全球知名白兰地品牌如马爹利、人头马、轩尼斯等均出自法国。

- 甚至我国都需要对干邑实施地理标志保护，2009年，原国家质量监督检验检疫总局按照《地理标志产品保护规定》，批准了在我国境内对干邑（Cognac）实施地理标志保护，意味着干邑（Cognac）成为首个在中国获得专门保护的国外地理标志产品，代表了法国法定产区特定葡萄酒的品质，在相关公众中具有较高知名度和影响力。
- **原料标准：**干邑白兰地由白玉霓（Ugni Blanc）、鸽笼白（Colombard）、白福儿（Folle Blanche）三个葡萄品种混合其他一些葡萄酿制而成，而这三种葡萄的成分要占到90%以上。
- **等级标准：**干邑上市前需要陈年至少2年，并且根据陈年时间划分为三个等级：1) VS，表示干邑所用的混酿酒液中最年轻的酒业在橡木桶中至少存在2年；2) VSOP，即最年轻酒液至少存放4年；3) XO，即最年轻酒液至少存放6年，2016年起，XO标准变更为最年轻酒液应至少存放10年

图表：法国三大集团占据白兰地行业全球份额接近40%



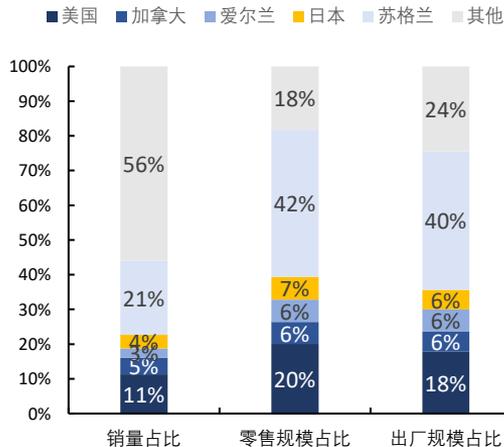
图表：2023年，具备AOC原产地名称保护的“干邑白兰地”平均售价为普通白兰地的12.6倍



1.2 威士忌品类本身注重多元化，不存在刻板框架，各产地均能打造产区特色

- 当前全球传统产区可以分为苏格兰、爱尔兰、美国、日本和加拿大五大产区，其他产区包括了印度、台湾等新兴产区，可以发现，尽管威士忌起源于苏格兰，但是实际上当前销量结构来看，并非为苏格兰产区主导，并且从全球威士忌市场份额结构来看，印度、新加坡等新兴产区龙头企业仍占据了较大的份额比重。
- 威士忌从原料和工艺概念可以区分为众多品类，传统威士忌起源于苏格兰，用欧洲橡木桶陈酿，麦芽发酵等，但是美国产区的威士忌则改变了这个框架，采用美洲橡木陈酿，酿酒原料也由大麦更改为玉米，创造了自己的威士忌框架；即使按照苏格兰威士忌框架来发展威士忌行业，如日本，也同样可以通过工艺上的改进和亚洲橡木的差异化属性，以及水等原料的差异，创造出具备本土产区特色的威士忌，点亮本土产区。
- 可以看出，威士忌品类文化更加多元，好与坏的标准和行业话语权并不由单一产地或少数品牌所掌握，相比于白兰地而言，文化更佳包容，壁垒相对较低，因此对于新加入者来说是有机会创造自身独特优势的。

图表：2023年，全球威士忌分产区占比



图表：2023年，全球威士忌市场格局



产地概念

美国威士忌

苏格兰威士忌

爱尔兰威士忌

日本威士忌

加拿大威士忌

中国威士忌

原料概念

麦芽威士忌

黑麦威士忌

玉米威士忌

谷物威士忌

酸麦威士忌

小麦威士忌

工艺概念

调配威士忌

单一威士忌

桶强威士忌

单桶威士忌

科菲威士忌

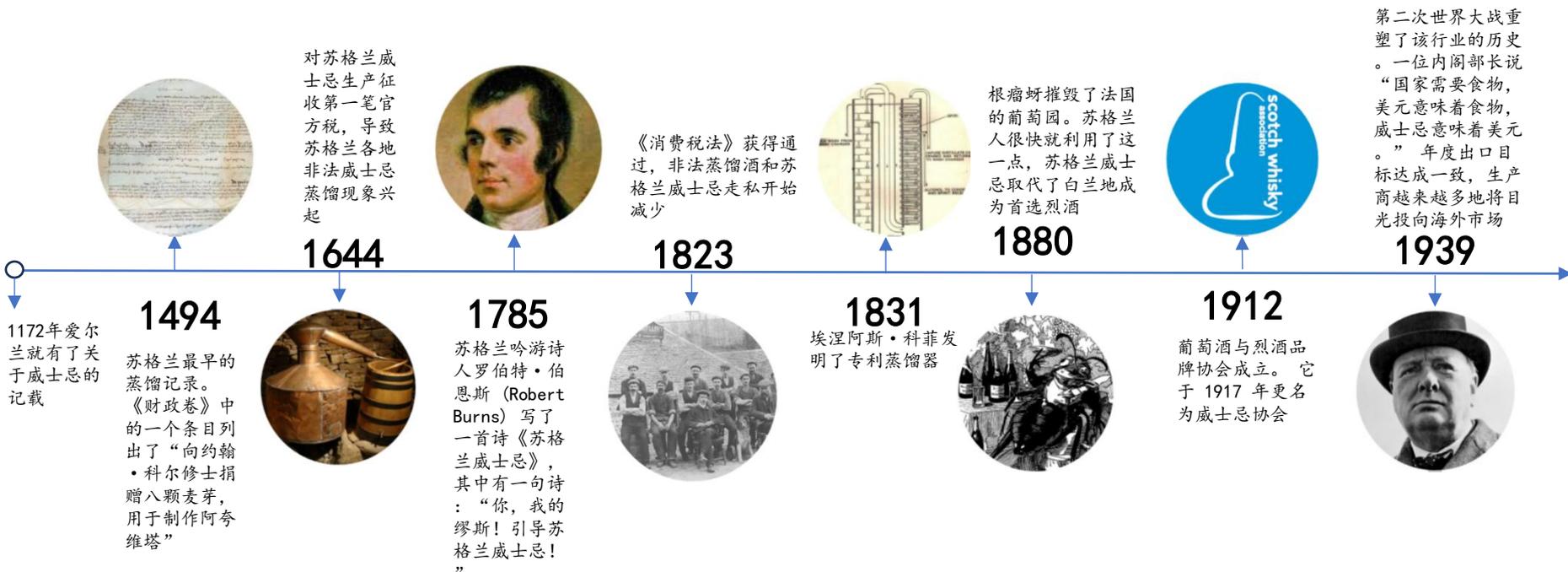
.....

- 威士忌文化多元，相比于其他洋酒品牌包容性更强
- 美国产区：威士忌的五月花之路，本土产区框架的塑造
- 日本产区：苏格兰框架下，发展出独特的东方特色
- 后起之秀：中国威士忌启航
- 风险提示

美国产区根据自身自然资源禀赋，走出了一条有别于苏格兰产区的威士忌生产之路

	苏格兰威士忌	美国威士忌
诞生时间	1494年	18世纪晚期
名称	Whisky	Whiskey (主要是因为历史和文化的差异。在历史背景上，美国威士忌更多使用的是爱尔兰的壶式蒸馏，而苏格兰威士忌较多采用柱式蒸馏，爱尔兰对威士忌的命名为whiskey，所以美国延用了这一单词。)
发展契机	通过1823年《消费税法》	废除1920-1933年实施的禁酒令
原材料	麦芽、全谷物、水、酵母	玉米、黑麦、麦芽、水、酵母等多种原材料
种类	单一麦芽威士忌[由同一个蒸馏厂蒸馏完成]，调和威士忌[由不同的蒸馏厂蒸馏完成]	波本威士忌[玉米(≥51%)]，黑麦威士忌[黑麦(≥51%)]，玉米威士忌[玉米(≥80%)]，淡威士忌，混合威士忌，烈性威士忌
产地	苏格兰	美国
制作工艺	<ul style="list-style-type: none"> 熟成规范：在不超过700litres且不是全新的橡木桶内进行熟成 熟成年限：不少于3年 是否允许添加其余物质：除了水、纯/普通焦糖色不能够添加任何物质 酒精体积比(ABV)限制：蒸馏过程中，蒸馏液的酒精度不得高于94.8% ABV，瓶装苏格兰威士忌酒精度不得低于40%ABV 	<ul style="list-style-type: none"> 熟成规范：在温度小于190度的全新橡木桶中进行熟成 熟成年限：没有具体的熟成年限限制 是否允许添加其余物质：允许添加着色剂、风味剂和混合材料 酒精体积比(ABV)限制：没有明确的ABV限制

威士忌“生命之水”



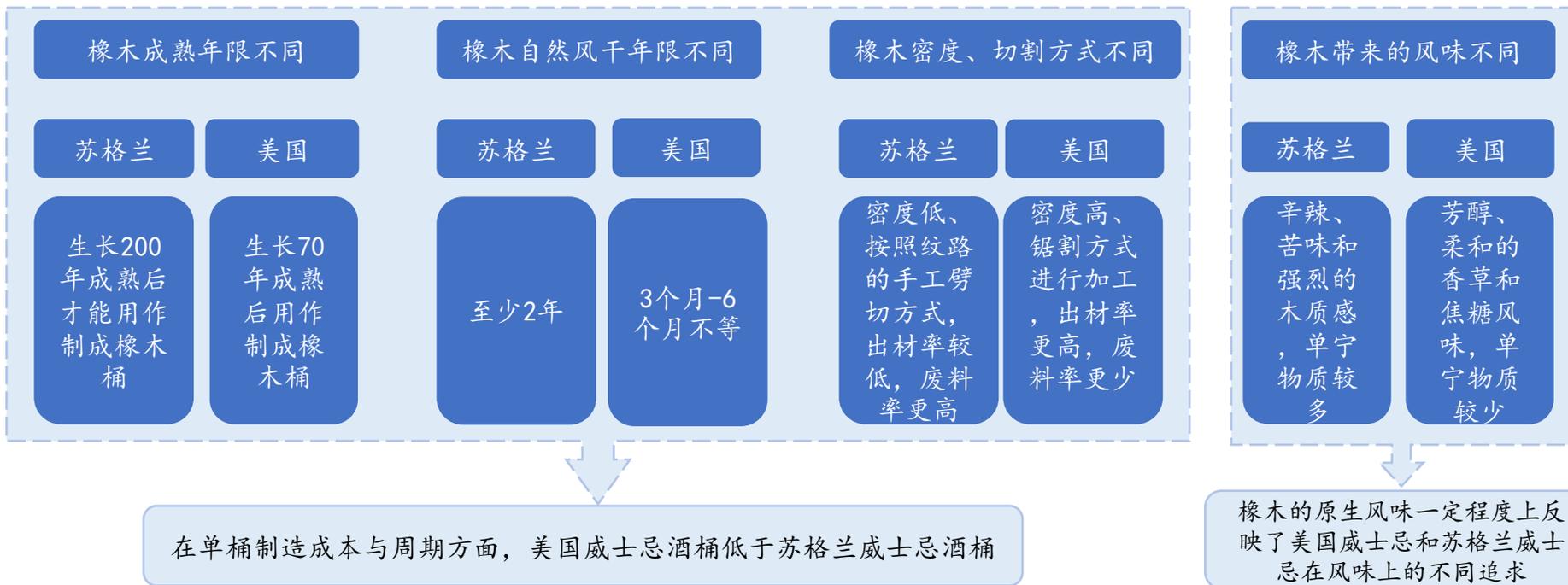
□ 威士忌美国产区历史脉络



2.2 点亮美国产区：橡木桶的创新

美国威士忌采用的美洲橡木对比于苏格兰威士忌采用的欧洲橡木，在许多方面均展现出不同点，如美洲橡木成熟年限和所要求的自然风干年限更短，并且密度比欧洲橡木高，出材率更高废材率低，因此成本相对更低，且可得性强。并且在风味上亦有区分，如美洲橡木单宁物质较少，具备更柔和的香草和焦糖风味，而欧洲橡木单宁物质较高，整体风味更偏苦和强烈的木质感。

美国橡木与欧洲橡木的区别



自然禀赋和资源分布决定了美国威士忌产业原料创新方向和产区地理位置。

- 威士忌在苏格兰通常仅使用麦芽、水和酵母作为原料酿酒，然而在美国产区酿酒原材料却并非以麦芽为主导，而是以玉米作为主要酿酒原材料，主要系玉米是美国本土的主要经济作物。美国玉米产量构成全世界玉米产量的30%，稳居全球第一，人均玉米产量位列世界第二。而玉米作为酿酒原材料的美国波本威士忌，亦发展出自身特色成为传统威士忌行业的一大创新品类，代表美威名扬世界。

- 美国玉米的主产区主要分布在五大湖区，此处与美国传统威士忌核心产区，肯塔基州以及宾夕法尼亚州，地理位置较近且有密切的交通联系，资源禀赋与威士忌产业具备较大的相关性。

图表：2020年，各国玉米产量占全球比重

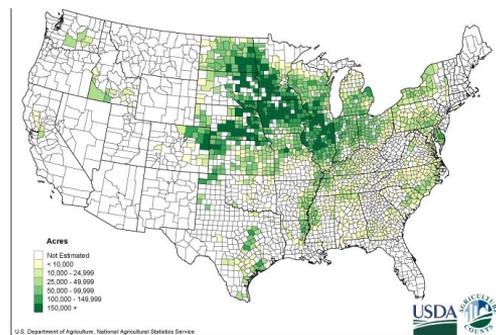


- 美国
- 乌克兰
- 罗马尼亚
- 中国
- 印度尼西亚
- 俄罗斯
- 巴西
- 印度
- 其他
- 阿根廷
- 墨西哥

图表：2020年，人均玉米产量(Kg)

国家	人均玉米产量
阿根廷	1278
美国	1059
塞尔维亚	1049
罗马尼亚	893
乌克兰	849

图三：2023年美国各州玉米种植面积



美国威士忌从海外移民带来的酿酒技术和饮酒文化中萌芽，威士忌早期作为定居者转化谷物为有价值商品的方法，伴随1791年美国部分州对威士忌征税引发暴乱，打断发展节奏，间接引发威士忌的产业转移，形成美国威士忌的双核心产地格局

➢ 海外移民带来的酿酒技术和饮酒文化

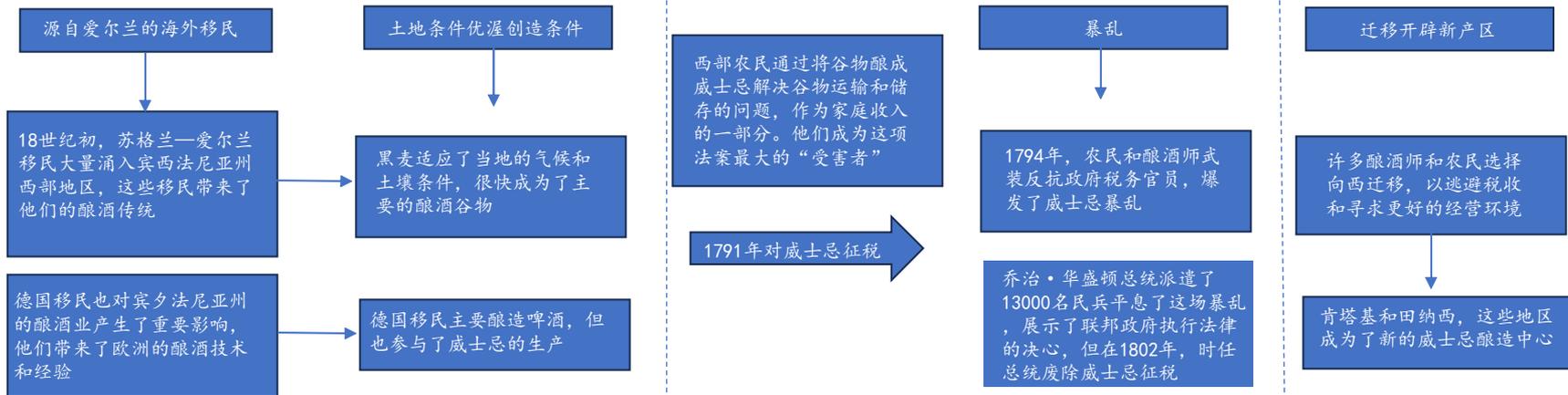
- 1785年，维吉尼亚的一位传教士以利亚·克雷格（Elijah Craig）通过对玉米威士忌进行陈酿而酿制成著名的波本威士忌并建立“天堂山酿酒厂”。
- 自然资源禀赋——肥沃的土地和良好的气候条件
- 肥沃土地适宜种植黑麦、玉米等农作物
- 拥有丰富的硬木资源，盛产红橡木、白橡木等，而橡木桶是决定威士忌品质的重要因素
- 宾夕法尼亚州四季分明，温和湿润，水资源丰富，有利于农业的发展。

- 农民通过谷物酿制成的威士忌赚取的钱成为家庭收入中重要的一部分，同时还解决了谷物储存和运输的问题

- 1794年对威士忌强行征税引发暴乱，严重影响美国经济正常运行，特别是美国西部地区。
- 美国政府派出兵力进行镇压
- 美国政府重新考虑税收政策，在1802年，针对威士忌的征税由托马斯·杰斐逊总统废除

➢ 威士忌产业转移

由于威士忌在宾夕法尼亚州等地引起了激烈的反抗，许多酿酒师和农民选择向西迁移，以逃避税收和寻求更好的经营环境，如肯塔基和田纳西，这些地区成为了新的威士忌酿造中心，后逐步成为美威的双核心产地。



美国基于自身地理位置的资源禀赋所选择的威士忌陈酿方式，造就了专属于自身的威士忌发展框架，和多种风味特点。

图表：美国威士忌代表性产品



名称：四玫瑰
色泽：金黄色
香气：水果、蜂蜜等香气，适中的辣椒刺激感
余味：尾韵持久悠长



名称：活福波本
色泽：带点蜂蜜调的光亮鲜明赤褐色
香气：典雅而似乳脂，强烈香草味与浓郁神色水果味混杂，奶油糖果和肉桂香中掺和着少量黑胡椒辛辣
余味：悠长，滑顺而洁净，带些许辛辣与胡椒味，清凉别具韵致



名称：布莱特
色泽：浅棕色
香气：明快的橘子味，烤橡木和香草
余味：顺滑辛辣



名称：酩帝诗
色泽：古铜色
香气：丰富的大麦芽香气，葡萄干和干果以及茴香籽和新鲜面包的味道
余味：黑胡椒的刺激然后是持久的干果味道



名称：占边
色泽：温暖琥珀色
香气：浓厚的饴糖芳香
余味：柔顺醇浓，复杂而又平衡



名称：威凤凰
色泽：古铜色
香气：开始充满胡椒气味，然后是大麦和香菜种子，太妃糖最后出现
余味：悠长辛辣



名称：水牛足迹
色泽：浅古铜色
香气：香草与薄荷香，略显辛辣，伴有柠檬特征
余味：干涩而悠长



名称：杰克丹尼
色泽：晶莹剔透的金棕琥珀色
香气：香草和橡木想起交织 炭熟成释放出清冽回甘
余味：柔顺醇浓，复杂而又平衡



名称：诺布溪
色泽：铜色至中度琥珀色
香气：烤坚果，谷物，橡木
余味：悠长，浓郁且持久

□ 禁酒令 ——机遇与挑战并存，禁酒令创造条件从沉默中爆发

美国的禁酒令从1920年到1933年对威士忌行业产生了深远的影响。禁酒令不仅导致了合法酿酒业的衰退，还催生了地下酿酒和走私活动，同时也为禁酒令结束后的行业复兴奠定了基础

➢ 包含禁酒令具体内容的法令

- **第十八修正案 (1919年)**： 美国国会通过并批准了第十八修正案，禁止制造、销售和运输酒精饮料。1920年1月17日正式生效
- **沃尔斯泰德法案 (Volstead Act, 1919年)**： 该法案定义了禁酒令的具体实施细则，规定酒精含量超过0.5%的饮料为非法
- **合法酿酒业衰退，非法酿酒和走私猖獗**： 禁酒令致使许多酿酒厂被迫关闭，数千名工人失业，仅有少数酿酒厂通过生产药用威士忌获得许可，维持有限生产；非法酿酒和走私酒活动猖獗，黑市酒精交易兴起，导致黑帮和犯罪组织的壮大

➢ 威士忌行业复兴。1933年禁酒令的废除为威士忌行业带来了重要的复兴契机：

- 1) 行业层面：许多在禁酒令期间被迫关闭的酿酒厂在禁酒令废除后迅速重新开业。**幸存的酿酒厂借助新技术和设备，提升生产效率和产品质量**
- 2) 技术层面：禁酒期间，酿酒技术未曾停止发展。解禁后，这些技术迅速应用于实际生产中，提高了美国威士忌的风味和质量。
- 3) 法律层面：为了避免禁酒令期间出现的问题，政府制定了新的法规和监管措施，确保只有优质的威士忌才能提供给消费者，减少了假货，新的税收政策恢复了酒类税收，成为政府收入的重要来源。这也促使酿酒厂合规经营，减少非法活动。
- 5) 消费者需求回升：禁酒令的废除引发了全国范围内的庆祝活动，酒类需求骤增。人们纷纷购买威士忌等酒精饮品，满足多年未能合法消费的需求；许多历史悠久的威士忌品牌通过现代化生产和市场营销重新崛起，赢回了禁酒令前的忠实消费者。

- 威士忌文化多元，相比于其他洋酒品牌包容性更强
- 美国产区：威士忌的五月花之路，本土产区框架的塑造
- 日本产区：苏格兰框架下，发展出独特的东方特色
- 后起之秀：中国威士忌启航
- 风险提示

3.1 以“苏”为师，日威的百年历史



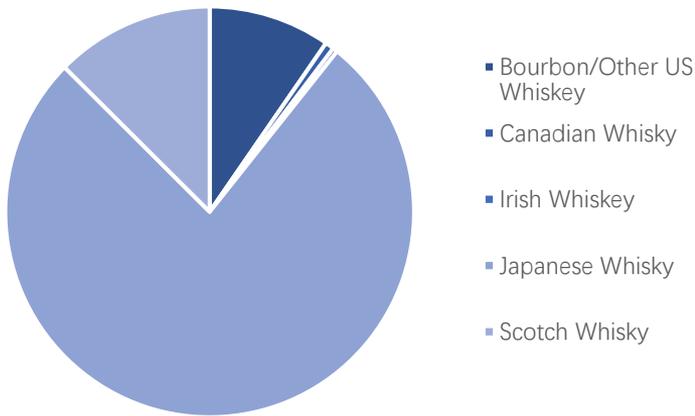
数据来源：淡然1967网，日本旅游杂志，compasslongview，红酒世界，日本百科全书，日本农林水产省，中国大百科全书，日本威士忌蒸馏网，明鉴品酒，福布斯官方，日本网，《The birth of Japanese whisky: A case of Suntory》，华福证券研究所

□ 突破创新，点亮日本本土市场

日本威士忌师承苏格兰威士忌的陈酿框架，但其仍然发展出具备日本产区特色的强竞争力产品。

- 日本威士忌在本土市场一直表现亮眼，2023年日本威士忌在本土市场市占率超过75%。威士忌作为“舶来品”品类在日本却是本土产品占据强势地位，正说明威士忌本身文化多元，不同地区均具备打造出具备本土产区特色的可能性。
- 2023年日本威士忌市场份额排名前五名的品牌中有四款都是日本威士忌，其中排名第一的角瓶是1937年由三得利公司推出的一款调和威士忌。角瓶威士忌并不是三得利公司推出的第一款日本威士忌，而是三得利公司在经历失败后，充分调研日本国内民众的威士忌消费偏好，在原料的选择与处理、瓶体形状、饮用方法等多方面进行本土化改良，最终在1937年获得成功，成为日本威士忌的典型代表，并开启了日本威士忌的第一次腾飞。

图：2023年日本威士忌市场各类威士忌市场份额情况



图：2023年日本市场威士忌市场份额前五名中日本威士忌占据四席

威士忌品牌	产品类型	2023年品牌市场份额	市场份额较2022年上升or下降
角瓶	日本威士忌	21.9%	上升
一甲黑色系列特别调和威士忌	日本威士忌	18.1%	下降
托利斯威士忌	日本威士忌	9.6%	上升
金宾波本威士忌（已被三得利收购）	美国威士忌	4.5%	上升
凜威士忌	日本威士忌	4.1%	上升

3.2 点亮日本产区：权威国际奖项是点亮本土产区最快捷且必要的方式

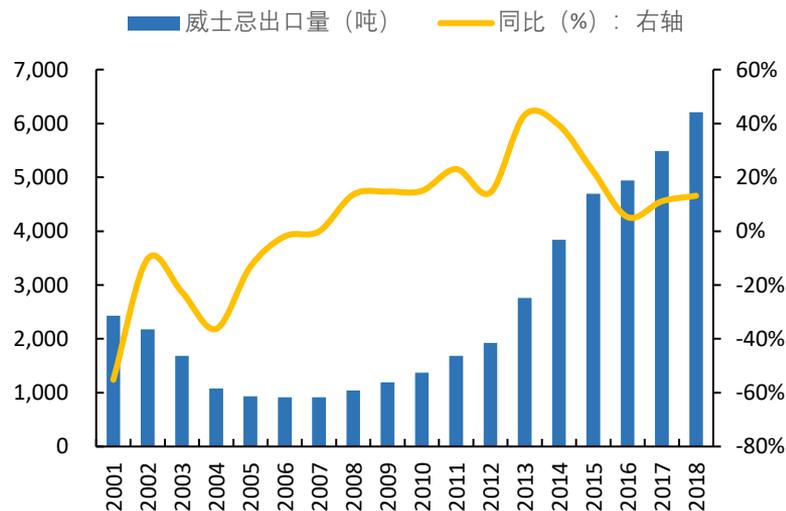
日本威士忌从2007年开始频频在海外重要赛事中获得奖项，打响了日本威士忌在世界上的知名度。2007年后，日本威士忌开始在WWA权威奖项上频频斩获“最佳”的多项产品奖项，权威的认可让日本威士忌快速打开国际市场，由此日威出口量快速增长。

- **首次获奖。**日本威士忌2001年首次斩获国际大奖，但此后几年并未有进一步的奖项获取，不具备影响力的持续性。
- **持续获奖。**从2007年开始，日本威士忌每年都在WWA（世界威士忌大赛）中获得“最佳”奖项，无一缺席。2018年，白州25获得WWA世界最佳单一麦芽威士忌的殊荣后，在世界范围内引发了持续至今的白州热

图表：日本威士忌2001年后主要获奖情况

年份	奖项名称	获奖酒类
2001	Whisky Magazine Best of the Best第一名	一甲 (Nikka Single Cask Yoichi 10 Years Old)
	Whisky Magazine Best of the Best第二名	响21年 (Suntory Hibiki 21 Years Old)
2007	WWA 世界最佳混合威士忌	响30年 (Suntory Hibiki 30 Years Old)
	WWA 世界最佳混合麦芽威士忌	一甲21年 (Nikka Taketsuru 21 Years Old)
2008	WWA 世界最佳混合威士忌	响30年 (Suntory Hibiki 30 Years Old)
	WWA 世界最佳单一麦芽威士忌	一甲1987年单一麦芽 (Nikka Single Malt Yoichi 1987)
2009	WWA 世界最佳混合麦芽威士忌	一甲21年 (Nikka Taketsuru 21 Years Old)
	WWA 世界最佳混合威士忌	响21年 (Suntory Hibiki 21 Years Old)
2010	WWA 世界最佳混合麦芽威士忌	一甲21年 (Nikka Taketsuru 21 Years Old)
	WWA 世界最佳混合威士忌	响21年 (Suntory Hibiki 21 Years Old)
	WWA 世界最佳单一麦芽威士忌	山崎1984年单一麦芽 (Suntory Yamazaki 1984)
2011	WWA 世界最佳混合麦芽威士忌	一甲21年 (Nikka Taketsuru 21 Years Old)
	WWA 世界最佳混合威士忌	一甲21年 (Nikka Taketsuru 21 Years Old)
	WWA 世界最佳单一麦芽威士忌	山崎25年 (Suntory Yamazaki 25 Years Old)
2012	WWA 世界最佳单一麦芽威士忌	山崎25年 (Suntory Yamazaki 25 Years Old)
	WWA 世界最佳混合麦芽威士忌	一甲17年 (Nikka Taketsuru 17 Years Old)
2013	WWA 世界最佳混合威士忌	响21年 (Suntory Hibiki 21 Years Old)
	WWA 世界最佳混合麦芽威士忌	马尔斯塔格3 Plus 25, 28年 (Mars Maltage 3 Plus 25, 28 Years Old)
2014	WWA 世界最佳混合麦芽威士忌	一甲17年 (Nikka Taketsuru 17 Years Old)
2018	WWA世界最佳单一麦芽威士忌	白州25年 (The Hakushu Aged 25 Years Single Malt Whisky)

图表：日本威士忌出口量自07年后快速增长

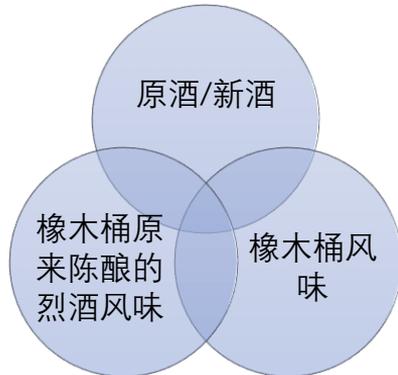


威士忌品质的好坏主要取决于三者之间风味的平衡，即原酒、橡木桶原来陈酿的烈酒的风味；因此可区分为：1) 原酒（发酵时长、蒸馏技术、蒸馏器的设计等）；2) 橡木桶（本身种类较多，同时此前烈酒风味的特性）；3) 陈酿时长（取决于产区，越热的产区风味物质交换越活跃，熟成所需年限越少）

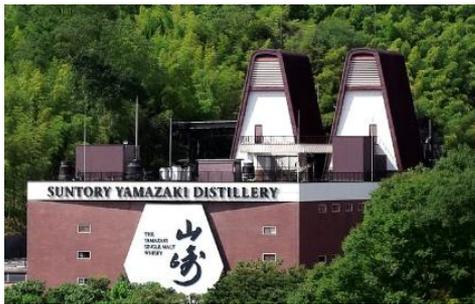
以山崎威士忌为例，山崎蒸馏所使用多种形状的蒸馏器，蒸馏出的原酒风格各异。橡木桶方面采用五种不同的橡木桶进行陈酿，包括水榭桶、波本桶、雪莉桶等，这些橡木桶本身木材具备较为独特的风味，曾经陈酿过的酒亦增添了较多果香、谷物等独特香气，可以与原酒进行风味物质的交换，熟成过程确保了山崎威士忌的独特性和高品质，最终山崎威士忌具备丰富和复杂的香气，包括雪莉酒桶熟成原酒的干果香和巧克力的香味，水榭木桶熟成原酒的深沉醇厚口感、成熟的果实香、酸甜等。

- 山崎12年由此获得ISC国际烈酒挑战赛金奖，山崎18年、25年等也获得了多项国际大奖，很大程度上提升了山崎品牌本身的知名度，品质加持品牌溢价。

图表：威士忌产品的“三原色”



图表：山崎蒸馏所图鉴



名称：山崎蒸馏厂 (Yamazaki Distillery)
成立时间：1923年
创立者：鸟井信治郎 (Shinjiro Torii)
所在地：日本大阪府三岛郡岛本町
主要产品：山崎12、18、25年等

图表：山崎产品主打东方风情



山崎蒸馏所——山崎12年单一麦芽威士忌

价格：1603元/700ml

获得奖项：2003、2010、2018ISC金奖，2009、2013、2014SWSC金奖

日本威士忌在橡木桶的选择上与苏格兰威士忌有明显区别，日本选用亚洲橡木水榭木作为其本土威士忌酿造桶。

- 原因：1) 外部环境。日本在二战期间被美国和欧洲经济封锁，无法进口橡木桶，所以在本国寻找替代品；2) 水榭木在被用作橡木桶制造原材料之前已经被用来制作高级家具，是一种之地坚硬、耐用的木材
- 优势：1) 水榭木的香气较其他橡木更强烈，富含内脂，主要呈现檀香，沉香等古老的东方木质香料的的味道。尤其是陈年超过20年后，酒液会呈现出特殊的香气，如沉香、伽罗熏香、檀香等；2) 水榭桶威士忌因其独特的东方香气，被视为具有日本神社风味，充满了伽罗香气和日本线香的迷人风情，被称为“东方禅味”；3) 因为水榭木生长缓慢，制作工艺要求高的特性，水榭木桶供应有限，无形中提高了它的价值。

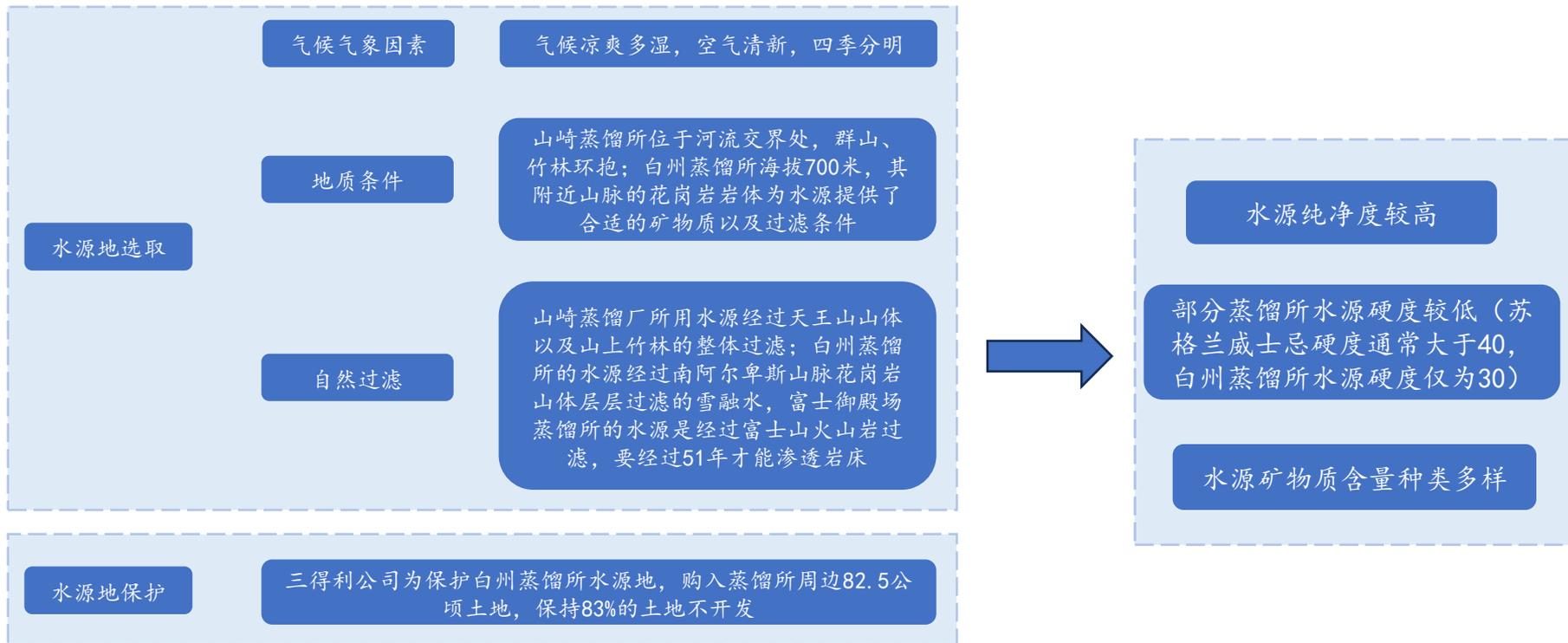
图：日本水榭木桶



图表：欧洲橡木与日本水榭木之间的区别

	欧洲橡木	日本水榭木
主要分布	欧洲温带地区，特别是法国、德国、英国	日本北海道、千岛群岛及库页岛、中国的东北地区、蒙古和俄罗斯
木材特性（可塑性与风干时间）	结构紧密、坚硬耐用、可塑性极好 风干时间常常在18-30个月不等，时间较短	孔隙较大、木质坚硬、可塑性较差 含水量高，风干时间长，需要20年甚至更长时间
生长年限	生长速度正常，100年后砍伐制造橡木桶是比较理想的时间	生长缓慢，至少需要200年才能成为制桶原料
陈酿效果	呈现出香草、焦糖和烟熏等传统西方威士忌的风味	随着时间的增长产生独特的香气，如白檀木及伽罗的香气，这些香气被认为具有东方禅意，是日本文化的象征
化学成分	含有较多的顺式橡木内酯（cis-oak lactones），带来香草和椰子等香气	含有较多反式橡木内酯，在一定浓度下会散发出椰子和焚香的味道

日本威士忌在水源选择上相较于苏格兰威士忌更为严苛。日本蒸馏所从水源地选取和水源地保护两个方面考虑，保证了日本威士忌水源的纯净度、硬度和矿物质含量，从而让日本威士忌的口感有别于苏格兰威士忌的浓烈，变得细腻与醇厚，广受世界各地消费者喜爱



3.3 品质深耕+营销创新，激活日本威士忌需求

营销方式的创新亦点燃本土威士忌消费需求。2008年，三得利针对国内市场推出了“Highball复兴计划”，着力宣传“Highball”这一种60年代就在日本已流行的喝法，试图将威士忌通过兑苏打水进行降度并且降价，综合降低威士忌饮用门槛，成为啤酒的替代品，同时搭配营销组合拳：

- 贴合啤酒外形设计：将该产品在即饮渠道上采用扎啤杯装，贴合啤酒的外形设计；
- 消费场景的扩张：08年经营“Highball”的网点数量快速提升后，三得利在09年推出罐装“角瓶威士忌”，通过广告教育消费者“在家也能轻松做“Highball”的理念，培育了居家饮用的场景；
- 精耕渠道：三得利在推广“Highball”初期并未选择广泛开店，而是打造示范型旗舰店，而后逐步释放示范效应，并定期在旗舰店店开展产品研讨会等，同时还打入了上万个居酒屋，教育佐餐需求替代啤酒、烧酒；
- 女性代言人，三得利得选择当红女星加藤小雪、菅野美穗、井川遥来代言，在广告里示范如何在家制作“Highball”，不仅向消费者传递了“Highball”的制作方式，还表达了可以像啤酒一样作为日常饮品居家饮用，而女性代言人的引用，亦对开辟女性消费群体有较大帮助。

组合拳之下，“Highball”覆盖的终端网点数从08年的1.5万家快速跃升至09年的6万家，在新消费群体中的知名度从30%上升到80%，角瓶威士忌销量亦从8万箱直接翻10倍达到了80万箱的水平，2016年，“角瓶威士忌”从Highball战略前的150万箱增加了一倍，达到300万箱。

图表：“Highball”的饮用方式和营销教育佐餐需求



图表：日本威士忌出货量在08年后快速提升



资料来源：Suntory, ResearchGate, 《The birth of Japanese whisky: A case of Suntory》, 华福证券研究所

为迎合日本国内低度酒的饮用趋势，日本创新发明了水割的饮用方式，并且将Highball的威士忌饮用方式发扬光大。Highball与水割将高度数的威士忌适应日本本土低度化的饮酒趋势，增加了威士忌的饮用场景，一定程度上助推了日本威士忌需求量的增长。至今，Highball与水割角瓶威士忌最流行的饮用方式。



Highball 是一种经典的威士忌饮用方式，尤其在日本非常受欢迎。
Highball 通过将威士忌与苏打水（或其他碳酸饮料）混合，创造出一种清爽且易饮的饮品
清爽宜人：Highball是一种轻松且清爽的饮品，非常适合在夏季或炎热天气中享用
低酒精度：由于稀释了威士忌，Highball的酒精度较低，更适合长期饮用或社交场合
多样性：Highball可以根据个人口味调整威士忌和苏打水的比例，还可以添加柠檬片或其他水果增加风味

水割是一种日本自创的饮用方式，一开始应用于烧酒的饮用，后来发展到成为威士忌的饮用方式。具体来说，就是通过将威士忌与水按一定比例混合，使其酒精度降低，减少威士忌自带的辛辣口感，从而更容易入口，并能更好地品味威士忌的风味。

3.4 点亮日本产区：日本威士忌品鉴

□ 日本威士忌品鉴

日本威士忌学习了苏格兰威士忌的酿造方法，进行了本土化的改良，形成了日本威士忌精致细腻、果香丰富、柔和淡雅的风味特征，在国内市场以及国际市场上都取得了巨大成功。



名称：角瓶
 色泽：琥珀色
 香气：水榭木香气，淡淡烟熏味
 余味：劲爽细腻，余韵悠长



名称：白州12年
 色泽：明亮的金黄色
 香气：充满草本、青苹果、茉莉花、泥煤味道、干草、干果和芒果香
 余味：甘甜的香草和复柔的烟熏味、干果味



名称：明石信平石
 色泽：琥珀色
 香气：橘皮、蜂蜜、胡椒、香料
 余味：桃子和杏仁，蜂蜜，余味醇厚



名称：仓吉雪利桶
 色泽：淡金色
 香气：柠檬、甜橡木和牛奶巧克力
 余味：中等长度，带有一点柑橘的味道



名称：厚岸雨水调和威士忌
 色泽：深金色
 香气：有黑可可、焦糖蛋奶布丁、葡萄干和柑橘的香气
 余味：白胡椒般的辛辣和牛奶巧克力的甜味



名称：响12年
 色泽：较深琥珀色
 香气：玫瑰茉莉花鲜桃哈密瓜黄油香草
 余味：带有华丽果实香甜的深远余韵



名称：山崎12年
 色泽：明亮琥珀色
 香气：桃子、菠萝、丁香蜜橘、香草
 余味：肉桂、姜糖、余韵悠长



名称：单一谷物日本威士忌
 色泽：亮金色透着温柔的光晕
 香气：焦糖布丁、小豆蔻、槐花蜜的甜味及盛放玫瑰的香味
 余味：纯净清透、具有橡木桶的辛香、略带苦味的甜



名称：松井泥煤
 色泽：淡金色
 香气：充满心下的烤麦芽和麦片的香气
 余味：烟熏和新鲜的苹果余韵

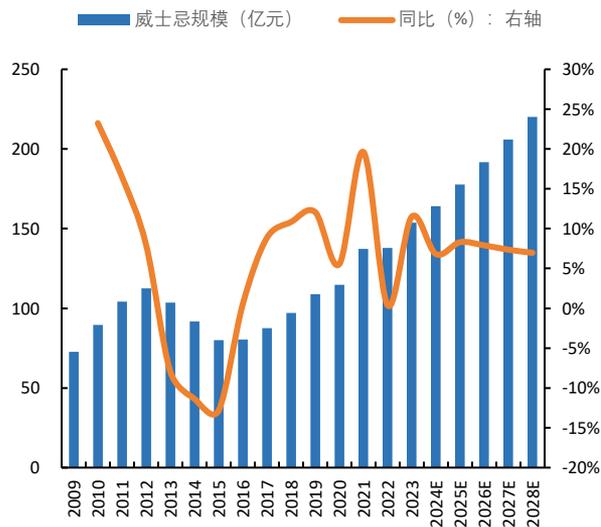
- 威士忌文化多元，相比于其他洋酒品牌包容性更强
- 美国产区：威士忌的五月花之路，本土产区框架的塑造
- 日本产区：苏格兰框架下，发展出独特的东方特色
- 后起之秀：中国威士忌启航
- 风险提示

4.中威启航：威士忌文化强调多元发展，“舶来品”印记不构成本土品牌发展阻力

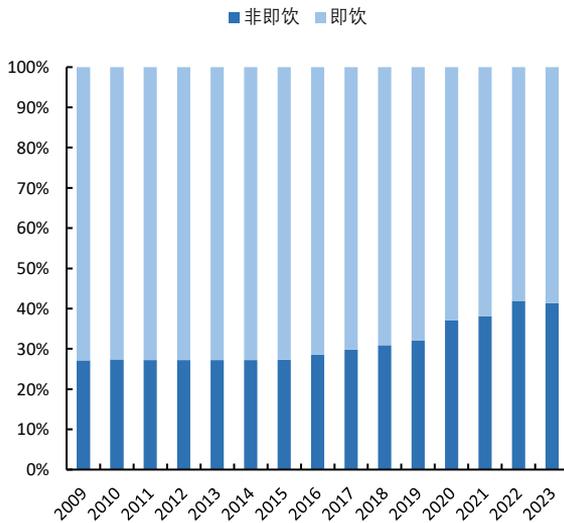
从美日两国的威士忌发展历程来看，威士忌文化本身强调多元化，并不存在刻板框架，哪怕在威士忌同为“舶来品”的日本亦可发展成为本土特色产品，并在国际上打响名声，在强调多元的酒饮品类发展中，“舶来品”印记或并不构成本土品牌发展的阻力。

- 目前我国威士忌市场规模逐步提升，品类教育逐步渗透，从非即饮渠道占比提升亦可侧面说明威士忌品类认知正逐步普及，自购需求逐步涌现，尽管短期内市场参与者仍以进口品牌为主，但我们认为在当前国产品牌的产能逐步释放的过程中，进口为主的格局或将被重构，并且供给侧推力逐步增强的背景下，预计我国威士忌行业将具备较强的发展动能。

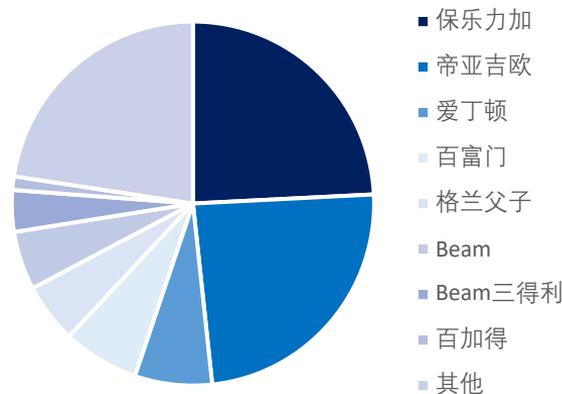
图表：我国威士忌市场规模不断提升



图表：我国威士忌非即饮渠道占比不断增长



图表：2023年，我国威士忌市场以海外企业主导



4 中威启航：吸取海外经验，发展本土特色产品，点亮中国威士忌产区

- 我国威士忌学习海外各个国家的成功经验，同时结合我国产区特色，和使用我国特有的大麦、水源、特定气候条件、特有的酒桶（如中国蒙古栎桶，和黄酒桶，让威士忌在黄酒桶中陈酿，使其具有中国独有的威士忌风味）进行威士忌酿造，在国际比赛上已经崭露头角。随着潜在威士忌消费人群的不断扩大，和具备本土特色的产品不断在国际上崭露头角，预计“点亮”中国威士忌产区指日可待。

图表：我国威士忌产区发展已有基本雏形

大产地	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 隐象麦芽威士忌 淳岸蒸馏厂 花瑞蒸馏厂 威谷酒庄	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。 文旅项目补贴:固投5%,以1亿元投资额为界,分最高2500万和500万万档。	2025年实现: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,产业产业链主体培育8家以上。2027年实现:落地威士忌企业达8家,产能和产值力争达3万吨、100亿元。“东方威士忌之都”成为金名片。
四川	峨眉山	高桥蒸馏厂	12800	《四川峨眉山酒谷小镇旅游概念性策划》、《威士忌产业(酒谷)规划》,规划总面积30万平方公里,总投资50亿元,着力打造酿酒原料,麦芽发酵,橡木桶储存,销售推广等产业链,招商政策外,发布引才补贴,威士忌产业人才分层次收获2万元到80万元现金奖励或补贴,推出子女入学等10项支持举措	威士忌工业比重提升到40%。 2027年,落地5家以上,产能达3万吨,产值150亿元; 2030年,落地10家以上,产能和产值力争达5万吨,300亿元
	邛崃	嵊州蒸馏厂 回澜蒸馏厂	30200	《成都市邛崃区域酒类产业发展促进办法》中有对威士忌等国际烈酒的方向政策体现,具体的威士忌产区政策在深化研究	打造国际烈酒之城,加快威士忌产业建设
云南	大理	洱源酒厂 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 钰之锦	3570	针对性的土地政策和资金政策,依托大理独特山水资源,加大对大项目的引进同时,招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,打造威士忌之城。
山东	烟台	吉斯波尔 山海渡	2200	葡萄酒、啤酒企业转型威士忌酒厂 烟台威士忌酒厂星富集趋势。	暂无
福建	漳州	大芹酒厂 柏寰威士忌	30300	依托港口优势,为威士忌出口提供技术支持和通关便利;助力酒企参展、参赛;提供培训、专家指导和产业链综合服务	暂无
	龙岩	德熙威士忌 久溪威士忌	13000	提供全生命周期的税收服务;土地政策支持;资金支撑;产业集群化后招商引资	暂无
湖南	浏阳	高郎威士忌 无限蒸馏厂	4000	暂无	将浏阳发展成威士忌产区在全球威士忌版图上留下浏阳印记

- 威士忌文化多元，相比于其他洋酒品牌包容性更强
- 美国产区：威士忌的五月花之路，本土产区框架的塑造
- 日本产区：苏格兰框架下，发展出独特的东方特色
- 后起之秀：中国威士忌启航
- 风险提示

市场竞争加剧：若市场竞争加剧，或将影响各公司战略的有效推进，对行业健康发展有一定负面影响；

品类教育不及预期：若品类教育不及预期，或将打击潜在参与者和现有参与者积极性，进而影响行业发展速度；

食品安全问题：若行业出现食品安全问题或将对所有产品的市场销售产生较大干扰，从而对行业发展造成打击。

分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT幢20层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

