

百润股份 (002568.SZ)

悦己消费驱动威士忌放量，开元者引领国威启航

本篇报告我们系统性研究了威士忌行业，威士忌品类在世界范围内具有生命力，风味多样与文化身份的表达是其最大特点。我们也复盘了日、韩威士忌发展历程及龙头公司、爆款产品的成长路径。展望未来，在情绪消费的催化下，中国威士忌市场有望“破圈”成长至 150 亿规模，国产威士忌品牌大有可为，百润优势明显。本文我们也剖析了小劲酒爆发的原因，消费年轻化、碎片化下，小酒是威士忌培育消费群体的重要抓手。欢迎阅读！

□ 威士忌：生机勃勃的全球第二大烈酒品类，风味多样与文化身份的表达。威士忌被称为“生命之水”，2024 年全球市场规模 606 亿美元，是全球第二大烈酒品类，18-24 年 CAGR=5%，近年来在消费群体扩容、饮用方式创新以及高端化推进下，在全球烈酒中的市场份额逐步提升（自 18 年 20%提升至 24 年 22%）。威士忌具有风味多样与文化身份表达的特点，纵观全球市场，无论是成熟还是新兴市场，消费本土品牌均占有一席之地。

□ 复盘日韩：品质追求、饮用方式（消费群体）创新、低度年轻化是威士忌发展抓手。1）日本：威士忌行业百年来历经起步、高增长、衰退和再度崛起四个阶段，至今仍具有生命力。日威凭借先前在产品主义的深耕，横扫国际大奖，供大于求推动价格持续上行，成功打造了高端、稀缺的品牌形象，“highball”的创新饮用方式，也带动威士忌年轻化。三得利在这一过程与日威产业共成长，当下市占率超 5 成，打造了从入门到收藏级的全价位产品线。2）韩国：在烧酒（销量占 98%）占绝对主导的烈酒市场中，韩国威士忌通过瞄准年轻消费群体与女性群体饮酒需求，布局低度产品实现创新，实现了快速成长，乐天 Golden Blue 上市三年销量飙升至 200 万箱，2019 年在韩国威士忌中市占率达到 29%，超过一众海外名牌。2022-2023 年，得益于疫情催化，消费场景更多从餐馆或酒吧转向家中，居家饮酒文化兴起，即饮 highball 接力行业成长。

□ 情绪消费有望催生 150 亿市场，国产威士忌品牌大有可为。我国威士忌市场处于快速增长阶段，2024 年出厂/零售口径 60 亿，18-24 年 CAGR=11.7%，其中进口品牌占近 7 成，苏威全价格覆盖、日威高端为主。价格带呈金字塔型，年轻化及性价比趋势下 500 元以下占比提升。消费群体呈现出小众、圈层化的特征，人群画像为 1-2 线城市 35 岁以下的高知、高收入群体。饮用场景上，独饮或 3 人以内朋友聚会，更强调追求个性自由，享受愉悦时刻。我们认为，相比其他酒类，威士忌更具备年轻化、悦己的特性，未来在消费代际转移背景下，情绪消费有望催化行业快速增长实现“破圈”。当下渗透率低，对标全球平均水平/金额仍有 40/11 倍提升空间，预计 2030 年我国威士忌出厂规模达到 150 亿。在新国标出台背景下，国产威士忌显露头角，我们认为中国地大物博，拥有丰富的风土和文化线索，对标海外市场，国产威士忌品牌也可凭借独特的风味与文化，成为中国市场的一支重要力量。

□ 百润股份：国威开元者，“百利得+嵊州”双品牌运作，产能、渠道、产品协同、品牌营销优势明显。百润 16 年至今威士忌业务投资近 40 亿，意图打造国产第一品牌。当下公司实现威士忌产能 3.6 万吨。桶储超过 50 万支，均为行业第一，远远领先于其他品牌。渠道上，鸡尾酒成熟网络可赋能威士忌销售，华东+华南“快消化”渠道资源的精准嫁接。产品上，消费群体重叠度高，

强烈推荐（维持）

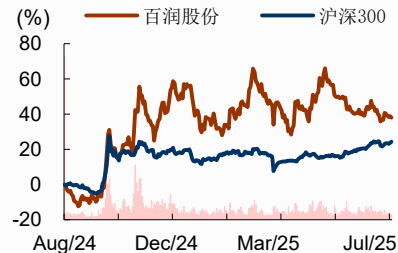
消费品/食品饮料
目标估值：30.00 元
当前股价：24.5 元

基础数据

总股本（百万股）	1049
已上市流通股（百万股）	723
总市值（十亿元）	25.7
流通市值（十亿元）	17.7
每股净资产（MRQ）	4.6
ROE（TTM）	15.0
资产负债率	41.2%
主要股东	刘晓东
主要股东持股比例	40.56%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	6	35
相对表现	-4	0	11



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《百润股份（002568）—预调酒企稳，威士忌扬帆起航》2025-04-30
- 2、《百润股份（002568）—预调酒下滑，费用率上升》2024-10-31
- 3、《百润股份（002568）—Q2 预调酒同比下滑，H2 强爽基数恢复正常》2024-07-31

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

刘成 S1090523070012

✉ liucheng5@cmschina.com.cn

威士忌可作为预调酒生产原料，且后续可以推出 highball 威士忌预调酒扩张产品线。目前公司“百利得”、“崂州”双轮驱动，分别定位入门尝鲜和高端品牌。当下消费碎片化下，小酒市场快速扩容，小劲酒爆发增长成为现象级单品，注重质价比、年轻化营销破圈以及稳健的渠道策略是成功的关键。我们认为，百利得初期发展可借鉴小劲酒经验，定价具有吸引力，打造年轻化的品牌形象来实现消费者的首次教育。展望未来，崂州竞争优势明显，有望引领行业扩容，预计 2030 年品牌市占率可达到 16%，对应 24 亿销售规模。

□ **盈利预测及投资建议：**悦己消费驱动威士忌放量，开元者引领国威启航，重申“强烈推荐”评级。中国威士忌市场方兴未艾，悦己消费的直接受益者，未来有望实现加速增长，百润产能、渠道、产品协同、品牌营销优势明显，国威开元者引领行业扩容，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 8.3 亿、9.9 亿、11.5 亿，同比+15%、19%、17%，当下对应 2025 年 31.1X PE，给予 30 元目标价，重申“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：**消费者培育不及预期、海外烈酒巨头及国产品牌竞争加剧、生产品质不及预期、渠道拓展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3264	3048	3461	3944	4522
同比增长	25.9%	-6.6%	13.6%	13.9%	14.7%
营业利润(百万元)	1025	923	1065	1271	1492
同比增长	57.4%	-9.9%	15.3%	19.4%	17.4%
归母净利润(百万元)	809	719	827	985	1153
同比增长	55.3%	-11.2%	15.0%	19.1%	17.1%
每股收益(元)	0.77	0.69	0.79	0.94	1.10
PE	31.8	35.8	31.1	26.1	22.3
PB	6.4	5.5	4.9	4.6	4.0

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、威士忌行业：世界第二大烈酒，中国市场蓬勃发展	7
1、威士忌：“生命之水”，风靡全球	7
2、世界第二大烈酒，持续创新生命力强劲，头部烈酒品牌集团化	8
3、风味多样与文化表达，本土化品牌占一席之地	10
4、中国威士忌市场规模 60 亿，近年来快速增长，进口品牌占据主导地位	10
5、小众消费群体，以年轻高收入人群为主，追求个性自由，享受愉悦时刻	11
6、价格带呈金字塔型，年轻化下对性价比产品需求增加，苏威覆盖全价位，尊尼获加为第一大品牌	13
7、悦己需求推动威士忌加速发展，对标全球平均水平，量仍有 40 倍空间。	15
二、日、韩威士忌发展复盘及国威发展现状	17
1、日本威士忌发展史：两度崛起生命力顽强，三得利伴随日威产业成长	17
2、韩国威士忌发展史：低度年轻化成功转型，居家饮酒兴起催化行业发展	21
3、中国威士忌：行业起步阶段，产能及桶储量快速增长，新国标出台助力行业健康发展	23
三、百润股份：中国威士忌开元品牌，“百利得+崂州”双品牌运作，产能、渠道、产品协同、品牌营销优势明显	27
1、布局早，体量大，打造国产威士忌第一品牌	27
2、产能优势：产能、桶陈总量、橡木桶保有量均处于绝对领先地位	28
3、渠道优势：原有预调鸡尾酒成熟网络为百利得销售赋能	29
4、产品协同：威士忌可作为预调酒生产原料，消费群体重叠度高	29
5、学习日威：桶陈创新，赋予本土化风味	30
6、学习美威：体验式营销，强化消费者教育	31
7、产品推新：“崂州”+“百利得”品牌双轮驱动	32
8、消费碎片化下小酒行业快速发展，百利得卡位国威小酒	34
四、盈利预测及投资建议	37
1、行业预测：预计 2030 年我国威士忌市场可达 150 亿，百润威士忌销售 24 亿元	37
2、收入预测：预计公司 2029 年营收 59 亿，其中威士忌 19 亿，预调酒企稳略增	37
3、盈利预测及投资建议	38

五、 风险提示	39
---------------	----

图表目录

图 1: 威士忌生产流程	7
图 2: 全球烈酒销售额及销量	8
图 3: 威士忌销售额及在全球烈酒中占比	8
图 4: 分产区威士忌销售额及销量	9
图 5: 主要威士忌消费国家本土威士忌品牌占比	10
图 6: 中国市场威士忌市场规模	11
图 7: 中国威士忌进口金额	11
图 8: 中国威士忌市场竞争格局	11
图 9: 威士忌消费者画像	12
图 10: 品饮场景	12
图 11: 几人同饮	12
图 12: 威士忌消费者饮酒态度	13
图 13: 2022-2024 年天猫平台威士忌分价格带销售额走势对比	14
图 14: 2024 年中国威士忌市场主要品牌销量占比	14
图 15: 分价位威士忌主要产品及特点	14
图 16: 消费者动机中功能需求基本持平, 悦己属性强化	15
图 17: 超 7 成年轻消费者愿意为情绪溢价付费	15
图 18: 全球各地区威士忌占烈酒比例 (消费量)	17
图 19: 全球各地区威士忌占烈酒比例 (金额, 出厂口径)	17
图 20: 威士忌人均消费量对比 (L/人)	17
图 21: 威士忌人均消费量金额 (美元/人)	17
图 22: 日本酒类变迁 (销售量, 百万升)	18
图 23: 三得利成功营销 Highball 拉动威士忌消费	20
图 24: 三得利成长史	20
图 25: 三得利集团营收拆分情况 (亿日元)	21
图 26: 三得利主要产品情况	21
图 27: 韩国市场烈酒结构 (十亿韩元)	21

图 28: 韩国威士忌进口量及进口金额21

图 29: 韩国 Golden Blue 威士忌22

图 30: Golden Blue 销量及占比22

图 31: 韩国威士忌市场规模.....23

图 32: Kavalan 嗨棒威士忌苏打水23

图 33: 2023 年中国威士忌生产项目统计23

图 34: 2023 年产能规模与同比增速23

图 35: 麦芽威士忌占比超过一半24

图 36: 2023 年中国威士忌产量及同比增速24

图 37: 最受关注的中国本土威士忌品牌26

图 38: 百润 2017 年以来的资本开支（亿元）28

图 39: 百润威士忌项目投产信息28

图 40: 威士忌与酱酒对比29

图 41: 百润在国产威士忌行业中的占比29

图 42: 各区域经销商占比29

图 43: 2024 年百瓶 APP 商城消费金额 TOP20 城市29

图 44: 威士忌（伏特加）是预调酒生产原料30

图 45: 低度酒的消费群体主要特征.....30

图 46: 日本水栖木30

图 47: 岷州蒸馏厂采用的黄酒桶31

图 48: 岷州蒸馏厂采用的蒙古柈桶.....31

图 49: 肯塔基波本旅游路线图31

图 50: 岷州蒸馏厂剧场表演.....32

图 51: 岷州蒸馏厂桶处理工艺32

图 52: 百利得渠道推广策略.....33

图 53: 岷州定位及打法34

图 54: 劲酒线上宣传方式35

图 55: 百利得品牌营销方式.....36

表 1: 威士忌主要分类8

表 2: 全球威士忌代表品牌.....9

表 3: 新兴威士忌消费地区本土威士忌情况	10
表 4: 国内 70 后-00 后各代际消费特征一览	15
表 5: 威士忌与其他酒类对比	16
表 6: 日本威士忌行业发展阶段	18
表 7: 世界威士忌大赏榜单 (WWA) 中获奖的日本威士忌品牌	19
表 8: 2023 年中国威士忌橡木桶保有量与桶陈数量	24
表 9: 威士忌新国标与其他国家威士忌标准的对比	24
表 10: 已投产主要威士忌生产企业	26
表 11: 百润股份核心事件	27
表 12: 百润上市产品情况	32
表 13: 主要小酒产品对比	34
表 14: 百润威士忌业务预测	37
表 15: 百润收入预测	38
表 16: 百润盈利预测	38

一、威士忌行业：世界第二大烈酒，中国市场蓬勃发展

1、威士忌：“生命之水”，风靡全球

威士忌被称为“生命之水”，是一种烈性蒸馏酒。其生产主要分为五大核心环节，分别是原料选取与处理、发酵、蒸馏、桶储、调配装瓶。威士忌生产工艺可以视为啤酒的延伸。原料上，谷物的选择多为大麦、玉米、黑麦、小麦等，经历发芽、烘干、糖化等处理后，使用混合了 2~10 种酵母进行发酵，得到酒精液含量 6-10% 的酒液，后经壶式蒸馏器（Pot Still）或连续式蒸馏器蒸馏，得到高浓度烈酒，这一烈酒必须经过一段时间（一般 3 年以上）的桶陈储藏，才能被称为威士忌，后调配后降度至 40-50 度左右，进行装瓶。

威士忌风靡全球，麦芽威士忌崛起开启新时代。威士忌于 15 世纪末期的苏格兰出现，至今仅有约 500 多年。16 世纪开始伴随英国的全球殖民快速扩张并在当地打开销路。19 世纪严苛消费税的结束和高效率的“科菲连续蒸馏器”的问世，推动行业进入工业化快速发展的阶段，当时的产品多以谷物威士忌和调和威士忌为主。20 世纪后期石油危机爆发，更具性价比的伏特加、朗姆酒等新兴白色烈酒放量，威士忌产销出现巨幅供需失调，行业再次陷入萧条。而这次的低谷也伴随着单一麦芽威士忌的崛起，其凭借独特的口感和风味，触动了消费者的品位和个性追求，各家酒厂纷纷发力释放这一品项，其内在的品牌价值和稀缺年份价值也日益强化，威士忌新发展时代开启。

图 1：威士忌生产流程



资料来源：威士忌随身手册、招商证券整理汇总

威士忌细分：
按原料：根据发酵所使用的原料，可以分为谷物威士忌、麦芽威士忌以及调和威士忌，谷物威士忌通常采用壶式蒸馏器蒸馏，更保有原材料特有香气，风味更为浓郁。谷物威士忌通常使用连续蒸馏器，口感柔和，风味较淡，通常用于调酒基酒；
按产地：分为苏格兰、爱尔兰、美国、日本、加拿大五个产区，各个产区都有其独特的风格和不同的法规；
按桶型：可以分为雪莉桶、波本桶、朗姆桶、红酒桶等。

表 1：威士忌主要分类

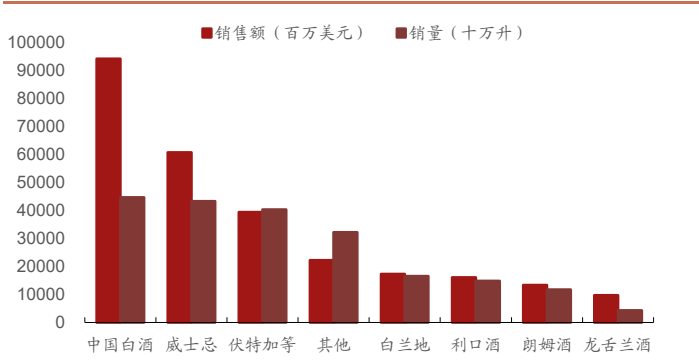
划分标准	划分类型	特点
原料	麦芽威士忌	以发芽的大麦（麦芽）为唯一原料的酒，只采用壶式蒸馏器进行蒸馏。特点：风味浓郁、复杂，带有泥煤、果香、香料等风味。
	谷物威士忌	以麦芽以外的谷物（玉米、小麦、黑麦等）为原料，通常使用连续蒸馏器。特点：口感较为柔和、顺滑，风味较淡。常作为基酒在调配中广泛使用。
	调和威士忌	把麦芽和谷物基酒混合调配，得到的就是调和威士忌。风味平衡，适合大众口味，是市面上最常见、产量最大的产品。
桶型	雪莉桶	曾用于陈年西班牙雪莉酒的橡木桶，通常为欧洲橡木。经雪莉桶陈酿后的威士忌带有浓郁的杏脯、葡萄干和甘香料香气，是现在最受市场热捧的用桶。
	波本桶	曾用于陈年美国波本威士忌的橡木桶，使用美国全新白橡木制成。会让酒带有香草、椰子、黄油，太妃糖等甜香。
	朗姆桶	曾用于陈年朗姆酒的橡木桶，经过朗姆桶陈年的威士忌会沾上了朗姆酒的柔顺和甜美风格。
	葡萄酒桶	曾用于陈年葡萄酒的橡木桶，原本沁人肺腑的甜酒芬芳与威士忌的强烈个性相融。
产区	苏格兰威士忌	全球威士忌的核心产区，地域差异显著，根据地理位置和风格划分为 5 大产区：斯佩塞、艾雷岛、高地、低地、坎贝尔镇，从轻柔花香到重泥煤烟熏，风格丰富。
	爱尔兰威士忌	通常使用三重蒸馏，口感更柔和、顺滑，烟熏味较少。风味：清新、柔和、圆润，带有谷物香、蜂蜜、香草、轻微水果香气。
	美国威士忌	种类丰富，主要分为波本威士忌：玉米为主(≥51%)，在美国境内陈年，必须使用全新美国白橡木桶，风味甜美，带有香草、焦糖；田纳西威士忌：类似波本，但需经过“林肯县处理法”(炭滤)，使酒体更干净、柔和；黑麦威士忌：黑麦为主(≥51%)，风味更辛辣、草本、香料感强。
	日本威士忌	受苏格兰影响深远，但发展出独特的“日式细腻”风格。工艺严谨，注重平衡与层次感，常常有花香、果香、木质香，口感柔和精致。
	加拿大威士忌	法规较宽松，通常以谷物混合为主，口感柔和，适合调酒。常被称为“黑麦威士忌”，但实际黑麦比例不一定高。风味：柔和顺滑，带有谷物香、轻微甜味，烟熏感弱。温和易饮。

资料来源：威士忌随身手册、招商证券整理汇总

2、世界第二大烈酒，持续创新生命力强劲，头部烈酒品牌集团化

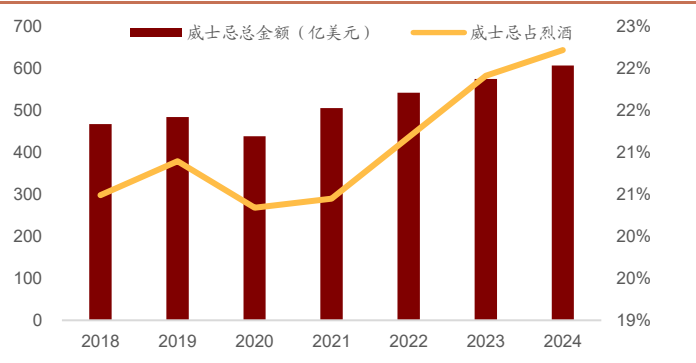
威士忌是全球仅次于白酒的第二大烈酒，在全球烈酒的市场份额中持续提升，2024 年提升至 22%。威士忌占全球烈酒总销量/总规模的 21%/22%，仅次于中国白酒（占比 22%/34%），为全球第二大烈酒种类，高于伏特加酒、白兰地。2024 年全球威士忌市场容量达到 606 亿美元，18-24 年 CAGR=4.5%，由于品类与饮用场景的创新、消费群体及新兴市场崛起、高端化浪潮推进，威士忌在全球烈酒中的市场份额自 2018 年 20%提升至 2024 年 22%，为世界烈酒中重要的增长引擎。

图 2：全球烈酒销售额及销量



资料来源：欧睿、招商证券

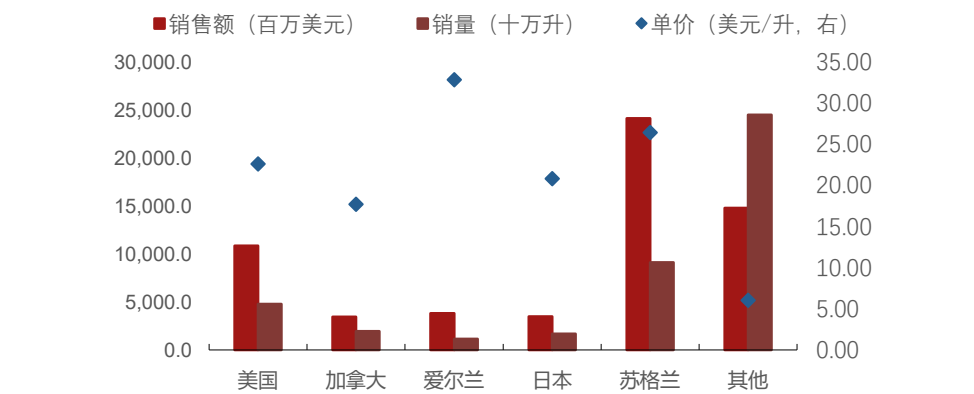
图 3：威士忌销售额及在全球烈酒中占比



资料来源：欧睿、招商证券

苏格兰为核心产区，美、日等国后起之秀各具特色。英国和爱尔兰为威士忌最早发源地，后传至美国、日本，美国波本威士忌采用玉米为主要原料并使用全新橡木桶桶陈，日威近年在国际大赛上屡次获奖，构成了高精尖的形象。2024 年全球威士忌共 432 万千升，苏格兰、美国、加拿大、日本、爱尔兰威士忌共 91、48、20、17、12 万千升。2024 年全球威士忌市场共 606 亿美元，其中苏格兰、美国、加拿大、日本、爱尔兰威士忌共 242、109、35、35、38 亿美元，其中苏格兰与爱尔兰威士忌有着较为悠久的历史，销售均价较高。

图 4：分产区威士忌销售额及销量



资料来源：欧睿、招商证券

当下全球知名威士忌品牌主要由几家国际烈酒巨头掌控，市场格局高度集中。帝亚吉欧是全球最大烈酒公司，拥有尊尼获加、拉加维林、泰斯卡等苏格兰知名品牌，在全球市场占据主导地位。保乐力加紧随其后，掌控芝华士、尊美醇、格兰利威等核心品牌，凭借强大的分销网络在欧洲和亚洲市场表现强劲。三得利集团整合了美国 Beam 与日本三得利，拥有金宾、山崎、响等跨国产区品牌，是日威国际化的关键推手。

表 2：全球威士忌代表品牌

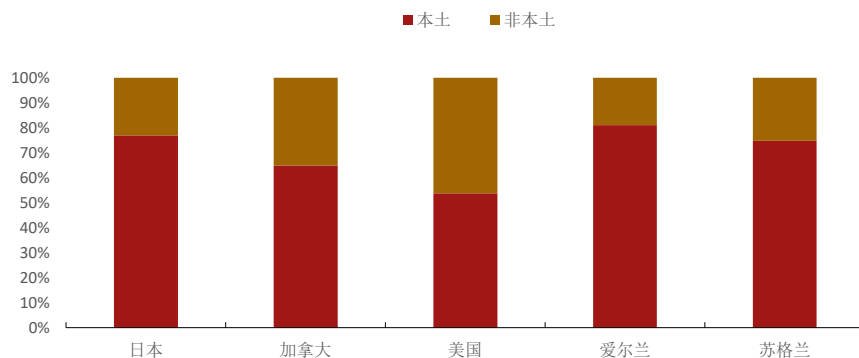
品牌名称	代表产品	所属集团	国家	威士忌类型
尊尼获加（Johnnie Walker）	Red Label、Black Label、Blue Label、Green Label	帝亚吉欧	苏格兰	调和威士忌
芝华士（Chivas Regal）	Chivas 12 年、18 年、25 年、Ultis	保乐力加	苏格兰	调和威士忌
格兰菲迪（Glenfiddich）	Glenfiddich 12 年、18 年、Reserve	格兰父子	苏格兰	麦芽威士忌
麦卡伦（Macallan）	Macallan 12 年、18 年、Sherry Oak	爱丁顿集团	苏格兰	麦芽威士忌
拉加维林（Lagavulin）	Lagavulin 16 年	帝亚吉欧	苏格兰（艾雷岛）	麦芽威士忌
山崎（Yamazaki）	Yamazaki 12 年、18 年、Sherry Cask	三得利	日本	麦芽威士忌
响（Hibiki）	Hibiki 12 年、17 年、21 年		日本	调和威士忌
白州（Hakushu）	Hakushu 12 年、18 年		日本	麦芽威士忌
角瓶（Kakubin）	Kakubin、Shirokara(白角)		日本	调和威士忌
尊美醇（Jameson）	Jameson Original、Black Barrel	保乐力加	爱尔兰	调和威士忌
杰克丹尼（Jack Daniel's）	Jack Daniel's No.7、Gentleman Jack	百富门	美国（田纳西）	谷物威士忌（波本）
金宾（Jim Beam）	Jim Beam White、Black	三得利	美国（波本）	谷物威士忌（波本）
皇冠（Crown Royal）	Crown Royal Vanilla、Northern Harvest Rye	帝亚吉欧	加拿大	谷物威士忌

资料来源：欧睿、天猫、京东、招商证券整理汇总

3、风味多样与文化表达，本土化品牌占一席之地

威士忌具有风味多样与文化身份表达的特点，主要消费国本土化品牌均占有一席之地，看好中国本土威士忌发展。威士忌虽然最早发源于苏格兰地区，但在世界主要威士忌消费国家中，本土品牌威士忌均占有一席之地，如传统威士忌强势市场，美国、日本本土威士忌占比达到 53.7%、76.9%，即便是新兴市场如印度、中国台湾、韩国、巴西等地区，当地威士忌仍具有一定影响力。究其原因，我们认为主要有三，**1) 酿酒门槛低**，相比于白兰地、龙舌兰等烈酒，以及中国白酒，威士忌的原材料大麦（其他谷物）易得且不局限于单一类型，人工酵母发酵不受地理环境制约；**2) 风味多样、可结合当地特色**，威士忌风味物质主要来源于桶陈，各地在桶陈风味上，结合当地特色进行创新，如日本水榭木桶、美国波本桶；**3) 文化身份的表达**，威士忌消费者标榜个性自由，以及追求文化的表达，不同产区、国家的威士忌所代表了不同的民族和文化背景，此外，本土品牌通过酒旅融合，带动消费者对品牌的认知提升。中国地大物博，拥有丰富的风土和文化线索，展望未来，我们认为中国本土的威士忌品牌，也可以凭借独特的风味与文化，成为中国威士忌市场的一支重要力量。

图 5：主要威士忌消费国家本土威士忌品牌占比



资料来源：欧睿、招商证券

表 3：新兴威士忌消费地区本土威士忌情况

地区	主要企业	主要品牌	地位
印度	印度联合酒业公司 (United Spirits Limited, USL) (母公司：帝亚吉欧)	Officer's choice 军官之选、Royal Stag 皇家公鹿、McDowell's 麦克道尔、	在印度，威士忌是第一烈酒，进口威士忌关税达 150%，使本土品牌在价格上形成碾压性优势（主流本土产品单价 < 50 元人民币），前十大本土品牌垄断印度威士忌 85% 的销量，均以糖蜜基调和产品为主。
台湾	台湾烟酒股份有限公司 (Taiwan Tobacco & Liquor Corporation, TTL)、南投酒厂	Kavalan 噶玛兰、南投威士忌、OMAR	噶玛兰年产量跃升至 1,000 万瓶，名列世界前十大麦芽威士忌酒厂之一，已销往全球五十多个国家及地区。结合台湾亚热带气候酝酿的出众风味与优异品质，目前已累计获颁超过 960 面金牌
巴西	伊皮奥卡 (Ypióca)、格拉纳多威士忌 (Granado Whisky)	Ypióca Whisky 伊皮奥卡威士忌、Granado Whisky 格拉纳多威士忌	巴西本土威士忌品牌主要覆盖中低端市场 (< 50 元人民币)，产品以调和威士忌为主，结合巴西甘蔗酒 (Cachaça) 工艺打造差异化风味

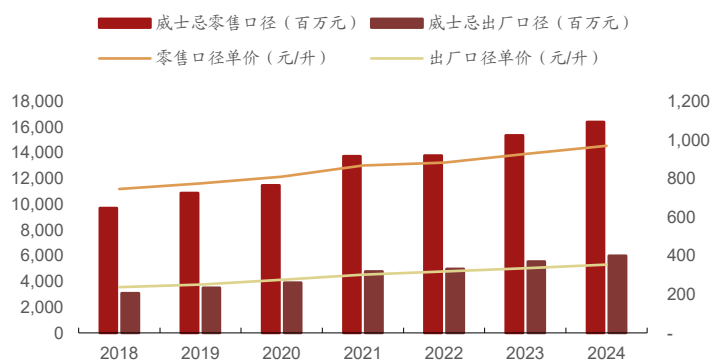
资料来源：威士忌世界、糖酒快讯、招商证券整理汇总

4、中国威士忌市场规模 60 亿，近年来快速增长，进口品牌占据主导地位

我国威士忌处于快速增长阶段，出厂/零售口径 60/164 亿，圈层化、高端化特点

显著。根据欧睿数据显示，2024 年中国威士忌出厂、零售口径体量分别为 60 亿、164 亿，18-24 年 CAGR 分别为 11.7%、9.2%，行业处于快速增长阶段，但依旧是一个小众的市场。从价格来看，2024 年出厂口径、零售口径平均单价为 354 元、970 元，是全球平均水平的 3 倍以上，18-24 年 CAGR 分别为 6.9%、4.5%，中国威士忌整体呈现出圈层化、高端化、渠道加价率高的特点，且从近年来看，出厂口径价增贡献大于量增，呈现出持续高端化态势。

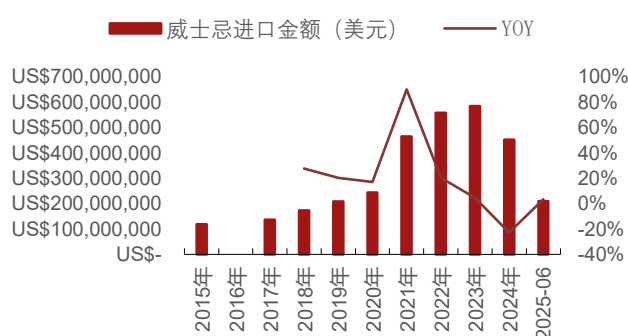
图 6：中国市场威士忌市场规模



资料来源：欧睿、招商证券

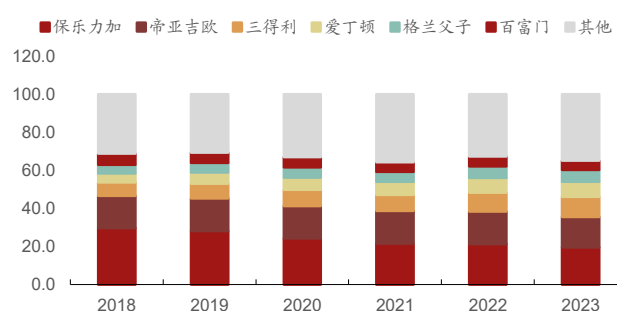
进口品牌占近 7 成，2018 年至今威及高端品牌增速更快。根据海关数据显示，2024 年威士忌进口金额 4.5 亿美元，15-24 年 CAGR=16%。24 年进口 2900 万升，平均每升价格 15.5 美元，22-24 三年间，进口威士忌占我国威士忌总出厂口径的 68%，仍然是市场的主导，25 年上半年威士忌进口 2.1 亿，同比+3.4%，重返增长。我国威士忌市场前五大品牌为保乐力加、帝亚吉欧、三得利、爱丁顿、格兰父子。2018 年至今三得利、爱丁顿市场份额提升 3.5pcts、3.3pcts，而保乐力加、帝亚吉欧下降 10.1pcts、1.1pcts，主要系近年来山崎、麦卡伦等高档单一麦芽威士忌获得消费者青睐，增长情况较好。

图 7：中国威士忌进口金额



资料来源：海关统计数据、招商证券

图 8：中国威士忌市场竞争格局



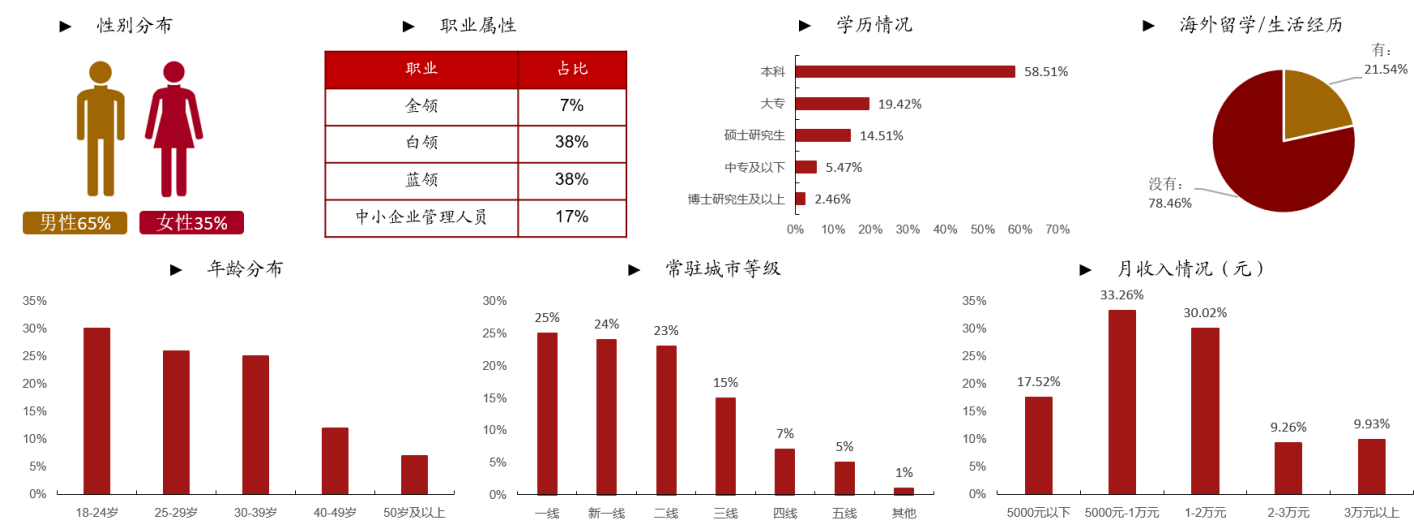
资料来源：欧睿、招商证券

5、小众消费群体，以年轻高收入人群为主，追求个性自由，享受愉悦时刻

我国威士忌消费群体呈现年轻化、高知、高收入的特点，多处在二线城市沿海城市。根据百瓶数据显示，我国威士忌酒的消费群体中，18-29 岁的人群占比达 56%，

年轻化特点突出，一、二线城市占比达 72%，白领、蓝领占比 76%，男性占多数但女性消费者仍有 35%。月收入 5 千到 2 万元的人构成消费主力，占比 63%，此外，75%的人是本科及以上学历，消费群体具备高知、高收入的特点。我们在线下的展会中发现，威士忌消费群体对该品类的平均了解程度颇深，很多也受到了海外饮酒文化的熏陶，遵循从了解到尝试到热爱的发展过程。

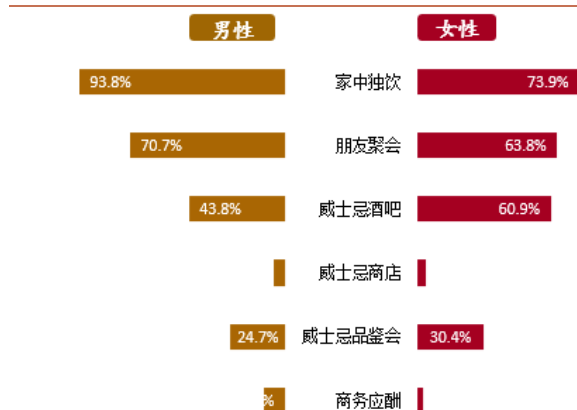
图 9：威士忌消费者画像



资料来源：百瓶、招商证券

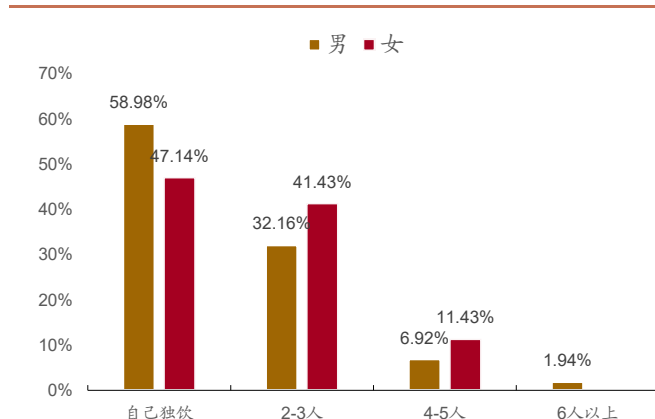
独饮或 3 人以内朋友聚会，更自由而非正式场合饮用。根据百瓶数据，93.8%的男性和 73.9%的女性消费威士忌的场景是家中独饮，70.7%的男性和 63.8%的女性会在朋友聚会时喝威士忌，43.8%的男性和 60.9%的女性会在酒吧喝威士忌，威士忌消费场景更多聚焦在家中独饮、朋友聚会、酒吧等，相比于白酒的商务宴请场景的悦他，威士忌的社交场景更强调悦己，饮用场景更为自由。同饮人数方面，独饮情况占比超过一半，三人以内同饮占比达 90%。

图 10：品饮场景



资料来源：百瓶、招商证券

图 11：几人同饮

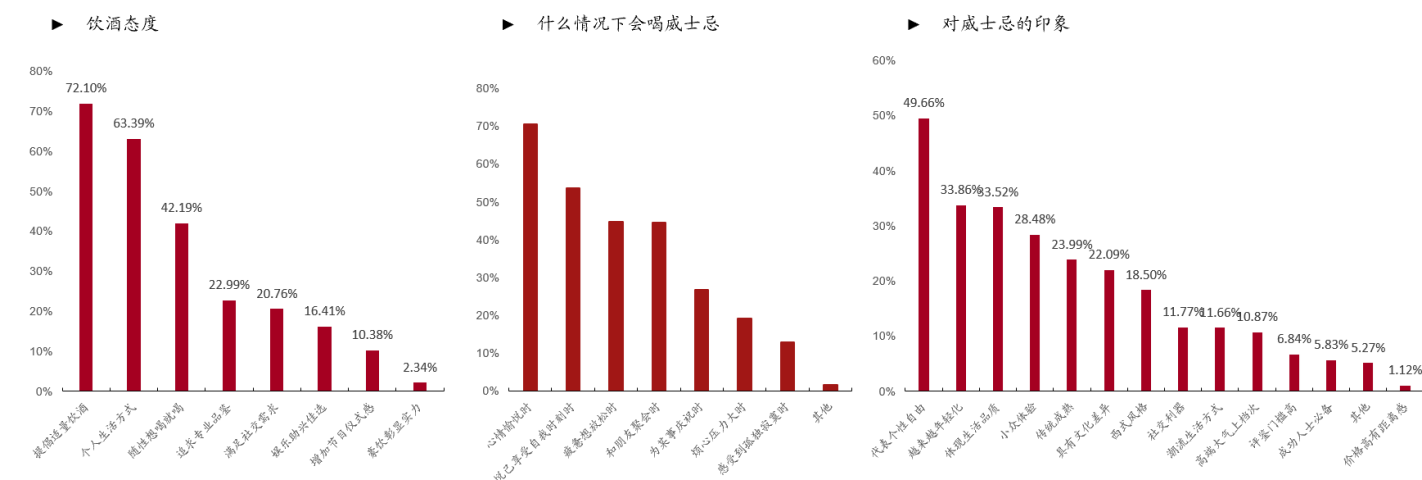


资料来源：百瓶、招商证券

追求个性自由，享受愉悦时刻。根据百瓶数据显示，超过三分之二的消费者选择喝威士忌是个人生活方式的一种体现，他们不为彰显实力，不追求专业品鉴，比较随性，想喝就喝。接近一半的消费者认为威士忌代表个性自由，同时也越来越年轻化。70.54%的消费者会在积极的心情下选择饮用威士忌，同时注意到在疲惫想放松时饮用威士忌的占比也达到 44.64%，反映了现代生活节奏加快、工作

压力增大的背景下，消费者倾向于通过威士忌来获得片刻的放松与自我享受。

图 12：威士忌消费者饮酒态度



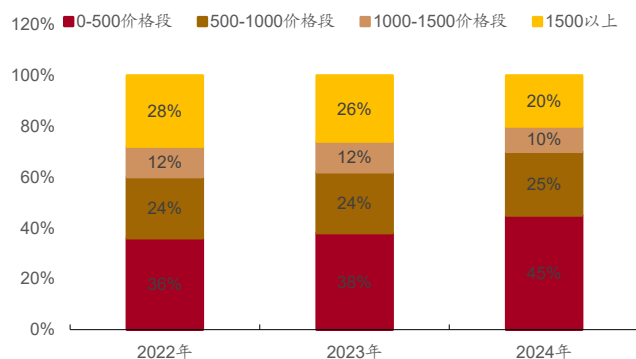
资料来源：百瓶、招商证券

6、价格带呈金字塔型，年轻化下对性价比产品需求增加， 苏威覆盖全价位，尊尼获加为第一大品牌

苏威涵盖全价位，日威高端为主，尊尼获加占 18% 市场份额第一大品牌。据欧睿数据显示，24 年尊尼获加市场份额占 17.8% 位居榜首，芝华士占 11%，杰克丹尼和麦卡伦分别占 7% 和 6%，百龄坛和金宾也有一定体量，小众品牌、新兴国产威士忌品牌正在快速崛起。

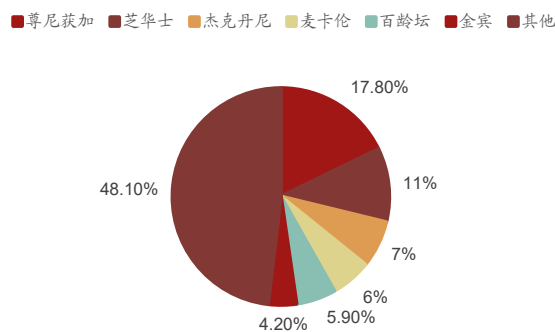
价格带呈金字塔型，年轻化及性价比趋势下 500 元以下占比提升。分价位来看，0-150 元价格带以入门级调和威士忌为主，通常没有年份概念，包括金宾、角瓶、百龄坛、尊尼获加、百利得 22 等；150-300 元价格带以中端调和威士忌和入门级单一麦芽威士忌为主，如尊尼获加黑牌、绿牌、芝华士 12 年、百利得 66 等；301-600 元价格带以中高端麦芽威士忌为主，部分年份大于 12 年，如麦卡伦 12 年、芝华士 18 年、崧州菲诺雪莉桶等；1000 元以上价格带以高年份单一麦芽威士忌品牌为主，如山崎 12 年、白州 18 年、麦卡伦 18 年等。2024 年威士忌 500 元以下价格带占 45%，近两年来呈逐步上升态势，500-1000 价格段稳定在 25% 左右，1000 元以上价格带占比大约为 30%，整体价格呈金字塔结构。近年来随着年轻消费群体的增加，以及追求性价比消费，对 500 以内的威士忌需求持续增加。

图 13: 2022-2024 年天猫平台威士忌分价格带销售额走势对比



资料来源: 百瓶、招商证券

图 14: 2024 年中国威士忌市场主要品牌销量占比



资料来源: 欧睿、招商证券

图 15: 分价位威士忌主要产品及特点

价格带	产品特点						
0-150元	 入门级调和威士忌为主, 没有年份概念, 风味较简单直接 波本威士忌 83元/700ml 烟熏胡椒香气, 伴随着清香肉桂微辣感	 略带辛辣有蜂蜜气息, 巧克力平衡苹果、香草 调和威士忌 90元/700ml	 花香、蜂蜜和橡木的完美结合 调和威士忌 122元/750ml	 香草般的香甜混合着爆米花、苹果、干椰子和烤杏仁的香味 调和威士忌 142元/700ml	 烟熏风味, 芬芳醇和 调和威士忌 93元/700ml	 香草与焦糖香味显著, 烟草味浓厚, 夹杂泥土香 调和威士忌 131元/700ml	 轻盈顺滑, 细腻果香 调和威士忌 119元/700ml
156-300元	 花果香浓郁, 散发夏季青草芳香和菠萝的浓郁果香 单一麦芽威士忌 244元/700ml	 口感强劲, 泥煤烟熏味丰富, 余韵悠长 单一麦芽威士忌 265元/700ml	 多汁的苹果与甜美的蜂蜜, 杂糅着香草和奶油榛子的迷人香气 调和威士忌 171元/700ml	 烟熏甜香, 顺滑口感, 层次丰富 调和威士忌 175元/700ml	 烟熏泥煤, 花果清香, 清静海盐与纯麦香味 单一麦芽威士忌 288元/750ml	 果干收尾 单一麦芽威士忌 229元/700ml	 甜美馥郁, 每一滴酒液皆为风味甄选 调和威士忌 259元/700ml
301-600元	 甜蜜辛香, 含有金砂糖、黑巧克力、樱桃果酱和淡淡的烟熏味 单一麦芽威士忌 375元/750ml	 柔和的黑巧混合优雅的花香, 还附带一丝甜蜜口感 单一麦芽威士忌 429元/700ml	 顺滑醇厚, 坚果甜味, 肉桂香气, 雪莉香甜 单一麦芽威士忌 460元/700ml	 平滑, 富含水果、橡木和香料的适度平衡感 单一麦芽威士忌 520元/700ml	 辛香、果香与橡木香的完美结合 单一麦芽威士忌 498元/700ml	 牛奶巧克力裹着葡萄干与丝滑太妃糖, 橘皮及温和香料 单一麦芽威士忌 600元/700ml	 烤坚果, 巧克力 单一麦芽威士忌 339元/700ml
1000元以上	 干果和生姜带有淡淡的香草和肉桂味, 口感带有一丝蜜桃、菠萝、西柚、丁香、料、丁香、橙子和烤熟橡木的味道 单一麦芽威士忌 2950元/750ml	 橘子酱、香草、伽罗香 单一麦芽威士忌 2118元/700ml	 罗勒、松针、青苹果, 口感甜梨、薄荷、猕猴桃 单一麦芽威士忌 2030元/700ml	 烟熏甘爽, 果香中夹杂淡淡烟熏, 口感像蜂蜜般甘甜, 甜中带一丝酸度 单一麦芽威士忌 8230元/700ml	 水蜜桃、黄桃、哈密瓜、玫瑰、百合、柠檬叶、黄油, 华丽甜美, 浓厚的果香中透出荔枝香气 调和威士忌 5396元/700ml	 带有干果、雪松、皮革和烟草味 单一麦芽威士忌 3246元/750ml	 熟无花果、血橙甜果香与生姜、肉桂香料气息交织, 略带薄荷清凉香 单一麦芽威士忌 4521元/700ml

资料来源: 天猫、招商证券整理汇总

7、悦己需求推动威士忌加速发展，对标全球平均水平，量仍有 40 倍空间。

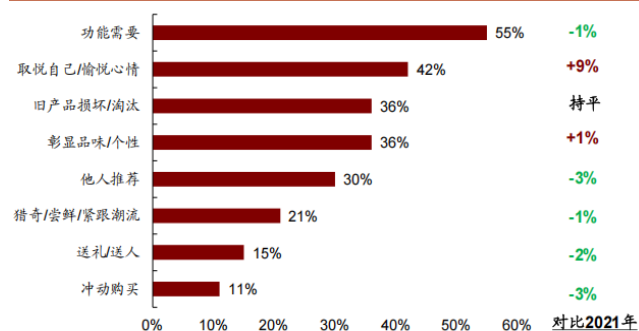
代际消费特征与演化：消费重心转向个人，悦己化推动为情绪消费买单。国内 70 后-00 后消费特征呈现明显分化，由 70 后至 00 后，消费重心逐步由家庭转向个人（与年龄段所处人生阶段、个人杠杆、外部环境及代际性格密切相关），消费支出中的悦己化含量持续提升，其对于产品中情绪价值（如情感投射、情感归属、情感共鸣）等的需求越发显现。故当前部分商品虽然功能价值有限，但由于其背后的情绪、社交与资产价值含量较高，也在销售过程中获得充足溢价且市场规模持续拓展。根据知萌、艾媒咨询数据，2024 年超 7 成年轻消费者愿意为情绪溢价付费，且国内年轻消费者每月兴趣消费次数基本在 3 次以上，总体月度平均兴趣消费支出已达月支出的 27.6%。

表 4：国内 70 后-00 后各代际消费特征一览

代际	消费侧重点	代表消费品类与行为
70 后	家庭（但步入老年后开始寻求自身养生与健康消费）	必需品、高性价比产品、健康养生及其他补偿性悦己消费品
80 后	家庭（乐于为培养下一代付费，兼顾事业与家庭，自我消费注重效率，较为克制）	住房、早期奢侈品、家电等
90 后	个人（向个人体验与自我投资方向进行倾斜）	旅游、知识付费、潮玩、宠物、轻奢品
00 后	个人（追求悦己，短期由于大多数处于学生时代，绝大部分消费用于自身）	国潮、小众兴趣消费、虚拟消费

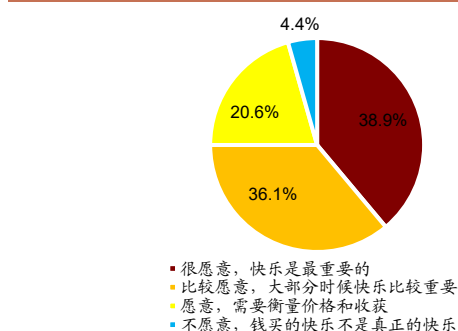
资料来源：招商证券整理汇总

图 16：消费者动机中功能需求基本持平，悦己属性强化



资料来源：MobTech、虎嗅、招商证券整理汇总

图 17：超 7 成年轻消费者愿意为情绪溢价付费



资料来源：MobTech、虎嗅、招商证券整理汇总

相比其他酒类，威士忌更具备年轻化、悦己的特性，18 年以来销量持续增长。

由于人口红利逐步消退，原有饮酒主力年龄结构提升以及更注重健康饮酒后，主流酒类（白酒、啤酒等）量均触顶回落，2018 年至今逐年下滑，只有威士忌呈现增长态势，18-24 年 CAGR=4.5%。我们认为，威士忌并非抢占其他酒类份额，而是在悦己需求下激发出了新的需求场景。我们看到，与中国主流的酒类白酒、啤酒、黄酒等对比，中国威士忌消费群体年轻化更为明显，以 18-39 岁为主，且在场景上更强调独饮和娱乐休闲，与传统酒类商务消费、餐饮消费的场景所不同。威士忌的饮酒态度上也更强调个性自由，以及享受愉悦，而非身份低位象征及品牌位次等级。相比于 70、80 后群体，90 后、00 后更强调自我与个性，这也激

发出了居家、聚会中的悦己饮酒需求，对酒的种类也更强调新颖、彰显个性。此外威士忌饮用方式也更多元，纯饮、highball、调酒，满足各类型消费群体对酒精的需要。

表 5：威士忌与其他酒类对比

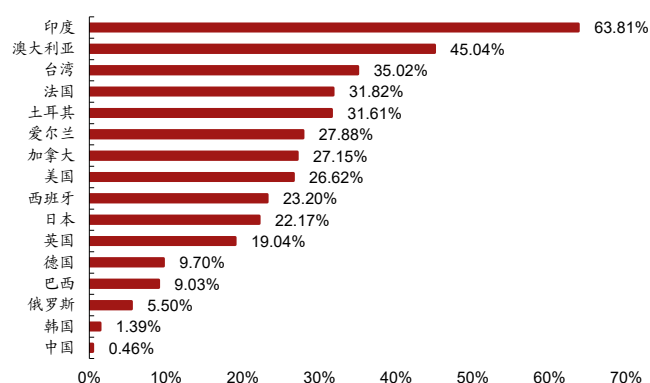
	威士忌	白酒	啤酒	黄酒
消费人群	年轻人，一、二线城市白领、蓝领，学历、收入较高，女性占 35%	30-50 岁中年男性	25-49 岁为主，男性群体占比略高于女性	40+中老年群体为主，年轻群体占比提升至 37%
消费场景	居家独饮、娱乐休闲和聚会	商务、政商务、社交为主	聚会、餐饮为主	居家小酌最多
饮酒态度	个性自由的体现，享受愉悦时刻，希望缓解疲惫放松	喝好酒、身份的象征，等级制度下的品牌位次	舒缓压力、社交分享	注重养生、追求低度舒适，微醺
价位分布	0-500 元为主，高端品牌涵盖 500 元至几千元	分布广泛，0-100，100-300，300-800，1000 以上均有分布	5-20 元为主	20-50 元价格带为主
饮用方式	纯饮/加冰/加水/嗨棒/调酒	纯饮	纯饮/加冰	纯饮/温烫/煮沸
中国市场销量	威士忌酒 2024 年进口数量 29191108 升（18-24 年 CAGR4.48%）	414500 万升（18-24 年 CAGR-11.64%）	3521300 万升（18-24 年 CAGR-1.31%）	浙江规模以上产量 54220 万升（18-23 年 CAGR-1.11%）
中国销售额	55 亿元（23 年）	7963.8 亿（24 年）	1863 亿（23 年）	210 亿（23 年）
主销区域	北上广等东部沿海及主要一二线城市	全国	全国	江浙沪地区
主要品牌	进口为主，芝华士、麦卡伦、尊尼获加等，国产主要有泸州、噶玛兰等	茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖等	百威、青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、科罗娜等	会稽山、古越龙山等

资料来源：国家统计局、欧睿、浙江省统计年鉴、中国酒业协会、酒业家、百瓶、招商证券整理汇总

威士忌仍为烈酒中小众选择，但有望在悦己化消费趋势下破圈。2024 年中国威士忌消费占烈酒整体消费规模仅为 0.46%/0.85%（量/金额），仍处于较低水平，在小众圈层中消费，这主要系白酒在中国烈酒的消费结构中占比绝对主导地位（销售额占 93%）。展望未来，烈酒的饮用场景逐步多元化，悦己消费趋势下，个人独酌、朋友聚会场景有望贡献增量。烈酒的评价体系多元，不再单一由品牌排位决定，而是在不同场景下，有更为优势的酒种。对比亚太地区国家，印度威士忌消费量占比达 64%，系英国殖民统治的历史原因和以糖蜜为原料的价格优势。日本威士忌消费量/价格占烈酒比例为 22%/52%。而在烧酒占主导地位的韩国，威士忌在烈酒中量占到 1.4%，消费金额占比也达到了 21%，近年来成长迅速。

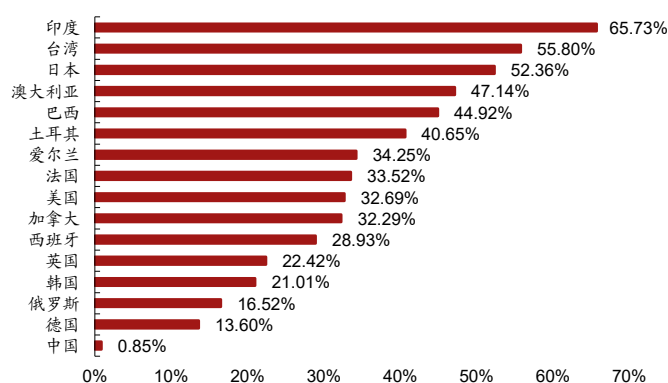
当下渗透率低，对标全球平均水平/金额仍有 40/11 倍提升空间。中国威士忌渗透率低，2024 年中国人均威士忌消费量仅有 0.01 升，为全球/亚太平均水平的 2.3%、2.1%，为美国/日本平均水平的 0.7%、0.8%，对标全球平均水平仍有 40 倍提升空间。2024 年中国人均威士忌消费金额 1.62 美元，为全球/亚太平均水平的 8.7%、16.0%，为美国/日本平均水平的 1.4%、2.0%，对标全球平均水平仍有 11 倍提升空间。

图 18: 全球各地区威士忌占烈酒比例（消费量）



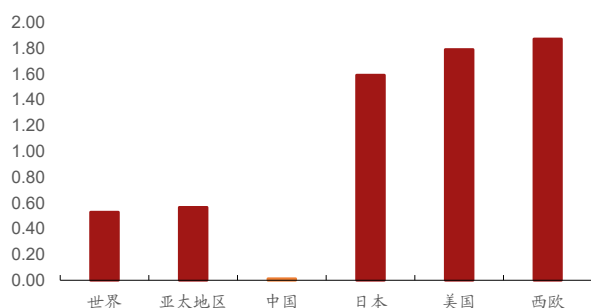
资料来源：欧睿、招商证券

图 19: 全球各地区威士忌占烈酒比例（金额，出厂口径）



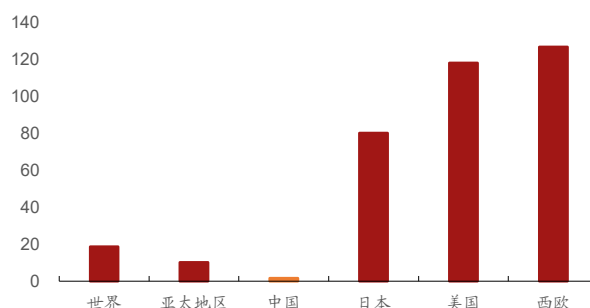
资料来源：欧睿、招商证券

图 20: 威士忌人均消费量对比（L/人）



资料来源：欧睿、招商证券

图 21: 威士忌人均消费量金额（美元/人）



资料来源：欧睿、招商证券

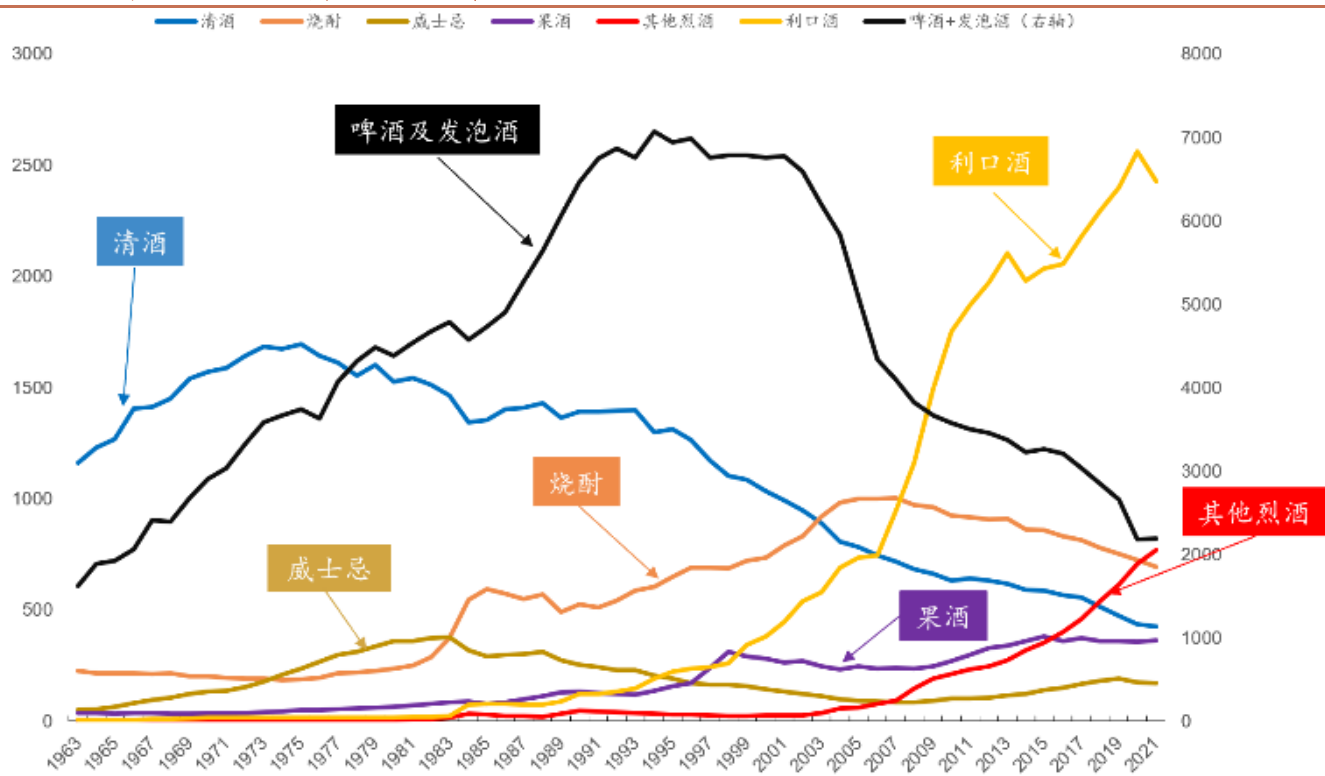
二、日、韩威士忌发展复盘及国威发展现状

中国威士忌发展仍处于相对初期的阶段，我们对比了与中国消费习惯相似的日本与韩国，复盘当地威士忌产业及本土威士忌品牌的发展经验，可以为中国威士忌的发展提供借鉴。

1、日本威士忌发展史：两度崛起生命力顽强，三得利伴随日威产业成长

饮用品类丰富多样，强势品类不断变迁。日本饮酒品类非常丰富多样，在二战之后先后经历了清酒、啤酒、威士忌、烧酎、啤酒利口酒、烈酒、威士忌的多次变迁。70 年代以来，清酒销量触顶回落，衰落是因为品质下降+创新不足，清酒在竞争中处于劣势，市场份额被其他酒类蚕食。80 年代，品质升级+营销创新，烧酒发力崛起。政策助推变化，契合时代需求。最近一轮日本酒类的发展由预调酒和烈酒基酒（用于调制预调酒和鸡尾酒等）带动。威士忌在日本酒类发展历程中，经历了两轮起落，至今成为了高端烈酒的代名词。

图 22：日本酒类变迁（销售量，百万升）



资料来源：日本国税厅、招商证券

日本威士忌百年来历经起步、高增长、衰退和再度崛起四个阶段，至今仍具有生命力。日本威士忌行业发展呈现显著的周期性特征，1923 年山崎蒸馏所成立标志日本威士忌正式起步，引进苏格兰威士忌酿造技术，并结合日本本土特色，开启探索之路。战时具有军队背景。1953 年《酒税法》修订，重新划分等级，取消熟成三年的制造要求，威士忌行业爆发增长，大众化推广，同时特级威士忌比例逐渐提高。1988 年酒税体系改革导致威士忌价格上涨，烧酒挤占份额，多酒厂关停，行业进入衰退期。2008 年以来，行业重焕新生，实现量价齐升，老年份酒供不应求，价格攀升。

表 6：日本威士忌行业发展阶段

发展阶段	政策背景	产品价格	消费场景	厂商数量	代表性企业
起步期 (1923-1952 年)	1940 年《酒税法》的实施，规范行业发展，引入威士忌分级制度，分为一、二、三级，分别征收不同等级的税收	平价产品是主流趋势，1946 年三得利推出托里斯调和威士忌开启三级威士忌热潮，单瓶售价约 300 日元，充分满足平均年薪约 10 万日元的大众消费	二战时期，威士忌成为战时管制品，军队对威士忌的需求量大；战后经济复苏消费场景主要是高级餐厅、酒吧、商务宴请等场所	1923 年山崎蒸馏所成立标志日本威士忌正式起步；1934 年余市蒸馏所成立，厂商数量较少	三得利、日果
高增长期 (1953-1983 年)	1953 年《酒税法》修订，重新将威士忌分为特级、一级和二级，并取消熟成三年的制造要求，使得生产商能够快速在短时间内生产威士忌	五百元、千元大战助长威士忌的大众化推广；特级威士忌消费结构逐渐提高，价格更高的谷物威士忌、单一麦芽威士忌逐步问世	50-60 年代：高端餐饮和商务场合的“洋酒”象征；60-70 年代：随着“Highball”流行，威士忌进入酒吧和家庭，消费大众化。1972 年“筷子行动”将消费场景从酒吧拓展至寿司店、居酒屋等。70-83 年代：随着经济繁荣和商务活动增加，高端威士忌成为礼品和商务宴请的首选	头部酒厂扩建蒸馏厂，新厂商不断涌现，产能增长较快，1964-1972 年威士忌产量从 0.6 亿升增至 1.7 亿升，年复合增速达 14%；	三得利、日果、三乐欧、麒麟-施格兰、东亚酒造
衰退期	1988 年酒税体系改革，威士忌税相继调高，导致威士忌		商务社交与礼品赠送、高端餐	从 1983 年到 2007 年威士忌	三得利、日果

(1984-2008 年) 威士忌的税额占比零售额的 36%，而烧酒税额只占零售额的 21%或者 14%，威士忌的税收始终高于烧酒；1996 税率再次修订，二者税收才趋于相同		总价格年年上涨	饮、酒吧、俱乐部、家庭等	威士忌市场萎缩到仅约巅峰时期的 17%，多家酒厂关停
2021 年日本烈酒制造商联合会颁布“日本威士忌行业新规”，有效打击日益猖獗的“伪日威”，使得行业健康发展。		国际化及知名度提升，日本威士忌的收藏价值提高，稀有年份酒类的价格攀升	加大对年轻人的营销，Q、news 系列（20 岁以上均可以饮酒）逐步推出，消费场景从主要的俱乐部和餐厅转向便利店和超市；口味上，更加推崇“轻盈”、“温和顺口”，贴合该时期大众的消费偏好；通过“Highball”新喝法，引领威士忌复苏，推动量增	消费复苏推动威士忌酒厂增加，2013 年威士忌工厂只有 9 家，2022 年已经增长至 52 家

资料来源：斯蒂芬·凡·艾肯《威士忌百科全书：日本》、日本国税厅、招商证券整理汇总

供给稀缺，横扫国际大奖，日威价格持续上行。进入 80 年代，日本威士忌行业遭遇了加大税收、取消划分等级的政策调整（不区分档次削弱形象，高档酒降价低档酒涨价使价格体系混乱）等冲击，行业动荡下小企业纷纷减停产甚至关闭，多个品牌先后推出的多款单一麦芽威士忌也难掩颓势。福祸相依，进入 21 世纪，日威凭借先前在产品工艺上的深耕，频繁在国际奖项中拔得头筹，独特的“日式风格”在全球范围发酵，国内消费也在三得利的新一轮宣传带动下开始全面复兴。更为重要的是，行业调整期产量的下滑使得现在日威高年份款产品异常稀缺，更引发消费者的狂热追捧。

表 7：世界威士忌大赏榜单（WWA）中获奖的日本威士忌品牌

时间	奖项名称	获奖产品	时间	奖项名称	获奖产品	时间	奖项名称	获奖产品
2007	全球最佳调和威士忌	响30年	2013	全球最佳调和威士忌	响21年	2019	全球最佳谷物威士忌	富士25年
	全球最佳调和麦芽威士忌	竹鹤21年		全球最佳调和麦芽威士忌	Mars Maltage 3+25		全球最佳调和威士忌	响21年
2008	全球最佳调和威士忌	响30年	2014	全球最佳调和麦芽威士忌	竹鹤17年		全球最佳调和麦芽威士忌	竹鹤25年
	全球最佳单一麦芽威士忌	余市1987	2015	全球最佳调和麦芽威士忌	竹鹤17年		全球最佳调和限量威士忌	秩父（限量）
2009	全球最佳调和麦芽威士忌	竹鹤21年	2016	全球最佳谷物威士忌	富士25年	2020	全球最佳单一麦芽威士忌	白州25年
2010	全球最佳调和威士忌	响21年		全球最佳调和威士忌	响21年		全球最佳谷物威士忌	富士30年
	全球最佳调和麦芽威士忌	竹鹤21年	2017	全球最佳麦芽桶威士忌	秩父2017		全球最佳调和限量威士忌	秩父（限量）
2011	全球最佳调和威士忌	响21年		全球最佳谷物威士忌	富士25年	2021	全球最佳调和限量威士忌	秩父（限量）
	全球最佳调和麦芽威士忌	竹鹤21年		全球最佳调和威士忌	响21年	2022	世界最佳调和威士忌	厚岸处暑
	全球最佳单一麦芽威士忌	山崎1984	2018	全球最佳单一麦芽威士忌	白州25年		世界最佳调和麦芽威士忌	安积山樱纯麦
2012	全球最佳调和麦芽威士忌	竹鹤17年		全球最佳调和麦芽威士忌	竹鹤17年	2023	世界最佳调和麦芽威士忌	竹鹤
	全球最佳单一麦芽威士忌	山崎25年		全球最佳调和限量威士忌	秩父（限量）		世界最佳调和限量威士忌	秩父

资料来源：WWA 官网、招商证券整理汇总

创新饮用方法，highball，带动威士忌年轻化，再现生机。Highball 是一种以威士忌为基酒、加入苏打水调制的长饮鸡尾酒，制作简单(威士忌+苏打水+冰块)、气泡感清爽，酒精度通常仅 8%-12%，比传统纯饮威士忌更温和易饮。三得利通过这一创新饮用方式推动威士忌消费群体年轻化，吸引了大量初次尝试酒精的 Z 世代、偏好低度酒的女性群体，以及注重“微醺社交”的都市白领。同时通过推广“角瓶 Highball”即饮包装，让威士忌从居酒屋走向便利店，成为年轻人日常小酌的选择。

图 23：三得利成功营销 Highball 拉动威士忌消费

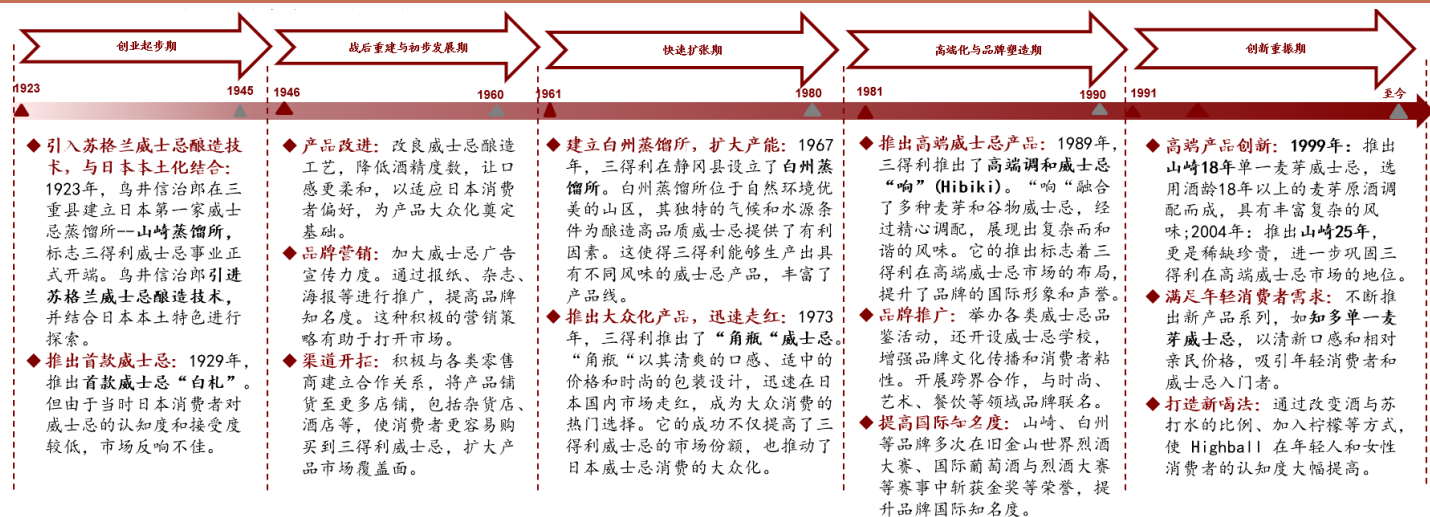


资料来源：三得利官网、招商证券

三得利与日本威士忌产业共同成长，当下市占率超 50%，建立了高端品牌形象。

三得利一直作为日本威士忌行业的龙头企业，先后经历了起步期（1923 年-1945 年）、战后发展期（1946-1960 年）、快速扩张期（1961-1980 年）、高端化与品牌塑造期（1981-1990 年）、创新重振期（1991 至今），与日威产业发展交叉共振。三得利在竞争加剧的市场环境中始终保持领先地位，具有先发优势；率先推出高端系列产品，垄断高端市场；尽管参与者增加，三得利仍保持龙头地位：从 2024 年竞争格局来看，三得利占约 55%-60%，其次是日果占比约 30%-35%，其他日本厂商（如富士御殿场、明石等）占比约 5%-10%，国际品牌（如帝亚吉欧、保乐力加）占比约 5%。

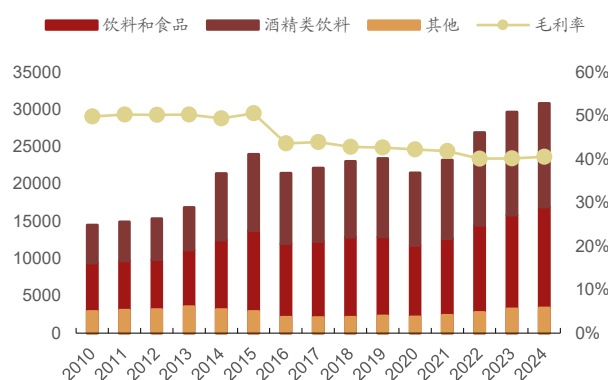
图 24：三得利成长史



资料来源：斯蒂芬·凡·艾肯《威士忌百科全书：日本》、招商证券整理汇总

打造全矩阵产品线，涵盖从入门级到收藏级单品。2024 年三得利酒精类饮料收入达到 1.7 万亿日元，威士忌产品矩阵完备，覆盖日本、美国、苏格兰威士忌，通过“日本威士忌树品牌，美国威士忌扩规模”的双轨策略，实现从高端到平价的全覆盖，满足多元化消费需求。其中，以山崎、响、白州为核心品牌，凭借本土橡木桶、传统工艺与稀缺性，布局高端产品线；同时又拥有以角瓶为代表平价调和威士忌；收购美国品牌金宾和美格后，布局波本威士忌赛道，主打高性价比与大众市场。

图 25：三得利集团营收拆分情况（亿日元）



资料来源：公司官网、招商证券

图 26：三得利主要产品情况

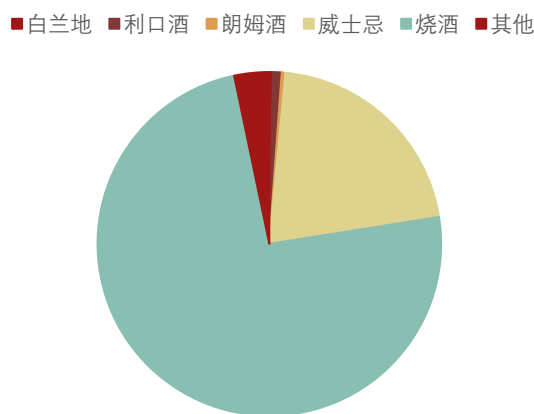


资料来源：天猫平台、招商证券整理汇总

2、韩国威士忌发展史：低度年轻化成功转型，居家饮酒兴起催化行业发展

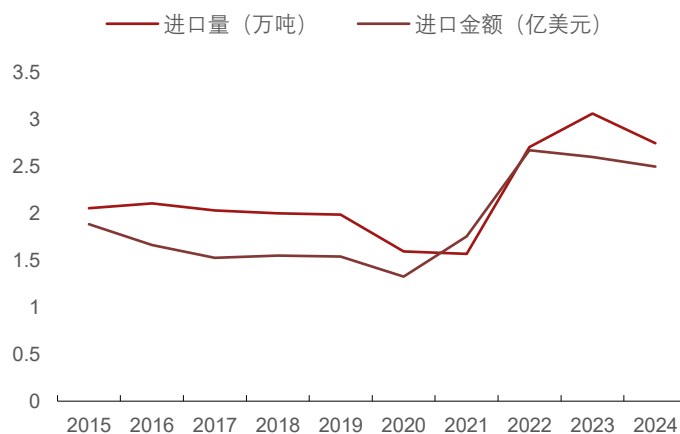
烧酒占主导地位的市场，威士忌焕发生机。韩国烈酒市场与中国类似，本土都有一款主导烈酒种类（烧酒 vs 白酒），据欧睿数据显示，2024 年烧酒占韩国烈酒的量/金额为 97.8%/74.2%，渗透进入了各类消费场景。在韩国这样饮酒结构高度单一的市场，威士忌仍有较好的发展，2024 年威士忌占韩国烈酒的量/金额为 1.4%/21%，为烧酒以外体量最大的烈酒，18-24 年量/金额的 CAGR 为 3%/9%。根据韩国关税厅数据显示，2022、2023 年威士忌进口量大幅增长 73%、13%至 2.7 万吨、3.1 万吨，居家消费催化威士忌销量大幅增长。

图 27：韩国市场烈酒结构（十亿韩元）



资料来源：欧睿、招商证券

图 28：韩国威士忌进口量及进口金额



资料来源：韩国国税厅、招商证券整理汇总

早期低迷期（2008-2014 年）：市场萎缩与定位困境。根据欧睿数据，韩国威士忌总销量从 2010 年近 2 万千升，降至 2015 年仅 1.56 万千升。文化上，威士忌被视为高价进口烈酒（税率曾达 100%），价格是烧酒的数十倍，且消费场景局限于商务宴请和风月场所，被贴上“阶级标签”。消费者层面，年轻群体因反感职场压迫和尊卑分明的饮酒礼仪，不愿服从上级劝酒规则，故而排斥威士忌，将其视为“老一辈”的偏好，转而消费烧酒和啤酒，老牌海外巨头收缩业务，保乐力

加出售“帝国”品牌，帝亚吉欧也关闭了在仁川的装瓶厂。

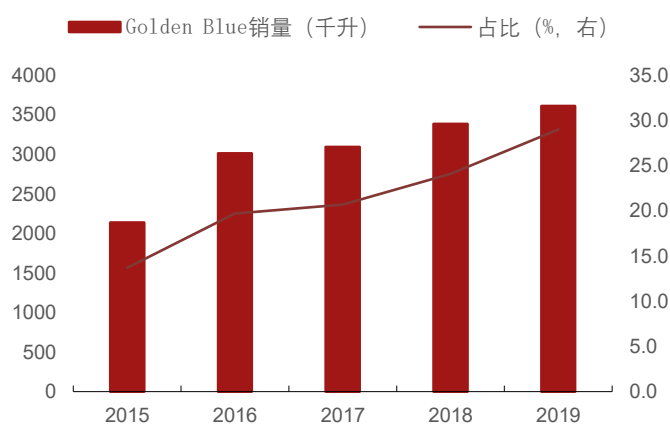
转型探索期(2015-2019年): MZ一代和女性群体引领低度酒潮流, Golden Blue 低度化创新实现强势增长。据韩国酒类贸易协会数据, 2022 年女性威士忌消费者占比提升至 35%, 较 2015 年的 18% 增长近一倍。年轻消费群体与女性更偏好口味温和、包装精致的低酒精度产品, 越来越多的威士忌品牌加速布局低度产品线。2015 年乐天推出 Golden Blue, 精准捕捉国内消费群体结构性变化与饮酒需求, 独创低度威士忌(低于苏格兰威士忌法定的 40 度), 以低廉的价格和新潮的包装迅速占领消费者心智, 三年销量飙升至 200 万箱, 在烧酒占绝对优势的市场上打出一片稳定的生存空间。据欧睿数据显示, 2019 年 Golden Blue 品牌在韩国威士忌市场中占比高达 29%, 高于帝亚吉欧的尊尼获加(3.4%)和保乐力加的帝国(4.2%), 具有绝对主导地位。

图 29: 韩国 Golden Blue 威士忌



资料来源: 威士忌中国、招商证券

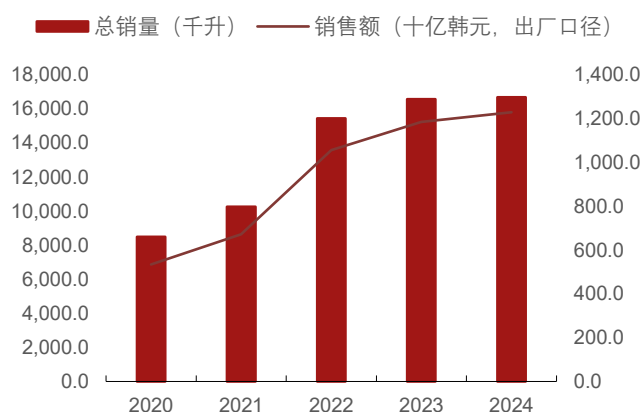
图 30: Golden Blue 销量及占比



资料来源: 欧睿、招商证券整理汇总

疫情催化期(2020-2024年): 居家饮酒文化兴起, 罐装 highball 即饮饮品增长潜力巨大。疫情之前, 顾客更多选择在餐馆或酒吧喝烧酒或啤酒, 疫情期间, 人们更多在家中享受威士忌, 许多人开始在超市或便利店购买威士忌在家饮用, 居家独饮场景越来越普遍。据欧睿数据显示, 18-24 年韩国 RTDs 市场量/金额的 CAGR 为 20.7%/23.7%, 可以看出, 消费者对即饮饮品的喜爱度提升, 希望能在任何时间、任何地点享受到独特的风味。以威士忌为基酒, 通过加入苏打水、冰块的做法(highball)受到年轻消费者的大力追捧, 同时威士忌厂商如 Golden Blue 推出“Kavalan 嗨棒威士忌苏打水”满足消费者对即饮的需求, 通过便利店、超市等渠道渗透。

图 31：韩国威士忌市场规模



资料来源：欧睿、招商证券

图 32：Kavalan 嗨棒威士忌苏打水



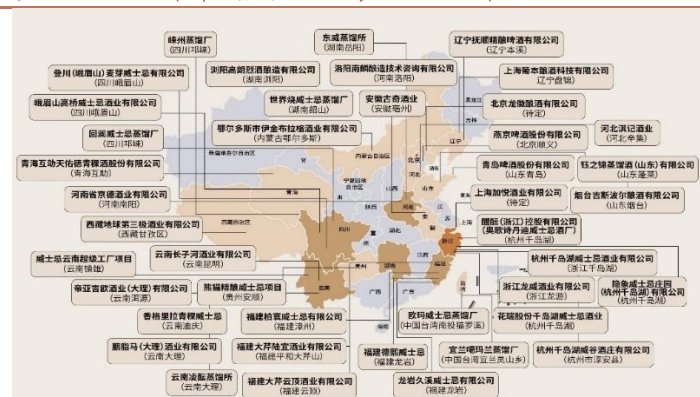
资料来源：韩国每日经济、招商证券

3、中国威士忌：行业起步阶段，产能及桶储量快速增长， 新国标出台助力行业健康发展

行业处于起步阶段，威士忌酒厂不断涌现，核心产区聚集。2023 年，中国境内（含中国台湾地区 2 家）威士忌生产单位达到 42 家，增速为 75%。新增的 18 家威士忌企业中，投产项目 11 个、在建项目 4 个、待建项目 3 个。地理分布方面，逐渐产区化，形成以福建、浙江、四川、云南为核心的国威产业集群。

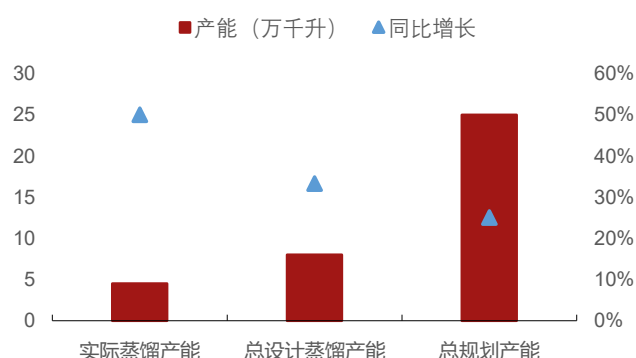
产能扩张速度快，众多企业布局跨界布局。2023 年，大陆地区实际蒸馏产能为 4.5 万千升，同比增长 50%；总设计蒸馏产能为 8 万千升，同比增长 33.3%；总规划产能为 25 万千升，同比增长 25%，产能快速扩张，未来规划总产能大。目前已形成超 80 个主要国产威士忌品牌，既有崂州、大芹、吉斯波尔等内资中国威士忌品牌，也涵盖以叠川为代表的外资中国威士忌品牌，品牌层面丰富度进一步增加。

图 33：2023 年中国威士忌生产项目统计



资料来源：中国酒业协会

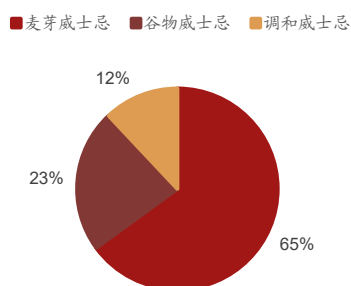
图 34：2023 年产能规模与同比增速



资料来源：《2023 中国威士忌行业发展报告》、招商证券

麦芽威士忌为主流，偏向中高端市场。从品类来看，2023 年中国麦芽威士忌占比超过一半，为 65%，调和威士忌仅占 12%，该趋势与全球市场有明显差异。全球威士忌总体消费市场中，调和威士忌牢牢占据消费主流，约占全球消费的 85%。中国威士忌消费市场进一步向麦芽威士忌倾斜。

图 35：麦芽威士忌占比超过一半



资料来源：《2023 中国威士忌行业发展报告》、招商证券

橡木桶保有量快速增长，两年及以下的桶陈占比约 90%。从桶陈规模来看，企业橡木桶总体保有量为 45 万个，同比增长 50%；整体桶陈总量超过 6 万千升，同比增长 20%。其中，10 年及以上桶陈量约为 1000 千升；5-10 年桶陈量为 6000-10000 千升；2 年及以下桶陈量为 55000 千升，与去年相比，增加了 10000 千升。

表 8：2023 年中国威士忌橡木桶保有量与桶陈数量

	数量	增速
橡木桶保有量	45 万个	同比+50%
桶陈总量	60000-65000kL	
桶陈 10 年及以上	1000kL 以内	同比+20%
桶陈 5-10 年	6000-10000kL 以内	
桶陈两年及以下	55000kL	

资料来源：《2023 中国威士忌行业发展报告》、招商证券

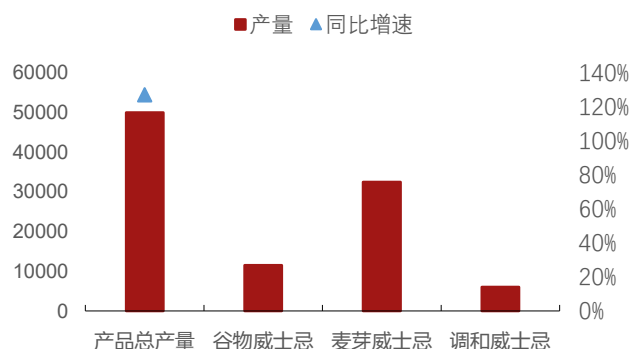
新国标正式出台，加快国产威士忌行业健康良性发展。2025 年 1 月 24 日，威士忌新国标 GB/T 11856.1-2025《烈性酒质量要求第 1 部分：威士忌》发布，对威士忌的原料、生产工艺、木桶使用等细节进行规范，部分内容对标外国产区，同时又留出余地，助力起步阶段的中国威士忌未来的创新发展。百润股份旗下子公司上海巴斯克酒业有限公司在新国标主要起草单位中排名靠前，在威士忌生产的核心技术、工艺和产品设计上具备行业认可的领先性，也彰显百润股份在国产威士忌行业长久布局的决心。

新国标在桶陈年份和风味上具有中国特色。新国标规定威士忌原酒在木桶中陈酿时间不应少于 2 年，并且将“风味威士忌”正式纳入到威士忌分类中，而国际上威士忌陈酿普遍需要 3 年，且风味威士忌被视为区别于传统的威士忌一类产品。新国标规定更适合当前国威发展阶段，产区独特的风土特点或成为众多年轻蒸馏厂的突破口。

表 9：威士忌新国标与其他国家威士忌标准的对比

规定	新国标	苏格兰	美国
陈酿时间规定	单一麦芽威士忌在橡木桶中陈酿时间不应少于 3 年，威士忌原酒在木桶中陈酿时间不应少于 2 年	威士忌至少陈酿三年	威士忌要求至少陈酿两年

图 36：2023 年中国威士忌产量及同比增速



资料来源：《2023 中国威士忌行业发展报告》、招商证券

木桶使用规定	麦芽威士忌仅可使用橡木桶进行陈酿，谷物威士忌的木桶材质未作特定限制	明确规定必须在橡木桶中陈酿	要求使用“木桶”(wooden casks)，并未对木桶的材质进行限定。
橡木片使用规定	仅谷物威士忌可使用橡木片，且需在标签标示	不允许使用橡木片替代木桶陈酿	部分威士忌在二次熟成中会使用橡木片
风味威士忌规定	将“风味威士忌”正式纳入到威士忌分类中，以威士忌为酒基，添加食品用天然香料、香精，可加糖或不加糖调配而成的饮料酒	风味威士忌被视为区别于传统的威士忌的一类产品	风味威士忌被视为区别于传统的威士忌的一类产品
原料与工艺规定	单一麦芽威士忌在生产中不应使用外源性酶，采用铜制壶式蒸馏器进行2次~3次蒸馏。	单一麦芽威士忌在生产中不应使用外源性酶，采用铜制壶式蒸馏器进行2次~3次蒸馏。	对威士忌的原料和工艺规定相对较为宽松，部分威士忌可以使用食用酒精等进行调配

资料来源：威士忌新国标、招商证券整理汇总

我们梳理了中国威士忌企业的主要产能及背景信息：

噶玛兰：2005 年由台湾金车集团在宜兰建立，2006 年蒸馏出首滴新酒，2008 年推出首款单一麦芽威士忌。酒厂位于宜兰县，名字取自宜兰原住民“噶玛兰族”，寓意传承土地恩赐。亚洲威士忌标杆，累计斩获超 590 项国际金牌，包括 2015 年“世界最佳单一麦芽威士忌”(WWA)等顶级奖项，以“亚热带风土+桶艺创新”打破传统产区垄断，产能达 1000 万瓶/年。

云拓：国际酒业巨头帝亚吉欧在中国设立的首座威士忌酒厂，位于云南大理洱源，并于 2024 年 11 月 15 日正式落成。规划年产能为 2300 千升，产品尚未上市，预计 25 年发布

崂州：百润股份 2017 年起投资建设，定位国内最大威士忌酒厂，累积投资近 40 亿，拥有 3.6 万吨威士忌生产产能。2021 年崂州蒸馏厂建成投产，10 月举行“开元桶”灌装仪式，首批原酒开始桶陈。2023 年 12 月公司完成第 30 万支陈酿桶灌注，选用中国特色黄酒桶，目前储酒超过 50 万桶。2025 年威士忌流通产品逐步上市，打造“崂州”+“百利得”双品牌。

大芹：2007 年由吴松柏创立，扎根福建漳州大芹山（海拔 1544.8 米），是中国大陆首家单一麦芽威士忌酒厂。累计斩获 132 项国际大奖，包括 2025 年“亚洲最佳蒸馏厂”（亚洲威士忌赛事最高荣誉），成为中国威士忌产业的里程碑。年产能 4000 千升，储备近 6 万桶原酒，未来规划 20000 千升产能。

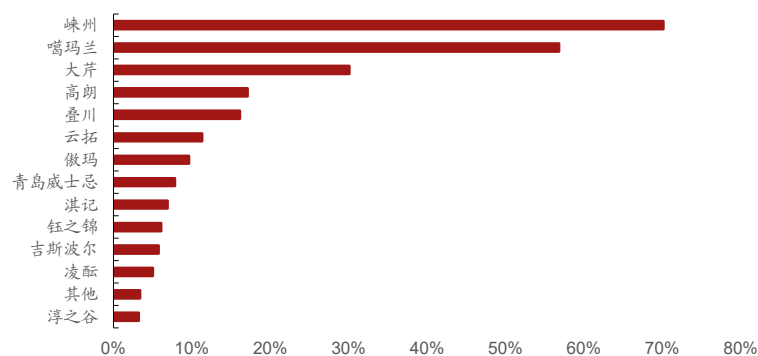
叠川：国际烈酒巨头保乐力加（Pernod Ricard）在中国四川峨眉山投资建设的首个麦芽威士忌品牌，以“中国风土、中国原料、中国酿造理念”为核心， 2023 年 1 月威士忌产能提升至 400 万升。2023 年 12 月正式推出首款纯麦芽威士忌，定位为奢华档品牌，旗舰产品定价 888 元/瓶。

淇记：淇记蒸馏厂（QiJi Distillery）位于河北省石家庄市辛集市（北纬 38°），是中国本土威士忌品牌中以“风味桶创新”和“本土原料融合” 为核心竞争力的代表。其品牌定位聚焦于轻盈优雅的东方风味（青梅/泥煤/啤酒风味桶），区别于传统苏格兰威士忌的强烈烟熏感，强调“平衡、精致”的口感体验。未来 3-5 年扩建产能至 1000 千升/年。

凌酝：凌酝威士忌（Lingyun Whisky）是中国云南大理的本土威士忌品牌，以“融合云南风土，打造东方风味”为核心定位，通过原料、工艺和桶陈创新展现独特地域文化，独创咖啡桶、玫瑰花桶、普洱茶桶等（咖啡豆与威士忌桶双向发酵），形成“威士忌桶酿咖啡”衍生产品链桶陈库容，年产能 70 千升，桶陈酒达 1300 桶。

高朗：湖南高朗烈酒有限公司成立于 2013 年，是国内威士忌出口量较高的企业之一。2018 年，该公司注册成立了国内较早的一家大型单一麦芽威士忌酿造基地——浏阳高朗烈酒酿造有限公司，专注于国际烈酒如威士忌、伏特加、白兰地等的酿造、生产和销售。

图 37：最受关注的中国本土威士忌品牌



资料来源：百瓶、招商证券

表 10：已投产主要威士忌生产企业

分类	产地	品牌	集团	背景	投产时间	产能（千升）
预调酒企业	四川邛崃	崂州	百润股份	跨界	2021	36000
海外烈酒巨头	云南洱源	云拓	帝亚吉欧	外资	2024	2300
海外烈酒巨头	四川峨眉山	叠川	保乐力加	外资	2021	4000
海外烈酒集团	湖南浏阳	高朗	高朗集团	外资	2021	4000
威士忌企业	山东烟台	吉斯波尔	烟台吉斯波尔酿酒有限公司	主业	2013	3000
威士忌企业	福建漳州	大芹	福建大芹陆宜酒业	主业	2014	4000
威士忌企业	河北辛集	淇记	河北淇记酒业有限公司	主业	2020	600
威士忌企业	云南	凌酝	云南凌酝蒸馏所	主业	2019	70
葡萄酒企业	山东蓬莱	钰之锦	烟台海市酒业	主业	2015	
白酒及啤酒企业	山东青岛	青岛威士忌	青岛威士忌蒸馏所酒业有限公司	跨界	2022	/
白酒及啤酒企业	青海	天佑德	青海互助天佑德青稞酒股份有限公司	跨界	2012	/

资料来源：百润招股书、酒业家、威士忌国度、洱源发布、招商证券整理汇总

三、百润股份：中国威士忌开元品牌，“百利得+崂州”双品牌运作，产能、渠道、产品协同、品牌营销优势明显

1、布局早，体量大，打造国产威士忌第一品牌

百润布局早，体量大，打造国产威士忌第一品牌。百润股份基于国际酒类市场研究，以及考虑自身业务协同性，公司从 2016 年起筹划崂州蒸馏厂建设，启动威士忌业务规划，酒厂所在地崂州地理环境适宜酿酒、水源优质。2017 年起公司开始实质性投资建设威士忌产线，定位国内最大威士忌酒厂。2021 年崂州蒸馏厂建成投产，10 月举行“开元桶”灌装仪式，首批原酒开始桶陈。2023 年 12 月公司完成第 30 万支陈酿桶灌注，选用中国特色黄酒桶。2025 年威士忌流通产品逐步上市，一季度调和威士忌流通款产品百利得上市，依托预调酒渠道网络铺货、便利店体系等进行铺货销售。二季度单一麦芽威士忌流通款产品崂州上市，新招商烈酒渠道销售。公司先发优势明显，产、储能行业领先，未来有望打造中国威士忌第一品牌。

表 11：百润股份核心事件

年份	阶段	核心事件与进展	关键数据/成果
2016	战略启动	启动威士忌业务规划，筹建崂州蒸馏厂。	决策依据：基于国际酒类市场（尤其是日本市场）研究，目标实现产品矩阵延伸（低度→高度、低成瘾→高成瘾）。
2017	产能建设	实质性投资建设威士忌产线，崂州蒸馏厂进入施工阶段。	年报披露：成都伏特加及威士忌新建工程投入预算 5 亿元；累计总投资近 40 亿元，定位国内最大威士忌酒厂（产能基础奠定）。
2020	基酒储备布局	非公开发行融资 10 亿元，全部投入烈酒（威士忌）陈酿熟成项目。	橡木桶投资 7 亿元：采购波本桶、雪莉桶、红酒桶（200L/桶，均价 4000 元）；实现威士忌基酒（70 度）储藏能力 3.4 万千升。
2021	投产与产能扩展	1. 崂州蒸馏厂建成投产； 2. 10 月举行“开元桶”灌装仪式，首批原酒开始桶陈。	年报披露：伏特加及威士忌新建工程完工；麦芽威士忌陈酿熟成项目开工（预算 16 亿元）；完成全产业链布局。
2023	特色化储备	12 月完成第 30 万支陈酿桶灌注，选用中国特色黄酒桶。	产能储备：150,000 只雪莉桶（225L/桶），可储藏威士忌原酒（70 度）3.375 万千升。
2024	市场验证	1. 5 月：首发蒙古栎桶威士忌，试水小众风味； 2. 11 月：限量版“创世版”上市并售罄； 3. 同期推出两个威士忌品牌。	验证市场热度：创世版快速售罄标志产品接受度高；正式开启品牌化运作。
2025	商业化放量	Q1：调和威士忌流通款产品百利得上市，依托预调酒渠道网络铺货。 Q2：单一麦芽威士忌流通款产品崂州上市，依托烈酒渠道销售。	渠道优势：覆盖全国 2116 个经销商，实现规模化放量。

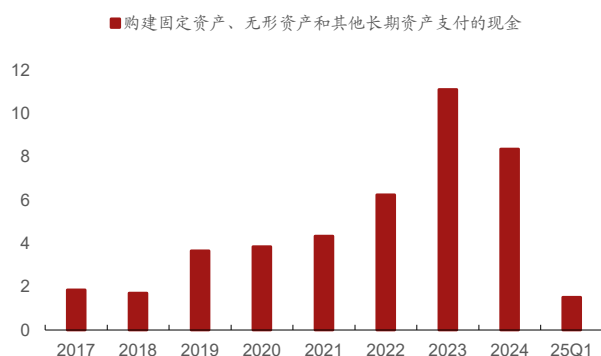
资料来源：公司官网、招股书、招商证券整理汇总

威士忌业务投资近 40 亿，当下实现威士忌产能 3.6 万吨。公司投资建成了完备的威士忌酿造及桶储产能，奠定了行业领先的地位。2017 年以来累积形成 CAPEX42.63 亿，其中大部分用于威士忌项目的建设，2017 年投资 5 亿，建设伏特加及威士忌生产项目，总体产能规划 3.1 万吨伏特加（及谷物威士忌）和 0.5 万吨威士忌，形成了 3.6 万吨威士忌原酒产能。我们认为，在市场规模仅 60 亿，

相对小众的赛道,投资 40 亿酿酒,体现出了公司对威士忌行业的长期坚定看好,以及对做中国威士忌品牌开元者的信心。此外,我们认为公司威士忌生产线可以与主业协同,体现在原材料保障和品牌打造上,后续章节会展开分析,正是有了这样的优势,也让公司敢于在行业尚未起量阶段下重注,保障先发优势。

桶储超过 50 万支,未来 4-5 规划 100 万桶原酒储备。威士忌桶也是重要的固定资产投资,占公司陈酿熟成投资金额的接近 60%,2020 年非公开发行股票募资 10 亿,投资于陈酿熟成项目橡木桶,涵盖了包括波本橡木桶、雪莉橡木桶、红酒橡木桶等桶型,实现约 3.4 万千升威士忌基酒(酒精度为 70 度)的储藏能力。2021 年公司发行可转债募资 11 亿,投资于麦芽威士忌陈熟项目,采购 15 万支橡木桶,实现 3.375 万吨麦芽威士忌原酒储藏能力。威士忌的风味物质来源和主要成本来自于桶储,公司自 2021 年工厂建成以来持续推进桶储,2025 年 6 月 15 日,国内威士忌代表企业岷州蒸馏厂正式完成灌注其第 50 万支陈酿桶,迎来成立以来在桶陈方面的历史性时刻。未来 4-5 年内完成实现 100 万桶原酒储备。

图 38: 百润 2017 年以来的资本开支(亿元)



资料来源: Wind、招商证券

图 39: 百润威士忌项目投产信息

时间	项目名称	投资金额	规划产能	募资方式及金额	购置橡木桶占比
2017	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0.5万吨威士忌产能	/	/
2020	烈酒(威士忌)陈酿熟成项目	11.74亿元	3.4万吨威士忌原酒(酒精度为70%)的储藏能力	非公开发行股票 约10.06亿元人民币	59.63%
2021	麦芽威士忌陈酿熟成项目	15.60亿元	3.375万吨麦芽威士忌原酒(酒精度约70度)的储藏能力	可转债 11.28亿元人民币	57.71%

资料来源: 公司招股书、招商证券整理汇总

2、产能优势: 产能、桶陈总量、橡木桶保有量均处于绝对领先地位

威士忌与酱酒对比: 均是重资产行业、是时间的朋友。威士忌与酱酒都是重资产投入的行业,酱香型白酒的重资产体现在产能扩建的投资,以及储酒占用资金。威士忌的重资产体现在储酒需要橡木桶投资,以及占用资金。酱酒需要时间沉淀,是指经历一年的发酵周期后,仍需要存放至少 3-5 年来减少辛辣,使口感变得更加柔和,香气更为浓郁,高年份酱酒更是有稀缺性的标签。威士忌 70% 的风味来自于橡木桶,桶陈的时长决定了风味复杂度,大部分威士忌的陈年黄金时间往往会在 10-20 年之间出现。

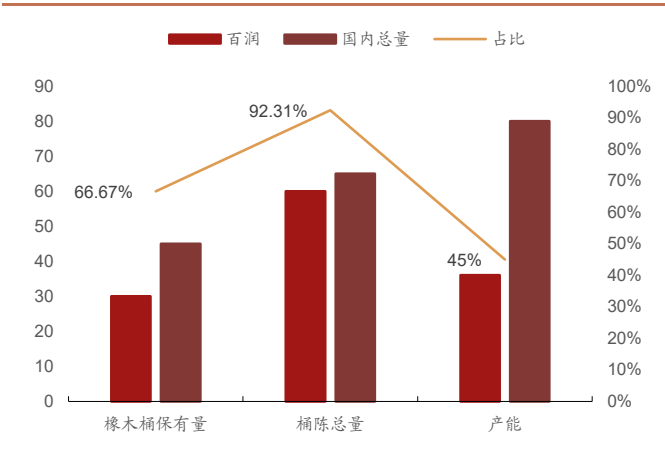
在产能、桶陈总量、橡木桶保有量方面,百润在国威中处于绝对领先地位。行业对比来看,在产能方面,百润的岷州蒸馏厂全年产能为 3.6 万吨,大陆地区威士忌行业总产能为 8 万吨,约占 45%;在橡木桶保有量方面,2023 年岷州蒸馏厂橡木桶保有量为 30 万个,大陆地区总橡木桶保有量为 45 万个,约占 67%;在桶陈量方面,2023 年岷州蒸馏厂桶陈量为 60000 吨,大陆地区桶陈总量为 65000 吨,约占 92%,公司在生产能力、产能规模和产品数量都位于国产品牌首位。

图 40：威士忌与酱酒对比

	CAPEX及资金占用	需要储酒的原因	高年份溢价
酱香型白酒	以茅台酒十四五技改项目为例，投资155亿，产能2万吨，储能8.5万吨	新酒较为辛辣，存放3-5年后口感变得更加柔和，香气更为浓郁，继续存放酯类物质富集，口感更绵密	年份酒多用于调味酒，高年份产品定价高于一般产品，如：茅台15年（4280元）、红运郎（2399元）
威士忌	以百润三期项目合计投资32.3亿为例，产能3.6万吨，储能6.8万吨	70%的风味来自于橡木桶，桶陈的时间决定了风味复杂度，不同类型桶陈会有不同的风味	标注12年、15年、18年等经典年份，打造稀缺性，如：麦卡伦18年雪莉桶（3225元）、高原骑士18年（899元）

资料来源：公司数据、招商证券整理汇总

图 41：百润在国产威士忌行业中的占比

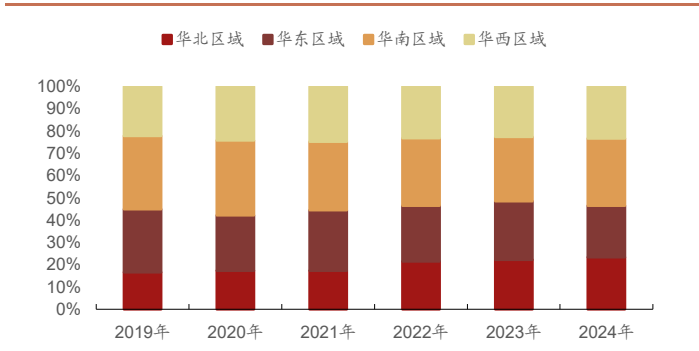


资料来源：公司招股书、《2023 中国威士忌行业发展报告》

3、渠道优势：原有预调鸡尾酒成熟网络为百利得销售赋能

鸡尾酒成熟网络赋能威士忌销售，“快消化”渠道资源的精准嫁接。近五年百润经销商数量持续增长，2024 年底达到 2068 家，其中华东、华南区域占比为 26%、29%（销售额占比 33%、31%），预调酒与威士忌主销区域相近，根据百瓶数据，威士忌消费金额前 20 大城市中，华东、华南占比 5 个、7 个，消费者消费意愿强，消费群体数量多。公司凭借在华东、华南区域的渠道优势，可以快速扩大市场，完成渠道铺货。公司的经销商以快消品流通商为主，终端覆盖便利店、零食量贩系统等高渗透场景，百利得作为快消品，渠道复用性强，可实现渠道资源的精准嫁接。

图 42：各区域经销商占比



资料来源：Wind、招商证券

图 43：2024 年百瓶 APP 商城消费金额 TOP20 城市

排名	城市	排名	城市
1	上海市	11	杭州市
2	北京市	12	烟台市
3	广州市	13	苏州市
4	佛山市	14	成都市
5	深圳市	15	汕头市
6	东莞市	16	天津市
7	中山市	17	信阳市
8	青岛市	18	福州市
9	南京市	19	海口市
10	合肥市	20	武汉市

资料来源：百瓶 2024 威士忌行业报告、招商证券

4、产品协同：威士忌可作为预调酒生产原料，消费群体重叠度高

威士忌（伏特加）是预调酒生产原料，产品协同推广。威士忌与公司预调酒业务的产品协同体现在 3 方面：1）威士忌（伏特加）是预调酒生产的原材料，公司预调酒原先需外采烈酒，产能扩建后可自酿满足原材料需求，可以更把控品质，降低成本波动。在悲观的预期下，公司威士忌业务发展不及预期，投资产能也可用于主业的基酒生产。在行业新兴阶段，更具备抗风险能力。2）威士忌打造成

功后可推出相应 highball 产品，打造品牌协同，以日本的 Jim BEAM HIGHBALL 为例，其使用品牌威士忌作为基酒调出。

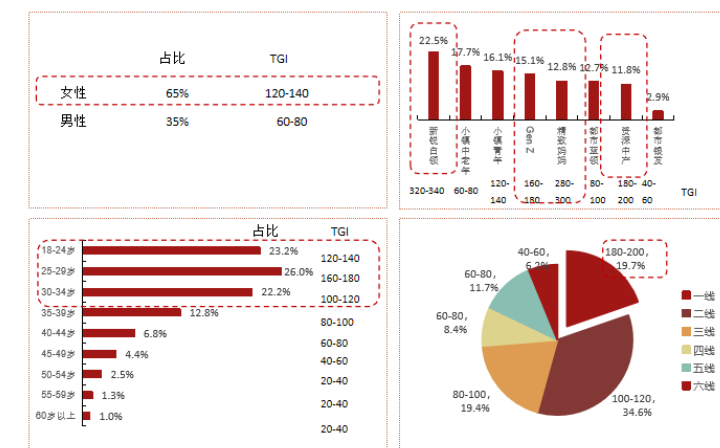
消费群体相近，获客能力有望复用。消费群体相同，根据《中国年轻人低度酒品类文化白皮书》，低度酒的消费群体主要特征是一二线年轻人，新锐白领，女性占比高，这与当下中国威士忌消费的主力人群重叠度高，公司在消费者调研、获客经验、以及把握年轻消费者群体心理上更有积淀，能力有望复用。

图 44：威士忌（伏特加）是预调酒生产原料



资料来源：京东、招商证券

图 45：低度酒的消费群体主要特征



资料来源：《中国年轻人低度酒品类文化白皮书》、招商证券

5、学习日威：桶陈创新，赋予本土化风味

日本威士忌创新水榭木，赋予日威独特风味。二战期间国际木材贸易受阻，日本酒厂启用水榭木，水榭木是原产于日本北海道地区的橡木，日本酒厂通过改进制桶技术（如延长烘烤时间、调整炙烧强度）增强桶板稳定性，改善了木材渗透性差的问题。经水榭木陈酿的威士忌呈现出不可复制的风味：檀香与线香、泥土与苔藓、微妙的甜润感。这种“东方禅意”的风味体系赋予日威独特的文化记号。

图 46：日本水榭木



资料来源：威士忌国度、招商证券

崂州蒸馏厂选用中国特有的黄酒桶、蒙古栎桶进行桶陈，尝试威士忌本土化创新。黄酒作为中国传统发酵酒，有独特发酵工艺与丰富风味。崂州巧妙将其融入威士忌陈酿，把黄酒残液附于桶内壁，或采用二手黄酒桶，带来甜润果脯香、米酿醇香交织的独特风味；蒙古栎是中国北方特有橡树品种，崂州克服其木材特性难题，

改进制桶工艺，蒙古栎桶陈酿的威士忌具有独特东方木质调、烟熏与矿物感、深色浆果香。岷州通过对陈酿桶的创新性尝试努力构建中国威士忌独特风味体系。此外，其他国产威士忌品牌也在积极探索中国特色风味，如凌酝威士忌创意性的将云南的咖啡豆和玫瑰花融入威士忌酿造。

图 47：岷州蒸馏厂采用的黄酒桶



资料来源：岷州蒸馏厂微信公众号、招商证券

图 48：岷州蒸馏厂采用的蒙古栎桶



资料来源：岷州蒸馏厂微信公众号、招商证券

6、学习美威：体验式营销，强化消费者教育

肯塔基威士忌体验式文旅路线带火当地威士忌品牌。1999 年肯塔基酿酒商协会（KDA）联合 7 家头部酒厂（如 Jim Beam、Maker's Mark）推出“波本之路”，以旅游为媒介，将酒厂参观、工艺体验与历史叙事结合，首次系统性打造威士忌主题文旅线路，通过沉浸式的体验设计，如亲手调制专属波本、开放稀有酒款品鉴等，带动当地威士忌品牌市场知名度快速提升。此外，2022 年发起“先预订，后体验”活动，通过预约制制造稀缺感，配合 Instagram 打卡激励，游客年轻化趋势显著。

图 49：肯塔基波本旅游路线图



资料来源：肯塔基酿酒商协会、招商证券

设立 峡州蒸馏厂体验中心，推动 体验式营销。峡州蒸馏厂体验中心是国内首个以威士忌为主题创新融合酒旅+文旅的综合性园区，将互动、沉浸、社交、消费多维融合，游客可以通过沉浸式展览，体验威士忌的原料、生产工艺和风味、观看威士忌剧场表演，体验中心于 2025 年 4 月向大众游客开放，预计年接待游客达 20 万人，未来将会是峡州蒸馏厂进行消费者培育的重要窗口。

图 50：峡州蒸馏厂剧场表演



资料来源：峡州蒸馏厂微信公众号

图 51：峡州蒸馏厂桶处理工艺



资料来源：峡州蒸馏厂微信公众号

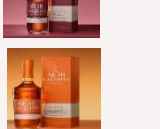
布局 一线城市品牌体验店“峡州吧”，强调与 消费者的互动。峡州吧设立在上海和广州，为威士忌爱好者、高端餐饮从业者提供新品品鉴（如小批量发售的限量款或未装瓶原酒）体验。峡州蒸馏厂通过酒吧场景将独特的风味和产品传递给核心消费者，设置独立展柜展示峡州特色桶陈威士忌，是传播品牌文化，布局 C 端市场的重要抓手。

7、产品推新：“峡州”+“百利得”品牌双轮驱动

产品矩阵初步成型，“峡州”“百利得”两大品牌覆盖多元需求。百润目前打造“峡州+百利得”双品牌。“峡州”系列主打单一麦芽威士忌，定位 高端威士忌品牌。“百利得”系列主打调和威士忌，定位 大众威士忌品牌。2024 年 11 月，峡州和百利得创世版限量发售；2025 年 1 月限量发售峡州雪莉荟萃单一麦芽威士忌，定价为 799，布局 高端产品线。2025 年 3 月和 6 月，百利得、峡州流通产品上市。

表 12：百润上市产品情况

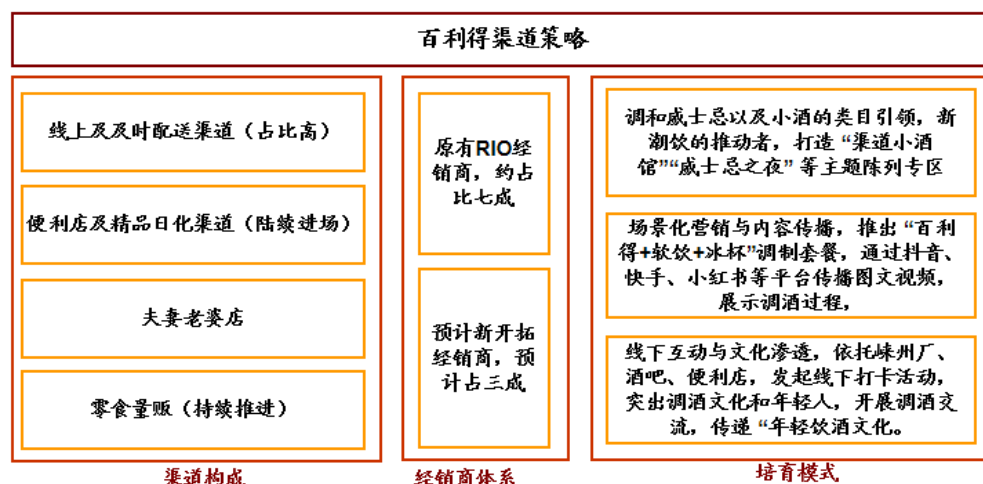
品牌	产品	推出时间	风味	规格	定价	造型	主要销售渠道
峡州	创世版单一麦芽威士忌	2024.11	果香、香料、香甜、谷物	700ml	399 元（限量发售 10000 瓶）		线下销售
百利得	创世版单一调和威士忌	2024.11	花香、果香、草香、木香	700ml	399 元（限量发售 10000 瓶）		线下销售
峡州	雪莉荟萃单一麦芽威士忌	2025.1	果香、香甜	700ml	799 元（限量发售 5699 瓶）		线下销售

百利得	22 单一调和威士忌	2025.3	轻盈顺滑，细腻果香	50ml	20.9 元		线上官方店铺和线下经销商渠道
				125ml	29.9 元		
				500ml	99 元		
				700ml	119 元		
崂州	66 单一调和威士忌	2025.6	甜美馥郁，每一滴酒液皆为风味甄萃	500ml	219 元		线上官方店铺和线下经销商渠道
				700ml	259 元		
			甄选单一麦芽威士忌				
			果干收尾	700ml	229 元		
崂州	STR 红葡萄酒桶单一麦芽威士忌	2025.6	果香、甜香	700ml	279 元		线上官方店铺和线下经销商渠道
			烤坚果，巧克力	700ml	339 元		
			泥煤波本单一麦芽威士忌				
			烤麦芽，烟草	700ml	339 元		
崂州	阿蒙蒂亚雪莉桶强单一麦芽威士忌	2025.6	果香、甜香、花香	700ml	499 元		线上官方店铺和线下经销商渠道

资料来源：公司微信公众号、天猫平台、招商证券整理汇总

百利得多规格推新，线下多渠道推进，吸引新消费群体尝鲜。25 年 3 月，“百利得”流通产品 22 和 66 上市，规格涵盖 50ml 到 700ml 不等，主要依托原有 RIO 经销商，同时新开拓一批经销商。渠道上，开拓线下便利店、日化、小店和零食量贩渠道。培育模式上：1）类目引领，做新潮饮的推动者，打造渠道小酒馆。2）场景化营销，推出调酒套餐，通过抖音、快手、小红书平台传播。3）线下互动发起打卡活动，培育年轻消费群体。

图 52：百利得渠道推广策略

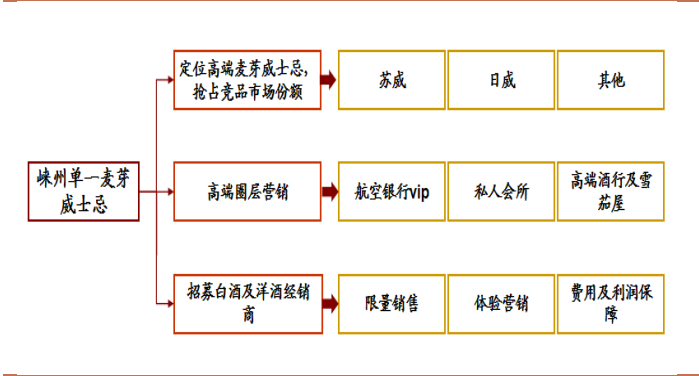


资料来源：渠道调研、公司公告、公司官网、招商证券

崂州布局高端单一麦芽威士忌，推进高净值人群的圈层营销，有望打造国威高端品牌。25 年 1 月“崂州”系列流通产品上市，布局高端单一麦芽产品线，对标高端苏威、日威（如麦卡伦、山崎等品牌），主要抢占海外竞品市场份额。品牌培育，主要通过开展圈层营销，在高净值人群聚集的航空、银行 vip 渠道、私人

会所、高端酒行等渠道开展品鉴，经销商的选择上，更多是招募白酒和洋酒类经销商，依托其背后的人脉资源打开销售局面。我们认为，高端品牌的打造并非一日之功，崂州先优优势明显，储酒实力强，未来随着储酒年份提升、勾调工艺的精进，有望立足于高端市场。

图 53：崂州定位及打法



资料来源：公司公告、招商证券

8、消费碎片化下小酒行业快速发展，百利得卡位国威小酒

小酒市场快速扩容，消费碎片化、年轻群体少量饮酒观念下有望持续增长。小酒（单瓶容量 50-250ml）市场近年来规模持续增长。据尚善数据显示，当下中国小酒市场规模约 200 亿元，占整体酒类市场的 2%。对比海外市场，小酒通常占酒类销售额的 12-15%。随着消费碎片化趋势和“一人饮”“微醺经济”的兴起，尤其是在追求适量、健康饮酒以及自由饮酒的当下，小酒市场年复合增长率有望保持在 10%-15%。小酒品类多样，包含白酒、果酒、保健酒、威士忌等，其中白酒小酒占比超 60%，主要品牌是江小白、小郎酒、红星等，主要覆盖餐饮、流通、等渠道，其次是果酒/保健酒小酒等，威士忌及海外其他烈酒小酒多见于在高线城市便利店及线上渠道。

表 13：主要小酒产品对比

	产品	品类	体量	生产公司	容量	度数	价格	渠道
	百利得 22	威士忌	上市初期	百润股份	50ml 125ml	40%vol	20.9 元 29.9 元	线上、便利店、夫妻老婆店、零食量贩
	江小白、果立方	白酒、果汁酒	亿元级别	重庆瓶子星球酒业	168ml	15%vol	12.2 元 23.8 元（便利店）	便利店、餐饮、线上
	小劲酒	保健酒	60-70 亿	劲牌有限公司	125ml	35%vol	16 元	小商店、超市、餐饮、酒吧、线上
	小郎酒	白酒	约 30 个亿	四川郎酒	100ml	45%vol	17 元	零售、餐饮、线上
	红星二锅头	白酒	20-30 亿（整体公司规模）	北京红星	100ml	56%vol	7 元	超市、便利店、餐饮

	百加得	朗姆酒	2024 年中国烈酒进口额 21.3 亿美元，预计小酒占比 10-20%	百加得公司	50ml	40%vol	21.8 元	便利店、线上
	绝对伏特加	伏特加		瑞典威恩仕集团	50ml	40%vol	25.2 元	便利店、线上
	杰克丹尼田纳西州	威士忌		百富门	50ml	40%vol	29.9 元	便利店、线上
	尊尼获加耀澄	威士忌		帝亚吉欧	50ml	40%vol	23.9 元	便利店、线上
	芝华士 12 年	威士忌		保乐力加	50ml	40%vol	28.6 元	便利店、线上
	尊美醇	威士忌		保乐力加	50ml	40%vol	23.6 元	便利店、线上
	蓝宝石	金酒		百加得	50ml	47%vol	31.6 元	便利店、线上

资料来源：罗森便利店、淘宝、天猫、中国酒类进出口商分会、搜狐酒业、招商证券整理汇总
注：海外烈酒价格主要参考便利店价格

劲酒小酒逆势增长，注重质价比、品牌年轻化内容营销破圈以及稳健的渠道策略是成功的关键。2025 年上半年小劲酒高速增长，在如今酒业调整期成为了罕见的增长极。分析其爆发的原因，我们认为主要有 3 点：**1）注重品质（养生酒）及质价比：**劲酒多年来持续提升产品品质，强化药效功能与保健功效，与年轻消费者对健康饮酒需求提升不谋而合，此外公司定价仅为 16 元/125ml，质价比高，尝鲜成本低。**2）品牌年轻化：**劲酒组建专职内容团队，打造了“中国威士忌”、“熬夜救星”“姨妈神器”等概念与标签，此外公司也抓住新媒体营销风口，在线上抖音、小红书等平台进行宣传，实现破圈。在饮用方式上也持续创新，推出劲酒与红牛、雪碧、维 C 等饮料的混饮方式，并在消费群体中持续传播，年轻、女性消费群体占比持续提升；**3）稳健的市场策略及渠道共赢，**发展不激进，不给渠道压货，主要考核动销，保证经销商每年 10%以上利润，坚持非饱和销售策略，这保障了强大的渠道推力。

图 54：劲酒线上宣传方式



资料来源：小红书、劲酒微信公众号、招商证券

百利得切入小酒市场前景广阔，品牌调性强调情绪表达。百利得 22 两款小酒，50ml 定价为 20.9 元，125ml 定价为 29.9 元，对标当下国内体量较大的小酒如劲酒、小郎酒、江小白，百利得 22 125ml 价格处于相对较高的位置。我们认为，公司可以推出一款 40 度以下、定价 20 元以内（100ml）的入门级威士忌小酒，参与国产小酒的竞争。在便利店渠道，对标海外烈酒小容量装（50ml），百利得

22 50ml 价位位于中下水平，公司可以强化消费者教育，依托渠道优势、性价比优势，实现小酒放量。品牌营销上，百利得更强调与消费者的情感链接，宣传语是“情绪时刻，至少还有百利得”。公司发布多部短片，讲述了在工作后的放松、朋友闺蜜聚会的友情，家中与父亲的亲情场景，百利得均陪在你的身边。此外，公司通过与名创优品联名，打造线下小酒馆，线下快闪打卡，领取品牌周边。在公众号上，也发布了调酒指南，多种口味新手友好特调，宣传调酒文化，让消费者更有互动感和体验感。

图 55：百利得品牌营销方式



资料来源：嵊州蒸馏厂微信公众号、招商证券整理汇总

四、盈利预测及投资建议

1、行业预测：预计 2030 年我国威士忌市场可达 150 亿，百润威士忌销售 24 亿元

行业空间：由于消费者的情绪消费及代际消费转移、行业标准的确立及供给侧的驱动，中国威士忌市场有望迎来加速增长阶段，我们将行业分为 2025 年-2030 年、2030 年-2035 年两阶段，第一阶段为品类爆发期，国产品牌供给推动，威士忌消费群体走出原有小众圈子，被大众所尝试。第二阶段为快速发展期，消费者对品类概念和酒体标准有初步的判断，行业稳健发展。假设 2025-2030 年威士忌出厂口径增速 CAGR 分别为 16%。预计 2030 年我国威士忌出厂规模达到 150 亿。届时中国威士忌占烈酒消费额的比例约为 1.5%，这一比例仍低于全球平均水平的 22%，与韩国威士忌占烈酒消费量接近，我们认为，这一比例是在国内有一款统治地位的烈酒时可以达到的水平。

国产威士忌及百润市占率：伴随着产能释放、本土风味产品的出现，以及消费者的持续教育，国产威士忌市场占有率有望快速提升，对标世界主要威士忌消费国家，我们认为国产威士忌品牌市占率有望达到 3-4 成。百润旗下崂州蒸馏厂作为国威的开元品牌，有望引领行业扩容，其竞争优势明显，我们认为其品牌市占率有望在 2030 年达到 16%，对应 24 亿销售规模（出厂）。中期有望达到 40 亿以上规模。

表 14：百润威士忌业务预测

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
威士忌出厂口径（百万元）	7000	8152	9493	11056	12876	15000
yoy		16%	16%	16%	16%	16%
百润市占率	6%	8%	11%	13%	15%	16%
百润威士忌业务销售额（百万元）	385	652	997	1382	1867	2400
yoy		69%	53%	39%	35%	29%

资料来源：Wind、招商证券测算

2、收入预测：预计公司 2029 年营收 59 亿，其中威士忌 19 亿，预调酒企稳略增

威士忌业务：崂州+百利得双品牌运作，预计 2025 年收入 3.85 亿，其中百利得 2.25 亿，崂州 1.6 亿，由于调和威士忌单价相对较低，渠道协同效应强，消费者尝鲜比例高，预计 26-29 年增速为 95%/62%/40%/35%，2029 年收入 13.4 亿，崂州单一麦芽品牌培育需要时间，相对长周期，预计 26-29 年增速为 33%/34%/35%/35%，29 年收入 5.2 亿，29 年合计威士忌收入 19 亿。

预调酒业务：微醺新品推动产品进入第二增长周期，预计 25-29 年增速为 19%/15%/10%/8%/6%，清爽经过两年调整基本进入稳定状态，预计 25-29 年增速为 -13%/-3%/0%/3%/3%，清爽 25 年调整承压，预计 25-29 年增速为 -18%/0%/0%/0%/0%，轻享 25 年上市后，单年度有望贡献 0.6 亿收入，后逐年递增。

香精业务：预计 2025-2029 年增速为 7%/7%/7%/7%，预计 29 年收入 4.7 亿。

合计公司 2025-2027 年收入为 34.6 亿、39.4 亿、45.2 亿、51.7 亿、58.9 亿，
同比+13.6%、13.9%、14.7%、14.3%、13.9%

表 15：百润收入预测

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入	3,264	3048	3,461	3,944	4,522	5,166	5,886
yoy	25.9%	-6.6%	13.6%	13.9%	14.7%	14.3%	13.9%
威士忌收入			385	652	997	1,382	1,867
yoy				69.4%	52.9%	38.6%	35.1%
其中：百利得			225	439	711	995	1,343
yoy				95.0%	62.0%	40.0%	35.0%
崂州			160	213	286	387	524
yoy				33.4%	34.0%	35.3%	35.3%
预调酒收入	2,884	2,676	2,680	2,870	3,075	3,307	3,510
yoy	27.8%	-7.2%	0.2%	7.1%	7.2%	7.5%	6.1%
其中：微醺	816	861	1,027	1,182	1,301	1,406	1,491
yoy	-14.2%	5.5%	19.2%	15.1%	10.1%	8.1%	6.1%
强爽	1,500	1,230	1,070	1,038	1,038	1,069	1,101
yoy	173.7%	-18.0%	-13.0%	-3.0%	0.0%	3.0%	3.0%
清爽	225	271	222	222	222	222	222
yoy	30.0%	20.0%	-18.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
香精收入	317	337	361	386	414	443	474
yoy	13.2%	6.3%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%

资料来源：Wind、招商证券测算

3、盈利预测及投资建议

毛利率：假设预调酒业务毛利率稳中略升，威士忌业务毛利率略高于预调酒水平，
预计 25-27 年公司毛利率为 69.8%、70.7%、71.4%

费用率：新产品扩张周期，预计费用率整体平稳，预计 25-27 年公司销售费用率、
管理费用率分别为 24.1%、24.0%、23.5%以及 6.6%、6.4%、6.2%

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 8.3 亿、9.9 亿、11.5 亿，同比+15%、
19%、17%，当下对应 2025 年 31.1X PE，给予 30 元目标价，维持“强烈推荐”
评级。

表 16：百润盈利预测

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3264	3048	3461	3944	4522
同比增长	25.9%	-6.6%	13.6%	13.9%	14.7%
营业利润(百万元)	1025	923	1065	1271	1492
同比增长	57.4%	-9.9%	15.3%	19.4%	17.4%
归母净利润(百万元)	809	719	827	985	1153
同比增长	55.3%	-11.2%	15.0%	19.1%	17.1%
每股收益(元)	0.77	0.69	0.79	0.94	1.10
P/E(倍)	31.8	35.8	31.1	26.1	22.3
P/B(倍)	6.4	5.5	4.9	4.6	4.0

五、风险提示

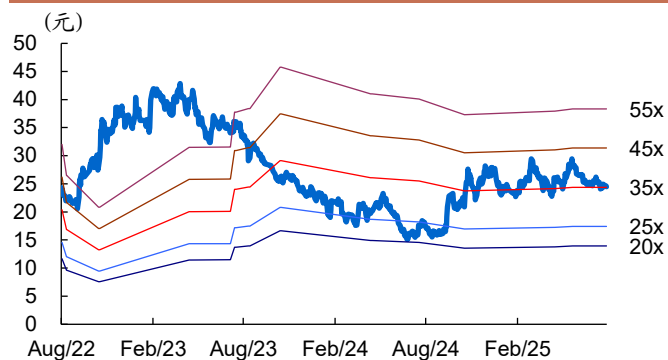
消费者培育不及预期：威士忌作为舶来品，消费者认知相对薄弱，如果公司培育市场不及预期，预计销量增长缓慢

海外烈酒巨头及国产品牌竞争加剧：海外烈酒巨头具备丰富的威士忌品牌运营经验，如若加大中国威士忌市场布局，市场竞争或加剧

生产品质不及预期，消费者反馈平淡：崂州蒸馏厂 2021 年开始生产威士忌，生产的年份相对较少，前期品质把控对公司考验更高

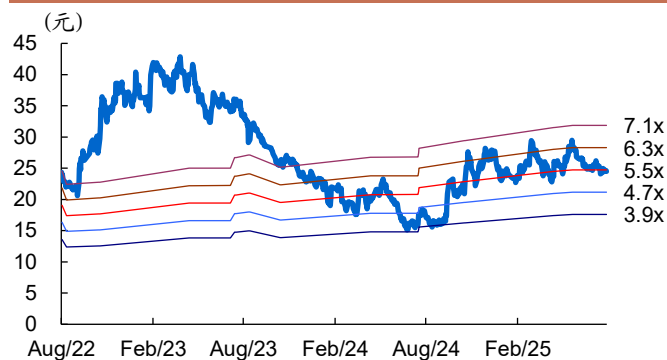
渠道拓展不及预期：威士忌下游经销商招募及渠道扩张不及预期

图 56: 百润股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 57: 百润股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《百润股份（002568）—预调酒企稳，威士忌扬帆起航》2025-04-30
- 2、《百润股份（002568）—预调酒下滑，费用率上升》2024-10-31
- 3、《百润股份（002568）—Q2 预调酒同比下滑，H2 强爽基数恢复正常》2024-07-31

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3048	3463	2936	3264	3713
现金	1879	1931	1228	1366	1545
交易性投资	0	50	50	50	50
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	216	260	283	322	369
其它应收款	33	31	35	40	46
存货	780	1043	1172	1295	1485
其他	142	148	168	191	219
非流动资产	4063	4656	4953	5230	5489
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2564	2925	3273	3596	3896
无形资产商誉	493	480	432	389	350
其他	1007	1251	1247	1245	1243
资产总计	7111	8119	7889	8494	9202
流动负债	1999	2299	1560	1763	1618
短期借款	891	1042	372	451	127
应付账款	499	546	617	682	782
预收账款	110	87	98	108	124
其他	498	623	472	522	586
长期负债	1069	1123	1123	1123	1123
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1069	1123	1123	1123	1123
负债合计	3068	3422	2683	2886	2741
股本	1050	1049	1049	1049	1049
资本公积金	1646	1569	1569	1569	1569
留存收益	1349	2068	2580	2986	3844
少数股东权益	(0)	10	7	3	(1)
归属于母公司所有者权益	4044	4687	5199	5605	6463
负债及权益合计	7111	8119	7889	8494	9202

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	562	673	1016	1160	1315
净利润	807	716	827	985	1153
折旧摊销	182	210	263	282	301
财务费用	49	40	34	20	16
投资收益	(0)	(2)	(59)	(59)	(59)
营运资金变动	(506)	(251)	(48)	(67)	(95)
其它	30	(40)	(1)	(1)	(1)
投资活动现金流	(1104)	(883)	(501)	(501)	(501)
资本支出	(1111)	(836)	(560)	(560)	(560)
其他投资	7	(47)	59	59	59
筹资活动现金流	(128)	230	(1218)	(521)	(636)
借款变动	346	279	(869)	79	(324)
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	(8)	(76)	0	0	0
股利分配	(525)	0	(315)	(579)	(295)
其他	60	28	(34)	(20)	(16)
现金净增加额	(669)	19	(703)	138	179

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3264	3048	3461	3944	4522
营业成本	1087	924	1044	1154	1323
营业税金及附加	177	177	201	230	263
营业费用	708	750	834	947	1063
管理费用	193	204	228	252	280
研发费用	106	100	114	130	144
财务费用	2	26	34	20	16
资产减值损失	(3)	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
投资收益	37	59	59	59	59
营业利润	1025	923	1065	1271	1492
营业外收入	4	2	2	2	2
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	1028	923	1065	1271	1492
所得税	221	207	241	290	343
少数股东损益	(3)	(3)	(3)	(4)	(5)
归属于母公司净利润	809	719	827	985	1153

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	25.9%	-6.6%	13.6%	13.9%	14.7%
营业利润	57.4%	-9.9%	15.3%	19.4%	17.4%
归母净利润	55.3%	-11.2%	15.0%	19.1%	17.1%
获利能力					
毛利率	66.7%	69.7%	69.8%	70.7%	70.7%
净利率	24.8%	23.6%	23.9%	25.0%	25.5%
ROE	20.7%	16.5%	16.7%	18.2%	19.1%
ROIC	16.2%	12.2%	15.0%	16.2%	17.4%
偿债能力					
资产负债率	43.1%	42.1%	34.0%	34.0%	29.8%
净负债比率	12.6%	15.3%	4.7%	5.3%	1.4%
流动比率	1.5	1.5	1.9	1.9	2.3
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.7	1.0	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	19.1	12.8	12.7	13.0	13.1
应付账款周转率	2.2	1.8	1.8	1.8	1.8
每股资料(元)					
EPS	0.77	0.69	0.79	0.94	1.10
每股经营净现金	0.54	0.64	0.97	1.11	1.25
每股净资产	3.85	4.47	4.95	5.34	6.16
每股股利	0.50	0.30	0.55	0.28	0.33
估值比率					
PE	31.8	35.8	31.1	26.1	22.3
PB	6.4	5.5	4.9	4.6	4.0
EV/EBITDA	10.4	10.8	9.1	7.9	6.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。