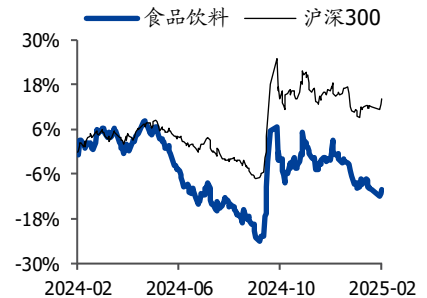


食品饮料

以日为鉴探路径，国威启航谱新章——威士忌行业专题

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号: S0680524120001

邮箱: liziyu1@gszq.com

分析师 陈熠

执业证书编号: S0680523080003

邮箱: cheniy5@gszq.com

相关研究

- 《食品饮料：2025年春节点评：需求政策共振，消费积极复苏》 2025-02-03
- 《食品饮料：周观点：白酒动销明显转暖，微信拓展“群送礼物”》 2025-01-26
- 《食品饮料：周观点：普五停货提价，糖蜜成本下行，蓝色功能裂变》 2025-01-19

威士忌：全球六大烈酒之首，量价齐升奢侈品属性。威士忌为六大烈酒之首，2023年全球市场规模近5000亿元；全球产区高度集中，苏威占据绝对主导，2022年全球出口量中占比67%。全球来看，**威士忌行业量价齐升，销量维持增长趋势；吨价方面，威士忌品类提价较频繁，各家公司、各大单品多有提价，且稀缺威士忌奢侈品属性凸显，具备投资价值。**

以日为鉴：平价+即饮培育大众，本土+稀缺突破高端。借鉴日本威士忌市场发展历程，消费升级及饮食西化为大背景，同时在新市场的培育中：

(1) 产品路径上，先借平价大单品打开大众市场，再逐步完善价格带、培育高端产品；(2) 渠道路径上，从即饮向多元场景延伸，日威借助小酒吧业态初步教育消费者；(3) 消费者培育路径上，采用大量广告营销+创新文化渗透并进的方式，从饮用场景、饮用方式等多维度进行培育，并形成独特的日本威士忌文化。**复盘三得利发展历史，酒类为三得利增速最快、盈利能力最强的业务，2023年酒精饮品收入10457亿日元，同比+11.8%。1929年三得利发行首款威士忌“白札”，1937年推出“角瓶”获得初步成功，1946年发行高性价比的Torys打开大众市场，Old大单品打开品牌认知。此后三得利着手培育高端市场，1980s-1990s先后推出山崎、响、白州系列，2000s起在国际赛事中屡获大奖，成功实现高端化及全球化。我们认为三得利的成功原因为：坚守匠心工艺、传承与本土创新相结合、抢先占领消费者心智并以国际大奖强化品牌、稀缺价值弯道超车。**

中国威士忌：进口品牌主导，国产蓄势待发。2023年中国威士忌出厂规模约55亿元，市场规模尚小，其中外资品牌占据主导，保乐力加/帝亚吉欧/三得利以22%/18%/11%的市场份额占据前三。分价格带来看，无年份酒集中于100~200元价格带，年份酒广覆盖100元以上价格带。分渠道来看，当前即饮/非即饮占比约55%/45%，非即饮渠道占比逐步提升，多元场景有待培育。**我们认为当前国产威士忌已蓄势待发，2025-2026年或迎来第一波国威浪潮并带动中国威士忌行业整体扩容：供给端自2024年底起将释放大量成品酒产能，资金回转需求下品牌商或密集推新品做市场；需求端中国烈酒市场或从单一白酒向多元烈酒演变，年轻群体追求个性、情绪消费，或助力威士忌破圈。我们测算中国威士忌在烈酒中占比或达5%，出厂市场空间约300亿元，终端市场空间超600亿元。**

国威品牌：新品上市初启程，着力培育消费者。我们认为品牌方的发力成为决定市场成长速度和空间的关键因素，在产品、渠道、消费者培育路径三方面的举措尤为关键。近期国产威士忌新品陆续上市，普遍定位中高端价格带，平价产品线有待完善。国产威士忌蒸馏厂已先后推进新品上市、本土创新、酒庄打造、国际赛事获奖、消费者培育等布局，**考虑到市场仍处于萌芽期，广宣及文化渗透等创新营销方式或加码。**其中百润股份的 峡州蒸馏厂自2016年筹建，合计斥资数十亿元，桶陈产能预计超6万吨，“做中国自己的威士忌”是峡州品牌创立初心，25Q1或正式发行流通产品，价格带或下移至100~200元。峡州先发投入壁垒深厚，未来或为国威领军者。传统酒企方面，青啤、郎酒等多家头部酒企布局威士忌产能，但多在产能建设期，建议关注集团规划及产能建设进程。

风险提示：经济环境及消费力恢复不及预期，新品风味与消费者口味不符，费用投入效果欠佳，行业发展初期乱序竞争，测算误差风险。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002568.SZ	百润股份	买入	0.77	0.71	0.81	0.92	30.10	33.61	29.09	25.83
600600.SH	青岛啤酒	买入	3.13	3.26	3.60	3.90	25.00	21.14	19.14	17.64

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

内容目录

一、威士忌：全球六大烈酒之首，量价齐升奢侈品属性	4
二、以日为鉴：平价+即饮培育大众，本土+稀缺突破高端	9
2.1 日威复盘：先平价后高端，先即饮后多元	9
2.2 三得利复盘：坚守创新迎复兴，本土特色战高端	13
2.2.1 大单品演变：从平价到高端，提价强化品牌	13
2.2.2 坚守匠心工艺打磨产品，借差异化与稀缺性弯道超车	15
三、中国威士忌：进口品牌主导，国产蓄势待发	18
3.1 市场现状：“小众舶来品”，进口品牌主导	18
3.2 国产威士忌蓄势待发，供需合力推动热潮	20
3.2.1 供给端：近年桶陈量大幅增加，重资投入需回转资金	20
3.2.2 需求端：顺应多元消费趋势，年轻化+大众化破圈	21
3.3 测算中国威士忌市场出厂空间约 300 亿元	23
四、国威品牌：新品上市初启程，着力培育消费者	25
4.1 国产威士忌新品上市，消费者培育有待深化	25
4.2 代表企业：岷州先发重资投入，啤白企业广布局	27
4.2.1 岷州：桶陈威士忌超 6 万吨，先发投入壁垒深厚	27
4.2.2 传统酒企：白酒啤酒跨界布局，关注新品及战略调整	28
风险提示	30

图表目录

图表 1: 威士忌酿造工艺	4
图表 2: 威士忌按原料分类	4
图表 3: 威士忌常见桶型及代表品牌	5
图表 4: 壶式蒸馏器（左）和柱式蒸馏器（右）	5
图表 5: 经橡木片浸泡处理 15d 后的威士忌原酒香气轮盘	5
图表 6: 苏威、美威和日威的主要区别	6
图表 7: 全球威士忌市场规模及增速	6
图表 8: 2022 年全球六大烈酒市场份额	6
图表 9: 2022 年威士忌 CR4 产量占比	6
图表 10: 2022 年威士忌主要产区出口量（万千升）	6
图表 11: 全球威士忌各产区 TOP10 品牌	7
图表 12: 全球威士忌销量前 30 名品牌 2023 年销量及 2019-2023 年销量复合增速	7
图表 13: 2022 年至今部分威士忌品牌提价历史及幅度	8
图表 14: 60 种威士忌价格与年份的关系	8
图表 15: 截止 2023 年年底过去 10 年奢侈品投资指数涨幅	8
图表 16: Torys Bar 中发售的《洋酒天国》杂志及 Uncle Torys 动画	10
图表 17: 1961 年三得利推出“喝 Torys, 游夏威夷”活动	10
图表 18: Suntory Old 广告	10
图表 19: 1970-1980 年 Suntory Old 威士忌销量迅速增长	10
图表 20: 日本威士忌分级制度改革	10
图表 21: 日本各级威士忌消耗占比变化	10
图表 22: 日本威士忌、烧酒销售量比例	11
图表 23: 三得利部分核心大单品提价历史	12
图表 24: 日本威士忌市场历史复盘（单位：百万升）	12
图表 25: 三得利营业总收入及各业务收入	13
图表 26: 三得利营业收入分业务结构	13
图表 27: 三得利分业务收入增速	13
图表 28: 三得利分业务营业利润率	13
图表 29: 三得利威士忌产品矩阵	14

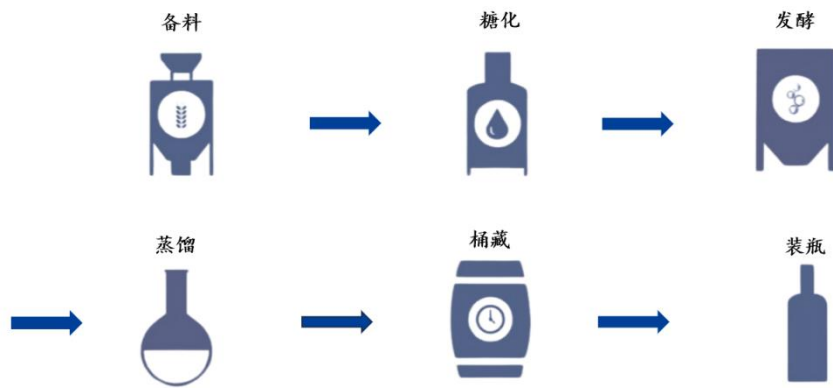
图表 30:	早期三得利白札 (左) 和角瓶 (右)	15
图表 31:	2023 年除苏威外世界威士忌销量 top5 (单位: 万箱)	15
图表 32:	日本主要威士忌蒸馏厂分布情况	16
图表 33:	山崎蒸馏厂和白州蒸馏厂	16
图表 34:	山崎蒸馏厂内的蒸馏器	16
图表 35:	余市蒸馏厂内的单式蒸馏器	16
图表 36:	2001-2014 日本威士忌的主要获奖情况	17
图表 37:	2015-2023 年日本威士忌重要奖项	17
图表 38:	国内威士忌历年进口量	18
图表 39:	2021-2024H1 年各类烈酒进口量占比	18
图表 40:	2023 年各酒企在中国威士忌市场零售额占比	18
图表 41:	2023 年国内威士忌酒厂分布	18
图表 42:	中国市场主要威士忌产品	19
图表 43:	2023 年中国威士忌分品类即饮及非即饮渠道占比	20
图表 44:	中国威士忌分品类零售额占比	20
图表 45:	2023 年中国华南及华东地区威士忌消费场景占比	20
图表 46:	中国市场威士忌消费场景分布	20
图表 47:	中国部分威士忌酒厂建设进度及产能规划	21
图表 48:	2023 年中国威士忌不同时长年份酒的桶存量	21
图表 49:	日本、美国、中国各品类烈酒销量/销售额占比	22
图表 50:	2023 年国内威士忌消费人群年龄分布	22
图表 51:	2023 年国内威士忌消费人群职业分布	22
图表 52:	2023 年国内威士忌消费人群收入分布	22
图表 53:	2023 年国内威士忌消费人群地区分布	22
图表 54:	中国市场威士忌印象分布	23
图表 55:	中国年轻消费者喝酒原因统计	23
图表 56:	测算一: 根据各线城市人口占比测算威士忌市场空间	23
图表 57:	测算二: 根据各年龄段人口占比测算威士忌市场空间	24
图表 58:	中国威士忌市场空间测算	24
图表 59:	国产威士忌部分已上市产品	25
图表 60:	岷州蒸馏厂烈酒文化中心	26
图表 61:	叠川麦芽威士忌酒厂	26
图表 62:	岷州特色蒙古标桶	26
图表 63:	中国威士忌获得国际赛事奖项	26
图表 64:	中国市场系列威士忌宣传活动	27
图表 65:	公司威士忌产能及陈酿熟成项目	27
图表 66:	岷州、百利得威士忌新品	28
图表 67:	2023 年至今岷州获 3 大权威赛事 9 项奖彰	28
图表 68:	中国白酒、啤酒公司威士忌业务布局	29
图表 69:	郎酒庄园部分景观	29
图表 70:	郎酒集团峨眉山高桥威士忌就业项目效果图	29

威士忌为国内食品饮料行业新赛道，仍处于萌芽阶段，2023年中国威士忌市场出厂口径约55亿元，远低于白酒、啤酒数千亿元的市场规模。本文旨在通过复盘日本威士忌市场及三得利品牌的发展历史，回答当下市场关注的两大问题：威士忌新兴市场如何培育？本土品牌如何打造？并基于中国威士忌行业现状，测算中国威士忌市场有多大潜在空间？中长期视角下品牌方如何作为？

一、威士忌：全球六大烈酒之首，量价齐升奢侈品属性

威士忌为六大烈酒之一，历史底蕴深厚丰富。威士忌是以麦芽、谷物为原料，经备料、糖化、发酵、蒸馏、陈酿、调配制成的蒸馏酒，酒体呈较透明的琥珀色及浅金色，口感丰富多样、整体醇厚浓烈，酒精度数通常为40%~60%vol，与龙舌兰、白兰地、伏特加、朗姆酒和金酒并列世界六大烈酒。最早以大麦为原料酿造威士忌的文字记录可追溯至15世纪的苏格兰，当前已具备数百年历史。

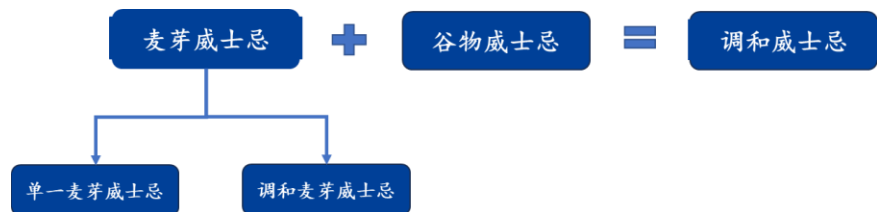
图表1：威士忌酿造工艺



资料来源：《威士忌随身手册》，国盛证券研究所

威士忌根据原料可以分为麦芽威士忌、谷物威士忌和调和威士忌：**麦芽威士忌**以大麦为唯一原料发酵、且通常在壶式蒸馏器中蒸馏，风味更浓厚丰富。其中若基酒为同一蒸馏厂生产则为单一麦芽威士忌，若为多个蒸馏厂生产则为调和麦芽威士忌，单一麦芽威士忌更能体现该蒸馏厂的独特风味。**谷物威士忌**以玉米、小麦等非大麦原料制成、通常采用塔式蒸馏器，风味通常较温和、带有谷物的甜味。**调和威士忌**由麦芽和谷物基酒混合调配制成，风味更平衡，是产销量最大的品类。

图表2：威士忌按原料分类



资料来源：国盛证券研究所绘制

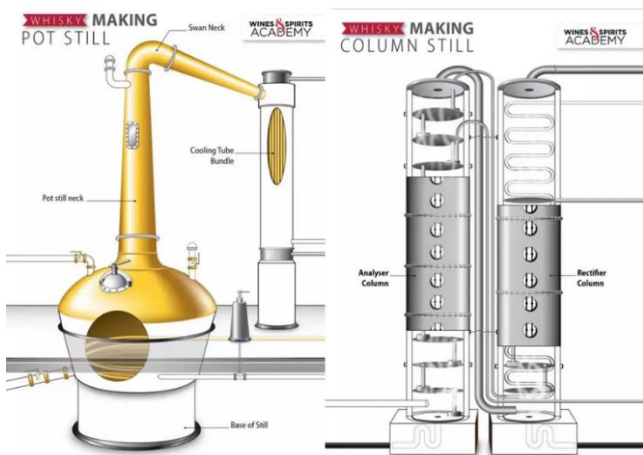
原材料、蒸馏器、桶型及陈酿等形成多元风味。**(1)原料方面**，麦芽、玉米等不同原材料赋予威士忌底层不同的风味；泥煤燃烧释放酚类化合物，熏烤麦芽并赋予威士忌焦油、灰烬、碘和烟熏等具有属地风格的风味；水质的软硬影响发酵过程的酸度和酵母菌的絮凝，大部分酒厂偏向采用略偏碱性、矿物质含量较低的软水。**(2)蒸馏器方面**，最常见的两种蒸馏器是壶式蒸馏器和塔式蒸馏器：壶式蒸馏器能更好保留原料香气和发酵香，常用于麦芽威士忌的生产，保留个性化，但蒸馏过程需要小批量进行；塔式蒸馏器可连续不间断蒸馏，便于大规模量产，但风味留存相对较少，主要用于谷物威士忌的生产。**(3)桶型及陈酿方面**，陈酿木桶对风味形成的影响占60%~70%，通过增添、削弱、交互和氧化等效应，不同的桶（如波本桶、雪莉桶、朗姆桶等）会赋予威士忌独特的颜色、香气和口感。不同陈酿时长也会影响威士忌风味的醇厚度，黄金陈酿时长通常为15~20年，时间不足则易香气寡淡、口感辛辣，时间过长则威士忌的骨架变弱、受桶影响过重而口感粗糙。

图表3: 威士忌常见桶型及代表品牌

桶型	风味影响	特点	代表品牌
波本桶	带来香草、椰子、黄油、太妃糖等甜香，可能伴有皮革、肉豆蔻的深沉香气	由美国白橡木制成，成本较低、易于购买，是威士忌酿造中最常见的桶型	格兰菲迪、格兰威特
雪莉桶	带来干果、葡萄干、坚果等风味，可能伴有甜香料、焦糖化和焦糖风味	曾存放雪莉酒的橡木桶，多由西班牙橡木制成，成本高昂，常用于特定蒸馏厂和高级别的威士忌	麦卡伦、亚伯乐
波特桶	带来黑莓、香草、李子等果香，以及巧克力和橡木等更复杂的风味	曾存放陈酿葡萄牙波特酒（一种加强型葡萄酒）的橡木桶，由欧洲橡木制成，能赋予威士忌独特的果味和酸度	艾伦、格兰杰
水榭木桶	带有檀香、沉香等独特的“东方气息”	由日本独有的水榭木制成，该木材富含香兰素和极强吸水性，制作工艺复杂、成本高昂，较为稀有	日本山崎
朗姆桶	带来带有浓郁香甜的甘蔗、芒果、香蕉等热带水果的香气	曾陈酿朗姆酒的橡木桶，给威士忌带来朗姆酒的柔顺和甜美风格	创新品牌
葡萄酒桶	带来浓郁的果香和轻微的酸甜感	曾用于陈酿葡萄酒的桶，由法国橡木制成，使葡萄酒的甜酒芬芳与威士忌的强烈个性相融	格兰菲迪

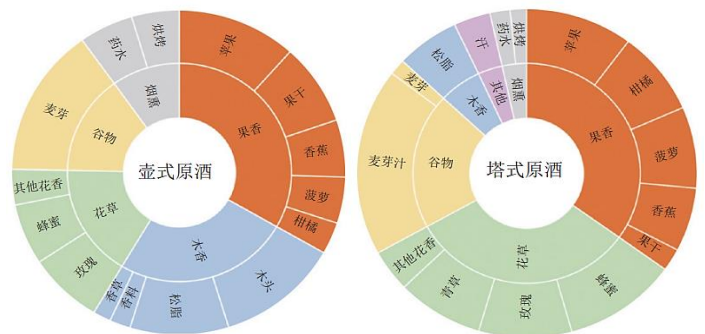
资料来源：《威士忌随身手册》，酒虫网，酒窝网，国盛证券研究所

图表4: 壶式蒸馏器（左）和柱式蒸馏器（右）



资料来源：百瓶，国盛证券研究所

图表5: 经橡木片浸泡处理15d后的威士忌原酒香气轮盘



资料来源：伍思佳，杨贻功，火兴三等. 两种蒸馏工艺对威士忌特征香气的影响[J]. 食品科学, 2023, 44(10): 341-350., 国盛证券研究所

文化传统与酿造工艺差异化，不同产地特色鲜明。苏格兰威士忌酿造历史已有500余年，更多以麦芽发酵，整体口味浓厚且保留鲜明个性，因产地众多，品类繁多、风味多样，代表桶型如雪莉桶。美国威士忌以波本威士忌为主，以玉米等其他谷物为主要酿造原材料，并要求必须使用新橡木桶陈酿，产品风味偏甜美、饱满。日本威士忌初始借鉴传统

苏格兰威士忌酿造工艺，但经过本土化改良后，整体风味偏轻柔、口感顺滑，其中水榭木桶独具檀香风味，带来日威稀缺性。

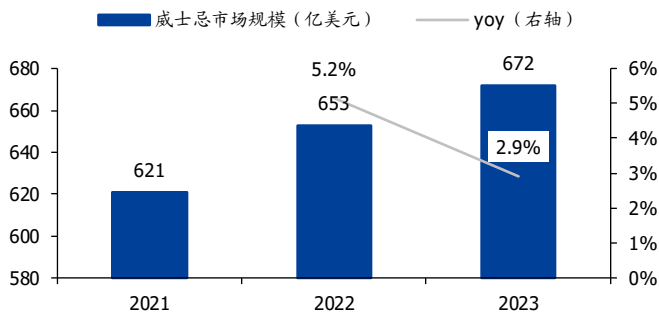
图表6: 苏威、美威和日威的主要区别

种类	酿造历史	原料	风味	酿造要求	代表桶型
苏威	超 500 年	主要为麦芽	口味浓厚、个性鲜明	更多使用旧木桶	雪莉桶
美威	超 300 年	常用玉米、黑麦、小麦等其他谷物	口味较甜美、重烟熏味	仅使用新橡木桶	波本桶
日威	约 100 年	主要为麦芽	酒体更轻柔顺滑，少泥煤味	/	水榭木桶

资料来源: 威士忌研究所, Wine Enthusiast, 威薰, 国盛证券研究所

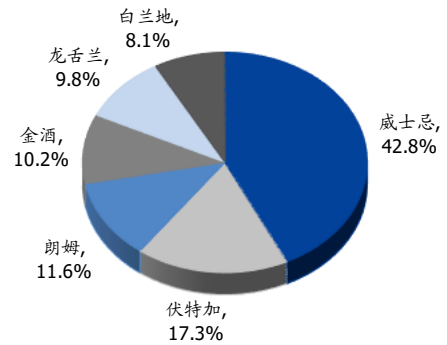
六大烈酒之首，2023 年全球威士忌终端市场规模近 5000 亿元。据 Global Market Insights, 2023 年全球威士忌终端市场规模达 672 亿美元（约 4700 亿元人民币），同比+2.9%，在部分经济体消费力承压的情况下仍保持稳健增速。2022 年威士忌在六大烈酒市场中占比 43%，为六大烈酒中规模最大的品类，且占比远高于其他酒类，仍为全球范围内广受青睐的品类。

图表7: 全球威士忌市场规模及增速



资料来源: Global Market Insights, 国盛证券研究所

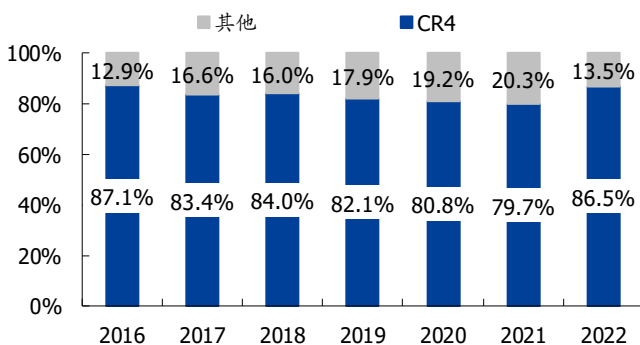
图表8: 2022 年全球六大烈酒市场份额



资料来源: 百瓶, 国盛证券研究所

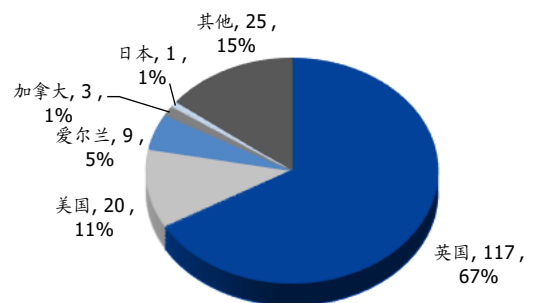
全球产区高度集中，苏威占据绝对主导。截止 2022 年 12 月，全球已有超过 70 个国家及地区建立了威士忌酒厂，但全球威士忌产区集中度极高，2022 年四大产区产量占比高达 86.5%。结合出口数据来看，2022 年全球出口威士忌总量超过 180 万千升，苏格兰、爱尔兰、美国、日本、加拿大为前五大出口产区，合计占 2022 年出口量 85%，其中仅苏格兰出口量占比即达到 67%，凭借深厚的历史底蕴、强品牌力及产品力、规模化量产实现份额遥遥领先。

图表9: 2022 年威士忌 CR4 产量占比



资料来源: WITS, 国盛证券研究所

图表10: 2022 年威士忌主要产区出口量 (万千升)



资料来源: WITS, 国盛证券研究所

图表11: 全球威士忌各产区 TOP10 品牌

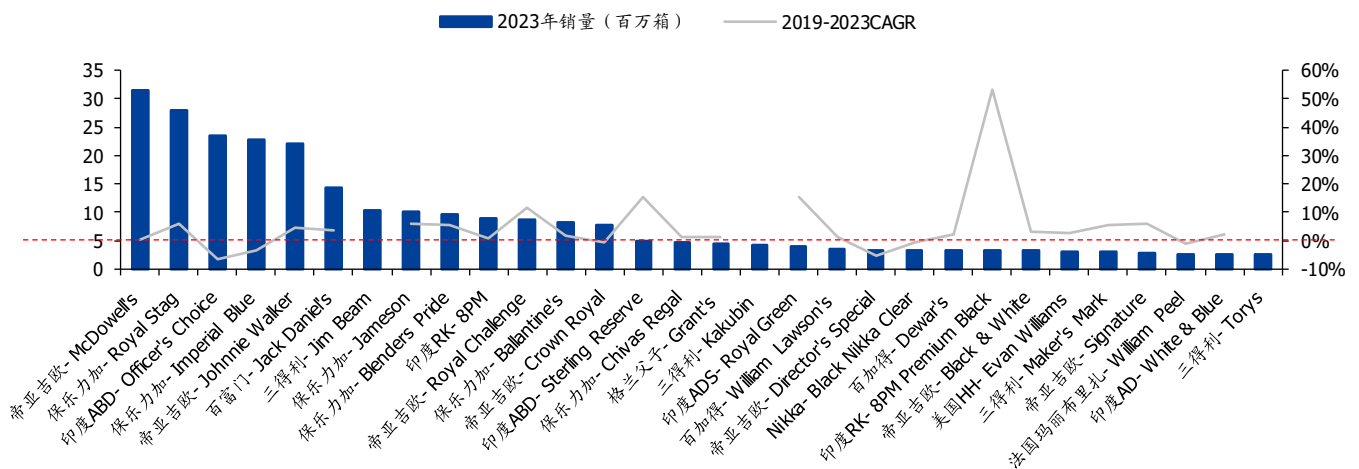
	苏威畅销榜	美威畅销榜	爱威畅销榜	其他畅销榜
1	Johnnie Walker	Maker's Mark	Jameson	Nikka
2	Monkey Shoulder	Bulleit	Bushmills	Suntory Toki
3	The Macallan	Michter's	Redbreast	Yamazaki
4	Glenmorangie	Woodford Reserve	Tullamore Dew	Kavalan
5	Chivas Regal	Buffalo Trace	Teeling	Canadian Club
6	Laphroaig	Wild Turkey	Green Spot	Crown Royal
7	Dewar's	Jim Beam	Connemara	Lot 40
8	Talisker	Jack Daniel's	The Busker	Ichiro's
9	Arbeg	Rittenhouse	Powers	Mars
10	Naked Malt	Four Roses	West Cork	Amrut

资料来源: Drinks International, 国盛证券研究所

威士忌量价齐升、涨价频繁，稀缺威士忌具备奢侈品升值属性。

销量: 据 IWSR 数据, 2022 年国际性烈酒整体销量同比+5%, 其中威士忌销量同比+8%, 略快于烈酒整体增速, 保持稳健增长。根据 Drinks International 数据, 2023 年全球销量前 30 名的威士忌品牌中, 2023 年销量较 2019 年增长的品种达 21 个, 多数品牌销量维持正增长。

图表12: 全球威士忌销量前 30 名品牌 2023 年销量及 2019-2023 年销量复合增速



资料来源: Drinks International, 国盛证券研究所

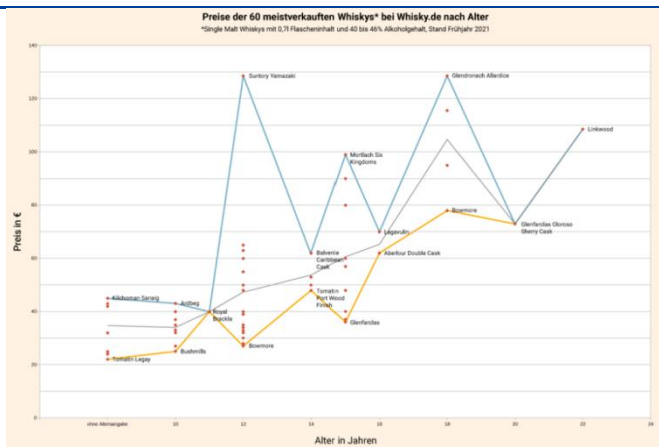
吨价: 整体来看, 年份越高的威士忌定价越高。由于全球威士忌需求持续增长, 而橡木桶价格攀升, 原物料、人工、运输等成本上涨, 威士忌制造成本上涨, 价格具备上涨条件, 部分库存较低的高年份酒或稀缺威士忌价格涨幅空间更大。复盘 2022 年至今威士忌提价历史, 威士忌品类提价较频繁, 各家公司、各大品牌多有进行提价, 部分核心品类多次提价。根据菜坊统计的截止 2023 年年底 10 年奢侈品投资指数涨幅, 稀缺威士忌涨幅达 280%, 位列第一, 涨幅远高于红酒、手表、艺术品等, 奢侈品属性凸显。

图表13: 2022年至今部分威士忌品牌提价历史及幅度

涨价时间	集团	涨价品牌及幅度
2025年1月1日	三得利	响、山崎、白州、金宾等产品涨幅3%
2024年4月13日	怀特麦凯	大摩部分核心产品涨价4%
2024年4月1日	爱丁顿	麦卡伦部分核心产品涨价2~4%
2023年4月1日	帝亚吉欧	尊尼获加涨幅3~8%; 苏格登涨幅3%; 慕赫涨幅5%; 泰斯卡涨价幅度3~11%
2023年4月1日	格兰父子	百富40年涨幅35%, 百富30年涨幅109%
2023年1月1日	格兰父子	格兰菲迪和百富核心产品涨价4~13%
2022年9月1日	帝亚吉欧	部分产品涨价, 最高幅度15%
2022年4月1日	三得利	响、山崎、白州等部分产品提价5~28%

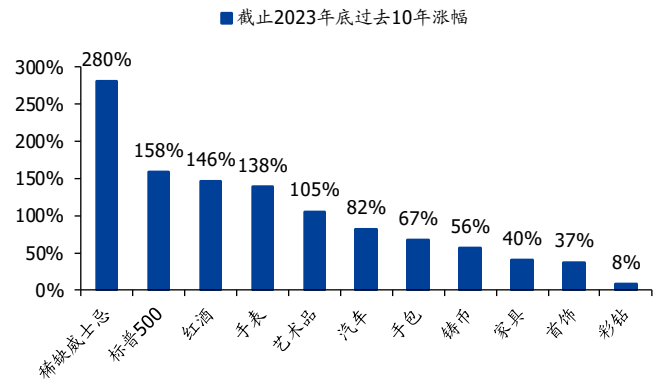
资料来源: 烈酒商业, 威士忌资讯, WBO, 酒展网, 国盛证券研究所

图表14: 60种威士忌价格与年份的关系



资料来源: Whisky, 国盛证券研究所

图表15: 截止2023年年底过去10年奢侈品投资指数涨幅



资料来源: 莱坊, 国盛证券研究所

二、以日为鉴：平价+即饮培育大众，本土+稀缺突破高端

2.1 日威复盘：先平价后高端，先即饮后多元

1923-1945年，探索萌芽期：本土改良获认可，二战军需促萌芽。19世纪威士忌作为舶来品涌入日本。1923年，“山崎蒸馏所”成立；1929年，竹鹤政孝与鸟井信治郎合作推出的首款日本威士忌“白札”问世，但该款产品延续苏威风味，厚重的泥煤味与清淡的日本料理风味不符，未被消费者接受。此后鸟井信治郎沿着适合日本人口味的思路，于1937年推出新品“角瓶”，其温润柔和的口感得到消费者认可。而后二战期间日本禁止威士忌进口，三得利把握时机开拓市场，并打开军需市场，1939年向军队出售超过1.5万瓶威士忌，日威迎来第一波萌芽。由于战争期间物资短缺，日威使用本土水榭木桶酿造威士忌的历史也由此开始，为日威凭借本土特色完成高端化及出海打下基础。

1946-1983年，飞速成长期：平价产品打开市场，日威步入巅峰时代。需求端，1950s二战后日本经济高速发展，日本白领以西方风格为时尚，饮食习惯西化，洋酒文化成为热潮，带动对威士忌品类的消费。供给端，1946年三得利推出Torys威士忌，定位平价威士忌对标工薪阶级，迎合大众价格带，1951年Nikka也推出Nikka特别调和威士忌，在性价比的基础上尽量增加风味，取得消费者认可。1950s三得利推出Suntory Old，定位偏高档，并通过大量营销投入培育成大单品。1960s日本威士忌头部公司三得利、Nikka等连续推新品，市场在激烈竞争中高速增长。1970s三得利形成了“Torys-Red-White-角瓶-Old-Reserve-Royal”从大众-高端的产品矩阵，匹配消费者各个价格带的需求。在供需双重推动及多维度的培育下，1983年日本威士忌行业步入巅峰，销量达到顶峰37.7万千升，1963-1983年销量复合增速达10.6%。

为培育威士忌这一新兴市场，该阶段场景培育、饮用方式创新、文化情怀渗透、广告营销等多措并举——

场景培育：届时日本大众化西式酒吧逐渐盛行，三得利开设上千家“Torys Bar”，下班后工薪阶层可以直接在酒吧饮用，以便利且具备性价比的即饮方式培育威士忌饮用习惯。1972年三得利启动“筷子大作战”，说服寿司店、居酒屋、关东煮等餐饮店在菜单上加入威士忌，致力于让每一个有人吃饭的地方都可以喝到三得利的威士忌，并为部分小型餐厅推出180ml容量装，大力拓展餐饮场景。

饮用方式创新：Torys推出后三得利推广加冰或兑苏打水的饮用方法，1970s推广Highball、水割（现在杯中加入冰块，再以1:2.5或1:3的比例加入威士忌和水）等创新喝法，降低酒精度数适用更广人群，也助力开辟佐餐场景。

文化情怀渗透：日本威士忌厂商在营销中向文化、情怀延伸。1956年三得利聘请日本作家开高健策划了一本围绕酒和酒馆的生活类杂志《洋酒天国》，并只在Torys酒吧内部发售，此后多位日本知名作家参与，内容包括洋酒知识、西洋美食、爵士乐、时髦笑话等，链接消费者情感，培育日本威士忌文化，人们通过引用威士忌来表达自我。三得利还创作了一部动画片，打造主角Uncle Torys，动画片围绕的就是他喝酒的故事。此后开高健与创作Uncle Torys形象的插画家柳原、小说家山口瞳共同组建了三得利宣传部门，在威士忌中融入日式美学，成为推动日威发展的重要动力。

广告营销：1961年三得利开展“喝Torys，游夏威夷”活动，届时海外旅游极具吸引力，威士忌品类认知得到初步打开。而1970s多款Suntory Old的广告风靡日本，如“十年前喝滚烫的酒，现在一整天都可以喝这个来度日”，广告描绘了寿司店师傅结束一天工作后浅斟低酌的情景，将威士忌饮用场景从酒吧及佐餐延伸至日常饮用。广告收效显著，Suntory Old威士忌销量从1970年约100万箱增长至1980年1240万箱，1981年产量超1亿瓶。

图表16: Torys Bar 中发售的《洋酒天国》杂志及 Uncle Torys 动画



资料来源: FoodTalks, 数英网, 国盛证券研究所

图表17: 1961年三得利推出“喝 Torys, 游夏威夷”活动



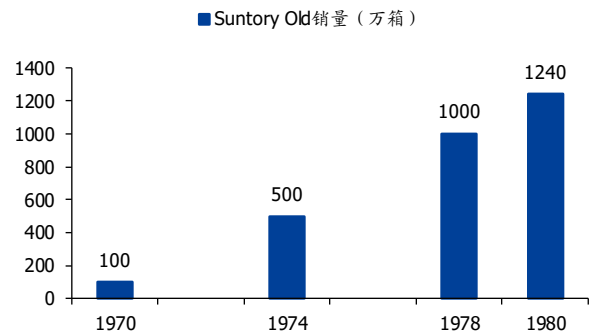
资料来源: nippon, 国盛证券研究所

图表18: Suntory Old 广告



资料来源: 数英网 DIGITALING, 国盛证券研究所

图表19: 1970-1980年 Suntory Old 威士忌销量迅速增长



资料来源: nippon, 国盛证券研究所

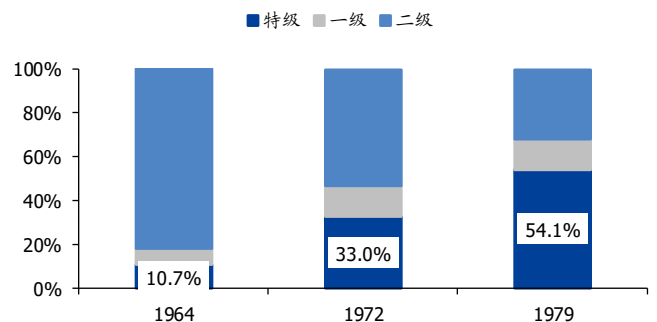
行业标准完善, 劣质产品出清。二战后经济处于初步修复期, 居民消费力承压, 大量威士忌制造商投入生产低价威士忌, 行业发展阶段性倒退。日本《酒税法》根据不同原酒混合率对威士忌进行分级, 并以不同等级差异化征税, 1953-1978年《酒税法》多次调整, 逐步提高威士忌原液最低含量要求, 劣质产品退出市场, 行业步入更高质量发展阶段。随着消费力修复, 威士忌品质标准持续提高, 据 WHISKYLI!, 1964年特级威士忌占比仅 10.7%, 而 1979年占比大幅提升至 54.1%。

图表20: 日本威士忌分级制度改革

威士忌原液含量要求			
	1953	1962	1978
特级	30%+	20%+	27%+
一级	5~30%	10~20%	17~27%
二级	5%以下	10%以下	10~17%

资料来源: 酒虫网, 国盛证券研究所

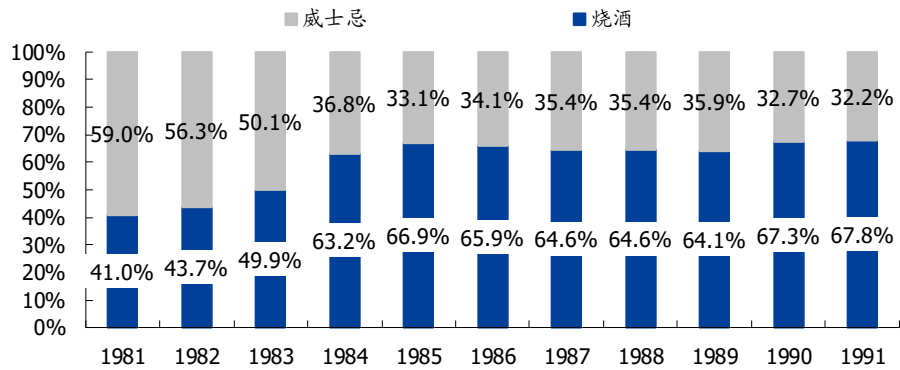
图表21: 日本各级威士忌消耗占比变化



资料来源: WHISKYLI!, 国盛证券研究所

1984-2008年，寒冬低谷期：经济下滑、品类“老化”，销量萎缩近80%。1984年酒税改革后威士忌税率上涨10.6%；且西方“白色烈酒革命”流入日本，父辈喜爱的威士忌、白兰地等品类被年轻人视为“老人酒”，低价新潮的烧酒取而代之；叠加1990s日本经济泡沫破灭，经济增长陷入停滞，日本酒类销量中，1987-2004年烧酒销量持续增长，而威士忌市场1984-2008年持续萎缩，2008年日本威士忌销量仅8.4万千升，为1983年的22.3%，1983-2008年销量复合增速为-5.8%。

图表22：日本威士忌、烧酒销售量比例



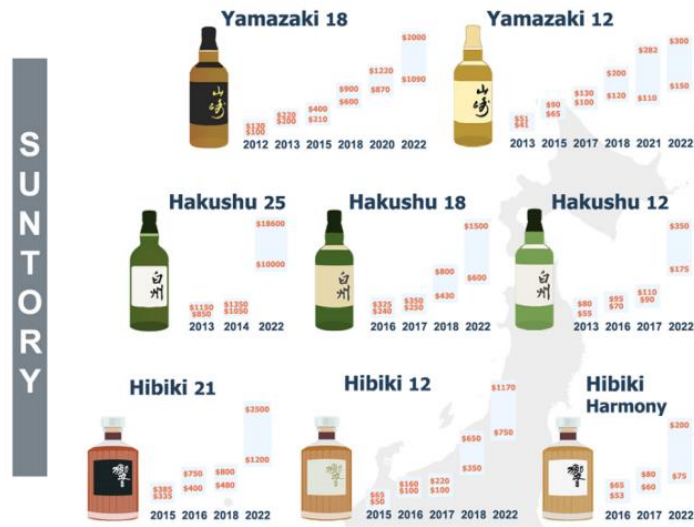
资料来源：日本国税厅，国盛证券研究所

新品百花齐放，高端化初见雏形。行业萎缩期众多酒厂出清，但头部公司仍在工匠精神深耕新品研发，1989年三得利推出了Hibiki响牌威士忌系列。此阶段日威在国际大奖上也崭露头角，2001年NIKKA凭借“余市10年单一麦芽威士忌”获得威士忌杂志评选的“BEST OF THE BEST 2001”；2003年山崎12年获得国际烈酒挑战赛金奖，标志着日威高端化逐步成熟。

2009年至今，涅槃重生期：高端占位走向国际化，Highball热潮突破年轻群体。2007年后山崎、响、竹鹤、余市等系列多次在全球重要威士忌大赛上获奖，三得利山崎、响所用的水榭木桶陈酿后赋予酒体独特的东方檀香味，形成日本特色，品牌力不断强化，在高端价格带站稳脚跟，是日威迎来第二轮复苏的核心推力。从此日威走上国际化舞台，2007-2017年日威出口量CARG达19.6%。此外在年轻消费者市场上，三得利邀请菅野美穗等日本知名女星为highball录制广告和highball自制教学视频，将highball定位日常佐餐酒并大力推广，突出清爽特点，锁定千禧一代掀起热潮，抓住年轻消费群体心理改变“老化”的品类形象。在高端化和年轻化合力推动下，2008-2022年日本威士忌市场销量复合增速达6.0%，2022年销量达19.0万千升，市场涅槃重生。

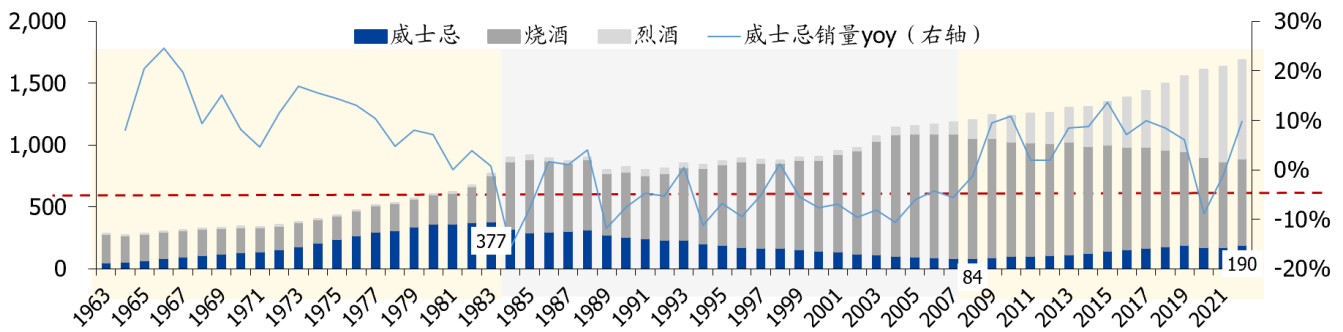
经济停滞期仍多次提价吨价上涨，提价能力强化品牌价值。三得利在1990s受日本经济危机影响，酒厂短期经营承压致投入减少、陈酿基酒量减少。但成功在高端价格带破局后，三得利国际市场价值提升，在需求量持续增长的大背景下，三得利凭借稀缺性获得强提价能力。三得利山崎、白州、响系列的核心大单品在过去10余年时间多次提价，尽管经济大环境承压，但威士忌吨价仍呈提升趋势。

图表23: 三得利部分核心大单品提价历史



资料来源: The Japanese Bar, 国盛证券研究所

图表24: 日本威士忌市场历史复盘 (单位: 百万升)



1946-1983年: 飞速发展期
 需求端: 消费升级+饮食习惯西化
 供给端: 推出适合工薪阶层的平价威士忌+价格带逐渐丰富
 消费者培育: 大众西式酒吧盛行饮用方式创新+培育日威文化+大量营销广告宣传
 法律法规: 多次完善威士忌分级制度, 劣质产品出清

1984-2008年: 寒冬低谷期
 需求端: 经济泡沫破灭+美国“白色烈酒革命”影响下威士忌老化, 转向喝烧酒
 供给端: 工匠精神推新品, 推出多款此后火爆的大单品
 品牌: 国际大奖崭露头角
 酒税: 威士忌税负加重, 高于烧酒

2009年至今: 涅槃重生期
 需求端: 多元消费品质消费
 供给端: 持续深耕产品, 打造“水桶木”等特色产品
 品牌: 国际大奖屡获佳绩成功高端化+年轻化
 消费者培育: 三得利推广Highball (威士忌+苏打水) 营销活动

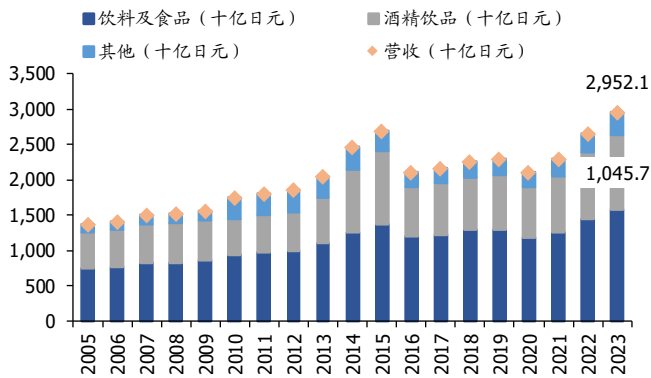
资料来源: 日本国税局, 国盛证券研究所

日本威士忌发展历程复盘: 先平价再高端, 先即饮后多元, 广告营销+文化渗透并进。
 借鉴日本威士忌市场发展历程, 消费升级及西化为大背景, 同时在新市场的培育中: **(1) 产品路径上,** 先借平价大单品打开大众市场, 再逐步完善价格带、培育高端产品; **(2) 渠道路径上,** 从即饮向多元场景延伸, 日威借助小酒吧业态进行初步消费者教育, **(3) 消费者培育路径上,** 采用大量广告营销+创新文化渗透并进的方式, 对消费者饮用场景、饮用方式等多维度进行培育, 创造威士忌饮用氛围, 并通过文化渲染与消费者构建深度情感连接, 形成独特的日本威士忌文化。

2.2 三得利复盘：坚守创新迎复兴，本土特色战高端

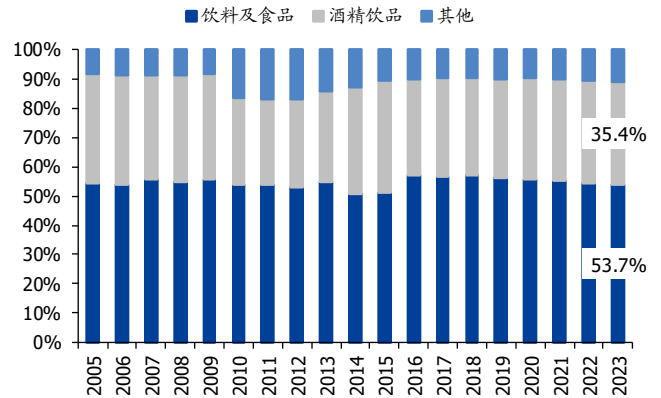
三得利酒精饮品业务增速更高、盈利能力更强。2023年三得利实现营业收入29521亿日元，其中酒精饮品（含威士忌、啤酒等）实现收入10457亿日元，在收入中占比提升至35.4%。分业务来看，2013-2023年饮料食品、酒精饮品、其他业务收入复合增速分别为3.6%、5.1%、1.0%，酒精饮品为增速最快的细分业务；从盈利能力来看，酒精饮品业务营业利润率远高于其他业务，且2016-2023年均维持在15~20%之间，具备较强盈利能力。

图表25：三得利营业总收入及各业务收入



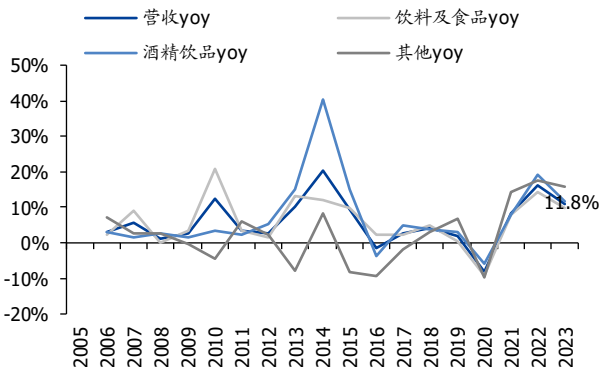
资料来源：彭博，国盛证券研究所

图表26：三得利营业收入分业务结构



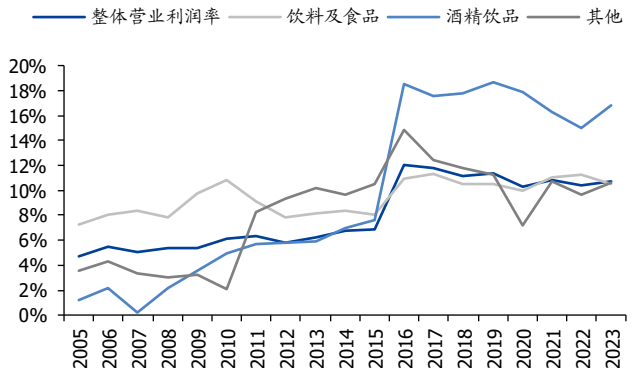
资料来源：彭博，国盛证券研究所

图表27：三得利分业务收入增速



资料来源：彭博，国盛证券研究所

图表28：三得利分业务营业利润率



资料来源：彭博，国盛证券研究所

2.2.1 大单品演变：从平价到高端，提价强化品牌

三得利是日威引领者，市场份额超50%。自1923年在日本京都建立山崎蒸馏厂，三得利逐步发展成为日本威士忌的代名词。2013-2023年三得利威士忌销售额实现翻倍增长，达到1950亿日元，根据欧睿数据显示，三得利威士忌在日本威士忌市场占50%以上份额，是日本威士忌的引领者。我们认为从三得利大单品自大众价格带向高端价格带发展的历史，可以窥见公司早期以平价打开消费者认知、后期通过高端化强化品牌力的发展历程。

图表29: 三得利威士忌产品矩阵



资料来源: 三得利官网, 红酒世界网, 国盛证券研究所

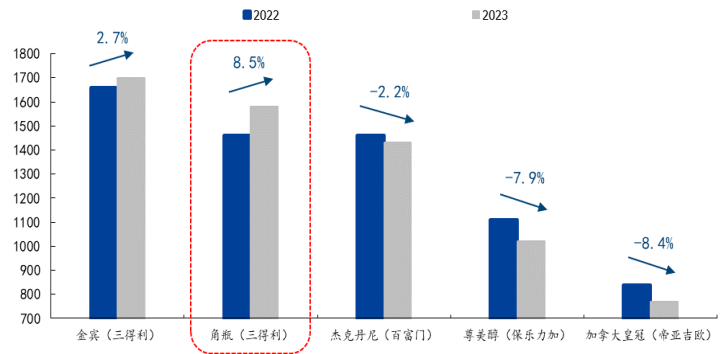
(1) 平价时期: 降低品类门槛, 助推市场成长。1929年, 山崎蒸馏厂投产后6年, 三得利发行首款日本国产威士忌“白札”。该产品定位向传统苏格兰威士忌靠拢, 定价4.5日元, 低于市场主流的进口威士忌, 但烟熏味重、口感强劲, 与日本消费者的清淡偏好不符, 导致市场接受度不高; 历经8年调整, 三得利于1937年推出清淡顺滑、圆润芳香的调和威士忌“角瓶”, 其价格亲民、口味柔和, 成为三得利首个成功的大单品, 至今销量仍全球领先。1946年在经济恢复初期满足工薪阶层需求推出高性价比的Torys; 1950年推出Old作为重点打造的大单品, 价格带上移, 推动品类普及的同时打开品牌认知。

图表30: 早期三得利白札(左)和角瓶(右)



资料来源: 福布斯, Foodaily, 国盛证券研究所

图表31: 2023年除苏威外世界威士忌销量top5(单位: 万箱)



资料来源: The Spirits Business, 国盛证券研究所

(2) 高端化时期: 国际赛事屡获佳绩, 开启高端化及全球化。1960s起三得利着手布局高端市场, 进一步完善产品矩阵, 1960年推出的Royal定位高消费力人群; 1984/1989/1994年分别推出当前全球闻名的山崎、响、白州系列, 并对旗下产品线不断完善。2001年, 三得利的“响21年”获《Whisky Magazine》“Best of the Best”大赛第二名, 而后多款产品屡获大奖, 开启高端化和全球化的新纪元。

2.2.2 坚守匠心工艺打磨产品, 借差异化与稀缺性弯道超车

我们认为三得利成长为日本威士忌龙头, 且品牌成功占位高端走向全球化的成功路径为坚守匠心工艺、传承与本土创新相结合、抢先占领消费者心智并以国际大奖强化品牌、稀缺价值弯道超车。

(1) 精选水源环境, 匠心酿造产品

蒸馏厂选址精选水源与环境。日威蒸馏厂选址重视优质水源和自然环境, 三得利共3座威士忌蒸馏厂, 其中山崎蒸馏厂建于1923年, 是日本最古老的蒸馏厂。山崎蒸馏厂位于京都郊外的山崎峡谷, 周围群山环绕, 当地优质水源享有“水生野”的盛赞, 促成其产品独特柔软口味。1972年设立知多蒸馏厂, 主要生产谷物威士忌。1973年, 三得利白州蒸馏所建成, 座落于南阿尔卑斯国立公园, 四周亦为森林、清泉环绕, 海拔约700米, 当地融雪带来充足的软水, 水质硬度仅为30 mg/L, 造就白州威士忌的清爽口感。除三得利外, 其他日威蒸馏厂也精细化选址, Nikka余市酒厂纬度接近苏格兰, 气候寒冷湿润, 遵循苏威传统酿造方式, 沿袭经典威士忌的范式。

图表32: 日本主要威士忌蒸馏厂分布情况



资料来源: nippon, 国盛证券研究所

图表33: 山崎蒸馏厂和白州蒸馏厂



资料来源: 三得利官网, 国盛证券研究所

精进设备、打磨工艺，产品品质精益求精。三得利坚持匠心打磨产品，为丰富产品风味，生产不同类型的威士忌，山崎、白州蒸馏厂均设置多个不同造型的蒸馏器，在原料、酵母种类上也进行多样化尝试。Nikka 余市蒸馏厂坚持采用石炭直火蒸馏技术，对酿造工艺要求更高、需投入更多时间及人工成本，但酿造的酒体强劲厚实、口味浓厚。

图表34: 山崎蒸馏厂内的蒸馏器



资料来源: 三得利官网, 国盛证券研究所

图表35: 余市蒸馏厂内的单式蒸馏器



资料来源: nippon, 国盛证券研究所

(2) 传承创新相结合，打造独特日式风格

日威风味更轻柔温润，水榭桶独具“东方禅味”。日本威士忌酿造最早为学习苏格兰酿造工艺，1929年苏格兰风味的“白札”推出，但因饮食习惯和口味差异，风味醇厚、泥煤味浓的苏格兰威士忌不适合日本人的清淡饮食，经本土化调整后轻柔温润的日式风味取得成功。二战期间因进口受阻，欧美橡木桶数量不足，三得利、羽生等日本威士忌厂开始尝试使用本土的水榭木桶作为替代。但使用初期水榭木存在众多局限，水榭木生长周期长，欧美橡木75年以上即可用来制桶，但水榭木需200年以上，数量稀少；制桶后密封性差，易泄露和挥发；且若仅陈酿3-5年则酒体仍粗糙、香气不彰。但经过更长时间陈年后，厂家发现水榭桶熟成的威士忌会增添一种檀香，更具椰香气味，后也被形容为“东方禅味”。三得利凭借特色水榭桶获得2014年《威士忌圣经》TOP1奖项，获得多项大奖的山崎18年、响21年也由水榭桶赋予独特风味，是日威本土化探索的典范，此后水榭桶也推广至全球范围内使用。

(3) 培育市场构建品牌认知，国际评奖强化品质背书

日威市场成长期培育消费者的同时构建品牌初步认知，国际赛事屡获大奖突破高端。参考前文，日本威士忌发展初期，三得利借助全国开设的数千家 Torys Bar 进行即饮终端培育，投入大量广告营销，并辅以《洋酒天国》杂志、Uncle Torys 动画等文化渗透方式完成多元消费场景、饮用方式的培育，抢先占领消费者心智，构建对品牌的初步认知。此后随着公司不断推出高端系列产品，且进入 21 世纪以来“响 21 年”、“响 30 年”、“山崎 1984”、“山崎 25 年”、“白州 25 年”等高端产品先后在 WWA 大赛（全球最权威的威士忌大赛之一）上获奖，为产品的高品质提供强力背书。

图表36: 2001-2014 日本威士忌的主要获奖情况

奖项年份	获奖者	酒款名称
2001	WM Best of the Best	Nikka Single Cask 余市10年
	WM Best of the Best	三得利响21年
2007	WWA 世界最佳调和型威士忌	三得利响30年
	WWA 世界最佳调和麦芽威士忌	Nikka 竹鹤21年
2008	WWA 世界最佳调和型威士忌	三得利响30年
	WWA 世界最佳单一麦芽威士忌	Nikka Single Malt 余市1987
2009	WWA 世界最佳调和型威士忌	Nikka 竹鹤21年
	WWA 世界最佳调和型威士忌	三得利响30年
2010	WWA 世界最佳调和麦芽威士忌	Nikka 竹鹤21年
	WWA 世界最佳调和型威士忌	三得利响21年
2011	WWA 世界最佳单一麦芽威士忌	三得利山崎1984
	WWA 世界最佳调和麦芽威士忌	Nikka 竹鹤21年
2012	WWA 世界最佳单一麦芽威士忌	三得利山崎25年
	WWA 世界最佳调和麦芽威士忌	Nikka 竹鹤17年
2013	WWA 世界最佳调和型威士忌	三得利响21年
	WWA 世界最佳调和麦芽威士忌	MARS Maltage3+25 28年
2014	WWA 世界最佳调和麦芽威士忌	Nikka 竹鹤17年

资料来源: nippon, 国盛证券研究所

图表37: 2015-2023 年日本威士忌重要奖项

奖项年份	奖项名称	获奖品牌
2023	2023 世界最佳新酒	龟田蒸馏所泥煤新酒
	2023 世界最佳调和麦芽威士忌	竹鹤调和纯麦威士忌
2022	2022 世界最佳调和威士忌	厚岸处暑
	2022 世界最佳调和麦芽威士忌	安积山樱纯麦
2021	2021 全球最佳调和限量威士忌	秩父
	2021 全球最佳调和限量威士忌	秩父
2020	2020 全球最佳调和限量威士忌	富士30年
	2020 全球最佳调和限量威士忌	白州25年
2019	2019 全球最佳调和限量威士忌	秩父
	2019 全球最佳调和麦芽威士忌	Nikka 竹鹤25年
2018	2018 全球最佳调和威士忌	三得利响21年
	2018 全球最佳调和威士忌	富士25年
2017	2017 全球最佳调和限量威士忌	秩父
	2017 全球最佳调和威士忌	Nikka 竹鹤17年
2016	2016 全球最佳调和威士忌	三得利响21年
	2016 全球最佳调和威士忌	富士25年
2015	2015 全球最佳调和麦芽威士忌	Nikka 竹鹤17年

资料来源: 威薰, WM 世界威士忌速递, 中威网, 国盛证券研究所

(4) 凭借稀缺价值弯道超车

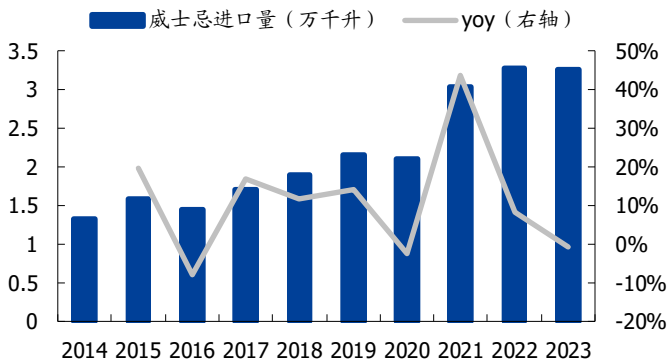
地理禀赋致产能受限，年份酒稀缺性凸显。日威选择以“物以稀为贵”的稀缺性营销弯道超车，产量远低于其他威士忌，2022 年日威出口量仅占全球威士忌出口量 0.8%。一方面由于日本地理和人口条件限制，日威产能有限；另一方面，1990s 日本经济泡沫破裂，许多酒厂倒闭或减少威士忌产量，部分需要数十年熟成的酒在十多年后供不应求。产量限制赋予日威升值空间，部分蒸馏厂推出限量产品，比如山崎 55 年限量 100 瓶，稀缺营销下单瓶拍卖价达数百万。

三、中国威士忌：进口品牌主导，国产蓄势待发

3.1 市场现状：“小众舶来品”，进口品牌主导

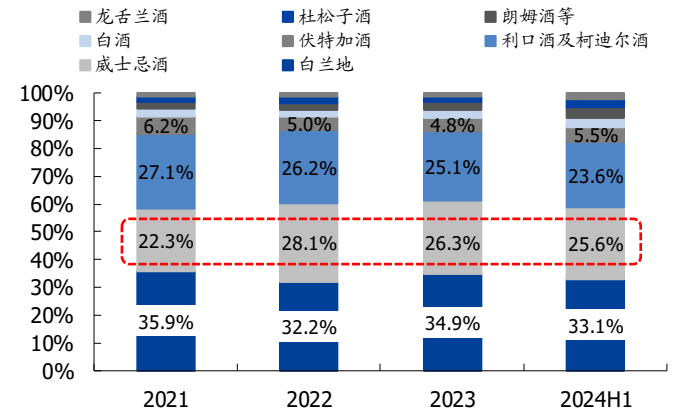
威士忌在中国为舶来品，行业萌芽期规模尚小。威士忌在国内为舶来品，自19世纪进入中国，根据中国酒业协会，2023年中国威士忌出厂规模约55亿元，市场规模尚小。根据海关总署数据，2023年进口量3.3万千升，进口金额5.8亿美元（约人民币41.26亿元），2018-2023年复合增速约11.5%，市场逐步萌芽，但2023年中国威士忌进口量同比基本持平，我们认为主要为国内经济增速放缓、需求短期承压。2023年威士忌进口量占烈酒进口总量26.3%，为仅次于白兰地的第二大进口洋酒。

图表38：国内威士忌历年进口量



资料来源：Wind，国盛证券研究所

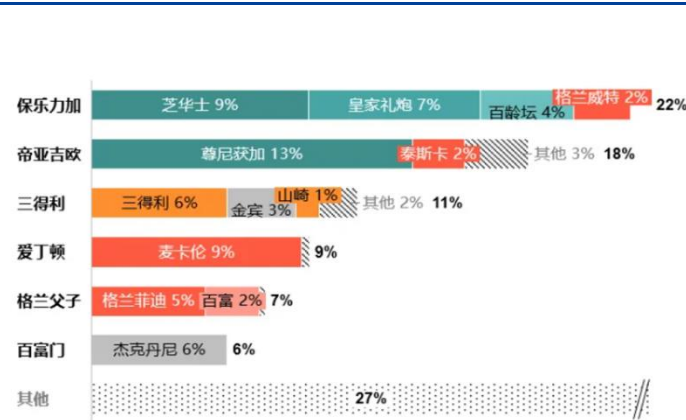
图表39：2021-2024H1年各类烈酒进口量占比



资料来源：海关总署，WBO烈酒商业，酒类进出口商会，国盛证券研究所

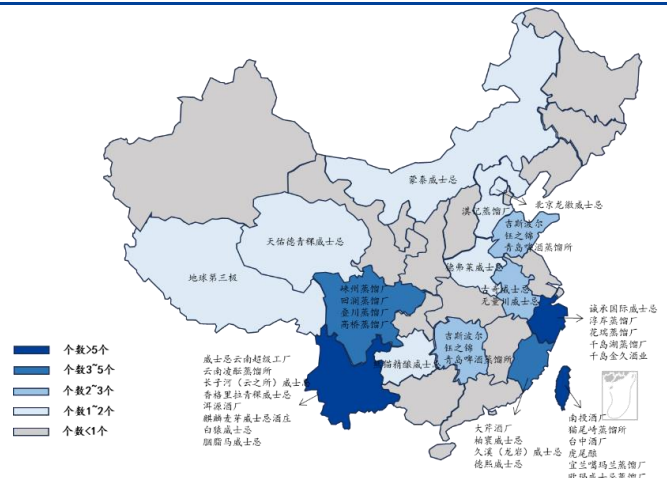
外资品牌占据主导，国产加码正值蓝海。根据中国酒业协会，2022年国内威士忌消费量中国产、进口分别为2.2万吨、3.3万吨，进口仍占据主导。当前中国威士忌市场头部品牌均为进口品牌，其中保乐力加/帝亚吉欧/三得利分别以22%/18%/11%的市场份额占据前三。但近年国产威士忌酒厂及品牌多点开花，截至2023年国内威士忌酒厂共42家，较2022年增加18家；大陆地区实际蒸馏产能4.5万吨，橡木桶保有量45万个，同比增长50%，国产威士忌发展进入加速发展的窗口期，未来势态蓬勃向好。

图表40：2023年各酒企在中国威士忌市场零售额占比



资料来源：OCC，国盛证券研究所

图表41：2023年国内威士忌酒厂分布



资料来源：百瓶，国盛证券研究所

大单品价格带：无年份酒 100~200 元大单品份额更高，年份酒广覆盖 100 元以上。根据中国酒业协会数据，2023 国内威士忌品牌销售额前 10 的品牌分别为：麦卡伦、大摩、格兰菲迪、芝华士、格兰威特、尊尼获加、百富、皇家礼炮、苏格登、杰克丹尼、百龄坛、金宾。根据主要大单品价格带统计，无年份标识的威士忌大单品价格带均在 200 元以内，以调和威士忌为主，如 0~100 元价格带的百龄坛特醇、金宾经典波本，100~200 元价格带的尊尼获加黑牌、杰克丹尼经典黑标，而根据 OCC 各品牌市场份额数据推算，100~200 元价格带的无年份产品市场份额更高。年份酒大单品多为 12 年及以上，以单一麦芽威士忌为主，广覆盖 100 元以上价格带。

图表42: 中国市场主要威士忌产品

0-100元	101-200元	201-400元	401元以上	
 <p>百龄坛特醇 调和威士忌 53元/500ml 劲爽细腻、余味悠长，蜂蜜的甘甜夹杂巧克力、苹果、香草味道。</p>	 <p>杰克丹尼经典黑标 调和威士忌 131元/700ml 香草与焦糖香味显著，烟草味浓厚，夹杂泥土香。</p>	 <p>格兰威特12年 单一麦芽威士忌 218元/700ml 圆润顺滑，入口有淡淡油脂感，口感丰富，余味微苦涩。</p>	 <p>麦卡伦12年 单一麦芽威士忌 640元/700ml 入口顺滑，层次丰富，甘甜中带有隐晦的烟熏香气。</p>	 <p>白州1973 单一麦芽威士忌 721元/700ml 顺滑，柚子、葡萄、柠檬的酸味轻快且爽口，后调有烟熏味。</p>
 <p>金宾经典波本 波本威士忌 62元/750ml 酒精感浓郁、入口饱满醇厚、口感丝滑、余韵较短。</p>	 <p>芝华士12年 调和威士忌 167元/700ml 口感顺滑易饮，花香丰富，果干梅子味明显。</p>	 <p>格兰菲迪12年 单一麦芽威士忌 236元/700ml 清甜，果梨味明显，余韵伴随着奶油味，顺滑好入口。</p>	 <p>大摩15年 单一麦芽威士忌 739元/700ml 醇厚顺滑，木质、香料、烟熏、皮革味交织。</p>	 <p>响和风醇韵 调和威士忌 1200元/700ml 入口柔顺、酒体轻盈、尾调劲爽细腻，余韵悠长。</p>
	 <p>尊尼获加黑牌 调和威士忌 169元/700ml 果香馥郁，烟熏泥炭味饱满，麦芽风味足，层次感丰富。</p>	 <p>百富12年双桶 单一麦芽威士忌 387元/700ml 顺滑醇香，干果、肉桂、烤苹果味交织，层次感丰富。</p>	 <p>皇家礼炮21年 调和威士忌 758元/700ml 甘甜不腻，饱满圆润，易饮。香味成熟，麦芽香气馥郁。</p>	 <p>山崎12年 单一麦芽威士忌 1604元/700ml 酒体芳香四溢，果香浓郁，中后调檀香浮现，整体口感清冽。</p>
	 <p>苏格登12年 单一麦芽威士忌 189元/700ml 轻柔略带辛香感，果香浓郁，丝丝烟熏风味夹杂甜味。</p>			

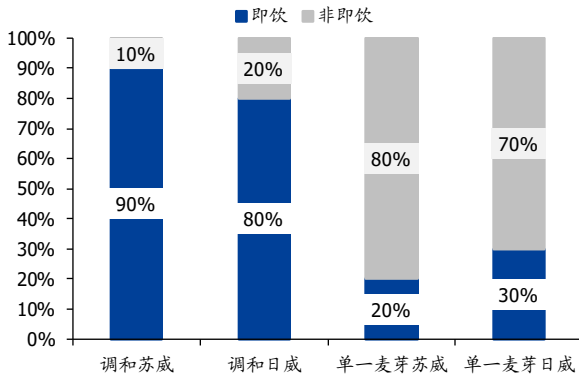
资料来源：天猫国际，国盛证券研究所

渠道：测算即饮/非即饮占比约 55%/45%，非即饮占比提升，多元场景待培育。

渠道结构方面，中国市场调和威士忌消费渠道以即饮为主，单一麦芽威士忌以非即饮渠道为主，我们预计主要原因为即饮渠道调和威士忌性价比更高，而非即饮场景下消费者更注重产品品质和口味醇厚丰富度。2012-2023 年调和苏格兰威士忌零售额占比从 85% 降至 39%，而单一麦芽苏格兰威士忌零售额占比从 4% 提升至 34%，威士忌消费习惯正在培育中，我们预计非即饮渠道占比在近年显著提升。根据我们测算，2023 年苏威及日威渠道中即饮/非即饮占比 55%/45%，即饮渠道略高于非即饮。分地区来看，华南地区非即饮渠道发展更快，而华东地区仍以即饮为主。

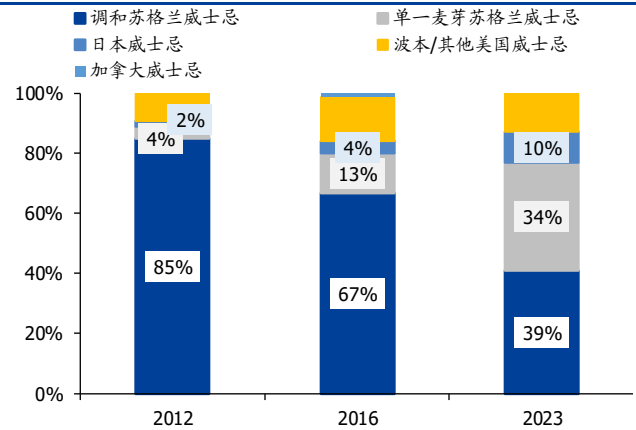
终端场景来看，威士忌消费的三大场景为居家/聚会/威士忌酒吧，占比分别达 95%/72%/54%，远高于其他场景；横向对比来看，啤酒饮用场景多样，朋友聚会/家庭聚会分别占 77%/73%，此外商务应酬/烧烤摊/户外露营场景占比 50%/49%/42%，威士忌消费场景相对局限，多元场景有待培育。

图表43: 2023年中国威士忌总分类即饮及非即饮渠道占比



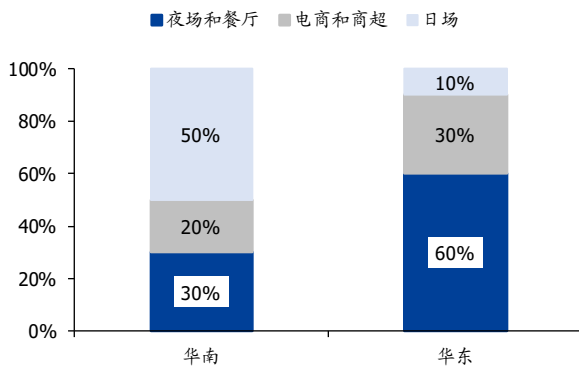
资料来源: OCC, 国盛证券研究所

图表44: 中国威士忌总分类零售额占比



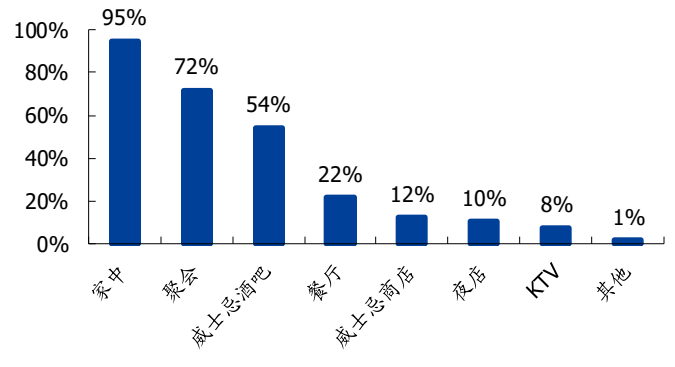
资料来源: OCC, 国盛证券研究所

图表45: 2023年中国华南及华东地区威士忌总消费场景占比



资料来源: Whisky LI, 国盛证券研究所

图表46: 中国市场威士忌总消费场景分布



资料来源: 百瓶, 国盛证券研究所

3.2 国产威士忌蓄势待发, 供需合力推动热潮

结合供需端, 我们认为 2025-2026 年或迎来第一波国威浪潮, 并带动行业整体扩容: 中国威士忌供给端自 2024 年底起有望释放大量成品酒产能, 资金回转需求下品牌商或密集推新品做市场; 需求端多元化趋势下白酒消费占比或下降, 威士忌等其他烈酒占比有望提升, 年轻人追求个性、情绪消费的酒饮消费趋势或助力威士忌破圈。

3.2.1 供给端: 近年桶陈量大幅增加, 重资投入需回转资金

中国威士忌陈酿总产能约 11 万吨, 估算产值约 159 亿元, 2024 年底起逐步达到 3 年陈酿期。在传统白酒、啤酒等酒类增长陷入瓶颈期的大背景下, 众多企业开始布局新品类威士忌。2020-2021 年国内多个威士忌酒厂投产并陆续灌酒, 根据我们测算, 目前国内已投产的主要威士忌酒厂产能总计 11.2 万吨; 根据当前市场成品威士忌均价约 10 亿元/万吨, 桶装威士忌度数 63.5%, 瓶装威士忌度数 40-50% 测算, 已投产威士忌成品酒出厂产值约 158.5 亿元。根据国际通用的威士忌陈酿 3 年可作为成品酒售卖的标准, 2024 年底国产威士忌蒸馏厂或将释放出大量成品酒产能, 为推新品提供产能支撑。

图表47: 中国部分威士忌酒厂建设进度及产能规划

酒厂	地址	投资方	建设进度	投产时间	产能(吨)
部分已投产威士忌酒厂:					
吉斯波尔威士忌	山东烟台		投产	2011年	2000
观造酒厂	贵州安顺	熊猫精酿	投产	2016年投产	1000
大芹酒厂	福建漳州	云顶酒业	投产	一期2016年8月投产; 二期2019年11月投产	24300
世界烧蒸馏厂	湖南韶山		投产	2020年	1500
东威蒸馏所	湖南岳阳		投产	2020年	
高朗威士忌	湖南浏阳		投产	2020年投产; 二期在建	4000
岷州蒸馏厂	四川邛崃	百润股份	投产	2021年10月	67750
叠川蒸馏厂	四川峨眉山	保乐力加	投产	2021年8月	2800
柏寰威士忌	福建漳州	柏寰威士忌	投产	2018年	6000
德熙威士忌	福建龙岩	怡园酒业	投产	2024年	3000
累计已投产产能合计:					112350
部分在建威士忌酒厂:					
洱源酒厂	云南大理	帝亚吉欧	在建	预计2024年试生产	2300
高桥蒸馏厂	四川峨眉山	郎酒集团	在建	预计2026年投产	3000
拉萨朗热酒村项目	西藏	洋河股份	在建	预计2024年底投产	
青岛啤酒蒸馏厂	山东青岛	青岛啤酒	在建	预计2024年底投产	2500

资料来源: 酒业家, 威士忌研究所, 界面新闻, 高朗威士忌, 葡萄酒商业观察, 烈酒商业, 东方财富网, 漳州市人民政府, 华声在线, 掌上安顺, 公司公告, 微浏阳, 威士忌频道, 华夏酒报, 国盛证券研究所

每万吨陈酿产能投资约4亿元, 品牌方重资产投入需回转资金。根据百润股份威士忌陈酿熟成项目投资金额测算, 每万吨威士忌陈酿产能需投入资金4.0亿元, 为重资本投入行业。从桶陈时间来看, 2023年10年以上/5~10年/2年及以下的威士忌桶陈量分别达0.1/0.6~1.0/5.5万千升, 近两年桶陈数量显著增加, 未来数年随着陈酿时长逐渐达到3年, 其中部分基酒达到较高年份, 投资方有资金回转需求, 有望推成品、培育市场, 推动威士忌行业进入高速成长期。

图表48: 2023年中国威士忌不同时长年份酒的桶存量

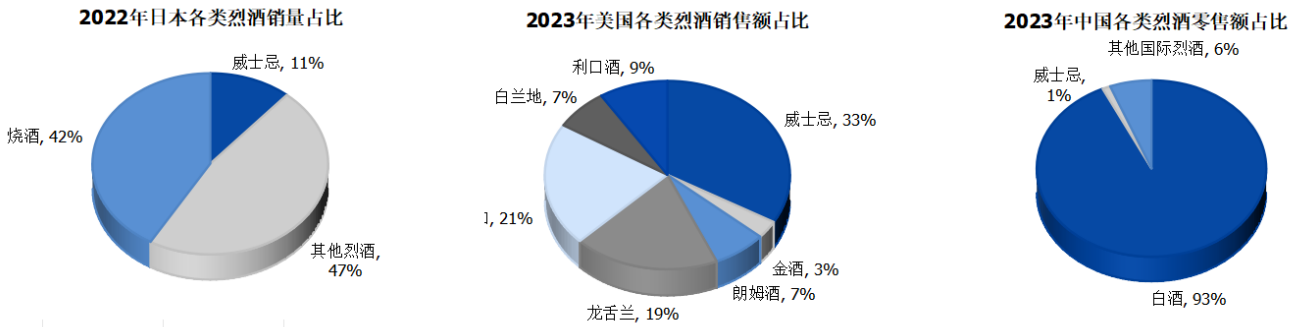
桶存时间	桶存量(万千升)
10年及以上	0.1
5-10年	0.6-1
2年及以下	5.5

资料来源: 酒业家, 国盛证券研究所

3.2.2 需求端: 顺应多元消费趋势, 年轻化+大众化破圈

威士忌在中国烈酒销售额中占比仅1%, 未来烈酒消费或成多元化趋势。2023年中国威士忌在各类烈酒零售额中占比仅1%, 横向对比来看, 2022年日本威士忌在各类烈酒销量中占比11%, 2023年美国威士忌在各类烈酒销售额中占比33%, 中国威士忌渗透率远低于其他国家。且从烈酒品类丰富度来看, 2023年中国烈酒市场中白酒占比高达93%, 而2022年日本销量第一的烈酒占比仅42%、2023年美国销售额第一的烈酒占比仅33%, 未来中国烈酒品类或呈现多元化趋势。

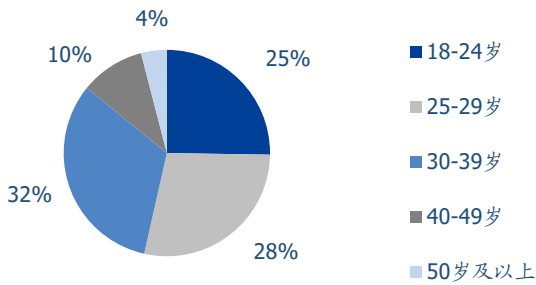
图表49: 日本、美国、中国各品类烈酒销量/销售额占比



资料来源: Whisky L! , 日本国税局, OCC, 国盛证券研究所

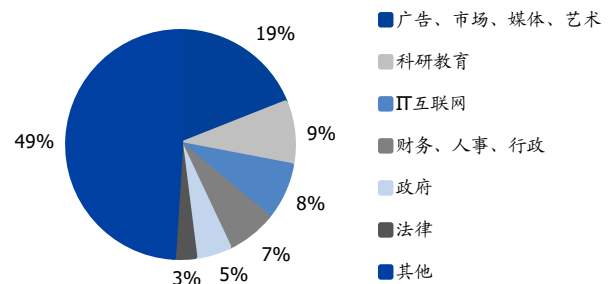
消费者画像: 客群相对小众, 呈现年轻、高知、中高收入特点。根据百瓶威士忌报告统计, 2023年威士忌消费群人中 18-29岁的年轻族群占比达到 53%, 年轻人为威士忌消费主力。同时, 威士忌消费者学历整体较高, 本科及以上学历占比 68%; 分职业来看, 威士忌消费主力为白领群体及艺术、IT 等中高收入职业人群, 超过 50%的消费者月收入达到 9000 元及以上, 整体消费能力较强。北上广等东部沿海及一二线城市是威士忌消费的主要地区, 广东占比高达 21%, 或与较发达的经济水平及洋酒消费氛围相关。

图表50: 2023年国内威士忌消费人群年龄分布



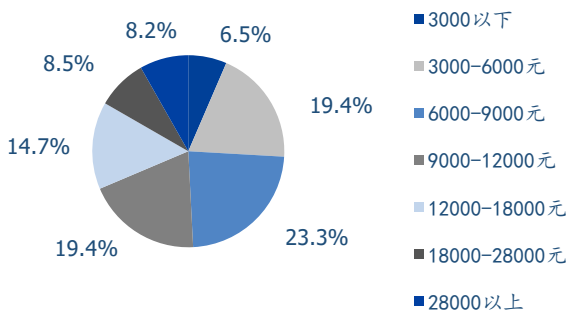
资料来源: 百瓶, 国盛证券研究所

图表51: 2023年国内威士忌消费人群职业分布



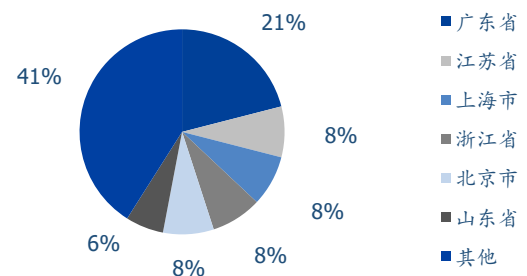
资料来源: 百瓶, 国盛证券研究所

图表52: 2023年国内威士忌消费人群收入分布



资料来源: 百瓶, 国盛证券研究所

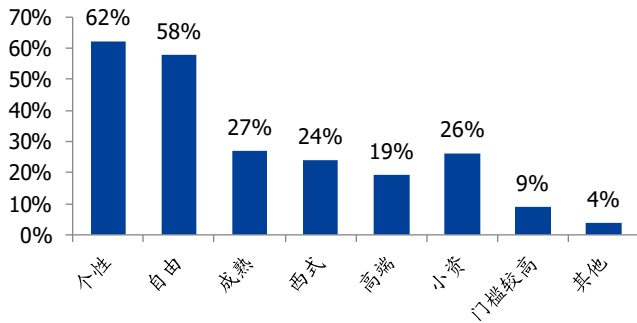
图表53: 2023年国内威士忌消费人群地区分布



资料来源: 百瓶, 国盛证券研究所

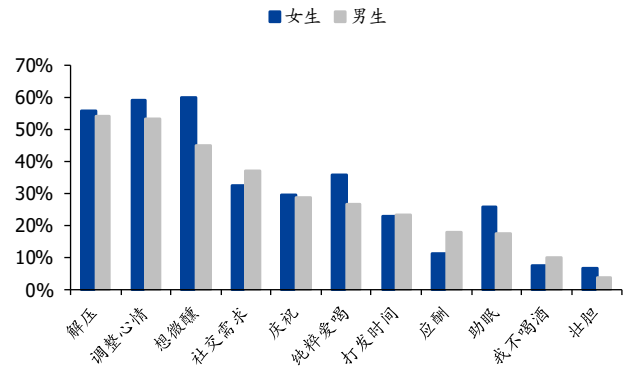
威士忌品类年轻化、大众化，贴合年轻人个性、情绪化需求。过去威士忌被认为高端、小众，当前正冲破“成功”、“高端”、“成熟”等商务化、小众化标签，成为消费者眼中“自由”（58%）、“个性”（62%）的象征，大众普及度和接受度增加。中国年轻消费者在酒类消费中呈现多元、个性化、悦己等特点，威士忌的品类形象能与年轻消费者构建较强情感链接，未来年轻消费群体的崛起或带动威士忌破圈，打开场景和人群边界。

图表54: 中国市场威士忌印象分布



资料来源: 百瓶, 国盛证券研究所

图表55: 中国年轻消费者喝酒原因统计



资料来源: 名酒研究所, 国盛证券研究所

3.3 测算中国威士忌市场出厂空间约 300 亿元

由于中国白酒消费氛围浓厚、消费习惯成熟，白酒黏性消费者转化率估计有限，而根据威士忌消费人群画像，预计未来威士忌将从年轻人群、消费能力更强的高线城市开始渗透。因此我们结合各线城市人口占比、各年龄段人口占比进行测算：

测算一：根据各线城市人口占比数据，2023年中国一线/新一线/二线/三线/四线及以下城市人口占比分别为 5.9%/14.3%/15.9%/24.8%/39.1%，参考日本烈酒销量中威士忌占比 11%、美国烈酒销售额中威士忌占比 33%，我们假设消费能力更强、消费更多元化的一线和新一线城市中威士忌消费额占比达到 10%，而二线/三线/四线及以下城市威士忌消费额占比分别为 8%/5%/1%，则预计威士忌消费额在烈酒中占比约 4.9%。

图表56: 测算一: 根据各线城市人口占比测算威士忌市场空间

	2023年人口占比	假设该区域威士忌消费额在烈酒中占比	威士忌消费额占比
一线城市	5.9%	10%	0.6%
新一线城市	14.3%	10%	1.4%
二线城市	15.9%	8%	1.3%
三线城市	24.8%	5%	1.2%
四线及以下城市	39.1%	1%	0.4%
合计			4.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

测算二：根据各年龄段人口占比数据，2023年中国 18-39 岁/40-49 岁/50 岁以上人口在 18 岁以上人群中占比分别为 35.7%/17.1%/47.2%，参考日本烈酒销量中威士忌占比 11%、美国烈酒销售额中威士忌占比 33%，我们假设白酒消费黏性更低、消费更多元化

的 18-39 岁年龄段威士忌消费额在烈酒中占比达到 10%，而 40-49 岁/50 岁以上年龄段威士忌消费额占比分别为 5%/1%，则预计威士忌消费额在烈酒中占比约 4.9%。

图表57: 测算二: 根据各年龄段人口占比测算威士忌市场空间

	2023年18岁以上 人口结构中占比	假设该年龄段威士忌消费额 在烈酒中占比	威士忌消费额占比
18-39岁	35.7%	10%	3.6%
40-49岁	17.1%	5%	0.9%
50岁以上	47.2%	1%	0.5%
合计			4.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们预计中国威士忌在烈酒销售额中占比有望达 **5%**，对应出厂端市场空间约 **300 亿元**、终端市场空间超 **600 亿元**。根据 OCC 数据，2023 年中国烈酒零售额总计 12811.3 亿元，假设中长期威士忌在烈酒中占比达到 **4.9%**，则对应威士忌潜在市场空间约 629.3 亿元。假设经销商、终端利润率分别为 20%、35%，则对应威士忌出厂规模空间约 304.2 亿元。

图表58: 中国威士忌市场空间测算

中国威士忌市场空间测算	
2023年中国烈酒零售额(亿元)	12811.3
假设威士忌在烈酒中占比	4.9%
则威士忌潜在终端市场空间(亿元)	629.3
假设经销商利润率	20%
假设终端利润率	35%
则对应威士忌出厂规模空间(亿元)	304.2

资料来源: Wind, OCC, 爱采购, 国盛证券研究所

四、国威品牌：新品上市初启程，着力培育消费者

借鉴成熟市场发展经验，我们认为国产威士忌的培育或遵从先平价后高端的规律，既需要需求端宏观经济大背景的支撑，又需要供给端品牌方的主动作为。横向对比来看，我们认为虽然国内大环境消费升级速度放缓、饮食西化氛围较轻，但居民已具备较高消费水平、单一白酒文化下有多元化烈酒消费诉求、新一代年轻人成长为主力人群等均提供市场孵化的基础。在此基础上，我们认为品牌方的发力成为决定市场成长速度和空间的关键因素，在产品、渠道、消费者培育路径三方面的举措尤为关键。

4.1 国产威士忌新品上市，消费者培育有待深化

国产威士忌新品陆续上市，平价产品线有待完善。当前国产威士忌产品线逐步丰富，除市场原有的大芹、高朗、吉斯波尔等威士忌外，2023年叠川蒸馏厂推出纯麦芽威士忌，定价888元/700ml，定位高端价格带；2024年11月19日岷州蒸馏厂推出“岷州”单一麦芽威士忌、“百利得”单一调和威士忌，定价均为399元/700ml，占位中高端价格带提升品牌调性。2024年12月4日，高朗5款威士忌新品首发，价格带覆盖200~700元。未来更多国产威士忌新品有望面世，借鉴日本市场经验及考虑价格带布局的完整性，或有更多平价威士忌推出培育大众市场。

图表59：国产威士忌部分已上市产品

						
	大芹 “蛇来富贵生肖酒”	昆全威士忌	叠川纯麦芽威士忌	岷州“创世版”	高朗青春版 单一麦芽威士忌	百利得“创世版” 单一调和威士忌
蒸馏厂	大芹	吉斯波尔	叠川	岷州	高朗	岷州
品类	单一麦芽威士忌	单一麦芽威士忌	纯麦芽威士忌	单一麦芽威士忌	单一麦芽威士忌	单一调和威士忌
风味	层次丰富、柔顺纯净	檀香烟熏、浓郁巧克力口感、较为柔和	木质辛香、花果香、醇厚雪莉风味	口感平衡而柔顺、浓厚甜美、尾韵悠长	口感轻盈柔顺、蜂蜜醇厚、花果盛开	层次分明、花果韵味、肉桂辛香、回味悠长
度数	40%vol	43%vol	40%vol	46%vol	40%vol	43%vol
价格	259元/700ml	498元/700ml	888元/700ml	399元/700ml	318元/700ml	399元/700ml

资料来源：中国财富网，吉斯波尔官网，酒业家，天府现代种业园，高朗官方微信公众号，淘宝，高朗会员店，国盛证券研究所

本土创新：创新研发蒙古栎桶、黄酒桶等，寻求本土特色突破。为与进口品牌形成差异化竞争、构建品牌认知，在借鉴成熟市场发展经验的同时需做好本土化创新，培育中国特色产品。由于橡木桶对酒体风味有大部分决定作用，岷州在制桶上进行多种尝试寻求突破，推出蒙古栎桶、黄酒桶等。日本水栖木即为蒙古栎的一种，但蒙古栎易泄露酒体，其中适于桶陈的优质品种较少，原料稀缺，2022年岷州蒸馏厂联合北京林业大学共同启动“岷州蒙古栎良种计划”，保障蒙古栎供给的稳定性。

蒸馏厂精心选址，产区初步成型。国产威士忌蒸馏厂选址也靠近优质水源地、多为山清水秀的位置，且酒厂设计美观，配置体验中心便于消费者深度感受品牌文化。峡州蒸馏厂坐落在“天府南来第一州”的邛崃，位于北纬30度黄金酿酒带，水土环境优美、气候温暖湿润，采用来自横断山脉的优质天然水，富含微量元素，更易酿造平衡自然的风味和口感。叠川蒸馏厂坐落于四川峨眉山脚下，水质富含矿物质、清澈甘甜，酒厂设计独具匠心，集山水、酿造、文化于一体。中国威士忌产区概念也初具雏形，围绕着自然禀赋条件已逐步发展出山东、浙江、湖南、福建、四川、云南六大省域产业聚集地。

图表60: 峡州蒸馏厂烈酒文化中心



资料来源: 微酒, 国盛证券研究所

图表61: 叠川麦芽威士忌酒厂



资料来源: 叠川官方微信公众号, 国盛证券研究所

国际赛事获奖: 品牌新获国际奖项, 年份较短仍需迭代。国产威士忌陈酿时长尚不足, 但仍积极参与国际大赛, 提供品质背书、修复品牌, 如高朗单一麦芽威士忌、大芹蓝牌单一麦芽威士忌先后获得2022IWSC、2023IWSC铜奖。持续以大单品参与国际赛事, 未来国产威士忌高端化路径或更顺。

图表62: 峡州特色蒙古标桶



资料来源: 威士忌频道, 国盛证券研究所

图表63: 中国威士忌获得国际赛事奖项

时间	品牌及产品	国际奖项
2022年	高朗单一麦芽威士忌	2022IWSC (国际葡萄酒与烈酒大赛) 铜奖
2023年	高朗单一麦芽威士忌	2023WWA (世界威士忌大赛) 银奖
2023年	大芹蓝牌单一麦芽威士忌	2023IWSC (国际葡萄酒与烈酒大赛) 铜奖
2023年	昆全单一麦芽威士忌	2023SFWSC (旧金山世界烈酒大赛) 金奖
2024年	高朗单一麦芽威士忌	2024ISC (国际烈酒挑战赛) 金奖
2024年	叠川纯麦芽威士忌	2024ISC (国际烈酒挑战赛) 金奖

资料来源: 搜狐, 新华网, 吉斯波尔, 美酒网, 国盛证券研究所

消费者教育: 多元营销推广活动, 有效转化消费者。近年来, 国内大量举办威士忌品鉴会、移动式酒友会、艺术类快闪活动、搭建百瓶等垂直媒体社区平台, 重点培育消费者。峡州蒸馏厂在上海、广州、成都开设峡州吧, 给予线下体验机会。丰富的威士忌展销活动增强了消费者对威士忌的文化接触和品牌认知, 根据 Whisky LI, 在参展前没有购买过威士忌的人群中, 约12%会在参展后购买威士忌。

图表64: 中国市场系列威士忌宣传活动



资料来源: 中国酒业新闻网, 数英, 界面新闻, 嵊州蒸馏厂官网, 国盛证券研究所

国威市场初启航, 创新营销或加码。当前国内威士忌市场尚不成熟、国产威士忌品牌认知度较低, 仍需要大量消费者教育工作。国产威士忌品牌已初步推进几大布局: 新品上市、酒庄先行、本土创新、多元营销、竞合共赢等。借鉴日本经验, 培育威士忌消费者需结合大力度广宣费用+文化情怀渗透, 未来估计会有更多创新营销方式开辟新兴市场, 助力威士忌第一轮破圈。

4.2 代表企业: 嵊州先发重资投入, 啤白企业广布局

三类企业加码国威酿造, 竞合共赢开辟新市场。近年众多企业布局中国威士忌产能, 主要包括三大类企业, 第一类为跨界布局的中国大型酒企, 如百润股份、青岛啤酒、郎酒集团、洋河股份、怡园酒业等; 第二类为本土企业, 如福建大芹陆宜酒业、高朗威士忌、吉斯波尔威士忌等; 第三类为国际烈酒集团如保乐力加、帝亚吉欧等。当前中国威士忌市场仍处于萌芽期, 行业成长空间广阔, 各品牌方合力开辟新市场。

4.2.1 嵊州: 桶陈威士忌超 6 万吨, 先发投入壁垒深厚

嵊州蒸馏厂: 合计斥资数十亿元, 桶陈产能预计超 6 万吨。嵊州蒸馏厂为百润旗下子公司巴克斯酒业自 2016 年开始规划的烈酒蒸馏厂, 2017 年布局威士忌产能, 2020 年及 2021 年公告威士忌陈酿熟成项目, 合计拟投资金额达 27.3 亿元, 计划桶陈威士忌合计超 6 万吨。2021 年 10 月 19 日嵊州蒸馏厂开始第一桶威士忌灌桶, 麦芽威士忌陈酿熟成项目逐步推进, 公司合计灌注陈酿威士忌超过 30 万桶, 布局早、规模大, 抢占先发优势。

图表65: 公司威士忌产能及陈酿熟成项目

时间	项目名称	投资金额	规划产能
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
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

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

做中国自己的威士忌，桶型众多品类超 200 种。“做中国自己的威士忌”是岷州品牌创立初心，除主流的波本桶、雪莉桶外，岷州蒸馏厂在 2019 年即开始黄酒桶、蒙古栎桶的研发及桶陈工作，当前岷州蒸馏厂橡木桶桶型已超过 50 种，若根据橡木桶的生产酒厂、桶材树种、热处理方式等进一步细分则超过 200 种，在摸索中研发创新。

新品上市获认可，25Q1 推流通大单品，品宣前置抢先机。11 月 19 日岷州蒸馏厂推出两款威士忌新品——“岷州”单一麦芽威士忌、“百利得”单一调和威士忌，定价均为 399 元/700ml，各限量销售 1 万瓶，打造品牌调性，实现价格带占位。25Q1 起岷州蒸馏厂或正式发行流通产品，构建多元多价格带产品组合。考虑到市场上无年份酒中的大单品定价多在 100~200 元，岷州蒸馏厂或完善这一价格带布局。此前公司已提前布局多类品宣活动，如高频亮相专业威士忌展会、举办众多品鉴会、每月举办岷州蒸馏厂开放日（截止 2024 年 6 月 23 日岷州蒸馏厂访客达 1 万人）、参与全球威士忌评奖活动等，逐步构建品牌认知，未来公司营销活动频率及力度或再加大。

图表66: 岷州、百利得威士忌新品



资料来源: 天府现代种业园, 国盛证券研究所

图表67: 2023 年至今岷州获 3 大权威赛事 9 项表彰



资料来源: 岷州蒸馏厂官方公众号, 国盛证券研究所

先发投入壁垒深厚，岷州有望成为领军者：（1）岷州先发进行重资本投入，威士忌是一门时间的生意，桶陈时间越长风味越佳，岷州抢占先机，为后续品牌高端化、推出年份酒等奠定基础。（2）百润从香精香料业务起家，预调酒业务也需要紧跟消费者口味趋势、研发多元口味产品，公司在口味研发端具有核心竞争力；（3）威士忌主要消费群体为年轻、有一定消费力的群体，与预调酒客群存在一定重叠；且威士忌消费者培育中亦可借鉴预调酒业务的品类教育、场景培育等经验。

公司已有 Highball 产品储备，等待时机成熟推出。我们认为现阶段威士忌品类在国内仍偏小众，消费者尚未适应威士忌口味，未来随着品类逐步发展成熟，或可复刻日本成功经验，推出 Highball 类产品丰富预调酒产品矩阵，同时打开威士忌市场空间。公司目前已有以威士忌为基酒的预调酒产品储备，等待未来时机成熟时推出。

4.2.2 传统酒企：白酒啤酒跨界布局，关注新品及战略调整

白酒、啤酒企业纷纷布局，威士忌业务初见雏形。威士忌是世界第一大烈酒，在国内是新兴赛道，酒类多元化趋势下众多白酒、啤酒公司跨界布局。目前白酒中如郎酒、古井、洋河，啤酒企业中如青岛啤酒、燕京等企业均已投资建设大规模威士忌产能，多数项目在建中，青岛啤酒已有部分产能投产。

图表68: 中国白酒、啤酒公司威士忌业务布局

	隶属集团	生产地	威士忌项目名称	项目现状
白酒公司	安徽古井集团有限责任公司	安徽亳州	安徽古奇酒业	在建
	四川郎酒集团	四川峨眉山	峨眉山高桥威士忌酒业有限公司	在建
	江苏洋河酒厂股份有限公司	西藏甘孜区	西藏地球第三极酒业有限公司	项目待建
啤酒公司	燕京集团	北京顺义	燕京啤酒股份有限公司	在建
	青岛啤酒集团有限公司	山东青岛	青岛啤酒股份有限公司	投产

资料来源: Whisky L! , OCC, FOOD WINE, 新浪财经, 国盛证券研究所

青岛啤酒: 啤酒、威士忌产线具备共性, 青啤五厂基地含威士忌产能。2023年青岛啤酒五厂100万千升精酿啤酒生产基地项目落于青岛崂山区, 项目包括威士忌产能。在啤酒销量进入饱和期后, 布局威士忌业务或为公司带来新增量。啤酒和威士忌均采用以大麦为主的各种谷物发酵, 生产工艺前期流程也高度相似, 威士忌生产为在啤酒生产的基础上进行蒸馏、陈酿, 因此啤酒企业具备部分生产威士忌的优势。

郎酒集团: 郎酒庄园体验式营销, 斥资超30亿元再建威士忌酒庄。公司在四川峨眉山建设高桥威士忌酒业项目, 总投资不低于30亿元, 总设计原酒产能1万吨, 将分三期实现, 首期年产3000吨原酒计划于2026年投产, 剩余产能预计于2030年全部投产。郎酒集团此前已成功打造“郎酒庄园”, 突破传统酒厂模式, 集合高端建筑群, 融合美学价值, 让消费者走进白酒文化。本次高桥威士忌项目将借鉴酒庄经验, 将集威士忌生产全流程、品鉴、世界烈酒文化艺术展示中心、商业美食小镇、顶级精品酒店群等设施结合, 提供消费者展示窗口, 并以场景体验提高品牌价值。

图表69: 郎酒庄园部分景观



资料来源: 酿酒杂志, 原山原水文旅研究院, 国盛证券研究所

图表70: 郎酒集团峨眉山高桥威士忌就业项目效果图



资料来源: 川观新闻, 国盛证券研究所

传统酒企具备部分先发优势, 关注集团规划及产能建设进程。传统酒企在资金储备、渠道资源、品牌优势、生产工艺、营销模式等方面具备优势, 更易在威士忌业务发展上取得突破。但当前酒企威士忌产能仍在建设中, 建议关注后续酒企对威士忌业务的战略规划及产能投产、新品推出节奏。

风险提示

经济环境及消费力恢复不及预期。若经济及需求恢复不及预期，消费者或减少可选消费及新品尝鲜支出，不利于威士忌市场的成长。

新品风味与消费者口味不符。由于饮食习惯差异，且中国白酒历史根基深厚，消费者对新口味的接受度存在不确定性，若新品风味与消费者口味不符或影响威士忌品类的拓展。

费用投入效果欠佳。当前流量碎片化趋势下消费者培育难度加大，营销方式的培育效果存在不确定性，费用投入效果存在不及预期的风险。

行业发展初期乱序竞争。行业发展初期因高成长性具备吸引力，但法律法规及行业规范滞后，或出现入局者众多、乱序竞争、产品参差不齐等问题，影响行业良性发展。

测算误差风险。中国威士忌市场尚处于萌芽期，我们借鉴美国、日本市场数据测算中国威士忌市场空间，由于人口结构、饮食习惯等差异或存在测算误差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com