

中国威士忌：风华初露，青云在望

华泰研究

2024 年 11 月 15 日 | 中国内地

深度研究

三辩国威：为何我们认为当前市场或将进入快速扩容期？

23 年全球威士忌市场规模（出厂口径，下同）约 4151 亿人民币（占全球烈酒 22%），中国大陆市场规模仅 55 亿人民币（占大陆烈酒市场的 1%），70 年代即进入大陆的威士忌数十年整体表现较为平淡，为何我们认为当前威士忌有望进入快速扩容期？本文通过对新兴产区复盘，总结新兴市场的威士忌发展路径，并提取驱动量价增长的关键因子，对国内威士忌发展进行沙盘推演，我们认为随产能+经济+人口周期共振有望驱动行业进入放量期，短期重点关注龙头的产品接受度/营销氛围打造成果，中期看好威士忌渗透率提升拉动规模扩容（预测 2035 年大陆市场规模达 197-237 亿人民币）。

问题一：复盘海外，威士忌在新兴市场的增长路径如何演绎？

日本/中国台湾地区是典型的威士忌舶来市场，其 23 年威士忌市场规模分别达 230/32 亿人民币，威士忌通过“量增→价增”的路径成长为当地主流烈酒品类（占本地烈酒规模 50%/59%）。我们总结其发展过程中的核心要素：1）量增：基础在于消费力提升，辅以税收等政策红利的引导，龙头在供给端通过本土化口味/饮用方式改造（如 highball 等）、具性价比的定价、精准的人群/场景营销进行消费者培育；2）价升：威士忌的全球定价体系明晰，企业在“工艺+年份+品牌”的定价逻辑上逐点攻破，实现高品质本土化，如日本通过水榭木桶打造出独特的东方禅味，铸就日威在国际上的高端定位。

问题二：国威渐起，挑战与机遇何为？

挑战：国内威士忌消费以“自我满足”为核心需求，历经“沿海商务→沿海夜场→内陆夜场→酒吧/居家→酒吧/居家/调酒/电商”的场景演变，同国内烈酒所精准匹配的圈层化消费（礼赠/宴席等）差异较大，且当前缺乏饮食西化/税收等政策利好的催化；**机遇：**短期产能集中释放下龙头加速消费者培育是行业增长的核心催化，中长期来看，经济持续向好、年轻消费群体多元化饮酒需求有望引领威士忌渗透率加速提升。我们从海外借鉴/产能释放两个维度对国内需求进行测算，预计 2035 年中国大陆威士忌出厂口径规模约 197-237 亿左右，对应 24-35 年规模 CAGR 为 11%-13%。

问题三：竞争演绎，哪些公司有望乘势而起？

23 年国内威士忌行业 TOP5 均为海外烈酒龙头、合计占据约 60% 份额。当下国内白酒/啤酒/预调酒/业外资本等已陆续在国内布局威士忌产业，我们认为国内酒水资本同海外成熟烈酒龙头相比缺乏品牌加持和年份酒底蕴，但是其更加熟悉国内消费者的口味/消费习惯，在产品本土化/营销场景化/渠道复用上具有显著优势，龙头共同发力有望拉动国内威士忌迎来第一轮增长。看好预调酒龙头百润股份&啤酒龙头青岛啤酒在渠道/产品运作上的优势。百润股份：威士忌成品即将上市，产能布局/主业协同/渠道赋能优势显著；青岛啤酒：威士忌工厂处于试运营状态，工艺优势/渠道协同亦有望充分赋能。

风险提示：宏观经济增长不达预期、需求爆发节奏和产品推广不及预期、食品安全问题、人才及技术缺口问题。

食品

饮料

增持（维持）

增持（维持）

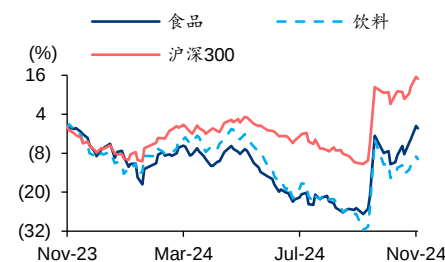
研究员 龚源月
SAC No. S0570520100001 gongyuan Yue@htsc.com
SFC No. BQL737 +(86) 21 2897 2228

研究员 倪欣雨
SAC No. S0570523080004 nixinyu@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员 宋英男
SAC No. S0570523100004 songyingnan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人 胡东
SAC No. S0570124070052 hudong024041@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
百润股份	002568 CH	26.24	买入
青岛啤酒	600600 CH	86.88	买入
青岛啤酒股份	168 HK	71.03	买入

资料来源：华泰研究预测



正文目录

核心观点	3
威士忌：生命之水，麦芽风韵	4
烈酒对比：产业巨擘，制法各异	4
海外复盘：穿越周期，问话经典	5
苏格兰产区：行业标杆，精神领袖	7
日本产区：东方神韵，百年日威	8
中国台湾地区：后起之秀，需求驱动	10
路径演绎：量增先行，价值站位	12
量增催化：消费力承托，新人口引领	12
价增逻辑：工艺定成本，年份定档次，品牌定溢价	13
洞见国内：群贤毕至，差异竞争	16
市场概况：渠道多元，个性消费	16
需求特征：自饮为主，结构偏上	17
渠道体系：分层管理，协同推进	20
竞争态势：短期看渠道，中期看产品，长期看品牌	21
海外玩家：全球视野，本土深耕	21
本土玩家：步步为营，行稳致远	22
风险提示	24

核心观点

威士忌源自苏格兰地区、后随大英帝国扩张风靡全球，而国内威士忌市场受白酒高渗透等影响仍处发展初期。站在当前时点，以百润为代表的国内酒水资本加速布局、产能亟待释放，为更好研判国内威士忌市场的增长潜力/发展路径/格局演变，我们复盘同为新兴产区的日本/中国台湾地区的威士忌发展路径，认为早期消费力提升/政策红利/性价比产品的拉动或是量起核心催化；企业逐点击破“工艺+年份+品牌”的定价逻辑、实现高品质本土化则是价升的核心支撑。看回国产威士忌，短期受产能集中释放及 Z 世代新需求的驱动有望提速，中长期随工艺创新/年份积累/特色产区建立，认可度或持续提升。

研究亮点——本文探讨了市场中其他报告鲜有回答的问题：

问题一：中国威士忌的成长空间有多大？

答：我们从海外借鉴/产能释放两个维度对国内需求进行测算，预计 2035 年中国大陆威士忌出厂口径规模约 197-237 亿左右，对应 24-35 年规模 CAGR 为 11%-13%，25-27 年是行业产能释放的关键节点。

问题二：国产威士忌如何定价？

答：借鉴海外，威士忌定价遵循“工艺+年份+品牌”的基本范式，但目前国产威士忌在年份（海外产品以 12 年年份酒居多）、品牌（海外头部品牌多有百年以上历史）方面均不占优，故国产威士忌定价范式或应遵循“本土特色工艺+无年份+跨界品牌延展效应”；目前中国市场主流威士忌消费价位为 400 元（终端口径），我们认为若国产威士忌新品定价 100-200 元的大众价位带，或可实现错位竞争。

问题三：国产威士忌如何实现“量增”？

答：我们认为，渠道拓展+场景开拓+以价换量是当前国产威士忌突破海外产品竞争壁垒的重要手段。目前国产威士忌的主要参与者为预调酒/啤酒/白酒企业等，相较于海外烈酒龙头，其竞争优势在于原有主业的渠道赋能和客户资源，故我们认为，以中低价位产品进行场景/渠道的开拓、实现汇量式增长，是目前国产威士忌实现“量增”的重要途径。

问题四：威士忌赛道的胜率（成功概率）几何？

答：能否打造出核心大单品、能否在年轻群体中实现高渗透，是裁定胜率高低的重要抓手。

1) 威士忌 VS. 白兰地：中国酒饮赛道整体已基本步入成熟期，威士忌短期内份额攫取或源于同属海外烈酒的白兰地，而中国消费者对洋酒的认知为“品牌>品类”，且大众熟知的人头马、轩尼诗等均为白兰地品牌，故在与白兰地的竞争中，威士忌需首先打造出一款核心大单品。

2) 威士忌 VS. 白酒：白酒和威士忌分别为全球第一大、第二大烈酒品类，目前中国烈酒消费以白酒独大（占比约 95%，来源欧睿），故短期内或“王不见王”；中长期来看，威士忌需抓住年轻消费群体多元化饮酒需求持续增加的机遇，从而布局未来。

3) 综合来看，目前威士忌相较于白酒在中国年轻群体中已具有相对优势，未来随国产新品上市和市场拓展策略的落实，国产威士忌有望逐步构建品牌影响力，实现稳定的增长路径。

问题五：威士忌赛道的赔率（风险与回报比）几何？

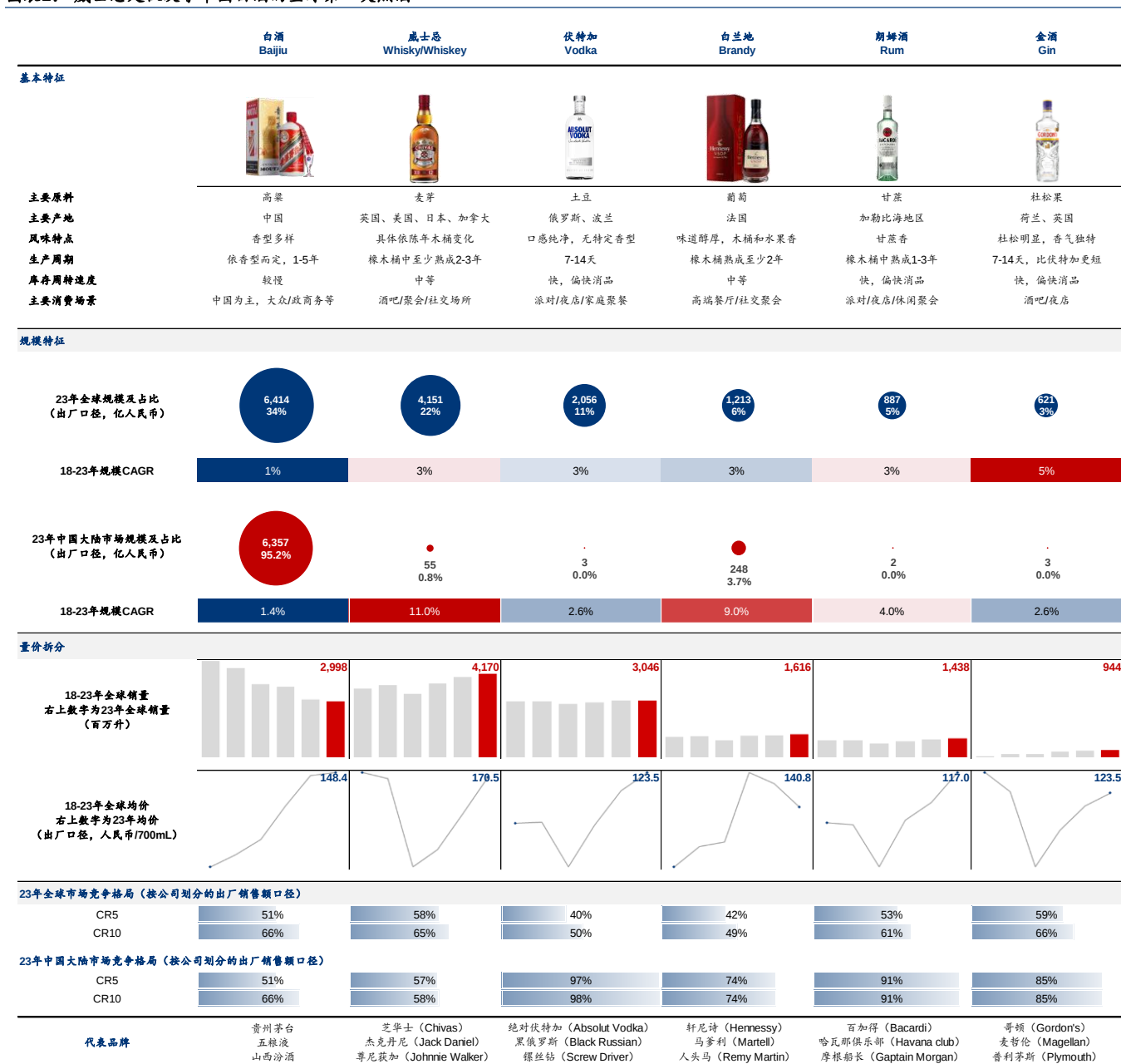
答：威士忌产业总体呈现出高风险、高投入、长周期的特征，短期回报或难以匹配前期投入，需企业具备耐心和长期战略定力。然而，在品牌建立和市场渗透逐步实现后，回报潜力将有望提升。因此，威士忌赛道对资本耐受力较高的企业更具吸引力，但需要较强的市场推广和品牌运营能力，以平衡高风险与长期回报的关系。

威士忌：生命之水，麦芽风韵

烈酒对比：产业巨擘，制法各异

威士忌 23 年全球出厂口径销售规模 589 亿美元（约 4151 亿人民币），占全球烈酒总规模的 22%，是仅次于白酒的全球第二大烈酒。威士忌是以谷物及麦芽为原料，经糖化、发酵、蒸馏、贮存、调配而成的蒸馏酒。“Whisky”一词源于苏格兰盖尔语中的“uisge beatha”或爱尔兰盖尔语中的“uisce beatha”，二者皆有“生命之水”的含义。当前威士忌风靡全球、贸易往来频繁，据 WITS，23 年威士忌主要的苏格兰、美国产区向全球输出威士忌产品及文化，英国/欧盟/美国分别出口威士忌 72/18/15 亿美元，占全球威士忌出口额的 45%/12%/10%。鉴于国内强势的白酒地位等因素，中国威士忌行业的发展仍处于起步阶段，但近年来快速增长，据欧睿，23 年中国大陆威士忌市场规模（出厂口径、下同）约 55 亿人民币，21-23 年分别同比增长 22.6%/3.9%/11.8%，显著快于中国大陆烈酒板块整体（21-23 年同比增长 9.9%/2.6%/3.6%，主要为白酒）。

图表1：威士忌是仅次于中国白酒的全球第二大烈酒



注：1）中美汇率转换按照 2024 年 9 月 24 日汇率进行换算，即 1 美元=7.0516 人民币，下同；2）威士忌常用瓶容积为 700-750mL。

资料来源：欧睿，中国酒业协会，Wind，京东，华泰研究

海外复盘：穿越周期，问话经典

威士忌主要分为麦芽威士忌、谷物威士忌和调和威士忌。各个国家对威士忌的定义略有不同，但在一般语境下默认按照苏格兰对于威士忌的划分标准，即将威士忌分为三类：一是麦芽威士忌，是指以大麦麦芽为原料，经糖化、发酵、蒸馏，在橡木桶里熟成的威士忌；二是谷物威士忌，是以谷物，如黑麦、小麦、玉米等为原料，经过糖化、发酵、蒸馏，在橡木桶里熟成的威士忌；三是调和型威士忌，用各种单体威士忌（麦芽威士忌、谷物威士忌）按一定比例混合调配而成的威士忌。

23 年全球五大威士忌产区的产品占全球威士忌出厂口径销售额的 76%。苏格兰和爱尔兰产区以麦芽威士忌闻名于世，美国产区以谷物威士忌（波本威士忌为主）最为盛行，加拿大产区以调和威士忌作为主流，日本威士忌师承苏格兰但逐渐走出自身独特风格。据欧睿，23 年苏格兰/美国/爱尔兰/加拿大/日本产区的威士忌分别实现销售额 1,711/727/255/236/228 亿人民币，分别占全球威士忌销量额的 41%/18%/6%/6%/5%。

图表2：全球五大威士忌产区在全球的销售数据

	苏格兰威士忌 Scotch Whisky	爱尔兰威士忌 Irish Whiskey	加拿大威士忌 Canadian Whisky	美国威士忌 American Whisky	日本威士忌 Japanese Whiskey
总量特征					
出厂均价（人民币/700mL）	134	157	84	108	99
终端均价（人民币/700mL）	217	408	231	305	418
23年各产区全球销量及占比 （万千升）	21% 90	3% 11 5% 20	11% 47 4% 16	56% 233	（其他：包括印度、台湾、澳洲等产区）
23年各产区全球出厂口径销 售额及占比（亿人民币）	41% 1,711	6% 255 6% 236	18% 727 5% 228	24% 995	

资料来源：Wind，欧睿，华泰研究

纵览全球各威士忌消费市场，主要可分为以下三类：

- 1) 威士忌发源及传播区域：**以英国及爱尔兰为代表，本土烈酒消费相对多元、威士忌作为传统酒类消费占比相对均衡（23 年英国/爱尔兰威士忌消费占烈酒整体的 24%/33%），出口是其产业规模扩张的核心支撑，23 年英国本土威士忌消费规模（出厂口径）146 亿人民币 vs. 出口规模 505 亿人民币左右。
- 2) 威士忌本土化区域：**以美国/加拿大/日本等为代表，在英国全球扩张过程中引入威士忌产品，并在原料/工艺/调配上做了创新性改造以更加适应本土消费者口味，如美国、加拿大加入玉米作为蒸馏材料，威士忌在当地烈酒市场占据相当份额（23 年美国/加拿大/日本威士忌消费占烈酒整体的 34%/33%/50%），美国后续凭借强势的国际地位成为威士忌第二大出口国，日本则凭借独特的水桶桶陈工艺在国际上树立价值标签。
- 3) 威士忌消费培育区域：**以中国大陆为代表，因白酒在本土烈酒市场的强势地位，威士忌发展仍处于市场培育初期。



图表3：全球主要地区的威士忌消费数据概览

序号	地区	2023年总量数据-出厂口径					量价拆分					结构拆分-各产区产品占比					
		威士忌市场规模 (亿人民币)	烈酒整体规模 (亿人民币)	威士忌占本土烈 酒消费比重	20-23年威士忌 规模CAGR	23年威士忌规 模YoY	23年市场均价 (人民币/700mL)	20-23年均价 CAGR	20-23年销量 CAGR	23年均价 YoY	23年销量 YoY	苏威	爱威	美威	加威	日威	其他
1	美国	975	2,844	34%	10%	6%	112	8%	2%	6%	-1%	19%	14%	46%	19%	2%	0%
2	印度	954	1,418	67%	3%	7%	30	0%	4%	2%	5%	6%	0%	0%	0%	0%	94%
3	日本	228	451	50%	4%	17%	84	0%	4%	6%	10%	21%	1%	9%	1%	68%	0%
4	法国	147	430	34%	0%	1%	85	2%	-2%	4%	-3%	83%	4%	9%	1%	2%	2%
5	英国	144	606	24%	4%	5%	138	5%	-1%	9%	-3%	65%	9%	26%	0%	0%	0%
6	澳大利亚	133	282	47%	13%	12%	229	5%	8%	6%	5%	45%	4%	39%	6%	4%	1%
7	巴西	98	218	45%	22%	6%	95	5%	16%	7%	-1%	85%	0%	10%	0%	0%	5%
8	土耳其	86	234	37%	76%	99%	288	41%	25%	56%	27%	84%	1%	15%	0%	0%	0%
9	西班牙	78	253	31%	4%	9%	118	7%	-3%	8%	2%	75%	1%	6%	0%	0%	18%
10	波兰	75	249	30%	15%	15%	107	7%	8%	11%	3%	69%	10%	21%	0%	0%	0%
11	俄罗斯	75	498	15%	17%	29%	92	9%	7%	21%	6%	72%	18%	10%	0%	0%	1%
12	韩国	63	305	21%	13%	12%	270	6%	7%	4%	7%	45%	0%	6%	0%	7%	42%
13	墨西哥	57	174	33%	1%	5%	110	7%	-6%	8%	-3%	92%	0%	8%	0%	0%	0%
14	中国大陆	55	6,675	1%	12%	12%	234	8%	4%	5%	6%	64%	0%	7%	0%	29%	0%
15	南非	52	146	35%	7%	12%	91	7%	0%	9%	3%	83%	7%	2%	0%	0%	8%
16	加拿大	51	156	33%	5%	3%	72	3%	2%	3%	0%	29%	7%	9%	55%	0%	0%
17	阿联酋	49	78	63%	7%	13%	169	3%	4%	3%	9%	95%	0%	4%	0%	0%	0%
18	德国	42	307	14%	2%	1%	67	1%	0%	2%	0%	42%	8%	46%	2%	1%	2%
19	中国台湾	32	54	59%	2%	7%	136	2%	0%	3%	3%	91%	0%	1%	0%	2%	5%
20	爱尔兰	30	91	33%	5%	9%	341	3%	2%	9%	0%	6%	81%	13%	0%	0%	0%
前20地区合计		3,423	15,469	22%	7%	9%	63	4%	3%	5%	4%	34%	6%	19%	7%	6%	28%
全球		4,151	18,687	22%	4%	6%	70	1%	3%	2%	3%	39%	6%	18%	6%	5%	26%

注：1）土耳其威士忌市场快速增长主要系消费者需求增长/国际品牌线上推广/旅游业复苏/本土政策支持等影响；2）印度是全球第二大威士忌消费国，市场主要由本地品牌主导，但印度威士忌使用糖蜜（甘蔗副产品，成本较低），更接近于朗姆酒的酿造工艺，故并不符合国际威士忌的定义标准；3）23年苏格兰威士忌全球消费量约1700亿人民币（欧睿出厂口径），英国本地消费约100亿人民币（欧睿出厂口径），苏格兰威士忌出口额500-600亿人民币（苏格兰协会口径），剩余的1000亿缺口可能是由于中间商的再出口、全球库存滞后效应、非官方流通渠道、统计口径差异等影响。4）苏威/日威/美威/加威/爱威/台威分别指苏格兰产区/日本产区/美国产区/加拿大产区/爱尔兰产区/中国台湾地区产区的威士忌，下文同理。

资料来源：欧睿，华泰研究

苏格兰产区：行业标杆，精神领袖

苏格兰威士忌拥有超过 500 年的历史，2023 年占据全球威士忌市场 41% 的市场份额（出厂销售额口径，来源欧睿），并在全球超过 180 个国家和地区销售，成为苏格兰乃至整个英国的重要经济支柱之一，威士忌在其发展过程中不仅成为苏格兰民族饮酒与文化的代表，更是随着大英帝国的扩张实现了全球化。具体看其发展历程：

Step1：威士忌如何成为苏格兰地区的标志性饮品？

物质层面：

- 1) 工艺突破：蒸馏工艺使得威士忌的酒精度数高于葡萄酒，且能够更好地保存。**威士忌的生产过程中通过多次蒸馏和陈酿，逐渐形成了复杂而独特的风味，相比之下，葡萄酒的酿造虽然历史更为悠久，但其保存期限相对较短，且容易受环境影响。
- 2) 政策标准：苏格兰法律及威士忌行业协会对于威士忌的生产、陈年时间等做了近乎严苛的规定，**苏格兰法律规定，只有在苏格兰境内蒸馏、至少陈年三年的威士忌才有资格被称为“苏格兰威士忌”，为苏格兰产区的威士忌产品提供了较强的品质背书。

图表4：英国法律对威士忌生产做了严格的规定

	具体内容
陈年时间	据 The Scotch Whisky Regulations 2009 的法规规定，威士忌必须在橡木桶中陈年至少 3 年，这是可以被称为“苏格兰威士忌”的最低要求。
陈年容器	苏格兰威士忌必须在橡木桶中陈年，这些桶通常曾被用于陈酿雪莉酒或波本威士忌，因其可以给威士忌带来独特风味。
蒸馏酒精度	苏格兰威士忌法规 2009 及欧盟（EU）2019/787 中规定威士忌蒸馏至的原酒最高酒精度为不超过 94.8%vol。
生产过程	麦芽威士忌需在壶式蒸馏器中蒸馏，且仅可通过内源酶系统糖化。单一麦芽威士忌生产中不使用外源性酶，用铜制壶式蒸馏器进行 2-3 次蒸馏。
调配	威士忌产品调配过程中不使用食用酒精、除可使用焦糖色调整色泽外，不应使用其他呈色物质；除风味威士忌外，不应使用呈香呈味物质。
感官要求	威士忌的感官特性，如香气、外观等，都有明确的描述和评价标准。
理化要求	包括总酸、酯类、醛类和高级醇等指标，这些指标与威士忌的原料、陈酿时间等工艺过程相关，并影响威士忌的风格和口感。
标识和包装	威士忌标识应清晰表明产品类型，如单一麦芽威士忌、谷物威士忌等。预包装产品宜标示酒龄，酒龄是指产品中所使用的最新的酒的酒龄。

资料来源：Wind，华泰研究

精神层面：

- 1) 民族与政治主义绑定：1707 年苏格兰议会并入英国议会后，**威士忌开始受到英国中央政府的严格控制，每当英国陷入战争时，政府通过加税来填补战争开支，导致非法蒸馏和走私活动加剧，民众反抗情绪严重，而政府亦难以有效控制产业。在民众的持续反抗下，1816 年英国政府通过《小蒸馏器法案》减少了小型威士忌生产商的税负，鼓励更多合法生产。在此期间，以彭斯为代表的诗人学者将威士忌作为苏格兰文化和民族自豪感的象征进行创作，如其写道“自由与威士忌同在”。
- 2) 苏格兰绅士气质打造：19 世纪中后期，英国政府停止对广告征税（1853 年）并允许瓶装销售（1860 年），**苏格兰生产商通过营销将威士忌与绅士、优雅的形象相结合，特别是在广告中强调苏格兰的理想化生活方式（如穿苏格兰裙的绅士、猎鹿、打高尔夫等场景），成功将威士忌塑造造成高端消费品。

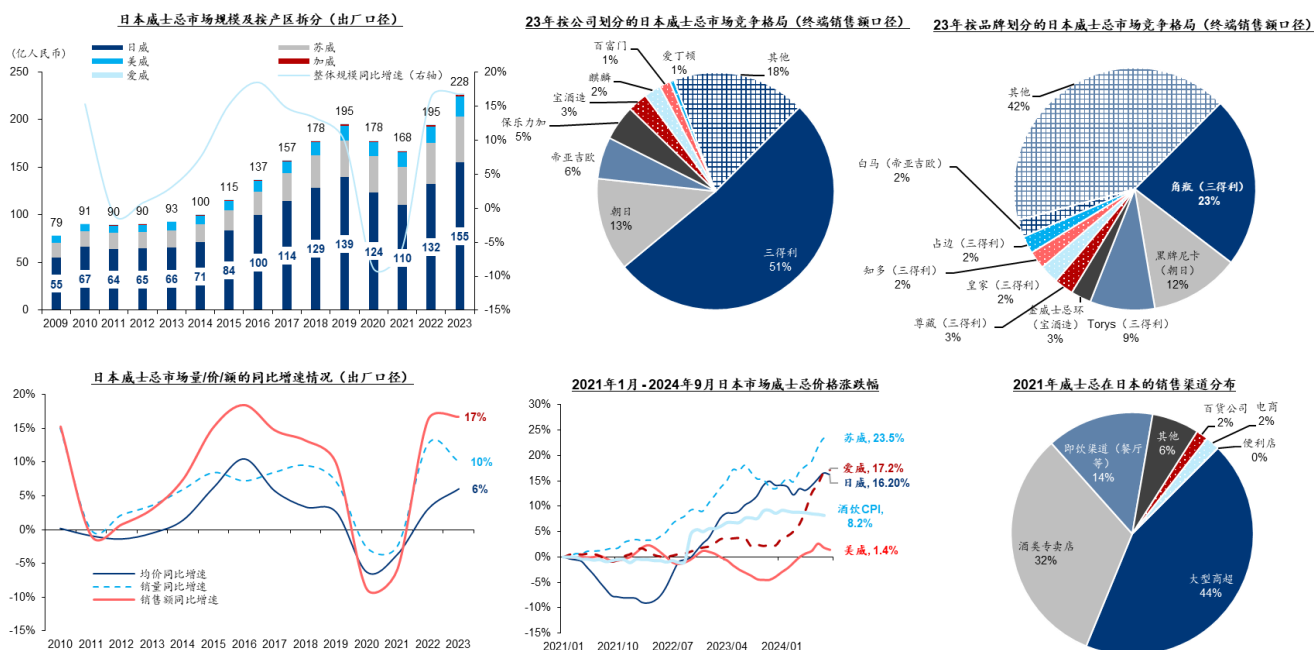
Step2：苏格兰威士忌如何走向全球？

- 1) 大英帝国的全球崛起带动威士忌的第一波出海浪潮。**大英帝国在 17 至 18 世纪在美洲建立了多片殖民地，而在第一次工业革命后，蒸馏酿造效率持续提升，随着大英帝国全球势力的扩展及海上贸易的发展，威士忌作为一种耐久储存且适宜长途运输的酒精饮料，被大量销售给军官和士兵，并在当地逐步打开销路。
- 2) 法国葡萄酒和白兰地市场的崩溃为威士忌带来了机会。**1880s，根瘤蚜虫病肆虐法国葡萄园，对葡萄酒和白兰地的生产造成了毁灭性打击，法国葡萄种植者和酿酒商不得不重建葡萄园，并尝试引进抗根瘤蚜的葡萄品种，但这一过程耗费了数十年时间。随着法国酒类的供应不足，美国、英国殖民地以及新兴工业化国家等地消费者逐渐转向苏格兰威士忌。
- 3) 全球各地的创新性发展赋予威士忌新的活力。**北美、日本等地在威士忌传入后做了许多口味和饮用方式的本土化改造，同时不同于传统的苏格兰威士忌（以单一麦芽威士忌为品质之最），调和威士忌通过不同威士忌的混合创造出多种风味和风格的产品，满足不同市场和消费者的需求，推动了威士忌在全球范围内扩张。

日本产区：东方神韵，百年日威

守正 or 创新？日威的崛起是时代背景助推与龙头企业努力共同成果。1853 年“黑船事件”后，威士忌进入日本，经历明治维新（1868-1912 年）自上而下的生活西化后文化土壤逐渐形成，但由于高昂的进口税和与清酒差异较大的口味，早期威士忌的消费局限于上层阶级。1923 年，鸟井信治郎（三得利创始人）与竹鹤政孝在山崎兴建了日本第一家威士忌酿造厂，日本威士忌开启本土化发展，1929 年采用传统苏格兰技法酿造的日本国产威士忌“三得利·白札”面世，但其浓重的烟熏味仍不为广大日本消费者所接受，而三得利亦濒临倒闭。1937 年，外交恶化下日本全民禁止西洋威士忌等产品进口，给予了本土品牌发展机会，同期三得利推出了第一款调和威士忌“角瓶”，其口感温润而适合东方人，另依靠低廉的价格迅速占领没有竞争对手的日本威士忌市场，并打通了军需渠道，日本酒水龙头带领日本威士忌进入快速发展期。

图表5：日本市场的威士忌规模、竞争格局、渠道分布情况



注：2021 年 1 月至 2024 年 9 月日本市场威士忌总价格涨跌幅数据，具体计算是以 2021 年 1 月数据为基数，测算其累计涨跌幅（CPI 同理）。

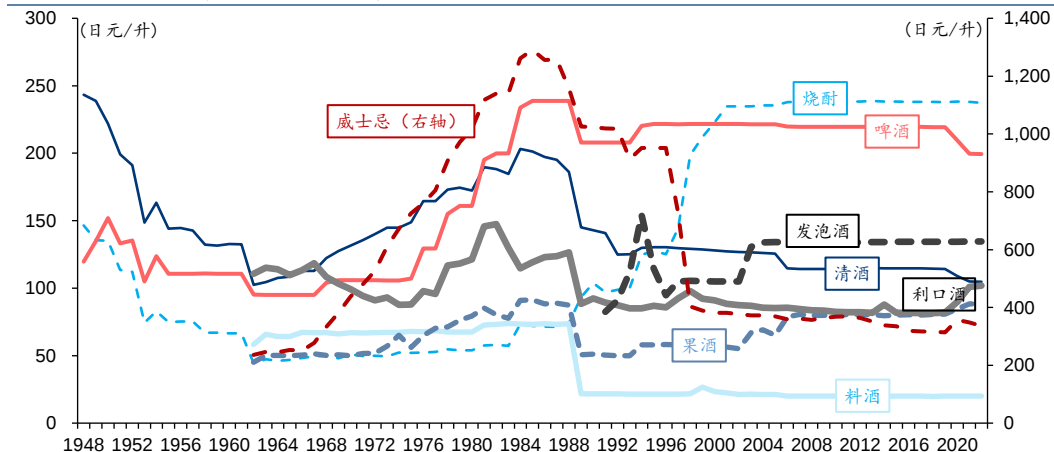
资料来源：欧睿，Global Data，华泰研究

Step1：消费者培育：日威如何“飞入寻常百姓家”？

1）成长期（1946-1983）：1962-1983 年威士忌消费量 CAGR 达 10%。宏观层面，彼时的日本战后恢复特征显著，1965 年日本人均 GDP 首次突破 9000 美元，为威士忌消费量的扩容提供了消费力支撑；行业层面，二战影响下有“日本酒”之称的清酒产量与质量明显下降，且价格居高不下，1946 年，三得利推出低价威士忌品牌 Torys，推广加冰或兑苏打水饮用（Highball）的方法，三得利在日本开设上千家 Torys 酒吧，以此推广威士忌文化并占领渠道，清新爽口的 Torys 迅速在工薪阶层与学生群体中流行，威士忌迎来首次量增期；1970s，日本经济延续高速增长，三得利借势通过“筷子大作战计划”推动威士忌日常化，三得利通过广告将威士忌延伸到与啤酒近似的佐餐场景，说服寿司店、居酒屋、关东煮等餐饮店在菜单上加入威士忌，将日威送入寻常百姓餐桌。

2）退潮期（1984-2008）：期间威士忌消费量 CAGR 为-4%。一是酒税改革致税负上升，1984 年日本政府对酒类税收体系进行调整，威士忌单位税负增长 24%，而彼时威士忌市场刚刚建立消费习惯，价格的上升打击了市场需求；二是烧酎的替代效应，烧酎的消费量在 1980s-1990s 快速增长，在家庭消费和居酒屋等日常饮用场景中的占比快速提升，烧酎相比于威士忌价格更低、消费税更低；三是 90 年代经济泡沫破裂带来的消费萎缩，日本经济泡沫破裂后大批企业破产、失业率上升、家庭收入缩水，整体消费能力受到压制，威士忌需求进一步下滑；四是消费习惯的转变，日本消费者在这一时期逐渐转向低度酒类饮品，烧酎、发泡酒等市场份额不断上升，2000s 初威士忌已被视为“老一辈”饮品。

图表6：1948-2022 年日本各类酒饮的单位酒税税负情况（课税金额除以课税量）



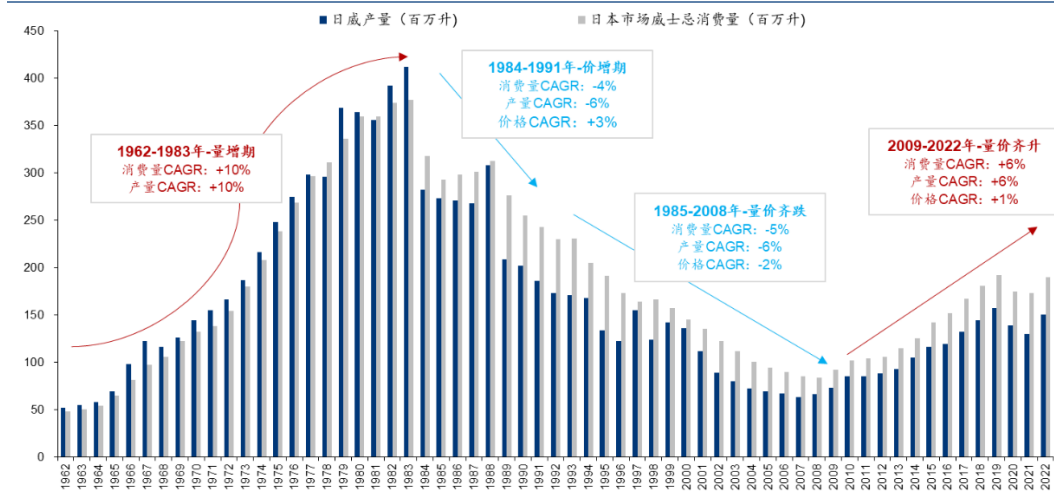
资料来源：日本国税厅，华泰研究

3) 重生期（2008 至今）：2009-2021 年威士忌消费量 CAGR 恢复至 5% 增长。08 年以来经济缓步回暖，水榭木桶+茶道山泉水+竹子过滤的日本威士忌在 2000 年代后以颇具东方气息的差异化竞争力亦在国际大赛中屡获殊荣，宏观与行业的双重驱动下，日威龙头三得利于 2008 年启动 Highball 复活计划，在改良产品易饮度的同时，扩充了扎啤杯、罐装等包装形式以拓展新场景，威士忌消费逐步回暖。

Step2：全球输出（1990s 至今）：日威如何在国际舞台上“弯道超车”？

独特的水榭木桶陈工艺+原酒库存收紧，为日威带来产品层面的稀缺性，同时通过海外并购解决中低端产品的产能挤压问题。二战期间，由于日本无法进口酿造威士忌的欧美橡木桶，故以日本独有的水榭（yōu）木作为替代。但水榭木数量稀少、成本很高（成长时间需 200 年以上）、容易渗漏和挥发、熟陈时间更长，在战后逐渐被酒厂抛弃。不过，此后在三得利高超的营销技能下（垄断水榭木的生产、每年只制作 100 个水榭木桶），以及人们发现陈年水榭木熟成的威士忌会增添一股沉香气味——“东方禅味”，年份高的水榭木桶逐渐变成奇货可居。另外，1990s 的经济危机导致市场需求跌至谷底，行业产量陷入低谷，进一步导致十年后的年份原酒库存收紧，年份日威价格水涨船高，一瓶山崎 50 年单麦威士忌拍卖价达 238 万元（2018 年 8 月）。2014 年，三得利以 1.6 万亿日元（约 814 亿人民币）并购届时美国最大的蒸馏酒企业 Jim Beam，使其超越麒麟成为日本最大的酒企、世界第三大烈酒生产商，收购后三得利利用 Jim Beam 制作的 Highball 替换角瓶，将释放出的日本产原酒留给山崎、白州和响这些高毛利产品，为开拓全球市场奠定产能基础。

图表7：1962-2022 年的日本市场的威士忌产量与消费量情况

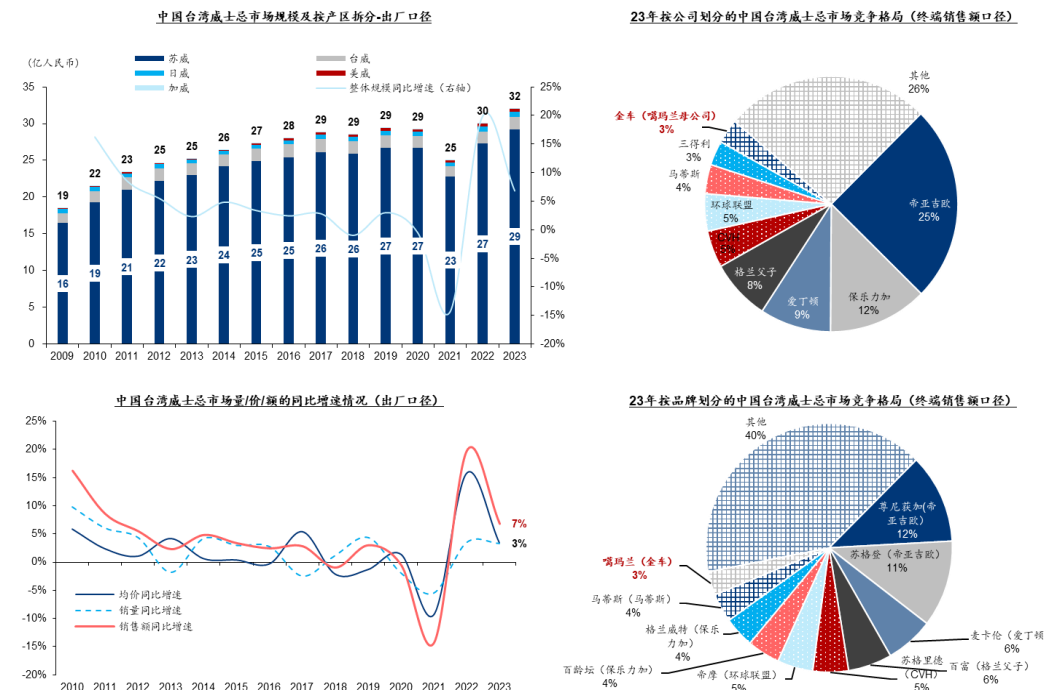


资料来源：欧睿，日本国税厅，Wind，华泰研究

中国台湾地区：后起之秀，需求驱动

中国台湾地区威士忌行业的两次增长各有侧重，其中首次抬头更偏量增，核心驱动为当时开放的经济体系，而后续爬坡更偏价升，由宏观、行业、企业共同推进。中国台湾地区威士忌的起步始于 1955 年烟酒公卖局的引进，后续对外开放与政策支持带来海外品牌进入与企业积极本土化，共同驱动中国台湾地区成为如今全球苏格兰威士忌十大市场中增长最快的市场之一和国际认可度不断增强的新兴产区。

图表8：中国台湾地区市场的威士忌规模、量价驱动、竞争格局情况



资料来源：欧睿，华泰研究

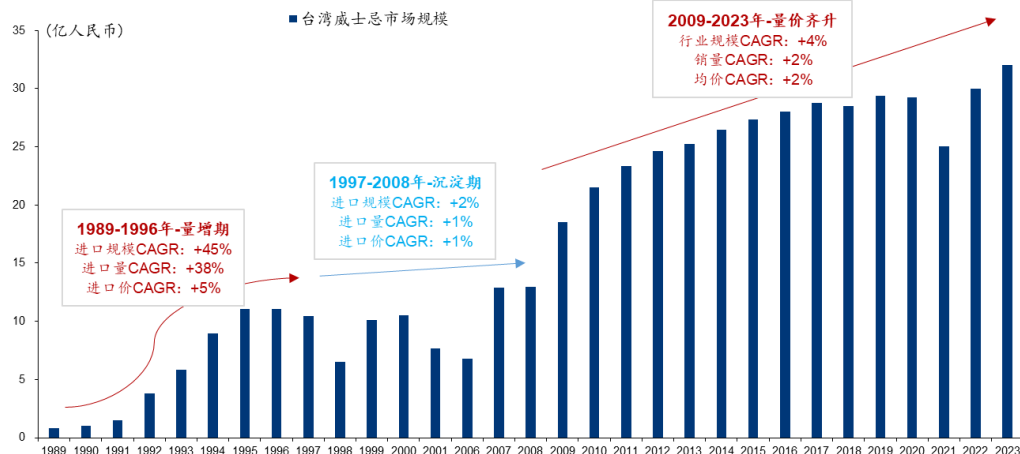
中国台湾地区的威士忌发展可分为三个阶段：

1) 萌芽期（1974-1996）：1989-1996 年中国台湾地区威士忌进口量 CAGR 为 38%。宏观层面，受益于美国对中国台湾地区的经济援助与开放经济体系的逐渐形成，该阶段的中国台湾地区经济得以快速发展，随 1987 年降低关税/开放外国烟酒进口、1992 年中国台湾地区人均 GDP 首次突破 1 万美元，1992 年中国台湾地区威士忌进口量/进口额同比 +147%/+155%，1995 年进口量突破 100 万箱。行业层面，90 年代上百家威士忌进口商的涌入使得威士忌推广资源集结，日式居酒屋、酒店来台使得酒吧文化盛行，酒税改革使得威士忌性价比优势凸显，与此同时，此前中国台湾地区市场主流洋酒白兰地因经营者较少、价格高企以及糖尿病传闻元气大伤，加之企业层面的平价威士忌铺市与广告营销，中国台湾地区进口烈酒正式进入威士忌时代，行业迎来首次高增。

2) 沉淀期（1997-2008）：该阶段威士忌进口量 CAGR 放缓至 1%。宏观层面，2002 年中国台湾地区加入 WTO，同步废止烟酒专卖制度、调整烟酒税制、开放酒厂民营，中国台湾地区威士忌自由生长的土壤进一步优化。行业层面，消费者教育实现跨越，此前中国台湾地区对威士忌的饮用以狂饮、应酬为主，2001 年麦卡伦全力推广单一麦芽相关知识，2005 年中国台湾地区首个威士忌专业社团“台湾单一麦芽威士忌品酒研究社”成立，由此逐步形成对单一麦芽威士忌的偏爱，并持续至今。企业层面，2005 年中国台湾地区首家威士忌酒厂噶玛兰成立，2008 年台湾烟酒公司经营下的南投酒厂成立威士忌蒸馏厂，中国台湾地区本土威士忌两大龙头初具雏形。

3) 成长期 (2009 至今): 该阶段中国台湾地区威士忌迎来二次增长, 主要由宏观政策、行业氛围、企业品质化共同驱动, 本土产区迅速发展。宏观层面, 2009 年政府将蒸馏酒税率由按容量改为按酒精浓度征收, 每公升每度仅 2.5 元, 价格压力明显弱化。行业层面, 在前期消费者教育的基础之上, 中国台湾地区自 2009 年起多次举办国际型酒展 Whisky Live, 消费者触达与消费者需求洞察持续强化。企业层面, 因中国台湾地区市场的包容度及其重要地位, 海外威士忌品牌多倾向于将中国台湾地区作为新酒款首发市场, 并会依据当地偏好量身定做独家酒款; 本土企业则充分结合中国台湾地区的亚热带条件扬长避短, 推出顺滑甘甜、热带水果风味的高品质威士忌, 在国际大赛中广受青睐。

图表9: 1989 年至今的中国台湾地区威士忌市场规模情况



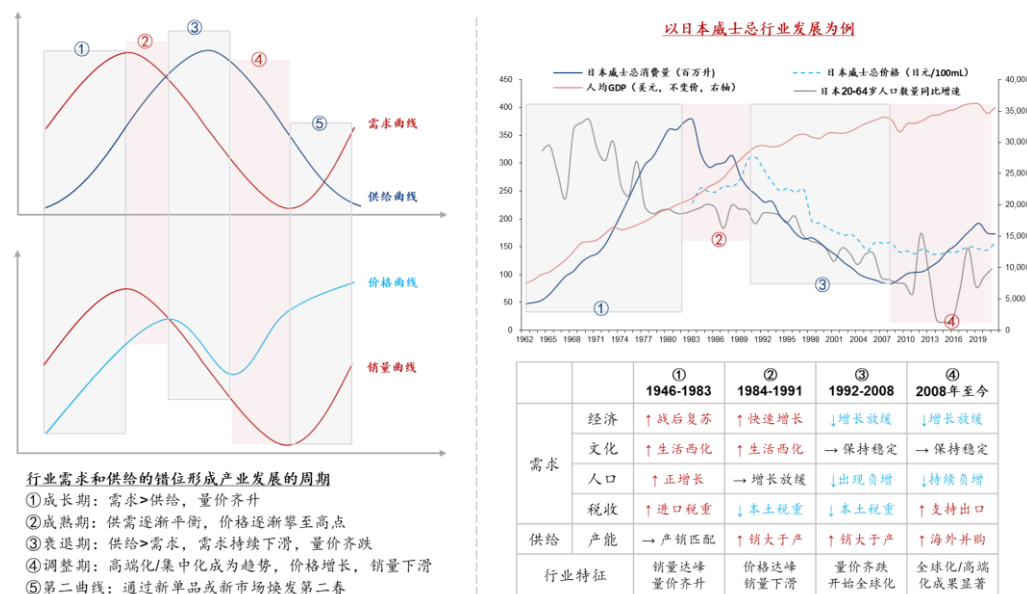
注: 由于数据可得性问题, 且中国台湾地区威士忌市场约 95% 威士忌产品为进口, 故使用进口数据代替 2008 年及之前的规模数据; 2009 年及之后数据采用欧睿出厂口径的行业规模数据。

资料来源: Wind, 欧睿, 华泰研究

路径演绎：量增先行，价值站位

参考日本、中国台湾地区威士忌发展历程，在威士忌作为舶来品的新兴市场中，行业发展基本由量的逻辑向价的逻辑演进，行业起量的核心基础为足够的消费力支撑，通常以政策红利（如税收等）与性价比产品作为催化，向价升过渡则往往更需要企业层面发挥主观能动性实现高品质本土化，配合以成熟、专业的消费者教育。

图表10：行业发展驱动基本遵循“量增→价增”的演绎逻辑



注：1）此处暂不考虑社会库存问题，故左图中的销量曲线与需求曲线重合；2）右上角关于日本人口数量增速的曲线仅为同比数据映射，无对应坐标轴；3）右下角表格对于“人口”增速的表述主要针对日本20-64岁这一适龄饮酒人口情况。

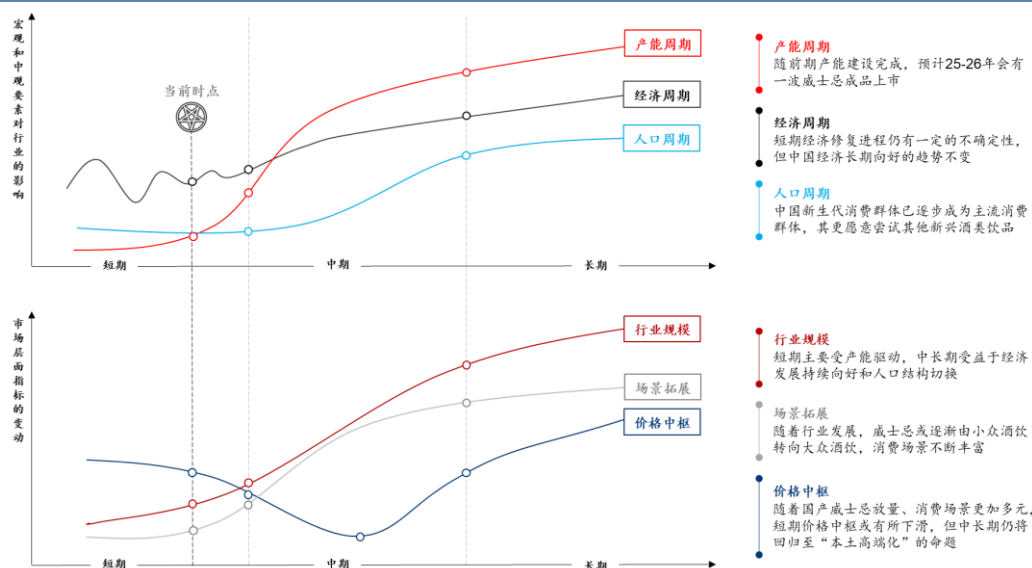
资料来源：日本国税厅，Wind，华泰研究

量增催化：消费力承托，新人口引领

收入是根本，扩容重点是大众化，契机是消费者偏好变化。量增期的新兴市场中，消费力与威士忌消费量往往正相关，参考60年代的日本、90年代的中国台湾地区，人均GDP突破0.9-1.0万美元或为威士忌在新兴市场渗透率提升的关键门槛，同时还需与利好的税收及进出口政策形成合力。新兴市场的威士忌消费土壤通常相对缺乏，因此大众化的行业氛围与大众化的威士忌成为了量增期扩容的关键，作为舶来品，威士忌需要更多的新进入者将其引入，辅之以酒吧、主题活动等场景营销，实现高消费者触达，Highball等在口味、价格上均具有大众化特征的低尝鲜成本产品在此过程中发挥了重要作用。值得一提的是，日本与中国台湾地区的威士忌行业在该阶段均迎来了传统主流酒类（清酒、白兰地）失势这一替代契机。

产能周期+经济周期+人口周期共振时，中国威士忌有望崛起。1) 短期内，行业产能扩张将推动威士忌市场的供应增长，龙头共同加强消费者教育、有望引领行业迎来量增扩容的机会，短期增量更多来自于量增（场景和渠道拓展）而非价增（价格中枢由中高端走向大众化）。2) 中长期来看，中国经济的持续向好、年轻一代消费群体对新兴酒类的喜爱和偏好，或将进一步加速威士忌的普及和消费升级，为威士忌行业的发展提供长远动力。

图表11：中国威士忌产业在短期/中期/长期的主要驱动因素



资料来源：华泰研究

价增逻辑：工艺定成本，年份定档次，品牌定溢价

消费者教育是前提，核心是企业高品质本土化、差异化。参考日本、中国台湾地区威士忌行业的第三阶段，“价”的逻辑在后期逐渐凸显，此时收入、税收、国际贸易等宏观环境因素更多发挥基础性保障作用，行业热烈氛围的维持与持续性的消费者教育成为前提，供给端的优化升级成为核心驱动，即企业能否实现高品质本土化和差异化、提供满足消费者品质化需求的本土特色产品是威士忌行业后续长远发展的关键。我们认为威士忌树立价值的核心主要在于以下三要素：

(1) 工艺特征：原料塑味，桶藏赋香

1) 约 60% 的威士忌风味特征来源于橡木桶陈年，陈酿过程中的香气多来自酒和橡木桶接触时产生的化学反应，各威士忌产区常用的橡木桶有所不同，对应威士忌风味各有千秋。

2) 约 40% 的威士忌风味特征来源于原材料及其他工艺流程。不同的谷物会带来不同的香气和口感，如玉米提供厚重和甜味，黑麦则赋予威士忌辛辣和果香，大麦则贡献坚果和面包般的香气。此外，谷物的种植环境对其风味同样具有影响，气候、土壤类型、海拔高度等自然条件不仅决定了谷物的生长状况，也间接影响了谷物中风味前体化合物的含量。

图表12：八种主要的威士忌酒桶的详细参数对比

	标准桶 (波本桶) Barrel	猪头桶 Hogshead	布特桶 (雪莉桶) Butt	小桶 Quarter Cask	波尔多桶 Barrique	大桶 Puncheon	波特酒桶 Port Pipe	马德拉酒桶 Madeira Drum
容量大小	约200升	约250升	约500升	约50升	约225升	约500升	约650升	约650升
酒桶来源	熟成美国波本威士忌的桶	由标准桶拼装而成	是雪莉酒行业最常用的酒桶类型	是从标准桶直接裁剪而成的较小版本	主要为熟成过葡萄酒的桶	是熟成雪莉酒中第二最常见类型的桶	是熟成波特酒的行业标准桶型	是熟成马德拉酒的行业标准桶型
制成原料	美国白橡木	美国白橡木	西班牙橡木	美国白橡木	法国橡木	西班牙橡木或美国白橡木	葡萄牙橡木	法国橡木
制桶成本	成本相对较低 规模化生产	成本略高于标准桶 工艺相对复杂	成本较高 高质量橡木	成本并不低 特殊定制	成本较高 木材价格昂贵	成本中等 木材质量较高	成本较高 高质量欧洲橡木	成本很高 制造复杂、手工制作
熟成时间范围	4-20年 波本威士忌的法定最低熟成时间为2年	10-30年 容量较大，熟成过程较慢，适用长期熟成	10-30年 中长期熟成，常用于高端/限量版威士忌	3-10年 完成阶段，适用于较短的熟成时间	5-25年 完成阶段，不用于整个熟成周期	10-30年 适用于长期熟成，熟成过程平缓	2-5年 完成阶段，用于已熟成一定年限的威士忌	2-5年 完成阶段，不适合作为长期熟成容器
熟成后赋予酒体的风味特征	香草、焦糖、椰子味强烈	木质味较为温和，保留威士忌原有风味	增强酒体复杂性，常用于引入雪莉特征	加快熟成速度，风味提升明显	来自葡萄酒的单宁和果味	熟成速度较慢，保留更多原始风味	波特酒的特有甜味和果味	带有更明显的干果和坚果味

资料来源：欧睿，华泰研究

(2) 品牌价值：风土凝香，产区赋能

威士忌酒厂品牌与其所在产区之间的共振，是威士忌行业中品牌价值构建的核心。一方面，酒厂的品牌标识是酒厂传达产品独特性和质量保证的重要手段。另一方面，产区提供了独特的地理和环境条件，这些条件直接影响威士忌的风味和品质。产区的地理标签经过数百年的演化，目前已成为品质和风格的代名词。当品牌战略与产区特色相结合时，酒厂可通过强调其威士忌产品与产区的独特联系来吸引目标群众，产区在也伴随着酒厂的兴起而逐步壮大自身。据欧睿，爱尔兰/日本/苏格兰/美国/加拿大产区的威士忌在全球消费市场的销售均价（出厂口径）分别为 22/20/19/15/11 美元/700mL，高于全球威士忌整体均价的 9.9 美元/700mL。

(3) 年份标识：陈年雅韵，价随香浓

按年份定价是威士忌行业的基本准则，无年份产品一般用来补充未覆盖到的中低价位段。

1) 产品角度：随陈酿年份的增长，威士忌口感愈加柔和醇厚，香气愈加丰富多样。

2) 金融属性：年份溢价通常与其金融回报成正比，高年份威士忌（如 50 年以上的限量版）在拍卖会上屡屡刷新成交记录，使其逐渐被视为与珠宝等类似的奢侈投资品。

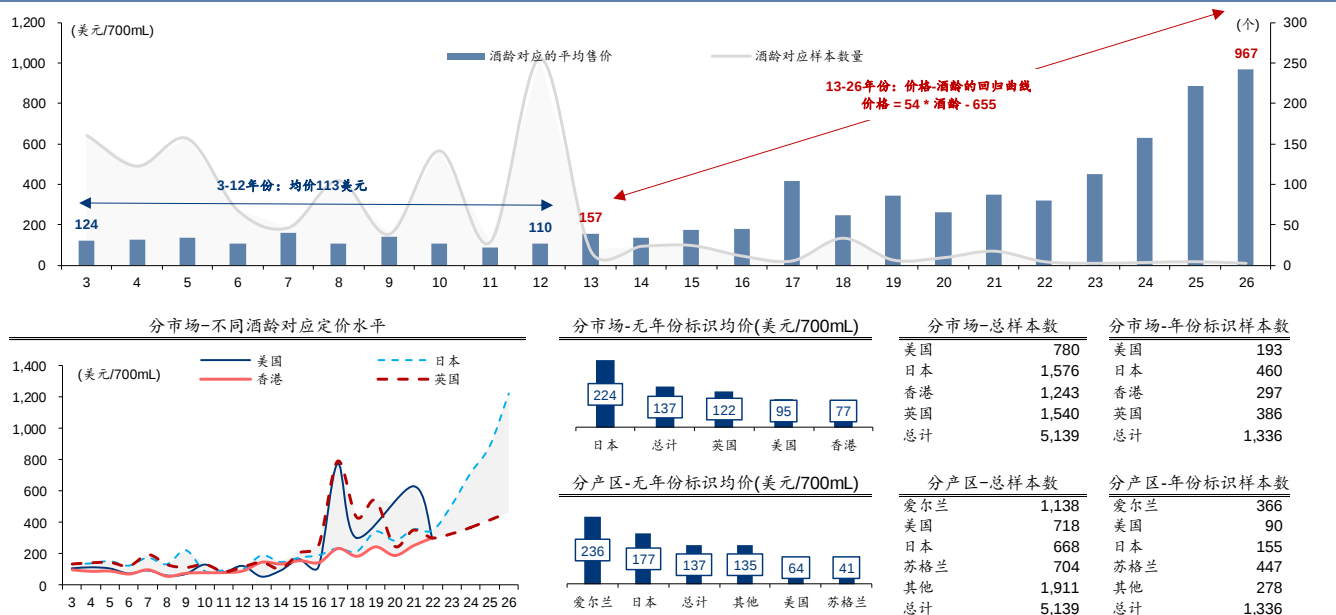
整体来看，威士忌以年份定价、定位仍是主流。不过，很多企业也正在推动更多中高端无年份酒，一是因为调酒师希望在调和时加入低年份酒，从而给一瓶酒带来更多的想象力（苏格兰法律规定年份混合酒必须按照其中最低年份酒标识）；二是在市场上行周期中，无年份产品具有相对更高的利润率；而在市场动销氛围较冷时，年份威士忌会更受欢迎；三是部分中小酒厂老酒库存不足，开发无年份威士忌是寻求利益最大化的选择。

为进一步探寻价格和年份之间的关联，我们自全球威士忌交易平台 Whisky Marketplace 中采集了 5139 条威士忌产品相关信息，我们发现：

1) 酒龄 12 年的产品数量最多：在标注年份的威士忌产品中，酒龄 3-12 年的威士忌产品数量最多（占总样本量 22%），其中酒龄 12 年的产品数量最多，与行业消费特征一致。

2) 在酒龄 13-26 年的区间内，呈现明显的“价随龄长”：酒龄 3-12 年的产品定价与酒龄之间的相关性并不明显，我们认为主要系该酒龄段的竞争较为激烈、品牌效应、工艺创新等共同对定价产生影响；但酒龄 13-26 年的产品呈现明显的“价随龄长”，线性推算下酒龄每增加 1 年，产品定价提高约 54 美元/700mL（约 380 人民币/700mL），尤其以日本为代表，由于日本酒企近年来强化高档酒稀缺性的市场认知、其对高年份酒给出更高溢价（酒龄每增加 1 年，日威产品定价提高 149 美元/700mL、约 1043 人民币/700mL）。

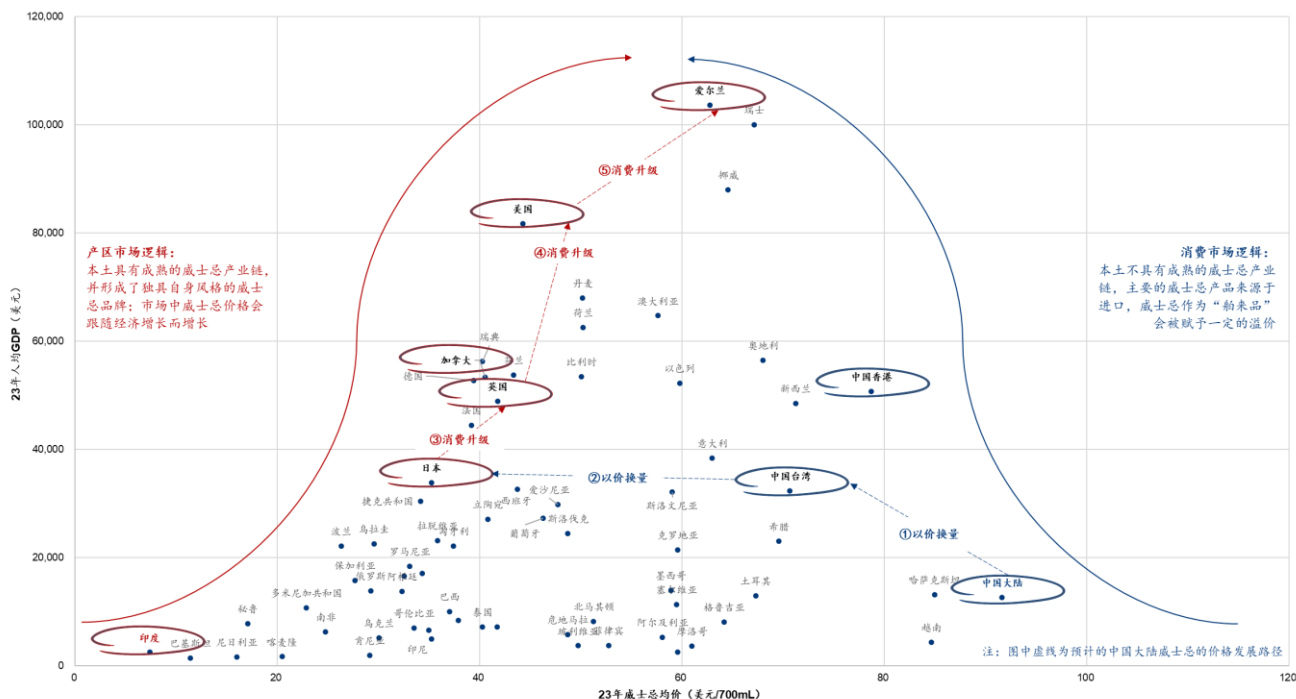
图表13：基于 5000+威士忌产品样本数据统计出的价格与酒龄的相关情况



注：1) 该数据组中的“均价”概念是基于电商平台陈列的商品数对定价进行加权平均，由于未反映销量权重，故不可直接体现“主流消费价格带分布”的含义；2) 采集的 5000+样本数据中，年份数据的区间在 3-49 年，但由于 27-49 年份的威士忌产品中存在定价过高产品且数量较少，使价格数据波动过高，故未在图中体现。

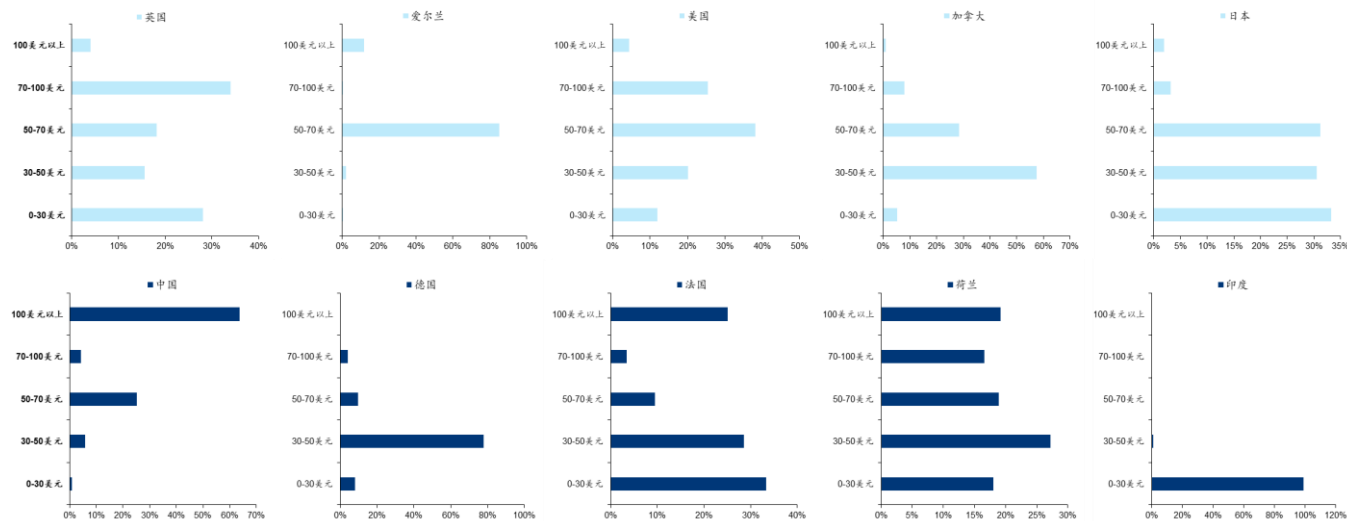
资料来源：Whisky Marketplace，华泰研究

图表14： 2023 年人均 GDP 与威士忌消费均价的面板数据



资料来源：欧睿，Wind，华泰研究

图表15: 23年威士忌主要市场的消费价格带分布情况(终端售价口径, 美元/700mL)



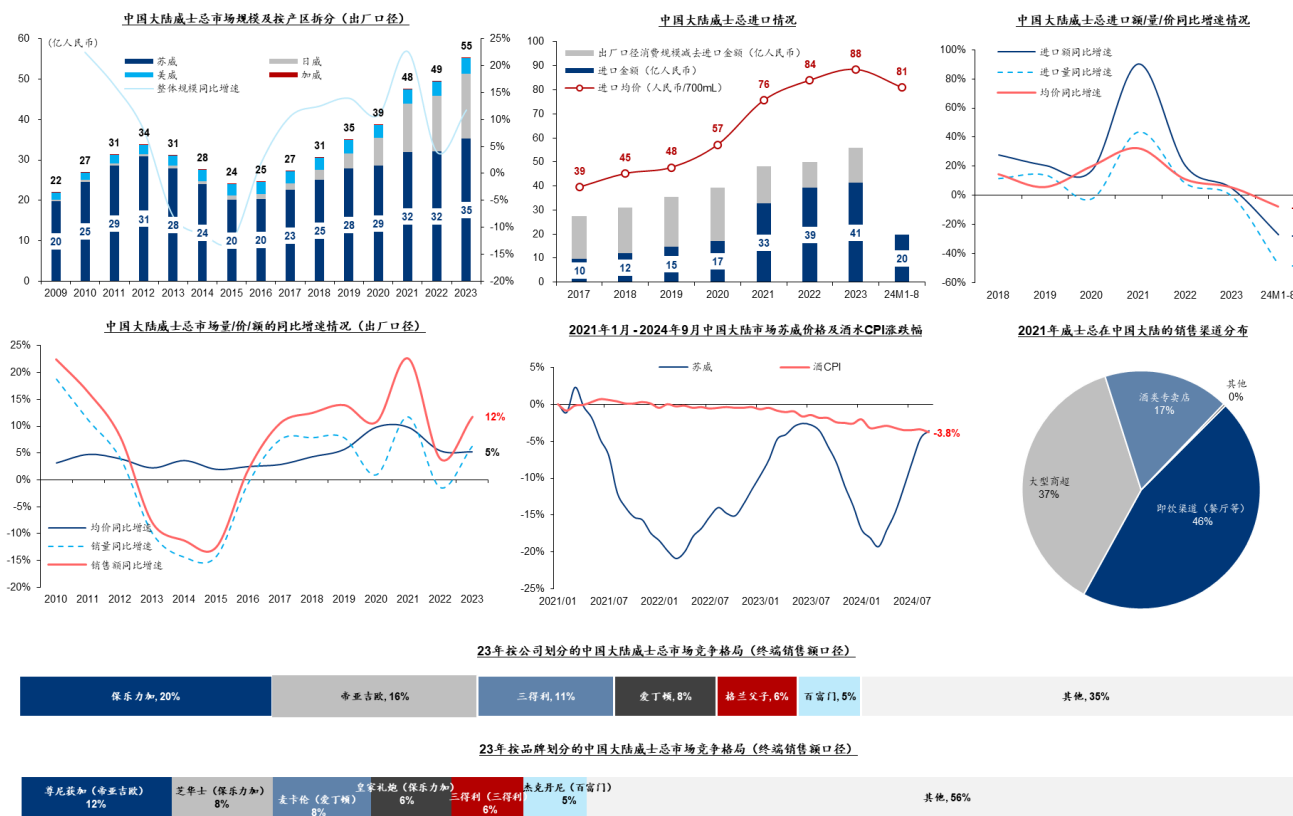
资料来源：欧睿，华泰研究

洞见国内：群贤毕至，差异竞争

市场概况：渠道多元，个性消费

国内威士忌消费场景演变历程：沿海地区商务宴请→沿海地区夜场→内陆地区夜场→酒吧/居家自饮→酒吧/居家自饮/调酒需求/电商渠道。70-80 年代，广告语“人头马一开，好事自然来”广泛传播，让以白兰地和威士忌为主的洋酒文化兴起，成为香港及广东商务宴请中的必备酒饮，同时也为威士忌打上“高端洋酒”的标签。90 年代，夜场在香港和沿海地区风靡，而基于对洋酒的“高档”需要以及洋酒逐渐成为夜场的主要营收手段，为洋酒带来了可观的利润空间，进而也让一些场所铤而走险，一度让洋酒背上“假酒”标签。新世纪初，随着夜场娱乐形式从沿海向内陆渗透，中产阶级/白领学生的消费群体比重增加。此时，威士忌品牌方通过包场费或买断的形式获取夜场专销权，同时用产品返利冲抵陈列费获得最好的橱窗推广位，再通过威士忌+绿茶等搭配，逐步占领消费者心智。2009 年之后，以单一麦芽为代表的中高端威士忌开始发力，威士忌的饮用场景拓展出威士忌酒吧以及居家自饮两种形态。2020 年后，由于疫情的影响，线下场所的威士忌饮用频率有所降低，居家自饮及调酒的需求开始萌发。

图表 16：中国大陆市场的威士忌规模、竞争格局、渠道分布情况



注：1）中国大陆进口威士忌均价较低的原因主要系该指标计算方式为进口均价=进口金额/进口量，而进口金额为报关前的到岸价格，故计算得出的均价偏低。2）关于 2021 年 1 月至 2024 年 9 月中国大陆市场威士忌价格涨跌幅数据，具体计算是以 2021 年 1 月数据为基期，测算其累计涨跌幅（CPI 同理）。

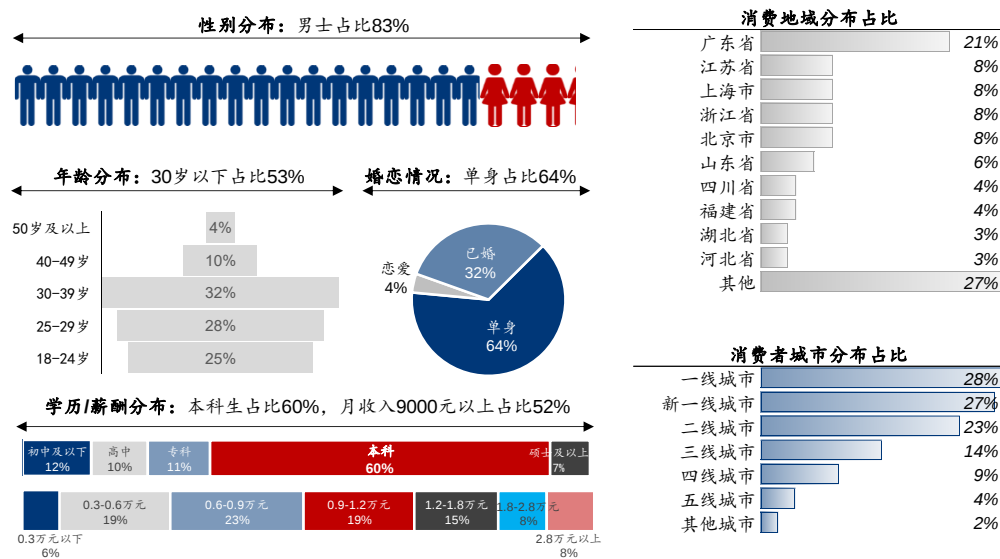
资料来源：欧睿，Wind，Global Data，华泰研究

需求特征：自饮为主，结构偏上

中国目前威士忌市场消费人群分析：

- 1) 年轻一代为主导，百瓶数据显示，18-29 岁的消费者占比达到 53%，同时单身人士的占比高达 64%，这一群体通常追求时尚、独立和个性化的生活方式。
- 2) 高学历/白领为主力，威士忌消费人群中本科以上学历消费者占比达 60%，白领人群占比达 51%，这些人群通常拥有较高的消费能力和品牌意识，愿意为优质产品买单。
- 3) 中高收入群体为核心，月收入在 0.3-1.8 万元之间的消费者构成了威士忌消费的主力（占比 86%），这一群体代表着中国中产阶级及年轻白领的消费力量。
- 4) 沿海一二线城市为消费主力，消费能力最强的城市是上海/北京/广州。

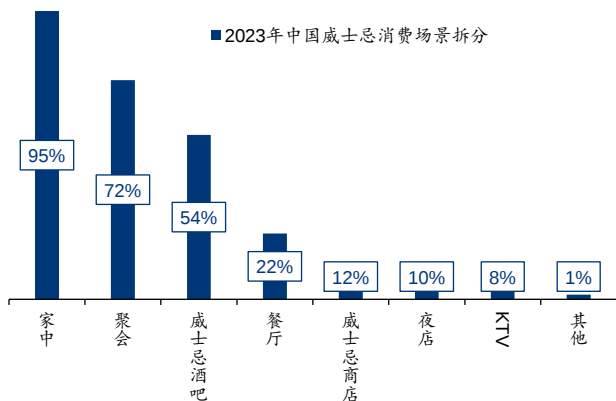
图表17： 2023 年中国威士忌市场消费者的人群画像



资料来源：百瓶 2023.11.13《百瓶威士忌 2023 年度行业前瞻报告》，华泰研究

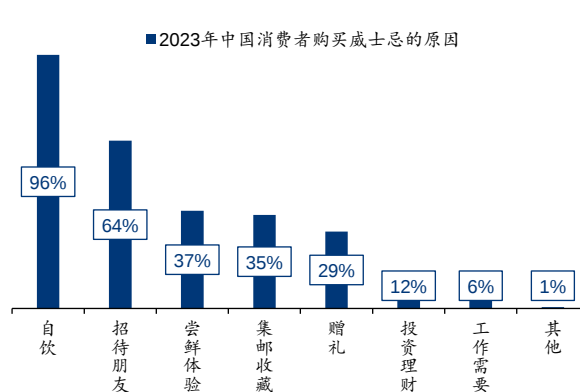
当前，中国威士忌的消费特征主要为“自我满足”。据百瓶数据，自饮是中国消费者购买威士忌的主要动因。对于年轻消费群体，威士忌不仅是一种酒品，更是一种生活方式的象征；在“品价比”趋势和“自我提升”的背景下，消费者越来越愿意为优质威士忌买单。此外，社交场合也是威士忌消费的重要场景之一，64%的消费者或因招待客人和朋友而购买威士忌。威士忌作为洋酒，具有一定的品牌溢价和文化附加值，能够提升招待场合的档次与氛围。

图表18： 中国威士忌的主要消费地点为家中/聚会/酒吧



资料来源：百瓶 2023.11.13《百瓶威士忌 2023 年度行业前瞻报告》，华泰研究

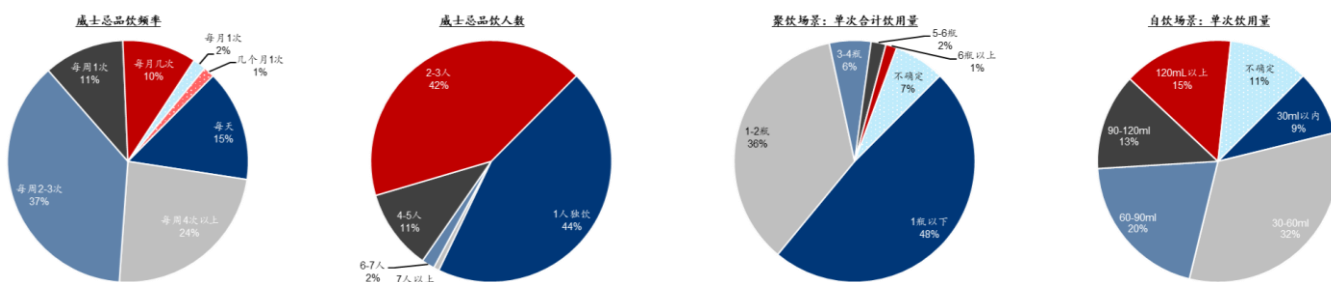
图表19： 中国消费购买威士忌主要用于自饮



资料来源：百瓶 2023.11.13《百瓶威士忌 2023 年度行业前瞻报告》，华泰研究

威士忌的饮用频率特征为少量多次。据百瓶数据，近 80% 的威士忌消费者每周均会饮用威士忌，其中每周 2-3 次的饮用频率占比最高（37%）。目前中国威士忌消费者的品饮形式以独酌和小聚为主，单人自饮和 2-3 人小聚饮用分别占 44% 和 42%，进一步表明威士忌的消费场景更多是个人享受或与亲密朋友的小规模社交。另外，在自饮时，消费者更多倾向于浅尝即止，每次饮用量在 30-90ml 之间（占比 53%），这与威士忌本身的高酒精度和复杂风味有关，消费者通常在短时间内品味少量，或是加冰块饮用；在聚饮场景中，消费者同样选择适度饮用，单场品饮威士忌的量通常在 1 瓶以下（占比约 48%）。

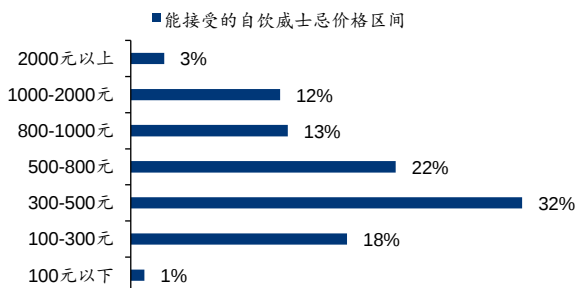
图表20：2023 年中国威士忌市场的消费者的饮用频率数据



资料来源：百瓶 2023.11.13《百瓶威士忌 2023 年度行业前瞻报告》，华泰研究

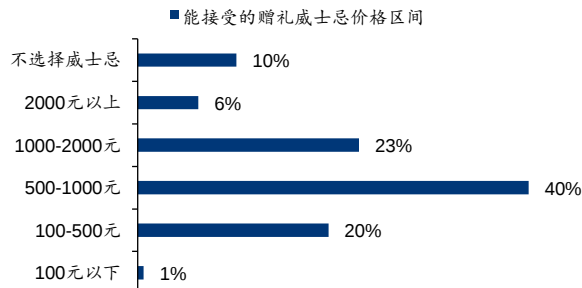
价格方面，中国消费者在自饮和礼赠场景均偏好中高端威士忌产品。1) 自饮：消费价格带更加灵活，主流价格集中在单瓶 400-600 元左右，通常涵盖了知名品牌的经典款或一些小众品牌的优质产品，能够满足消费者对口感和品质的双重追求。2) 礼赠：由于注重品牌知名度与外观，消费者愿意为此支付更多费用，主要价格带在单瓶 500-1000 元（占比 40%）。

图表21：中国威士忌自饮场景主流消费价格带在单瓶 300-500 元



资料来源：百瓶 2023.11.13《百瓶威士忌 2023 年度行业前瞻报告》，华泰研究

图表22：中国礼赠威士忌主要价格带在单瓶 500-1000 元



资料来源：百瓶 2023.11.13《百瓶威士忌 2023 年度行业前瞻报告》，华泰研究

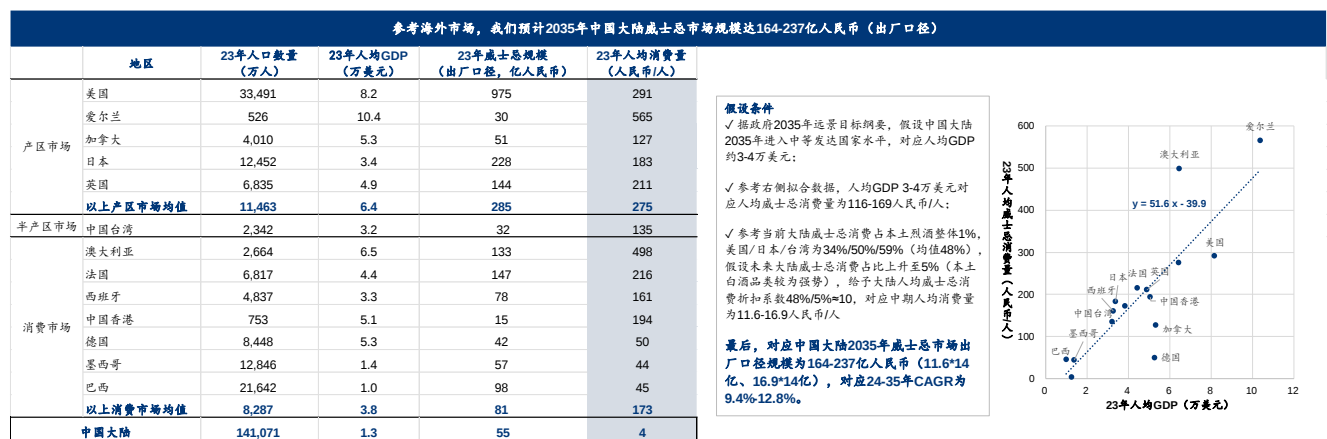
基于此，我们分别从行业海外参考/产能倒算来预测大陆威士忌行业规模：

（一）参考海外：考虑当前国内白酒消费根基深厚、具有较强的消费基础，我们给予国内威士忌人均消费额一定的折算系数，测算得到 2035 年中国大陆威士忌市场规模达 164-237 亿人民币（出厂口径），对应 24-35 年市场规模 CAGR 为 9.4%-12.8%。

根据我国中长期发展目标，2035 年进入中等发达国家水平，对应人均 GDP 约 3-4 万美元；参考海外消费数据，对应人均威士忌消费量为 116-169 人民币/人；考虑到当前大陆烈酒市场中白酒的强势地位，给予大陆人均威士忌消费折扣系数 10%（对应人均消费 11.6-16.9 人民币/人）；最后，对应中国大陆中期威士忌市场规模为 164-237 亿人民币（出厂口径），对应 24-35 年市场规模 CAGR 为 9.4%-12.8%。中长期来看，考虑到 23 年我国威士忌人均消费额仅为主要产区/半产区/消费区国家均值的 1%/3%/2%，未来人均 GDP 的增长及新生代人群酒类消费的多元化有望带动威士忌品类加速渗透。

（二）产能视角：考虑到威士忌的陈年属性及当前我国威士忌行业所处的发展阶段，我们基于国内威士忌产能释放周期+威士忌进口规模进行测算行业规模，预计 2035 年大陆威士忌行业市场规模为 197 亿元（出厂口径）。

- 1) 国内市场方面：据酒协数据，23 年我国威士忌市场规模约 55 亿元（同比+10%），市场以外资品牌主导。中国大陆地区实际蒸馏产能 4.5 万千升，同比增长 50%；总设计蒸馏产能 8 万千升，同比增长 33.3%；而总计规划产能达 25 万千升，同比增长 25%。
- 2) 进出口方面：据海关总署数据，18-23 年中国大陆威士忌进口量/价/额的 CAGR 分别为 +12%/+14%/+28%；2023 全年进口威士忌金额为 42 亿元，占当年威士忌消费总额（出厂口径）的 75%，24 年 1-8 月受国内消费力影响，威士忌进口额同比下滑 27%。
- 3) 行业空间测算：假设现有产能和规划产能之间的差值 17 万千升将在未来 10 年左右逐步释放（同步考虑产能损耗问题），假定国产威士忌终端定价 150 元/700mL、渠道利润率为 30%、酒厂毛利率为 50%、进口规模年增速为 5%，预计 24-35 年出厂口径的行业规模由 55 亿元增长至 197 亿元，CAGR 为 11%。

图表23：参考海外成熟市场测算中国大陆威士忌市场规模


资料来源：酒业家，欧睿，Wind，华泰研究

图表24：中国大陆当前威士忌产业项目在建与投产情况梳理及行业规模测算


注：该测算为静态测算，尚未考虑未来可能的新增产能情况，不过即使未来新增产能也仍然再需要6-10年才能转为成品上市。

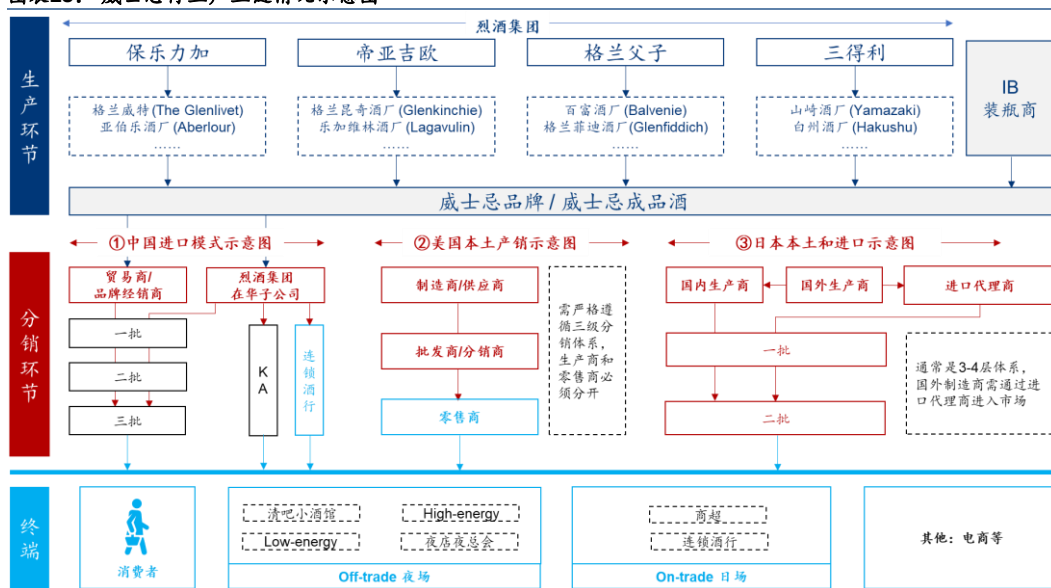
资料来源：酒业家，欧睿，Wind，华泰研究

渠道体系：分层管理，协同推进

威士忌供应链系统由生产环节、分销结构和终端销售三部分组成：

- 1) 生产环节：**据 Whiskybase，全世界共有超过 2500+ 威士忌蒸馏厂，蒸馏出的威士忌供给 9000+ 品牌在世界范围内售卖，这些品牌中的佼佼者几乎都已被世界烈酒集团收购。
- 2) 分销环节：**以中国为例，进口时常见有三种模式，一是烈酒集团成立的中国子公司担任进口商的角色；二是进口贸易商直接联系酒厂或 IB 独立装瓶机构，将相对少见的品牌引入国内；三是贸易商从 IB 机构或酒厂购买酒桶，并使用自己的品牌来装瓶（中国较为少见）。另外，针对核心产品，集团在华子公司往往会直接分销到终端，较少交给经销商；针对非核心产品，会交给经销商分销。
- 3) 终端销售：**根据是否当场消费分为日场（on-trade）及夜场（off-trade），日场包括烟酒店、连锁酒行、电商等，夜场包括 high-energy（夜店、夜总会等）及 low-energy（清吧、小酒馆等）。烈酒集团在不同销售渠道中会有意识地分布不同类型或定价的产品，以避免在不同销售渠道中与经销商之间发生价格竞争。

图表25：威士忌行业产业链情况示意图

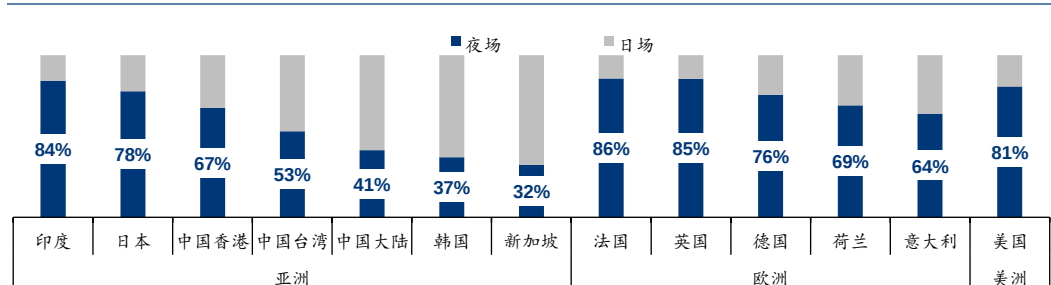


注：1) OB (Original Bottling)：将新酒存入橡木桶后，酒液将开始长时间陈年，此后如果由蒸馏厂官方对酒液装瓶，则称为 OB；2) IB (Independent Bottle，独立装瓶)：如果在陈年过程中，橡木桶被个人或企业买走，那么此后装瓶属于 IB。

资料来源：Wind，欧睿，华泰研究

在中国，不同地区渠道间的销售占比存在较大差异。据 Whisky LI 调研，23 年华南地区日场/夜场（包括餐饮）/电商及商超的威士忌消费占比分别为 50%/30%/20%，主要系华南地区夜场氛围不太浓厚，威士忌更多面向商务、自饮和送礼需求；23 年华东地区日场/夜场（包括餐厅）/电商的威士忌消费占比分别为 10%/60%/30%，系华东地区具有较强的“夜经济”。此外，电商渠道的销售占比提升主要系威士忌年轻群体受众扩容影响，且经济相对不发达或品牌商经销渠道相对不发达的区域，线上渠道是其小型夜场的进货渠道。

图表26：23 年威士忌主要消费市场的夜场/日场消费结构情况



注：在欧睿的数据口径下，日场消费中包含电商渠道数据。

资料来源：欧睿，华泰研究

竞争态势：短期看渠道，中期看产品，长期看品牌

海外玩家：全球视野，本土深耕

海外烈酒集团占据中国及全球威士忌市场中的多数份额。海外大型烈酒集团凭借深厚的行业背景、广泛的组合以及强大的全球分销网络，在国际市场上确立了领导地位。海外烈酒集团的经营优势通常在于规模经济、强品牌力、全价格带、创新开发和市场扩张。

图表27：23年威士忌主要消费市场的主流威士忌品牌份额情况

中国	英文名称	Ballantine's	Jim Beam	Chivas Regal	Johnnie Walker	Jack Daniel's	Macallan	Glenfiddich	Suntory	Royal Salute
	中文名称	百龄坛	占边	芝华士	尊尼获加	杰克丹尼	麦卡伦	格兰菲迪	三得利	皇家礼炮
	所属产区	苏格兰	美国肯塔基	苏格兰	苏格兰	美国田纳西	苏格兰	苏格兰	日本	苏格兰
	所属公司	保乐力加	三得利	保乐力加	帝亚吉欧	百富门	爱丁顿集团	格兰父子	三得利	保乐力加
	代表产品图示									
	市场份额（销售额口径）	3%	2%	13%	19%	5%	7%	3%	6%	7%
美国	英文名称	Jim Beam	Jack Daniel's	Crown Royal	Jameson	Johnnie Walker	Woodford Reserve	Maker's Mark	Knob Creek	Bulleit
	中文名称	占边	杰克丹尼	皇冠	尊美醇	尊尼获加	活福珍藏	美格	诺布溪	布莱特
	所属产区	美国肯塔基	美国田纳西	加拿大	爱尔兰	苏格兰	美国田纳西	美国肯塔基	美国肯塔基	美国
	所属公司	三得利	百富门	帝亚吉欧	保乐力加	帝亚吉欧	百富门	三得利	三得利	帝亚吉欧
	代表产品图示									
	市场份额（销售额口径）	4%	6%	10%	8%	5%	4%	6%	2%	5%
英国	英文名称	Whyte&Mackay	Grant's	Bell's	Famous Grouse	Johnnie Walker	Jameson	Glenlivet	Jim Beam	Jack Daniel's
	中文名称	双狮	格兰特	金铃	威雀	尊尼获加	尊美醇	格兰威特	占边	杰克丹尼
	所属产区	苏格兰	苏格兰	苏格兰	苏格兰	苏格兰	爱尔兰	法国	美国肯塔基	美国田纳西
	所属公司	爱德集团	格兰父子	帝亚吉欧	爱丁顿集团	帝亚吉欧	保乐力加	保乐力加	三得利	百富门
	代表产品图示									
	市场份额（销售额口径）	3%	3%	5%	9%	4%	7%	2%	4%	25%
日本	英文名称	Jim Beam	King Whisky	Black Nikka	Torys	White Horse	Kakubin	Reserve	Royal	Chita
	中文名称	占边	凛	黑标尼卡	托力斯	白马	角藏	秘藏	皇冠	知多
	所属产区	美国肯塔基	日本	日本	日本	苏格兰	日本	日本	日本	日本
	所属公司	三得利	宝酒造	朝日集团	三得利	帝亚吉欧	三得利	三得利	三得利	三得利
	代表产品图示									
	市场份额（销售额口径）	2%	3%	12%	9%	2%	23%	3%	3%	2%

注：图中份额数据为品牌份额，而非公司份额，烈酒龙头公司旗下一般拥有较多的威士忌品牌。

资料来源：欧睿，京东，华泰研究

帝亚吉欧（Diageo）：全球最大的烈酒公司之一，旗下拥有尊尼获加、加拿大皇冠等多个全球知名威士忌品牌。公司通过广泛的产品线覆盖了从入门级到超高端的威士忌市场，其中尊尼获加是帝亚吉欧旗下最知名的品牌之一（诞生于1820年），是畅销全球的苏格兰威士忌。尊尼获加在中国市场上通过其经典的红牌、黑牌系列吸引大众消费者，蓝牌系列瞄准高端和礼赠市场。

保乐力加（Pernod Ricard）：全球最大的烈酒公司之一，旗下拥有知名威士忌品牌芝华士、尊美醇等。公司注重在中国市场的长期布局，1）**文化宣传：**公司在中国市场极力打造品牌的文化属性，如芝华士凭借其优雅和经典形象，深受中国礼赠市场青睐；尊美醇则通过其年轻、轻松的品牌定位吸引年轻消费者。2）**高端化产品结构：**公司在中国市场尤其注重高端和超高端市场布局，如芝华士的皇家礼炮在中国高端宴会和商务场景中占据了重要位置。

三得利（Suntory）：日本最大的酒类公司之一，拥有山崎、白州等多个知名威士忌品牌。近年来，三得利通过精细化的产品定位和跨国并购，不断扩大其在全球市场的影响力。1）**高品质：**山崎和白州作为日本单一麦芽威士忌的代表，通过其清新、复杂的风味，获得了全球消费者的青睐。2）**海外拓展：**通过并购美国波本威士忌品牌 Jim Beam（占边）扩展其全球威士忌版图。3）**品牌形象管理：**将品牌与日本的匠人精神和自然和谐理念相结合，成功地塑造了其高端、优雅的品牌形象。



图表28：海外重要烈酒集团基本财务情况（2023 年）

	帝亚吉欧	保乐力加	三得利全球烈酒	百富门	路易铭轩
英文名称	Diageo	Pernod Ricard	Suntory Global Spirits	Brown Forman	LVMH
注册地	英国	法国	日本	美国	法国
公司总营收（亿人民币）	1,429	933	395	295	6,741
总毛利率	60%	60%	\	60%	69%
ROE	39%	14%	\	29%	25%
净利率	21%	19%	\	25%	19%
资产周转率	45%	33%	\	52%	62%
权益乘数	4.5	2.3	\	2.3	2.4
PE(TTM)	20	21	未上市	23	22
总市值（亿人民币）	26,654	2,451	未上市	1,614	23,464
23年威士忌营收（亿人民币）	515	401	213	200	<200
市场地位	全球第一大烈酒集团	全球第二大烈酒集团	日威领导者	美威领导者	全球领先的奢侈品供应商
23年威士忌占总营收比重	苏威（24%） 加威（6%） 印威（4%） 美威（2%）	苏威（22%） 爱威（12%） 印威（9%）	美威（28%） 日威（18%） 苏威（5%） 加威（3%）	美威（68%）	苏威（低于3%）

注：1）三得利全球烈酒（Suntory Global Spirits，由宾三得利公司改名而来）隶属于日本三得利集团（Suntory Holdings），该集团拥有三个运营板块，即饮料与食品（上市公司）、酒精饮品、其他。三得利全球烈酒（Suntory Global Spirits）属于酒饮板块，主要负责日本以外的国际市场运营和销售，其与 Suntory Spirits 公司（主要负责日本国内酒饮业务）并列；2）图中 PE_TTM 数据为 2024 年 10 月 23 日数据。

资料来源：Capital IQ，华泰研究

本土玩家：步步为营，行稳致远

中国威士忌玩家可分为五大类，企业基因与禀赋各有不同。据中国酒协，至 24 年 6 月，中国境内（含中国台湾地区 2 家）威士忌生产经营活动的具有法人资格的单位共 45 家，其中投产项目 26 个，试运营 1 个，在建项目 10 个，待建项目 8 个。市场主要参与者如下：

- 1) 国际巨头：近年来，世界烈酒集团纷纷布局中国本土威士忌赛道，其拥有丰富的威士忌酿酒经验，但其对国内消费者口味偏好相对陌生，在产品打造与渠道执行中或水土不服；
- 2) 业外资本：资金及资源优势明显，但产品尚在培育期，相较于海外巨头暂无受众积累；
- 3) 白酒企业：多与海外烈酒巨头合作，具备品质保障的同时经销商体系完善，渠道资源丰富，可将白酒行业优良基因与中国特色注入国产威士忌，但白酒与威士忌的品牌调性、主力消费群体具有较强差异性；
- 4) 啤酒企业：同属舶来品，渠道资源与场景营销经验丰富，且原料（均以大麦为主）相似，与 Highball 等产品具备一定的协同效应；
- 5) 预调酒企业：同为舶来品，品牌调性与主营业务与威士忌均具有一定协同性，熟悉年轻化营销打法。

图表29：不同类别企业参与威士忌行业的竞争要素及优劣势比较

企业	方式	产能	产品上市	产品力	渠道力	品牌力
海外烈酒巨头	保乐力加 国内建厂 (21年8月投产)	300-400万瓶	23年12月上市-叠川 定价888元	优：全球化生产经验 劣：本土化不足	优：全球渠道网络 劣：本土分销相对薄弱	优：品牌全球知名度高 劣：与中国文化连接较弱
	帝亚吉欧 国内建厂 (24年3月投产)	\	未上市 预计为单一麦芽			
预调酒企业	百润股份 国内建厂 (21年7月投产)	3万吨	未上市 预计24Q4上市	优：创新能力强 劣：缺乏威士忌生产经验	优：零售渠道经验丰富 劣：高端渠道缺乏	优：年轻、时尚品牌形象 劣：高端形象不足
啤酒企业	青岛啤酒 国内建厂 (试运营)	2500吨	未上市	优：原材料供应链成熟 劣：酒种工艺差异较大	优：全渠道覆盖能力强 劣：高端渠道渗透率低	优：全国性品牌认知 劣：品牌定位难调整
	洋河股份 国内建厂 (预计24年底投产)	5000吨	未上市			
	郎酒集团 国内建厂 (预计26年投产)	1万吨	未上市			
	古井贡酒 与法国卡慕集团合资建厂（预计25年投产）	\	未上市 预计为中药风味	优：本土市场了解深 劣：酿造工艺差异大	优：成熟的分销网络 劣：线上渠道相对较弱	优：本土品牌认知度高 劣：品牌延展性有限
	泸州老窖 22年8月与英国麒麟烈酒签署威士忌合作协议	\	未上市			
业外资本	天佑德酒 国内建厂	1000吨	已上市 青稞威士忌			
	高瓴资本 19年联合江小白收购罗曼湖集团	\	已上市 苏格兰威士忌	优：资金充足，直接并购成熟产品企业 劣：缺乏产业经验	优：资本推动品牌发展 劣：品牌初期信任度低	优：资金助力渠道布局 劣：渠道深度不足
	蒙泰集团 19年与英国瓦伦丁国际商务咨询公司合作在内蒙古建厂	500吨	已上市			

资料来源：酒业家，糖酒快讯，欧睿，华泰研究

从自身禀赋及布局进度看，当前我们更看好低度酒（预调酒、啤酒）龙头引领国产威士忌取得突破。核心在于威士忌虽为烈酒品类，但其缺乏白酒的圈层消费氛围，当前主要以“自我满足”为核心、依靠自饮/聚餐/娱乐等场景实现放量，与低度酒更为类似。具体看：

预调酒：1）主业协同：当前国内预调酒与威士忌在消费场景上存在高度互补，二者均有聚焦于休闲、聚会、社交等轻松场景。同时，威士忌的引入可使百润的品牌形象从休闲饮品延展至个性化烈酒，强化其在年轻市场的吸引力和忠诚度。**2）渠道赋能：**百润股份预调酒的渠道布局已覆盖年轻消费的主流零售终端，包括便利店、超市、电商平台、酒吧等，这与威士忌的潮流消费场景契合，通过现有渠道复用，百润或可高效进入威士忌市场。

图表30： 嵊州蒸馏厂（百润股份）的十二种威士忌酒桶

	中国蒙古标桶	中国花雕黄酒桶	中国香雪黄酒桶	美国波本桶	STR西班牙里奥哈干红葡萄酒桶	STR美国纳帕干红葡萄酒桶
简介	嵊州首创中国蒙古标桶黄金标准，以此标准筛选桶材并制成的蒙古标桶	采用中国传统加饭工艺的陈年花雕酒，在进口美国白橡木桶中润养12个月	以酒代水、传统淋饭法酿制的陈年香雪酒，在美国白橡木桶中润养12个月	甄选美国白橡木桶，将白橡木桶进行烘烤和碳化处理	选用来自西班牙里奥哈产区的干红葡萄酒桶，结合嵊州STR工艺处理	精选源自美国Napa产区的干红葡萄酒桶，通过嵊州STR工艺处理
风味	浓郁的木质、焦糖、香料、烟熏香气，具备奶油、话梅、丁香、蜜桃、果酱的甜美口感	米香、香草、果干的清爽与沉稳风味	米曲、焦糖、巧克力等细腻风味	奶油、蜂蜜、香草及淡雅花香	在保留葡萄酒风味特性的同时，也将辛辣料与焦糖的风味激发出来	馥郁果香、浓郁的烤坚果、焦糖、红枣干、及些许烤咖啡的烟熏香气
	菲诺雪莉桶	欧罗索雪莉桶	阿蒙蒂亚多雪莉桶	佩德罗·希梅内斯雪莉桶	朗姆桶	龙舌兰桶
简介	西班牙法定产区的Fino雪莉桶	西班牙法定产区的Oloroso雪莉桶	西班牙法定产区的Amontillado雪莉桶	西班牙法定产区的PX雪莉桶	曾熟成过朗姆酒的橡木桶	曾熟成过龙舌兰酒的橡木桶
风味	白葡萄酒、花香、木质调的清雅	成熟水果、葡萄干的香气，酒体甜美浓郁	浓厚奶油、太妃糖的香甜感，尾韵悠长	成熟水果的浓郁芳香、甜蜜口感	香草、奶油、热带水果、及麦芽糖等甜美风味	明显的青椒、青草香味，与淡淡烟熏味和奶香

资料来源：嵊州蒸馏厂官网，华泰研究

当前百润股份的威士忌成品酒规划产能（3万吨）为业内最高，总投资近30亿元，预计威士忌成品的单瓶终端定价为100-200元。百润股份烈酒业务以“重点发展威士忌，占位高品质烈酒，成为中国本土威士忌行业龙头”为战略指引。截至目前，公司持续投资建设威士忌产能项目：1）小试牛刀：2017年，开始建设烈酒生产线项目，在四川省邛崃市建设伏特加及威士忌生产项目，产能规划为3.1万吨伏特加和0.5万吨威士忌，项目于21年12月竣工投产。2）成品酒即将上市：2021年，公司公开发行人可转债，用于建设麦芽威士忌原酒储藏项目，主要用于生产威士忌产品酒并对外出售，达产后每年预计形成约8438kL威士忌原酒（酒精度70度），考虑年挥发3%，预计最终形成威士忌原酒为7470kL。目前公司已有桶装酒试销、反馈良好，成品酒即将推出、布局大众价位带。

图表31： 百润股份相关威士忌项目建设情况梳理

项目名称	成都伏特加项目	威士忌陈酿熟成项目	麦芽威士忌陈酿熟成项目	烈酒品牌文化体验中心
开工时间	2017	2020	2021	2020
预计投产时间	2021	\	2024	2024
项目目的	为主业预调酒提供基酒	为主业预调酒提供基酒	生产威士忌原酒打造第二曲线	宣传烈酒文化
规划产能	3.1万吨伏特加和0.5万吨威士忌	3.4万吨威士忌	3.375万吨威士忌	\
资金来源	自有资金	非公开发行股票+自有资金	可转债+自有资金	自有资金
项目进度（亿元，截至24H1末）				
总预算投资额	5.00	11.74	15.60	4.10
其中：自有资金	5.00	1.68	4.32	4.10
自有资金占比	100%	14%	28%	100%
其中：募集资金	\	10.06	11.28	\
已投入金额	6.06	5.98	7.40	2.41
项目进度	100%	51%	47%	59%
	完工	在建	在建	在建

资料来源：公司公告，华泰研究

啤酒：啤酒企业布局威士忌的优势在于工艺与渠道协同。啤酒发酵流程与威士忌蒸馏环节具有相通之处(原料均为麦芽)，啤酒企业在发酵工艺、质量控制和产能扩展上的技术积累，使其转向威士忌生产的过程更为顺畅，初期成本和试错周期或显著降低。此外，啤酒企业在便利店、夜店、酒吧等场景拥有广泛的渠道资源，或可实现威士忌新品的快速渗透。目前，青岛啤酒的新建生产基地或同时具备生产啤酒和威士忌的能力。2024年3月，青岛啤酒五厂100万千升精酿啤酒生产基地（一期60万千升）开工，项目总投资50亿元，计划于2024年底建成投产。该基地建成后将融合高端啤酒及文旅于一体，项目投产后可年产60万千升精酿啤酒、2500吨威士忌。

综合来看，当前国产威士忌仍处于发展早期，我们看好具备渠道赋能/主业协同优势的百润股份和青岛啤酒。长期来看，我们认为未来国产威士忌的发展将呈现“三步走”：

第一步：短期侧重于渠道推力。初期，本土威士忌品牌较于进口产品的核心优势在于对本土渠道深耕，这也是当前国产威士忌品牌能否迅速打开市场的关键。同时，国产威士忌的大众价位路线或更适合开拓日场场景。

第二步：中期侧重于产品创新，据前文论述的威士忌定价三要素，相较海外成熟单品，国产威士忌目前在品牌、年份方面均不占优。随着市场逐渐成熟，创新工艺、独特风味、陈藏年份等要素的集齐，或将打造出具有高“品价比”的本土标志性产品；

第三步：长期侧重于品牌建设。国产威士忌的长远目标在于形成酒厂标识与产区特色的协同效应，打造深具市场辨识度和文化厚度的品牌，最终实现酒企与产区的品牌共振，从而占领市场高地并实现长期可持续发展。

图表32：报告中其他提及公司一览表

名称	代码
帝亚吉欧	DEO US
保乐力加	RI PA
百富门	BF_B US
LVMH	MC PA
贵州茅台	600519 CH
天佑德酒	002646 CH
洋河股份	002304 CH
古井贡酒	000596 CH
高瓴资本	未上市
蒙泰集团	未上市
郎酒股份	未上市
江小白	未上市
爱丁顿集团	未上市
三得利集团	未上市
噶玛兰	未上市

资料来源：彭博，华泰研究

风险提示

1) 宏观经济增长不达预期。如果宏观经济复苏的情况无法持续，将影响消费者对可选消费的消费意愿和消费能力，对行业需求产生负面影响。

2) 需求爆发节奏和产品推广不及预期。市场需求虽颇具潜力，但其爆发的节奏可能受前文所述的多方因素影响，导致增长曲线波动。同时，威士忌作为舶来品可能面临推广受阻，进而导致公司收入端增速疲软，盈利水平下降。

3) 食品安全问题。食品安全事件会引起消费者对食品饮料安全问题的担忧，这也将对行业需求增长产生负面影响。

4) 人才及技术缺口问题。当前中国威士忌行业的技术人员和专业人才较为匮乏、国内橡木桶资源紧缺，本土品牌在技术、储备层面与国际领先品牌仍存差距。



图表33：重点推荐公司一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
百润股份	002568 CH	买入	25.05	26.24	26,287	0.77	0.72	0.82	0.93	32.53	34.79	30.55	26.94
青岛啤酒	600600 CH	买入	73.00	86.88	99,586	3.13	3.24	3.62	3.95	23.32	22.53	20.17	18.48
青岛啤酒股份	168 HK	买入	49.40	71.03	67,391	3.13	3.24	3.62	3.95	14.60	14.10	12.62	11.57

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表34：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
百润股份 (002568 CH)	公司发布 24 年三季度业绩：24Q1-3 营收/归母净利/扣非归母净利 23.9/5.7/5.6 亿元，同比-2.9%/-13.7%/-13.6%；24Q3 营收/归母净利/扣非归母净利 7.6/1.7/1.7 亿元，同比-6.0%/-24.0%/-22.2%。收入端，24Q3 预调酒因高基数、库存消化、消费复苏较弱，收入整体承压，具体看：微醺进入平稳期，强爽较高峰期有所回落，公司通过增加不同口味、持续打造热点、推动网点下沉，清爽重点发力，今年推出 500ml 大罐与无糖版本、提升性价比、拓展男性群体；盈利端，Q3 成本红利延续、净利保持相对平稳（同比-5.4pct）。展望未来，公司威士忌成品推出在即，有望打造国威标杆，期待第二成长曲线打造期待。维持“买入”评级。 考虑消费复苏进程较慢，公司费用投放增加，我们下调公司收入增速、上调费用率，下修盈利预测，我们预计 24-26 年 EPS 0.72/0.82/0.93 元（前值 0.80/0.86/0.91 元），参考可比公司 25 年平均 PE 32x（Wind 一致预期），给予 25 年 32x PE，目标价 26.24 元（前值 20.00 元），“买入”评级。 风险提示：竞争加剧、行业需求不达预期、食品安全问题。 报告发布日期：2024 年 10 月 30 日 点击下载全文：百润股份(002568 CH,买入): Q3 收入下滑，盈利能力承压
青岛啤酒 (600600 CH)	24Q1-3 营收/归母净利/扣非净利 289.6/49.9/46.9 亿元，同比-6.5%/+1.7%/+2.0%；24Q3 营收/归母净利/扣非净利 88.9/13.5/12.6 亿元，同比-5.3%/-9.0%/-7.9%，利润表现略低于预期（前次前瞻我们预计 Q3 归母净利润同比+5%），主要系吨成本改善幅度略低预期且费用投放较多。收入端，Q3 啤酒量/价同比-5.1%/-0.2%，销量承压受高基数/库存管控/需求偏弱影响；结构升级节奏有所修复带动吨价降幅环比有所收窄（Q3 主品牌销量占比同比+0.6pct），偏弱的消费环境下公司费用投入延续增加致 Q3 归母净利率同比-0.6pct。展望未来，随宏观政策发力、成本红利延续，公司量、价、盈利能力均有望修复，维持“买入”评级。 考虑公司旺季销售投入增多，终端消费恢复较慢，我们下调 24 年盈利预测，但考虑近期宏观政策预期发布有望对 25-26 年公司经营形成正向催化，上调 25-26 年盈利预测，预计 24-26 年 EPS 3.24/3.62/3.95 元（前值 3.35/3.59/3.85 元），参考可比 25 年均 PE（Wind 一致预期），给予 A 股 25 年 24x PE，参考 24 年 8 月以来 AH 折价 75%，给予 H 股 25 年 18xPE，AH 目标价 86.88 元/71.03 港币（前值 67.00 元/54.96 港币），“买入”评级。 风险提示：竞争加剧、行业需求不达预期、食品安全问题。 报告发布日期：2024 年 10 月 30 日 点击下载全文：青岛啤酒股份(168 HK,买入;600600 CH,买入): 经营延续承压，期待顺周期改善
青岛啤酒股份 (168 HK)	

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，龚源月、倪欣雨、宋英男，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚源月、倪欣雨、宋英男本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司