

烈酒行业深度：以海外为鉴，看国内威士忌发展路径

优于大势

上次评级:优于大势

报告摘要：

全球烈酒市场集中度较低，2023 年厂商销量 CR3 为 19.5%。作为八大烈酒之一，威士忌在全球市场销量增长的潜力超过其他烈酒品类。除了少量的销量增长，威士忌行业主要通过品类创新和结构升级提升均价实现行业规模增长。海外头部酒企多采用多品牌战略，实现全球的生产和销售布局，通过广泛的产品布局匹配不同消费人群的需求。

在我国烈酒市场消费量逐年下滑的背景下，威士忌实现逆势增长，当前为我国第二大海外烈酒品类。2018-2023 年我国烈酒消费量年均下降 8.32%，中低端白酒消费量下降较多，年轻消费群体逐渐青睐海外烈酒。其中，威士忌消费量从 2018 年的 1.3 万千升上升至 2023 年的 1.66 万千升，CAGR 为 4.97%，2021 年增速达 11.73%；市场规模从 97.03 亿增长至 153.65 亿，CAGR 为 9.63%，增速高于烈酒整体。

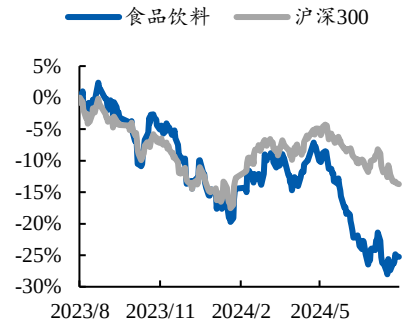
国内以苏格兰威士忌作为消费主流，国际品牌市场份额领先，2021 年行业厂商 CR5 为 76.8%。消费市场集中在发达城市，呈现出高端化、年轻化的趋势，由年轻一代探索消费洋酒驱动。与白酒消费类似，威士忌消费也呈现出高端化趋势，进口均价从 2015 年的低于 10 美元/升增长至 2024 年 3 月的 22 美元/升。我国威士忌市场规模相比全球较小，更多呈现为卖方市场，价格增长背后既有成本推动、产能限制的因素，也有旺盛需求的推波助澜。传统威士忌饮用者主要为高收入的中年男性，在中国则是年轻人消费意愿强烈，强调自由与个性表达。

供给端，国产威士忌工厂建设加快，本土白酒、跨界企业、国际巨头均已入局。2023 年中国境内威士忌生产经营活动的具有法人资格的单位达到 42 家，较 2022 年新增 18 家，同比增加 75%。投产/在建/待建/试运营项目分别为 26/8/7/1 个。已有生产项目的国威品牌数量超 80 个，参与者包括白酒企业（如郎酒、古井贡酒、洋河股份等），还有跨界企业（如青岛啤酒、百润股份、古越龙山等）以及国际洋酒巨头企业（保乐力加、帝亚吉欧等）联合本土企业一起投资。备受瞩目的是百润股份旗下的崂州酒厂。崂州工厂于 2021 年建成，凭借公司多年在预调酒市场渠道的深耕，威士忌业务值得期待。

国威立足高端化，产品以具有中国地域特色的单一麦芽威士忌为主。当前国内威士忌产能中麦芽/谷物/调和威士忌分别占 65%/23%/12%，偏重中高端的麦芽威士忌的战略定位。国威酒厂形成了以福建、浙江、云南、四川等为核心的产业集群。未来可能面临短期投资过热、中期产能过剩的问题。国内总产能发展规划达 25 万千升，而占我国威士忌消费约 70% 的进口威士忌 2023 年消费量仅为 3.26 万千升。目前以低年份陈年桶居多，高年份酒产出仍需时间沉淀。

风险提示：消费需求不振，行业竞争加剧，行业产能过剩风险。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-2%	-18%	-26%
相对收益	2%	-9%	-12%

行业数据

成分股数量 (只)	123
总市值 (亿)	43814
流通市值 (亿)	
市盈率 (倍)	21.58
市净率 (倍)	3.99
成分股总营收 (亿)	10279
成分股总净利润 (亿)	2056
成分股资产负债率 (%)	33.87

相关报告

- 《浓缩果汁行业深度报告：成熟产业焕发新生，头部企业迎来整合机会》
--20240801
- 《再论中日调味品对比，我国企业应如何进阶》
--20240614
- 《食品饮料行业：板块分化加剧，一季报验证强者恒强》
--20240523
- 《低增长和高股息视角下的植物蛋白饮料行业》
--20240522

证券分析师：李强

执业证书编号：S0550515060001
021-61002252 liqiang@nesc.cn

证券分析师：阚磊

执业证书编号：S0550522040001
075533685875 kanlei@nesc.cn

每日 免费 获取 报告



- ✓ 每日微信群内分享**7+**最新重磅报告;
- ✓ 行研报告均为公开版, 权利归原作者所有, 起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码 关注公众号 回复: “**研究报告**” 加入“起点财经”微信群

目 录

1.	威士忌：从原料到木桶的风味与文化之旅.....	5
1.1.	八大烈酒之一，产区、原料标识明确	5
1.2.	蒸馏与陈年激发独特风味，陈酿木桶是关键	8
1.3.	深植文化土壤，多元化和个性化的品鉴形式	11
2.	海外烈酒持续高端化，品牌组合趋向多元.....	13
2.1.	全球烈酒销售缓慢复苏，威士忌发展潜力可期	13
2.1.1.	全球烈酒销量复苏回升，价增注入发展动力	13
2.1.2.	威士忌销量持续增长，市场潜力领先其他烈酒品类.....	18
2.1.3.	威士忌价格波动提升，日本威士忌发展迅速.....	21
2.2.	全球烈酒即饮渠道复苏，电商零售增长	22
2.3.	全球市场集中度较低，头部酒企话语权仍然较弱	24
2.4.	头部酒企全球布局，产品矩阵双管齐下	27
2.4.1.	推动生产全球布局，促进产能提升.....	27
2.4.2.	加快销售全球布局，增强抗风险能力.....	28
2.4.3.	头部酒企建立多品牌矩阵，推动品牌品类多元化.....	30
2.4.4.	产品矩阵以传统产区为基础，以区域特色为亮点.....	32
2.5.	海外酒企注重形象塑造，加大宣传力度	34
2.5.1.	加强品牌个性叙事，宣传手段多元化.....	34
2.5.2.	强调社会责任承担，着力塑造企业形象.....	36
3.	国内威士忌市场空间广阔，国产工厂建设如火如荼.....	37
3.1.	威士忌市场扩容与高端化：国际品牌引领年轻化自饮新潮流	37
3.1.1.	市场规模稳步增长，进口威士忌高端化延续.....	37
3.1.2.	国际龙头品牌受青睐，苏威单一麦芽表现突出.....	40
3.1.3.	消费需求有待挖掘，年轻化和自饮呈新消费趋势.....	41
3.2.	供给端：建厂热潮推动产能增长，本土化创新赋予中国特色	43
3.2.1.	国产威士忌产业迎来建厂热潮，产能快速攀升.....	43
3.2.2.	本土特色化崭露头角，木桶应用创新成亮点.....	46
3.3.	品牌教育需长期耕耘，秉持长期主义、静待花开	49
4.	风险提示	51

图表目录

图 1：	海外烈酒的分类、原料及制作过程	5
图 2：	苏格兰六大产区	7
图 3：	威士忌风味分类	7
图 4：	威士忌酿造工艺流程简图	8
图 5：	壶式蒸馏器	10
图 6：	柱式蒸馏器	10
图 7：	“天使的分享”(Angel's Share)使酒含量减少	10
图 8：	橡木的不同切割方式（避免酒液外渗）	10
图 9：	单桶威士忌	11
图 10：	双桶威士忌（由传统威士忌桶转雪莉桶）	11
图 11：	威士忌发展历史.....	12
图 12：	《纸牌屋》中的政客饮用威士忌	13
图 13：	“Highball”复兴在日本掀起威士忌浪潮.....	13
图 14：	威士忌价格带宽阔，迎合不同消费群体需求	13

图 15: 2014-2023 年全球烈酒均价	14
图 16: 2014-2023 年全球烈酒零售规模	14
图 17: 2009-2028E 全球烈酒销量	15
图 18: 2014-2023 年日本烈酒均价	15
图 19: 2009-2023 年日本市场烈酒零售规模	16
图 20: 2009-2023 年日本市场烈酒销量	16
图 21: 2014-2023 年美国烈酒均价	16
图 22: 2009-2023 年美国市场烈酒零售规模	17
图 23: 2009-2023 年美国市场烈酒销量	17
图 24: 2014-2023 年西欧烈酒均价	17
图 25: 2009-2023 年西欧市场烈酒零售规模	18
图 26: 2009-2023 年西欧市场烈酒销量	18
图 27: 2018-2028E 全球威士忌零售收入	19
图 28: 全球各种类型烈酒销量增速 (%)	19
图 29: 2018-2028E 全球烈酒市场规模 (十亿美元)	19
图 30: 日本市场各种类型烈酒销量增速 (%)	20
图 31: 美国市场各种类型烈酒销量增速 (%)	20
图 32: 西欧市场各种类型烈酒销量增速 (%)	21
图 33: 2021 年 1 月-2024 年 5 月日本各类威士忌价格变化 (%)	21
图 34: 2021 年 1 月-2024 年 5 月美国各类威士忌价格变化 (%)	22
图 35: 2018-2023 年全球烈酒即饮和非即饮渠道占比	23
图 36: 2018 年烈酒非即饮渠道占比	23
图 37: 2023 年烈酒非即饮渠道占比	23
图 38: 2018 年烈酒杂货店渠道占比 (%)	23
图 39: 2023 年烈酒杂货店渠道占比 (%)	23
图 40: 2014-2023 年前三大公司市场销量占有率	24
图 41: 2014-2023 年前三大品牌市场销量占有率	24
图 42: 帝亚吉欧已进行风险评估的土地/农产品/供给者资产数量及进行详细评估次数	28
图 43: 保乐力加全球战略	29
图 44: Allied Blenders & Distillers Pvt 全球布局	29
图 45: 2023 财年保乐力加各区域销售及定价情况	29
图 46: 2024 财年 Q1 三得利各区域营收及同比增速	30
图 47: 2023 财年 (截至 4 月 30 日) 百富门各区域营收占比及同比增速	30
图 48: 2023 财年保乐力加各品类营收占比及同比增速	31
图 49: 2023 年帝亚吉欧各品类营收占比及同比增速	31
图 50: 2024 财年百富门各品类营收 (百万美元)	32
图 51: 帝亚吉欧苏格兰威士忌品牌组合	32
图 52: 2020-2023 年保乐力加广告和推广营销费用及其占比	35
图 53: 2019-2024 年 (截至 4 月 30 日) 百富门广告费用	35
图 54: 2019-2023 年帝亚吉欧市场营销费用	35
图 55: 2018-2023 年我国烈酒消费量及增速 (万千升)	38
图 56: 2023 年全球各国人均烈酒消费量 (升)	38
图 57: 2018-2023 年我国威士忌市场规模 (亿元)	38
图 58: 2018-2023 年我国海外烈酒市场规模 (亿元)	38
图 59: 2015-2024H1 我国海外烈酒进口量及增速 (万千升)	39
图 60: 2023 年我国威士忌高中低端销售额占比	39
图 61: 2018-2023 年我国威士忌高中低端占比趋势	39
图 62: 2015-2024H1 海外烈酒进口均价 (月数据、美元/升)	40
图 63: 2018-2023 年国内威士忌品类规模 (亿元)	40
图 64: 2019-2023 年国内威士忌细分品类增速	40
图 65: 2021 年国内威士忌市场市占率	41
图 66: 烈酒企业 2016-2021 年在华威士忌销售增速	41

图 67: 2023 年我国威士忌消费人群年龄分布	42
图 68: 2023 年威士忌的消费场景多为家中	42
图 69: 2023 年威士忌的购买原因多为自饮	42
图 70: 2023 年我国威士忌市场销售渠道占比	42
图 71: 2023 年威士忌自饮消费的价格区间	43
图 72: 2023 年威士忌赠礼消费的价格区间	43
图 73: 2023 年我国威士忌酒厂建设项目现状	43
图 74: 2023 年国威生产威士忌品种占比	43
图 75: 我国威士忌酒厂建厂地图	44
图 76: 截止 23 年国威的产能情况和进口威士忌对比	46
图 77: 2023 年现有酒厂桶陈量规模（万千升）	46
图 78: 大芹金牌单一威士忌	47
图 79: 保乐力加的首款国产纯麦威士忌“叠川”	47
图 80: 吉斯波尔的蒙古栎雕堡桶（区别于腰鼓型桶）	48
图 81: 峡州酒厂灌注第三十万支陈酿桶	48
图 82: 峡州酒厂私人定制单桶有多种桶型选择	49
图 83: 定制单桶权益多样化	49
图 84: 烈酒小瓶装，价格区间为 10-30 元	50
图 85: 公路商店单点不到 20 平，主打极致性价比	50
图 86: 罗曼湖长安十二时辰系列	50
图 87: 叠川酒厂体验中心	50
表 1: 全球烈酒对比	6
表 2: 威士忌按生产地区区分	7
表 3: 威士忌分类	8
表 4: 威士忌酿造工艺流程细节	9
表 5: 制作威士忌使用的橡木桶类型	11
表 6: 2023 年全球烈酒公司销量占比（%）	24
表 7: 2023 年全球烈酒品牌销量占比（%）	24
表 8: 2023 年日本烈酒公司销量占比（%）	25
表 9: 2023 年日本烈酒品牌销量占比（%）	25
表 10: 2023 年美国烈酒公司销量占比（%）	26
表 11: 2023 年美国烈酒品牌销量占比（%）	26
表 12: 2023 年西欧烈酒公司销量占比（%）	26
表 13: 2023 年西欧烈酒品牌销量占比（%）	26
表 14: 帝亚吉欧全球生产基地分布情况	27
表 15: 2023 财年保乐力加各类品牌营收增速及领涨品牌	30
表 16: 三得利产品组合战略	32
表 17: Allied Blenders & Distillers Pvt Ltd 品牌战略	33
表 18: 海外酒企企业形象宣传模式	36
表 19: 国内进口威士忌品牌销售排行榜 Top10	41
表 20: 我国威士忌酒厂投产建设情况	45
表 21: 部分国产威士忌酒企生产情况	47

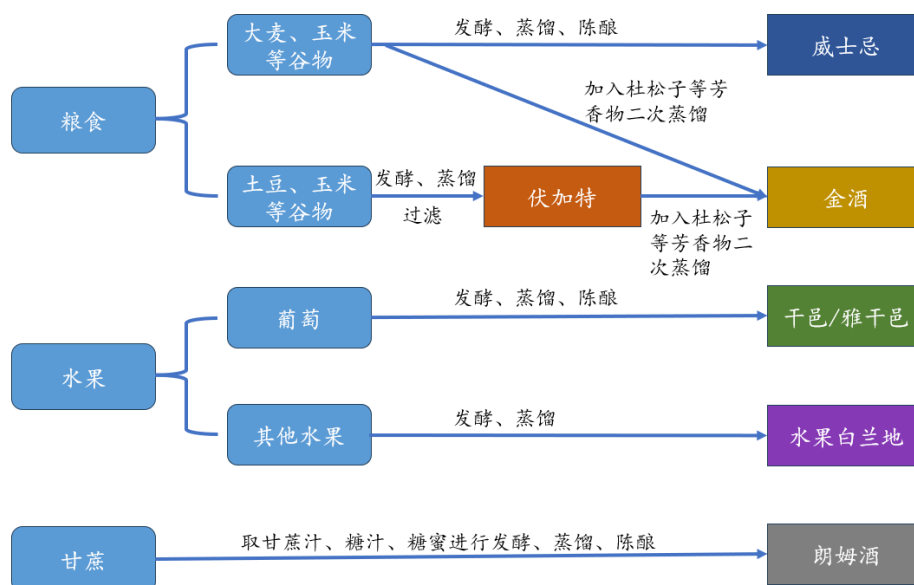
1. 威士忌：从原料到木桶的风味与文化之旅

1.1. 八大烈酒之一，产区、原料标识明确

威士忌是一种由大麦、玉米等谷物酿造的酒液经过蒸馏，在橡木桶中陈酿多年形成独特风味后，调配成 43 度左右的烈性蒸馏酒。世界八大烈酒包括白酒、白兰地、威士忌、朗姆酒、金酒、伏加特、龙舌兰、日本清酒。区别于白酒，首先，威士忌使用的原料不同。威士忌主要使用谷物作为原料，如大麦、玉米、黑麦；而白酒主要以高粱、大米、糯米等粮食为主。其次，生产过程不同。威士忌采用液态发酵方法，即加水使谷物发酵，发酵期较短，一般为 3 天，但需要在橡木桶中陈年较长时间，品质良好的需要 12 年以上；白酒为固态发酵，即发酵过程中加入酒曲但不加水，利用粮食谷物中自有的水分进行发酵，发酵期较长，如茅台酱香型 1 年，而陈年时间不需要太久，一般 3-5 年。

烈酒的酿造过程基本为发酵、蒸馏、陈酿（部分烈酒如伏加特、金酒无须陈酿），经过蒸馏才能得到较高浓度酒精。不同于威士忌，金酒原料中的植物药材和杜松子并不具有大麦麦芽的高糖分含量，以至于无法发酵产生酒精，因此金酒是由基酒（通常为谷物发酵酒、威士忌）加入杜松子等植物提取物制成。伏加特的制作方法与威士忌类似，但最显著的区别在于蒸馏出高浓度酒精后利用活性炭进行过滤，除去不良气味和杂质，使之口感更纯净。朗姆酒的原料为甘蔗、糖蜜，分为白朗姆、金朗姆、黑朗姆，分别需要陈酿 3-12 月、3 年、8-12 年，随陈酿时间的增加而颜色加深、酒味芳醇。白兰地可由葡萄、苹果、桃子等发酵果汁制成，相比威士忌带有更甜美、清香的水果、花卉的风味，较著名的为法国干邑、雅文邑品种，根据陈酿年份分为 VS（2 年）、VSOP（4 年）、XO（10 年）、XXO（14 年）。

图 1：海外烈酒的分类、原料及制作过程



数据来源：东北证券研究所整理

表 1：全球烈酒对比

种类	原料	生产工艺	陈年时间	核心产区	风味
威士忌	大麦/黑麦/玉米/小麦/燕麦	发芽、干燥、研磨、糖化、发酵、蒸馏、木桶陈年	多年(不同产地区分)，至少 2-3 年	著名产区为苏格兰、美国、日本、爱尔兰	水果、谷物、泥煤、花草等复杂香气
白兰地（干邑、雅邑）	葡萄	榨汁、发酵、蒸馏、木桶陈年	多年（VS 2 年以上，VSOP 4 年以上，XO 6 年以上）	仅法国干邑镇指定产区生产的白兰地才能命名为干邑（cognac）	干邑：蜂蜜和甜橙味 雅邑：果脯味道，以及香草、椰子、坚果风味
水果白兰地	梨/苹果/浆果/其他水果	榨汁、发酵、蒸馏、木桶陈年	-	主产于法国、瑞士、德国	丰富的果香和花香
伏特加	大麦/小麦/黑麦/玉米/土豆	精馏法蒸馏、活性炭过滤和吸附杂质，加水勾兑	无需陈年	主产于俄罗斯、波兰等	口感纯净绵柔，有淡淡的香料味
朗姆酒	甘蔗汁/糖蜜	甘蔗榨汁后，发酵，蒸馏，勾兑，木桶陈年	多年(市售多为 3 年，7 年)	主产于古巴	椰子、太妃糖和甜香料的风味
白酒	大米/玉米/高粱/糯米/小麦等粮谷	蒸煮、酒曲糖化和发酵、蒸馏	3 年以上	主产于中国	酱、浓、清、米、凤五种香型
龙舌兰	龙舌兰草	烹煮、研磨、发酵、蒸馏、木桶陈年	5 年以内	墨西哥特基拉市生产为 Tequila，其他产区为梅斯卡尔（Mezcal）	龙舌兰植物的独特香气，气味芬芳，入口凛冽
金酒	大麦/黑麦/玉米，添加杜松子香料	糖化、发酵、增加杜松子为主的多种香料、蒸馏、分馏、勾兑	基本不陈年	主产于英国、荷兰	香菜籽、陈皮、当归和鸢尾根等香料风味
日本清酒	大米	大米磨皮和精白、蒸煮、加入酒曲前后两阶段发酵、杀菌、勾兑	2-3 年	主产于日本	熏，爽，醇，熟

数据来源：东北证券研究所整理

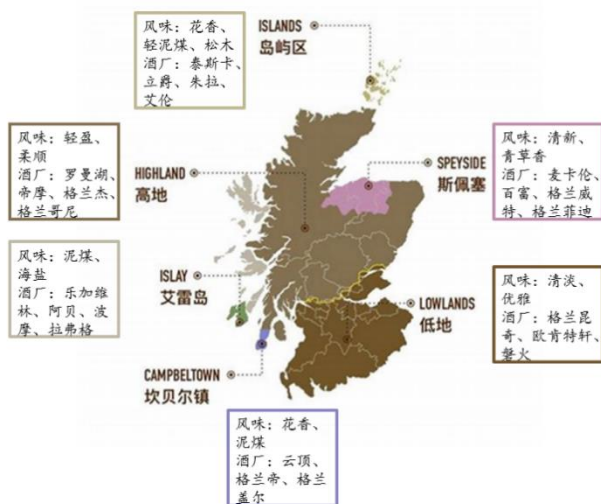
威士忌产区概念明确，在世界已形成五大产区/消费市场，分别为苏格兰、爱尔兰、美国、日本、加拿大。其中，苏格兰是核心威士忌出口地、单一麦芽威士忌的核心产区。据苏格兰威士忌协会 SWA（Scotch Whisky Association）统计，苏格兰威士忌（以下简称“苏威”）是全世界威士忌种类中最畅销的品类，2023 年出口额达到 56 亿英镑（折合人民币 514 亿元）。SWA 成立于 1942 年，制定专门的威士忌法规并管理会员酒厂，只有符合严格的法规生产的威士忌才能被称为苏格兰威士忌，这保证了苏威的高品质和声誉。日本威士忌继承苏威的生产工艺，并利用本土水榭桶形成特色，于 2001 年获得多项国际大奖，需求激增。但此前由于泡沫经济和啤酒冲击导致大量日本威士忌酒厂倒闭，供应紧张，导致日威价格飙升。

表 2：威士忌按生产地区区分

产地	种类	生产特点	陈年时间	口味	品牌
苏格兰威士忌	六大子产区： 低地、高地、斯佩塞、艾雷岛、岛屿区和坎贝尔镇	酿制并熟成于苏格兰， 壶式蒸馏锅进行蒸馏， 两次蒸馏	至少 3 年	烟熏、泥煤味风味 较浓，区别于其他 威士忌，伴有花 香、果香、麦香	单一麦芽：麦卡伦 Macallan、百富 Balvenie；调和：皇家礼炮 Royal Salute、尊尼获加 Johnnie Walker
美国威士忌	波本威士忌	玉米为主要原料，含量 在 51%-80%，并加入黑 麦。在新烧制的美国橡 木桶中陈年	2 年以上	口感更甜，泥煤味 较轻	杰克丹尼 Jack Daniel's、金宾 Jim Beam
	田纳西威士忌	纯波本威士忌的一种， 装瓶前用枫木炭对酒体 进行过滤		口感更加顺滑，有 淡淡的甜味和烟 熏味	
日本威士忌		继承苏格兰威士忌工 艺，并加入本土特色，如 使用北海道水榭橡木桶 (Mizunara)，两次蒸馏	3 年以上	独特的沉香、檀香 (被称为“东方 禅味”)和椰子风 味	響、山崎、白州、余市
爱尔兰威士忌	三大核心酒 厂：麦可顿、布 什米尔、库力	大麦为主 (80%) 的谷物 混合物酿造，三次蒸馏。 用雪莉酒或波特酒的酒 桶	至少 3 年	偏清淡口味，香草 芬芳，没有泥煤味	尊美醇 Jameson、图拉多 Tullamore Dew
加拿大威士忌		由黑麦、玉米和大麦混 合酿制，采用二次蒸馏。 调和威士忌为主，酒体 最轻	4 年、6 年、 7 年、10 年 不等	气味清爽，口感轻 快、爽适	加拿大俱乐部威士忌 Canadian Club

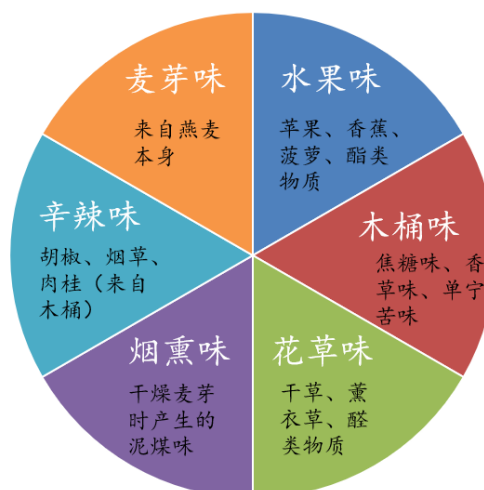
数据来源：Whisky.com、东北证券

图 2：苏格兰六大产区



数据来源：thetigerhood.com、东北证券

图 3：威士忌风味分类



数据来源：Whisky.com、东北证券

众多威士忌中，单一麦芽、高年份是高端酒的特征。单一麦芽威士忌仅来自单一酒厂，不与其他酒厂的酒进行调和，因此保留了该酿酒厂的独特风味，形成一种纯粹、专一的文化象征，受到高消费人群的追捧。而调和威士忌指将不同酒厂的酒混合在一起，其香气、尾蕴、酒体层次稍逊于单一麦芽，因此价格相对比较便宜，在全球市场占据主导地位，占全球销量的大部分。在威士忌酿造的过程中需要经历陈年的步骤，陈年时间越长的高年份酒，其风味和口感越发醇厚，品质也最为上乘，叠加巨大的时间成本，其价格也相对高昂。普通混合威士忌陈年至少3年，单一麦芽通常陈年10年以上，品质更好的单一麦芽则会陈年12-21年。此外，还有单一年份酒，通常指单独对突出表现或有纪念意义的特定年份的基酒装瓶，由于其独特稀有性，具有较高投资价值和收藏价值。

表 3：威士忌分类

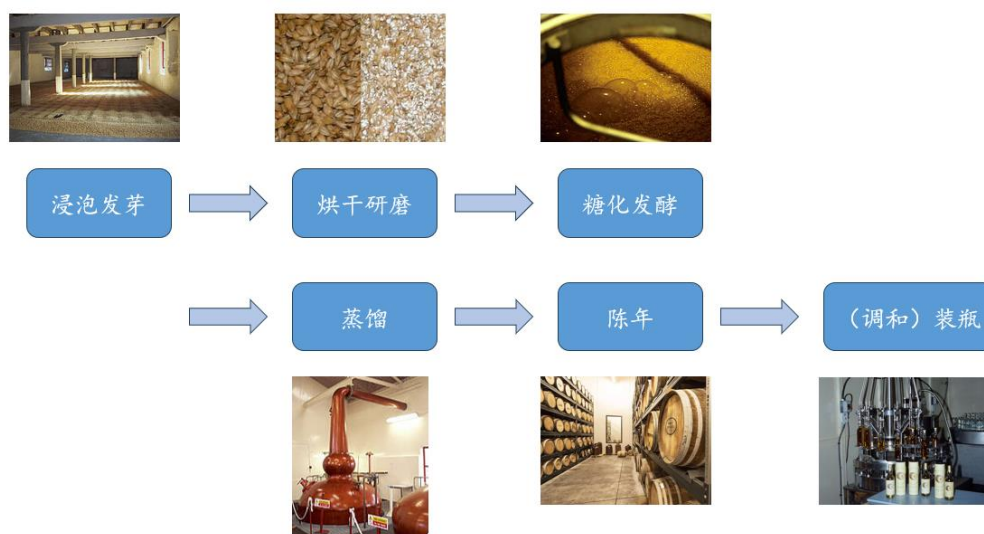
	种类	特征
按原料区分	麦芽威士忌	使用谷物中发芽大麦必须含有至少 51%
	谷物威士忌	由任何谷物制成(但仍主要是大麦)
	黑麦威士忌	黑麦必须含有至少 51%，源自加拿大
	玉米威士忌	玉米必须含有至少 80%，可不陈年；如果陈年，必须使用未经烧烤或是使用过的橡木桶
按是否调和区分	单一麦芽/谷物 Single Malt	100%麦芽/谷物，单一酒厂的酒，这里面包含来自单一酒厂但不同木桶不同年份
	调和麦芽/谷物 Blended	混合了不同酒厂的麦芽/谷物威士忌

数据来源：东北证券研究所整理

1.2. 蒸馏与陈年激发独特风味，陈酿木桶是关键

威士忌的酿造工艺一般流程为：大麦浸泡、发芽、烘干、研磨、糖汁发酵、蒸馏、陈年、装瓶。大麦浸泡促使其发芽，当发芽到一定程度产生足够多的淀粉酶即可人为烘干中断发芽过程，并研磨原料释放糖料，再加水融合形成麦汁。麦汁加入酵母即可发生化学反应产生酒精，再将发酵液蒸馏得到威士忌新酒。新酒要经过陈年多年才能拥有独特的威士忌风味，再进行装瓶出售。

图 4：威士忌酿造工艺流程简图



数据来源：东北证券研究所整理

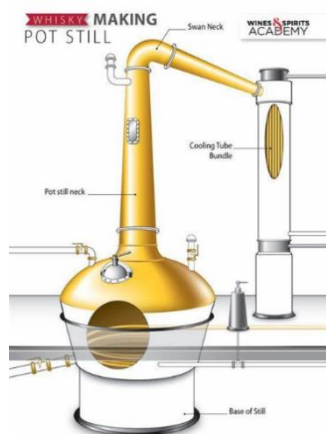
表 4：威士忌酿造工艺流程细节

步骤	细节
浸泡	将大麦浸泡在水中 2-3 天促使其发芽。
发芽	将浸泡后的大麦转移到发芽室摊开，使其均匀地发芽，大约需要 5 天。大麦发芽有两种方式：麦芽地板和萨拉丁盒，前者是将大麦铺在地板上，需要使用麦芽铲来回转动，使其均匀发芽；后者则是自动化的电动机沿侧轨滚动螺旋板使大麦均匀混合发芽。
烘干	经发芽处理的大麦成为“绿麦”，再经 60-70 摄氏度的烘干停止发芽，保留糖化所需要的各种淀粉酶。用以烘干的是窖炉，一些酿酒厂（如苏格兰酒厂）常用泥炭作为燃料，从而赋予威士忌独特的烟熏风味。
研磨原料	释放淀粉颗粒以利于糖化。大麦麦芽中含有淀粉酶，可以将淀粉分解为糖，从而进行后续的发酵产生酒精。单一麦芽威士忌原料是纯麦芽；谷物威士忌则是玉米、小麦、裸麦或者未发芽的大麦等为主要原料，约占所有原料的八成，再加入研磨好的麦芽作为糖化剂（麦芽中的淀粉酶也可以分解其他谷物的淀粉）。
糖化	研磨后的原料加水溶解分解的糖成为麦汁，糖化需要在 60-65 摄氏度的条件下进行。水质对威士忌的风格影响较大，水源也称为“母水”。
发酵	糖化完成后冷却到 20-30 摄氏度的糖化液，加入酵母开始发酵。大约经过 3 天的发酵，形成 7 度左右的原浆酒。
蒸馏	根据酒精的沸点为 80 摄氏度，低于水的沸点的原理来加热原浆酒，让酒精和香气成分先于水分气化，再经冷凝形成液体。一般要经过 2-3 次蒸馏，或者连续蒸馏，然后得到酒精度为大约 70 度的新酒。
陈年熟化	入桶时酒精度 70 度的新酒需要加入水稀释到 65 度左右，不同酒厂有不同的标准。橡木桶首先可以吸收排除酒液中的杂质，并赋予酒液颜色和风味物质，还能通过长时间的微氧环境让酒液内的化合物持续进行氧化反应。
调和/装瓶	不同的橡木桶，熟化后威士忌也会发展出不同的风格，后续可以将它们进行调和。不仅同一批的各个酒桶之间会进行调和，不同年份的酒之间也会进行调和，并且会再经加水稀释到 40 多度，调酒师会最终调和出统一的酒厂风格。另外，有些酒厂还会选择某些风味好的酒桶，生产出不经调和直接装瓶的单桶威士忌。

数据来源：whisky.com、东北证券

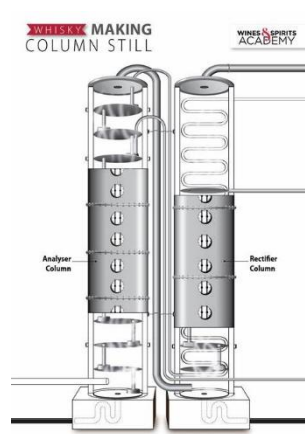
蒸馏器的选择会影响威士忌的口味和风格。壶式蒸馏器由铜壶、天鹅颈、冷凝器、莱恩臂组成，蒸汽经加热上升到颈部，在弯曲处的冷凝器冷却变成液体，再通过莱恩臂收集酒液。壶式蒸馏法效率较低，用单一壶式蒸馏容器对发酵液进行二次蒸馏，在第二次蒸馏时掐头去尾，只保留中间的酒液，成为“酒心”。虽然酒中风味杂质较多，但蒸汽回流到铜壶的过程使得酒体更富含浓郁香气，常用来制作麦芽威士忌。而柱式蒸馏器相对而言，效率更高，采用连续蒸馏，无需提取酒心。其有分析柱和精馏柱两部分组成，内置有层层隔板，可以对含有酒精的蒸汽进行提纯，最终达到酿酒厂想要的酒精浓度。因此，柱式蒸馏器产出的酒体酒精浓度更高更纯烈，更适合制作谷物/调和威士忌的原料。

图 5：壶式蒸馏器



数据来源：winesandspiritsacademy.com、东北证券

图 6：柱式蒸馏器



数据来源：winesandspiritsacademy.com、东北证券

陈年是威士忌风味形成的关键步骤，影响风味的因素包括陈年桶的类型和大小、陈年时间、陈年环境等。威士忌的主基调是由大麦原料和蒸馏过程中决定的。在陈酿的过程中，刚蒸馏出的酒体带有刺激性的、金属性的苦味会逐渐消失，取而代之的是橡木桶与酒体交互后形成香草、焦糖和橡木的独特风味。橡木桶的大小会影响熟成时间，桶的体积越小，酒体与木头交互越快，熟成也越快。陈年时间越长，酒体可以从橡木桶中吸收的风味有限，但沉淀下来的风味也越醇厚。酿酒厂的环境如温度、湿度和微生物环境等，都会影响陈年效果，例如温度越高，酒体透过橡木桶的缝隙蒸发的酒精越多。酒体在陈年时普遍会发生“天使的分享”(Angel's Share)现象，即自然蒸发一部分水和酒精，每年酒精浓度约下降 0.2%-0.6%，整体酒体的挥发度约为 2%。蒸发使得威士忌在吸收酒桶风味时变得更顺滑、口味更柔和。

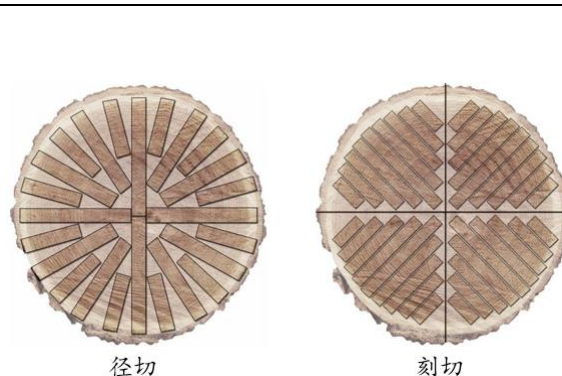
绝大部分的独特风味是由橡木桶赋予的，所以橡木桶的选择是至关重要的。木桶的成本占生产威士忌成本的 10%-20%。橡木桶的制作过程中经历烧焦和炭化，木头内部的糖会液化并膨胀，迫使其浮出木头表面变成焦糖。这些焦糖被威士忌溶解后使得其呈现出成熟的褐色色泽，并增添了风味。用来制作威士忌比较常见的橡木桶有波本桶、雪莉桶、朗姆桶等。美国波本威士忌法律规定波本威士忌必须采用新烧制的橡木桶进行陈年，而苏格兰威士忌采用“二手桶”的波本桶，以产生更复杂浓厚的风味。世界上大多数的威士忌都是用波本桶陈酿的，因为成本相对其他木桶更低。波本桶经过 2-4 年的波本威士忌陈年后，可以运到苏格兰使用 30 年，经过翻新(STR 工艺——削除表层，再次烘烤)可以再使用 30-40 年时间。木桶使用的时间越长，相应地酒体可从中提取的芳香物质也越少。

图 7：“天使的分享”(Angel's Share)使酒含量减少



数据来源：台湾噶玛兰酒厂博物馆、东北证券

图 8：橡木的不同切割方式(避免酒液外渗)



数据来源：woodcask.com、东北证券

表 5：制作威士忌使用的橡木桶类型

	容量 (升)	价格 (美元)	特点	赋予风味
波本桶	200-220	120	酿造波本威士忌用过的酒桶，常出口到苏格兰，成为雪莉桶的替代品	较淡的金黄色，以淡雅的花果香及木质系香气为主。口感偏清爽，一般没有雪莉桶陈酿的浓郁
雪莉桶	500	600-700	一般是定制桶，用雪莉酒液浸泡 6 至 12 个月	较深的琥珀色泽，胡椒、焦糖、干果和橙子风味，口感偏甜，果味浓郁
水榭桶	-	5000	日威的特色桶，含水量偏高、孔隙较大、水密性低，熟成时酒液泄露、挥发率较高	沉香、檀香和伽罗熏香的香味
波特桶	600-650	600-700	数量较少，用以追寻波特桶的特定风味，或标新立异寻找营销点，一般用宝石红波特酒桶	红色色泽，浓郁的水果香气，有干果味、辛辣味，酒体饱满有力

数据来源：woodcask.com、东北证券

除了具有不同材质的橡木桶，还存在单桶、双桶、三桶、原桶/桶强等不同类型酿造的威士忌。单桶指瓶内的威士忌来源于单一橡木桶，由于每个橡木桶都是独特的（根据法律，每个酒桶都标有唯一的编号、酿酒厂名称和蒸馏年份），且产量有限，一桶仅能生产 100-300 瓶威士忌，因此单桶威士忌强调的是其鲜明的个性和不可复制性，价格也相对昂贵。双桶、三桶指将两种或三种桶的酒液调和在一起，或酒液先在一种桶中陈酿，再放到另一种桶中，以增加复杂风味。原桶/桶强指不加水稀释，从橡木桶取原酒直接装瓶。

图 9：单桶威士忌



数据来源：thebalvenie.com、东北证券

图 10：双桶威士忌（由传统威士忌桶转雪莉桶）



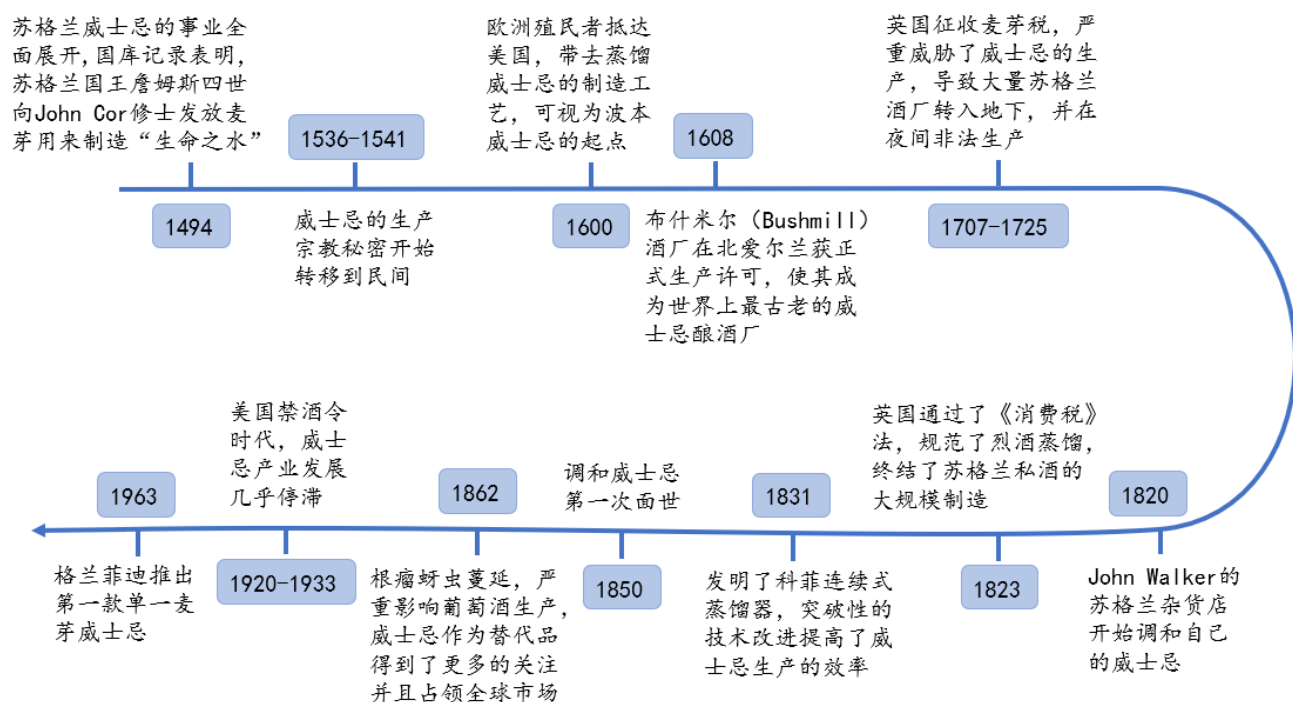
数据来源：thebalvenie.com、东北证券

1.3. 深植文化土壤，多元化和个性化的品鉴形式

威士忌起源于 15 世纪左右，源自苏格兰、爱尔兰地区，并伴随英国的强盛，通过商品贸易输出到世界各国。调和威士忌的诞生，迎合了不同地方的消费人群口味，促使威士忌走向全球。2023 年全球烈酒销售量中，排名前三分别为威士忌（417 万升）、白酒（399 万升）、朗姆酒（143.8 万升），威士忌以其悠久历史和独特风味风

靡全球大部分国家和地区，并由于不同产地、品牌、木桶、年份等多元因素而自带话题性，以故事和文化认同吸引忠实消费人群。

图 11：威士忌发展历史



数据来源：东北证券研究所整理

饮酒常与背后的文化内涵联系，并由此引申出不同的消费场景。白酒与中国传统文化紧密相关，蕴含中国人的社交礼仪、节庆习俗、哲学艺术、敬酒文化等，常见于节日庆典、婚宴、社交、商务等消费场景。而威士忌的流行也体现为西方绅士文化的流行，例如，在许多影视作品中，威士忌常与上流社会、上层阶级联系起来，表达生活方式和价值观，彰显身份地位，因而自饮、西餐佐酒场景较多。

饮用形式丰富多样，形成差异化、个性化产品来吸引不同消费人群的需求。不同于白酒的常温下直接饮用，威士忌有丰富多样的饮用方法。威士忌除了纯饮，还可以加水、冰、苏打水（制作成“Highball”）、柠檬汁和蜂蜜（制作成热托蒂），能降低酒精的辛辣味并更好地释放威士忌的独特香味。并且，威士忌常被用作调制鸡尾酒的基酒，品类丰富繁多，常与西餐、奶酪或特定的小吃等相搭配。

图 12:《纸牌屋》中的政客饮用威士忌



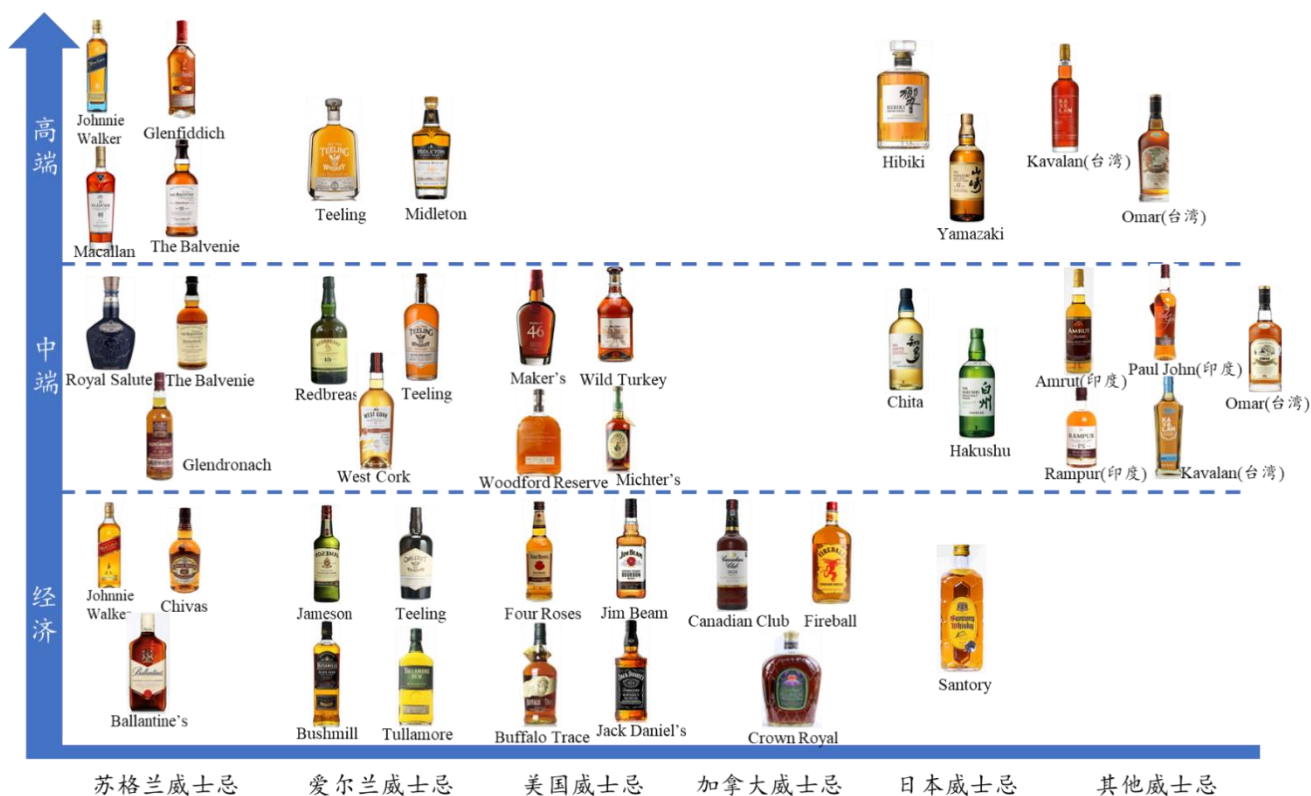
数据来源: billionbottle.com、东北证券

图 13:“Highball”复兴在日本掀起威士忌浪潮



数据来源: 日本居酒屋、东北证券

图 14: 威士忌价格带宽阔, 迎合不同消费群体需求



数据来源: billionbottle.com、京东、东北证券

2. 海外烈酒持续高端化, 品牌组合趋向多元

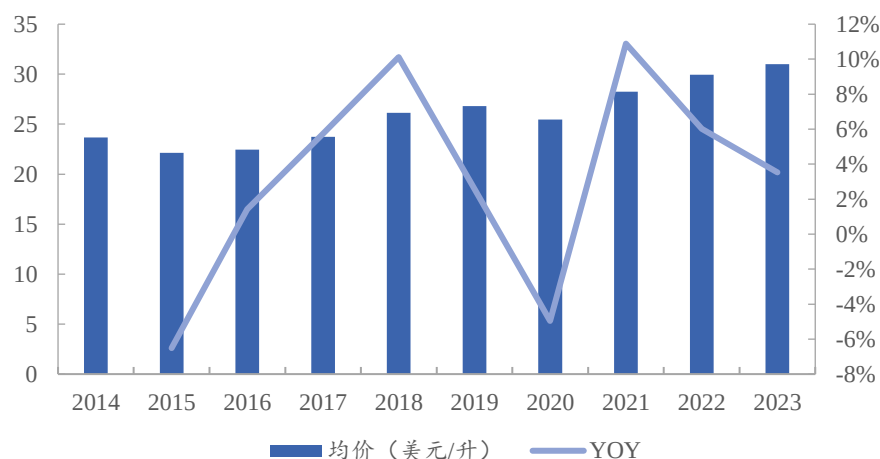
2.1. 全球烈酒销售缓慢复苏, 威士忌发展潜力可期

2.1.1. 全球烈酒销量复苏回升, 价增注入发展动力

2023 年, 全球烈酒市场在经历疫情后处于复苏期, 但增长速度有所放缓。2020 年, 新冠疫情对全球烈酒消费造成了严重冲击, 导致行业销量和销售规模受损。在 2013 至 2017 年间, 烈酒销量仅维持着 0.5% 左右的微弱增长, 而到了 2018 年, 销量出现了 -2.9% 的负增长, 表明全球烈酒的销量在疫情前就已显示出增长停滞的迹象。尽管 2019 年行业销量同比下滑, 但通过提价策略, 收入仍然保持了正增长。2020 年疫情的冲击使得全球烈酒销量/零售收入下降了 8.8%/13.29%。随着 2021 年疫情的逐步

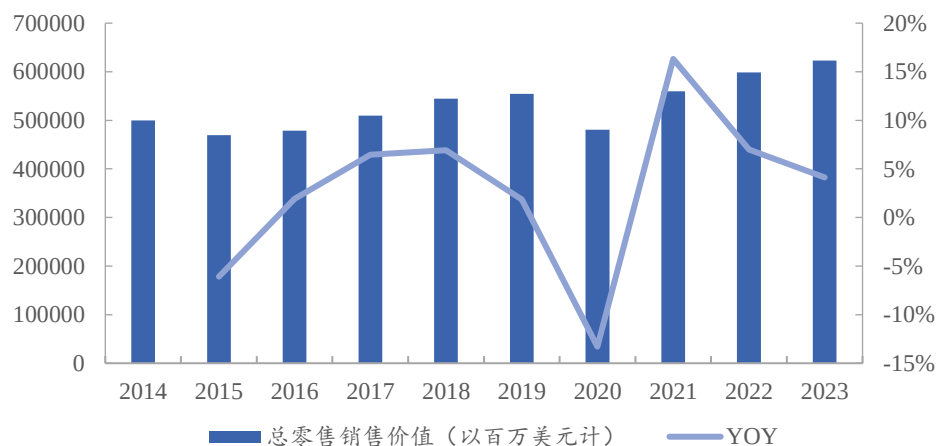
缓解，烈酒销量/零售收入实现了 4.9%/16.31% 的回升。然而，到了 2022 至 2023 年，全球烈酒销量和零售收入的增速明显放缓，销量尚未恢复到疫情前的水平。由于烈酒普遍提价，零售收入还是有所上升。在 2021 年至 2023 年期间，烈酒销售均价的增速为 10.89%/6.02%/3.53%，均保持了正增长。根据欧睿预测，从 2024 年开始，全球烈酒销量将逐步回升至疫情前的水平，并有望实现小幅增长。

图 15: 2014-2023 年全球烈酒均价



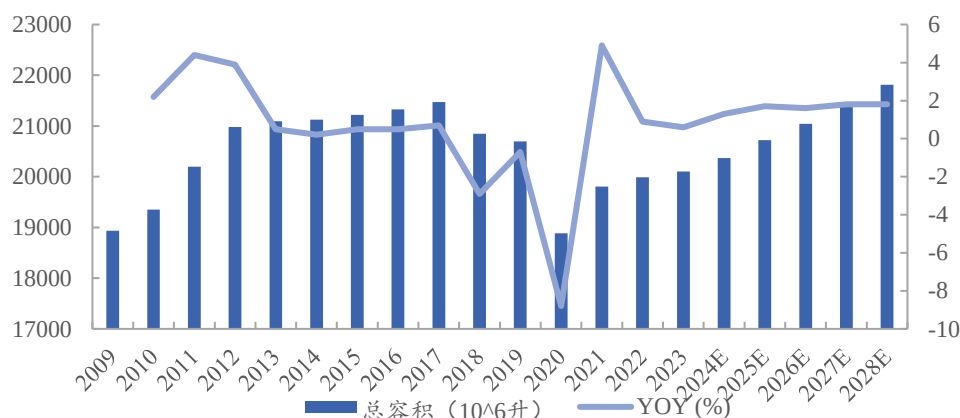
数据来源：东北证券，Euromonitor

图 16: 2014-2023 年全球烈酒零售规模



数据来源：东北证券，Euromonitor

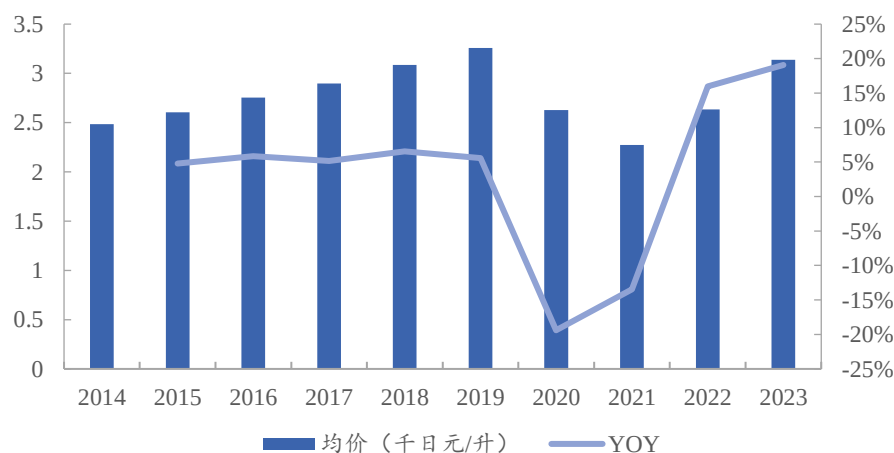
图 17：2009-2028E 全球烈酒销量



数据来源：东北证券，Euromonitor

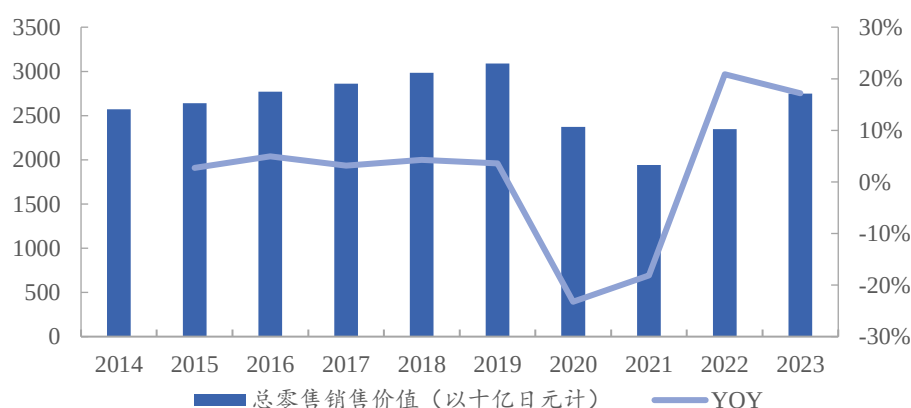
日本：销量增长空间受限，均价提升驱动零售收入增长。自 2009 年以来，日本烈酒销量一直处于小幅下降状态。尽管 2022 年疫情结束带来了一定程度的销量回升，但增长有限，整体下滑的趋势并未改变。人口的负增长导致法定饮酒年龄的人口数量减少，这进一步加剧了酒精饮料市场的萎缩。同时，三得利、朝日等主要酒企相继提价，导致烈酒价格上升，这也是造成日本市场烈酒销量长期下降的另一个原因。2023 年，烈酒市场销量同比下降了 1.6%，而零售总收入却实现了 17.18% 的同比增长。尽管销量同比下降，但由于价格上涨，零售规模仍然实现了两位数的增长。

图 18：2014-2023 年日本烈酒均价



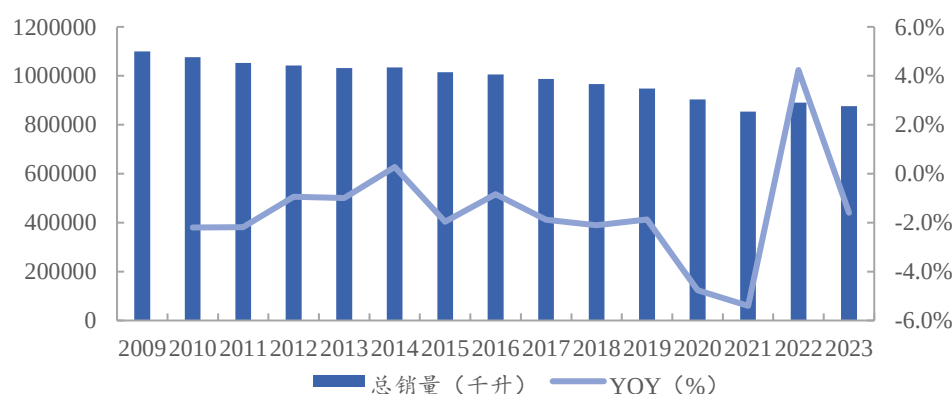
数据来源：东北证券，Euromonitor

图 19：2009-2023 年日本市场烈酒零售规模



数据来源：东北证券，Euromonitor

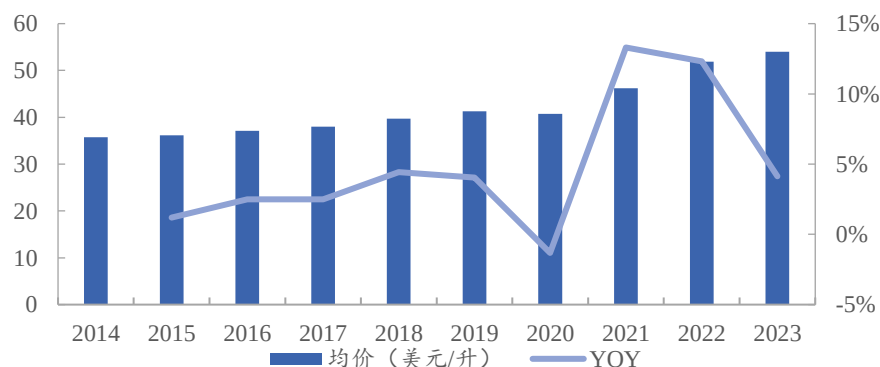
图 20：2009-2023 年日本市场烈酒销量



数据来源：东北证券，Euromonitor

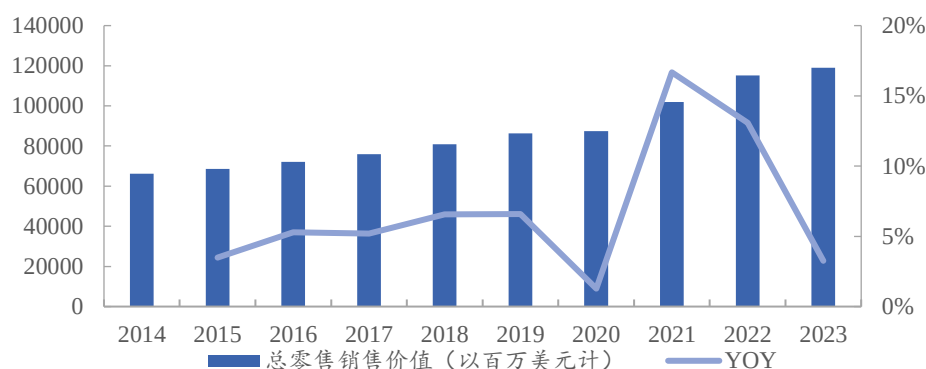
美国：烈酒销量长期平稳增长，受益均价提升，零售额稳步增长。2009-2023 年美国烈酒销量 CAGR 为 2.25%，即使在疫情冲击期间，仍然保持 2.0% 以上的增速，零售均价仅在 2020 年受疫情影响即饮渠道，同比下降 1.33%，其余年份均保持增长。零售额逐年稳步增长，2014-2023 年 CAGR 为 6.7%。整体来看，美国烈酒市场仍处在量增价升的增长红利期。

图 21：2014-2023 年美国烈酒均价



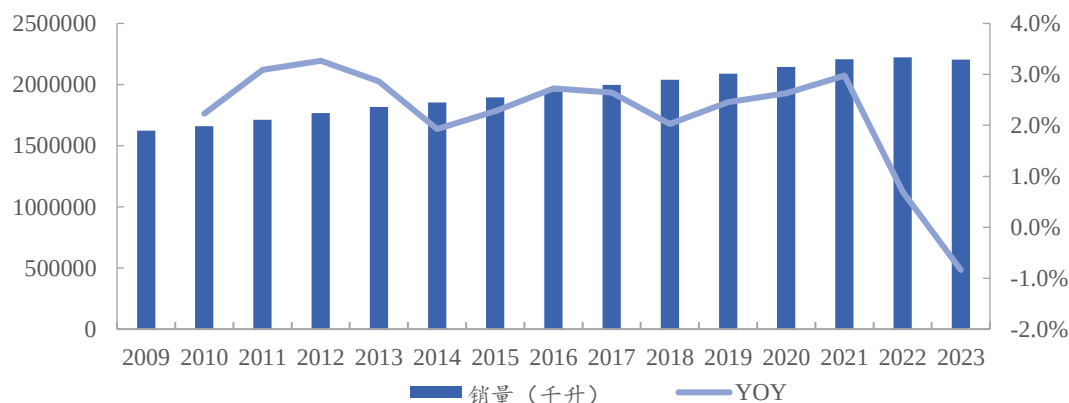
数据来源：东北证券，Euromonitor

图 22：2009-2023 年美国市场烈酒零售规模



数据来源：东北证券，Euromonitor

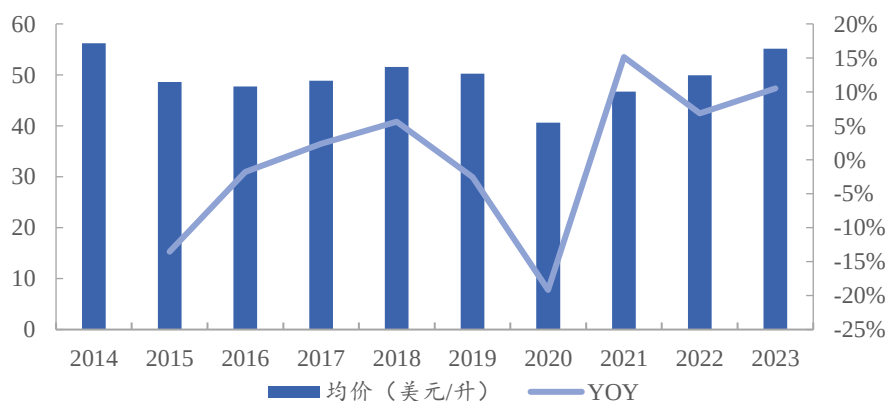
图 23：2009-2023 年美国市场烈酒销量



数据来源：东北证券，Euromonitor

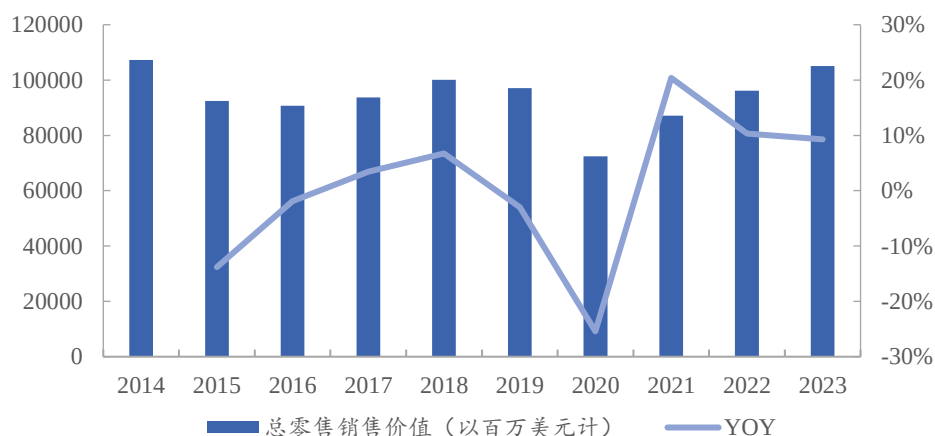
西欧市场：西欧市场在疫情冲击前烈酒销量已进入衰退期，2009年起烈酒销量开始下降，2014年后保持基本平稳，2020年疫情冲击造成销量/销售收入出现同比-7.7%/-25.42%的大幅下滑。2021年起逐步复苏，2022年销量基本恢复到疫情前水平。西欧烈酒市场在总量上已经基本成熟，销量缺乏提升空间，销售收入相较销量表现较好，体现了西欧烈酒行业通过改善产品结构、提高销售均价来提供增长动力。

图 24：2014-2023 年西欧烈酒均价



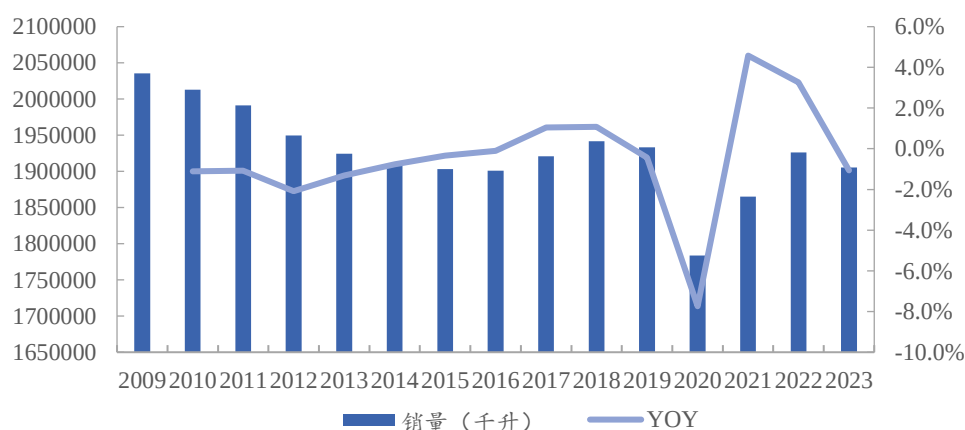
数据来源：东北证券，Euromonitor

图 25：2009-2023 年西欧市场烈酒零售规模



数据来源：东北证券，Euromonitor

图 26：2009-2023 年西欧市场烈酒销量

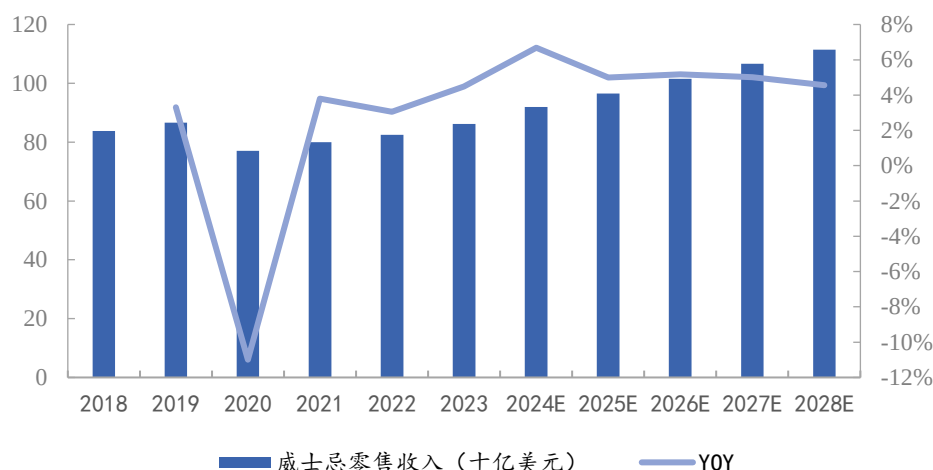


数据来源：东北证券，Euromonitor

2.1.2. 威士忌销量持续增长，市场潜力领先其他烈酒品类

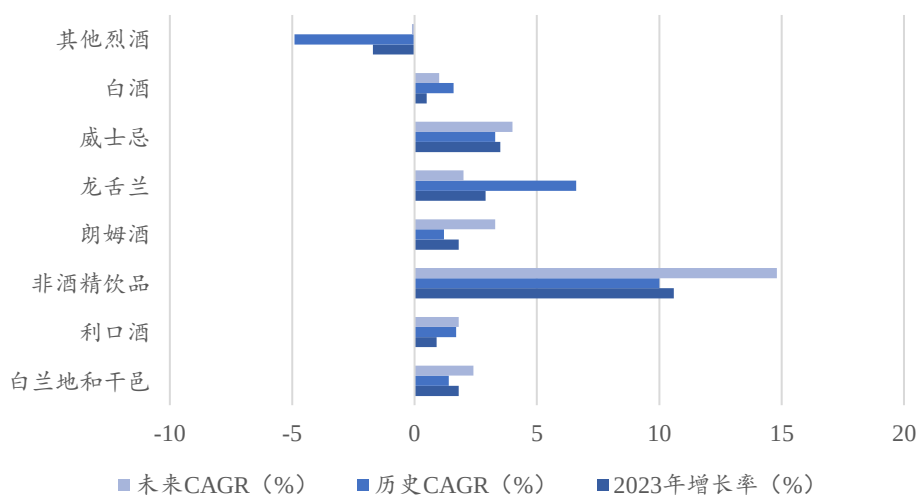
在全球烈酒市场整体复苏步伐放缓的大背景下，威士忌品类的增长潜力尤为凸显。2018-2023 年全球威士忌销量的复合年增长率（CAGR）为 3.3%，2023 年销量同比增长 3.5%，预计未来将延续增长趋势，2023 至 2028 年 CAGR 达 4.0%。即便在全球疫情的冲击下，威士忌的销量仍然保持了正增长，表现远超烈酒市场的整体平均水平。根据欧睿预测，未来五年威士忌是所有烈酒中销量增长最快的品类，展现出销售的韧性和潜力。

图 27：2018-2028E 全球威士忌零售收入



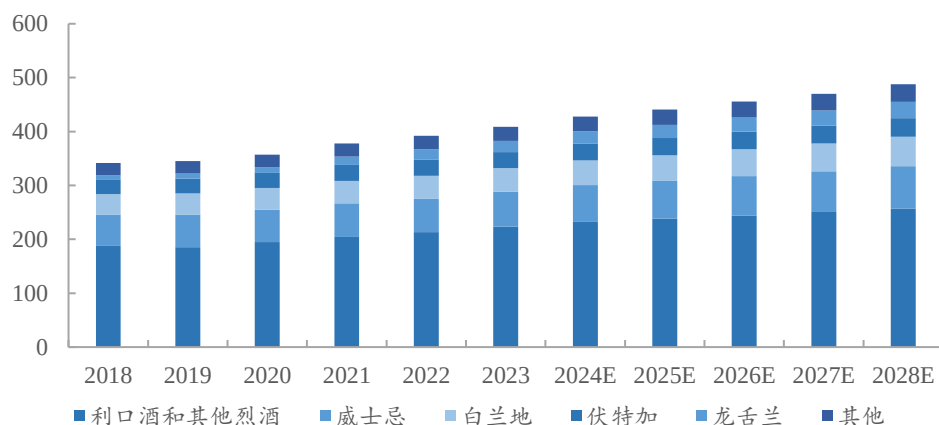
数据来源：东北证券，Statista

图 28：全球各种类型酒销量增速 (%)



数据来源：东北证券，Euromonitor

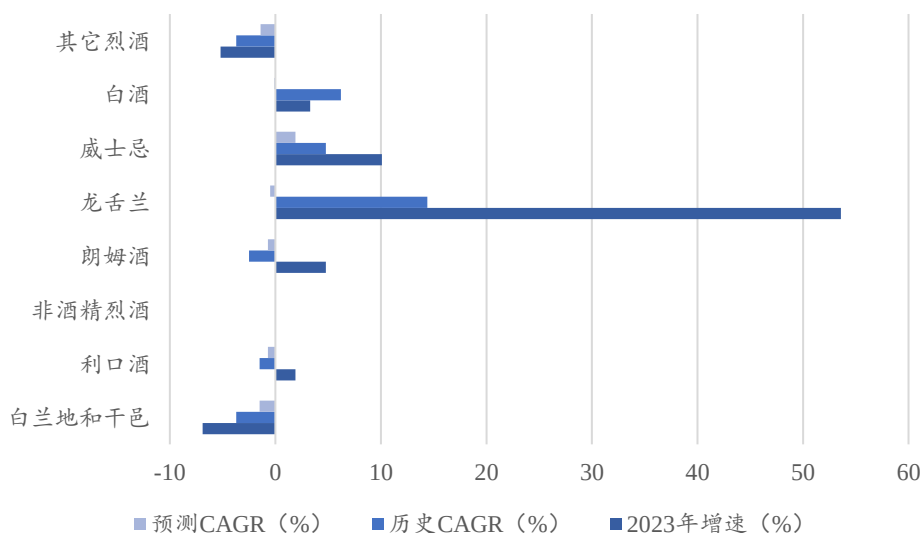
图 29：2018-2028E 全球烈酒市场规模 (十亿美元)



数据来源：东北证券，Statista

日本：2023 年威士忌销量同比大幅上涨 10.1%，即饮、非即饮渠道均表现良好。短期内日本市场威士忌的良好表现主要有两方面的原因：2023 年日本政府取消 COVID-19 的强制防疫限制、将限制级别降为 5 级后，外出就餐带来威士忌即饮渠道反弹；非即饮渠道的增长主要是受到日本家庭用餐风尚改变的影响，近年来，日本盛行在家庭场景下享受正式餐厅的用餐氛围。

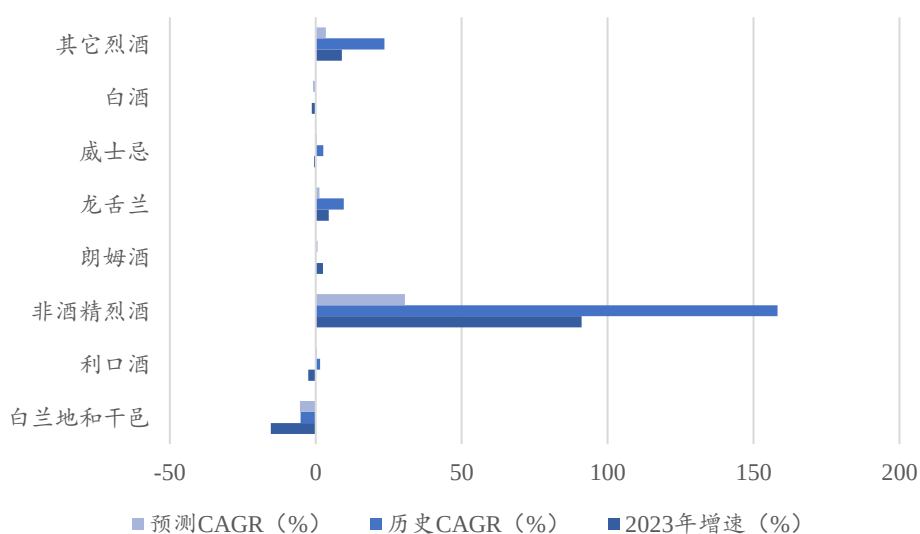
图 30：日本市场各种类烈酒销量增速（%）



数据来源：东北证券，Euromonitor

美国：2023 年威士忌销量在整体烈酒销量持续下降的情况下基本保持稳定，同比下降 0.6%，且过去几年间维持小幅上升，2018-2023 年 CAGR 为 2.6%。预测 2023-2028 年 CAGR 为 0.4%，基本维持稳定。其中，受到美国本土和进口产品、龙舌兰、朗姆酒等产品的竞争冲击，苏格兰威士忌在美国总销量有显著下滑。

图 31：美国市场各种类烈酒销量增速（%）

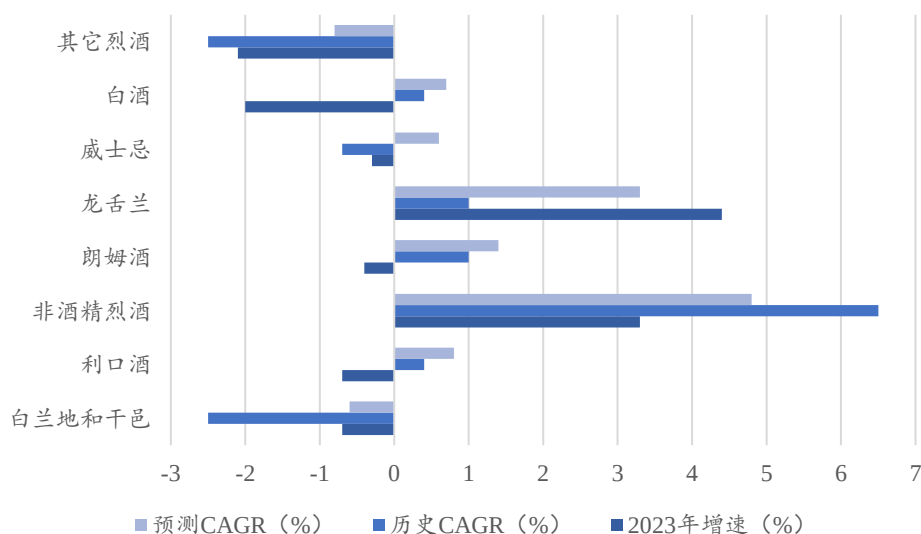


数据来源：东北证券，Euromonitor

西欧市场：2023 年威士忌销量同比下降 0.3%，与其它烈酒品类相比，下降幅度较小，并且与 2018-2023 年 CAGR-0.7% 相比略有缩小。根据欧睿预测，未来威士忌销

量将以年复合 0.6% 的增速增长。龙舌兰在西欧市场所有的烈酒品类中增长势头最为强劲，预计未来五年间的销量 CAGR 为 3.3%。

图 32：西欧市场各种类烈酒销量增速（%）

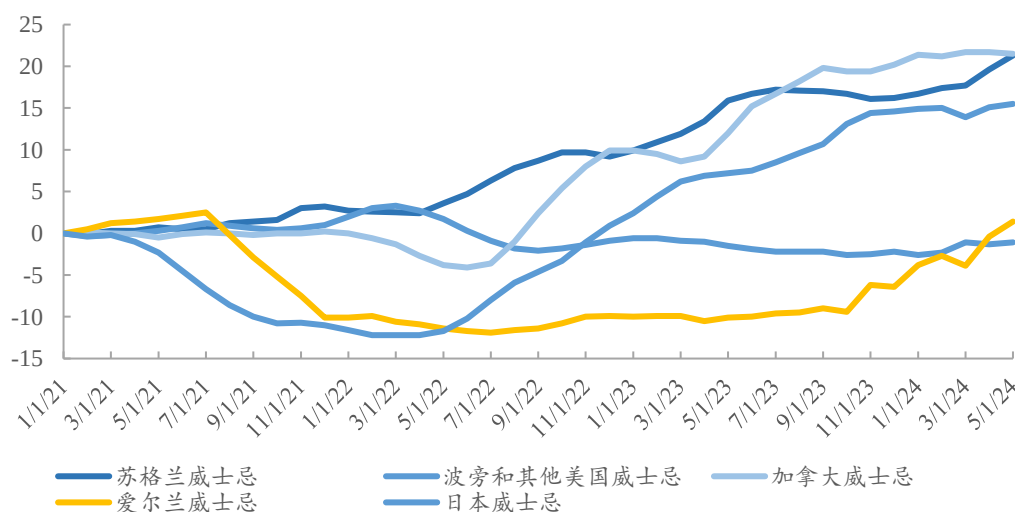


数据来源：东北证券，Euromonitor

2.1.3. 威士忌价格波动提升，日本威士忌发展迅速

日本：2021 年至 2024 年威士忌价格整体上涨，其中 2024 年 5 月苏格兰威士忌/加拿大威士忌/日本威士忌相较 2021 年 1 月价格同比上涨 21.3%/21.5%/15.5%，上涨幅度较大，波旁和其它美国威士忌、爱尔兰威士忌增速为-1.1%/1.4%，基本维持稳定。其中，日本威士忌和爱尔兰威士忌价格在 2022 年时有所下降，但在其后时间内回升，整体仍维持上涨趋势。同时，为了应对威士忌高端化、价格提高带来的需求影响，日本酒企通过多元化的宣传方式、现场活动和消费者互动增强消费者对烈酒价格背后的价值认知，通过强调产品提供的独特体验、增加消费者对产品的理解和体验，从而拉动需求。

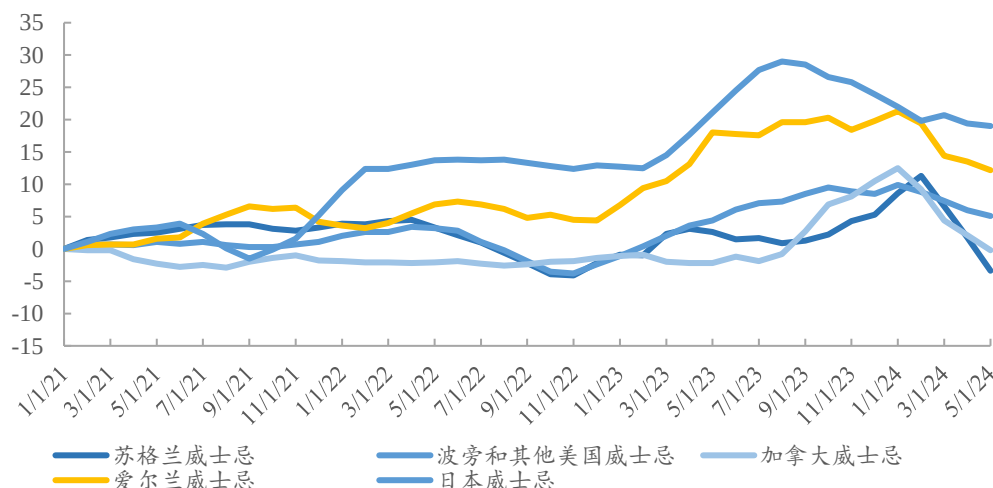
图 33：2021 年 1 月-2024 年 5 月日本各类威士忌价格变化（%）



数据来源：东北证券，Euromonitor

美国：2024 年 5 月相较 2021 年 1 月，大部分威士忌品类均价有所上升，其中爱尔兰威士忌/日本威士忌价格上涨 12.2%/19.0%，有较大幅度的上涨，而波旁和其他美国威士忌/苏格兰威士忌/加拿大威士忌价格增速为 5.1%/-3.4%/-0.2%，与原价格相比变动幅度较小。2021 年威士忌市场消费需求的复苏推动了价格复苏乃至过度上涨，因此从与初始值相比的时间变化来看，美国威士忌单价出现了先升后降的情况。

图 34：2021 年 1 月-2024 年 5 月美国各类威士忌价格变化（%）



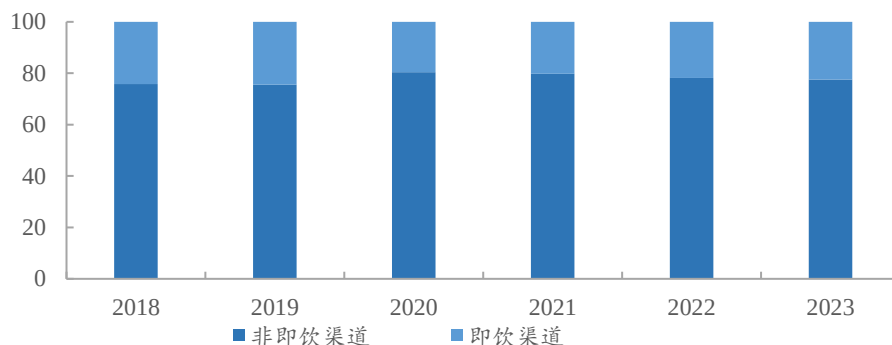
数据来源：东北证券，Euromonitor

整体而言，在海外主要威士忌市场，高端化进程持续推进，日本威士忌等非传统威士忌在主要市场的提价潜力值得关注。日本威士忌在美日市场中表现都较为突出，在澳大利亚/德国/英国等国家也取得了分别为 12.5%/36.6%/17.1%等较为突出的增长速度。日本威士忌商业化生产始于 1924 年，起步较迟，三得利山崎威士忌后被吉姆·莫瑞的《2015 年威士忌圣经》评选为“年度世界最佳威士忌”后，日本威士忌逐渐被世界市场所接受，日本威士忌基础较低、仍处于上升期，高端化进程有待推进，具有较好的提价潜力。同时由于日本威士忌的酿造起步较迟，供应短缺，且由于威士忌的酿造周期较长，无法随需求及时变化，日本威士忌的价格受到收藏需求和投机需求的双重推动，转售价格较高，且在一段时间内仍将保持供不应求的市场情况，提价潜力较大。

2.2. 全球烈酒即饮渠道复苏，电商零售增长

即饮渠道在烈酒销售中的占比在 2020 年显著下降，自 2020 年后持续提升。全球烈酒的即饮/非即饮渠道占比受疫情影响显著，疫情显著减少了宴饮、聚餐的频率，餐厅、酒店、夜店、会所等终端场所营业下滑，造成疫情后即饮渠道占比显著下滑。2018-2019 年即饮渠道占比始终保持在 24% 左右，在 2020 年较大幅度下滑至 19.6%，2020 年后逐年回升，2023 年即饮渠道占比 22.4%，但仍低于疫情前水平，即饮渠道或仍具有回升空间。

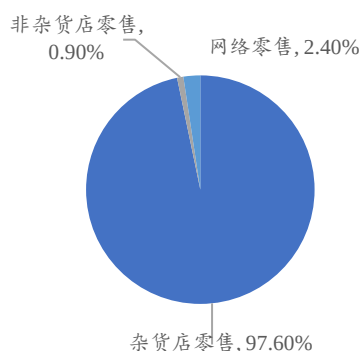
图 35：2018-2023 年全球烈酒即饮和非即饮渠道占比



数据来源：东北证券，Euromonitor

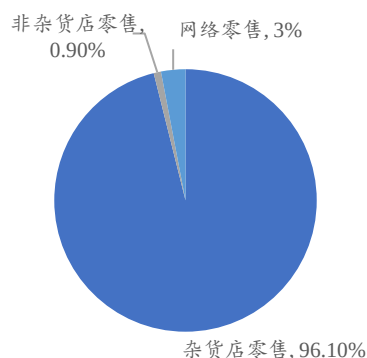
在非即饮渠道中电商销售有所提升，杂货店零售仍占主导地位。全球烈酒的非即饮渠道 2018-2023 年始终保持以杂货店零售为主，2018/2023 年杂货店渠道占整体非即饮渠道的 97.60%/96.10%，基本维持稳定，但略有下降，网络电商渠道占比提升。在杂货店零售中，2018/2023 年食品/饮料/烟草专卖店在所有线下销售渠道中占比 36.8%/41.6%，始终占主要地位。电商渠道占比提升在一定程度上与酒企的数字化策略存在关联，烈酒行业巨头帝亚吉欧提出将利用不同的分销渠道、向所有客户和消费者推广，并且在中国市场天猫/京东均有分产品品类的官方旗舰店，数字化营销手段有利实施全球的市场布局。

图 36：2018 年烈酒非即饮渠道占比



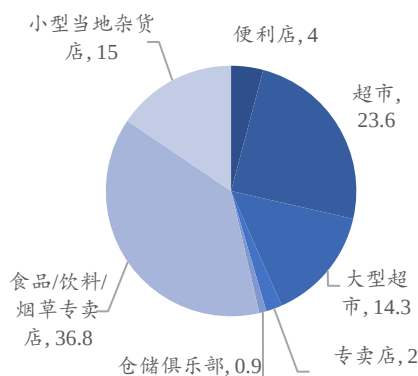
数据来源：东北证券，Euromonitor

图 37：2023 年烈酒非即饮渠道占比



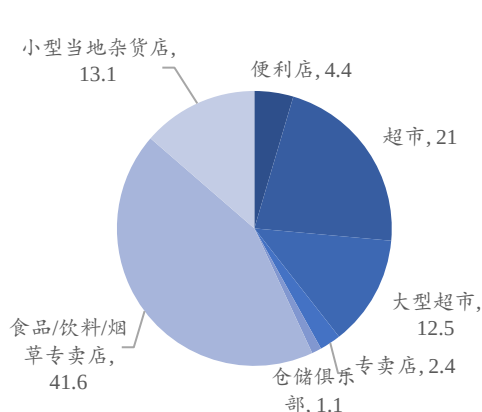
数据来源：东北证券，Euromonitor

图 38：2018 年烈酒杂货店渠道占比 (%)



数据来源：东北证券，Euromonitor

图 39：2023 年烈酒杂货店渠道占比 (%)

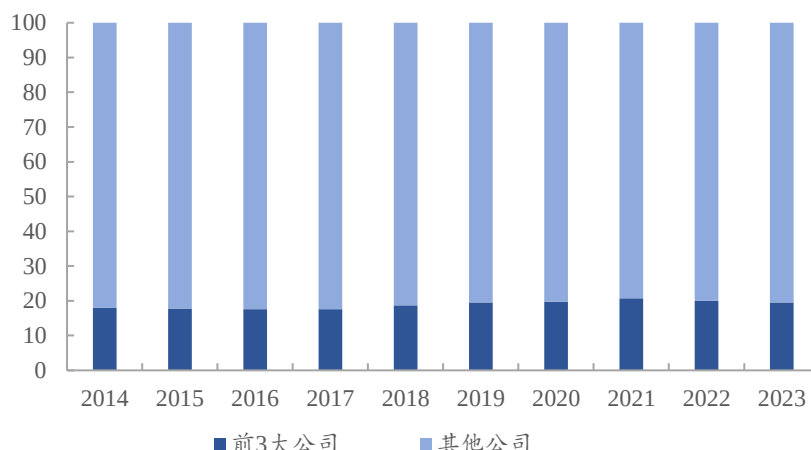


数据来源：东北证券，Euromonitor

2.3. 全球市场集中度较低，头部酒企话语权仍然较弱

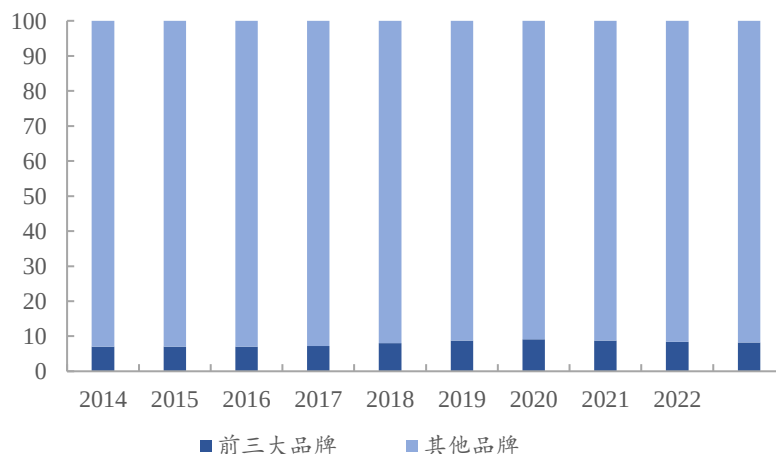
海外烈酒头部企业的市场占有率较低，品牌集中度略低于公司集中度。从销量维度看，前三大公司在全球烈酒市场自 2014 年至 2021 年市场占有率从 18% 逐步提升至 20.7%，2023 年头部酒企销量占比达到 19.5%。品牌市场集中度变化趋势与公司集中度基本一致，自 2020 年前上升，随后有所回落，前三大品牌的市场份额自 2014 年 7% 到 2020 年达到顶峰 9.1%，2023 年为 8.2%。相较于海外烈酒的公司集中度，品牌集中度稍低。

图 40：2014-2023 年前三大公司市场销量占有率



数据来源：东北证券，Euromonitor

图 41：2014-2023 年前三大品牌市场销量占有率



数据来源：东北证券，Euromonitor

表 6：2023 年全球烈酒公司销量占比(%)

帝亚吉欧股份有限公司	9.2
保乐力加集团	6.4
海特真露株式会社	3.9
泰国酿酒公司	2.9

表 7：2023 年全球烈酒品牌销量占比(%)

真露酒	3.9
麦克道尔	2.4
生力	1.9
阮考	1.9

三得利控股有限公司	2.2
北京顺鑫农业有限公司	2.1
生力啤酒国际有限公司	2
百加得有限公司	1.6
Inbrew 饮料私人有限公司	1.5
赛瑟莱克有限公司	1.4
印度联合调和蒸馏厂	1.4
Radico Khaitan 有限公司	1.2
Campari Milano SpA, 大卫	1.2
乐天集团	1.2
丹怀酒厂	1.1
苏酒集团	1
安德集团	0.9
布朗霍文集团	0.9
其它自有公司	1.5
其它	56.3

数据来源：东北证券，Euromonitor

牛栏山二锅头	1.8
皇冠伏特加	1.2
皇家之鹿	1.2
长官之选	1.1
帝国	1.1
丹怀朗姆酒	1
皇盛白兰地	0.9
尊尼获加	0.8
经典蓝	0.7
Choumchorum	0.7
百加得	0.7
杰克丹尼威士忌	0.7
汾酒	0.6
摩根船长	0.6
其它自有品牌	1.5
其它	75.3

数据来源：东北证券，Euromonitor

日本市场：本土企业仍占主要优势，市场集中程度领先世界。日本市场企业集中程度相较全球市场较高，2023 年前 18 大酒企占市场比例近 80%，超过全球市场的前 18 大酒企的销售占比，大多数为日本本土企业，其中三得利具有显著的领先优势，占据日本烈酒市场 17.4% 的销量，与位居第二的 Takara Shuzo 公司的 10.4% 具有较大差距。不同品牌的市占率差异较企业而言较小，前 18 大品牌的市占率达 52.8%，仍显著高于世界整体水平。

表 8:2023 年日本烈酒公司销量占比(%)

三得利烈酒有限公司	17.4
宝酒造株式会社	10.4
雾岛造酒	8.1
三和酒类株式会社	7.8
朝日啤酒有限公司	6
一甲威士忌蒸馏有限公司	4.1
合同酒精株式会社	3.9
札幌啤酒有限公司	3.7
福德长酒类株式会社	3.4
滨田酿酒集团	2.8
云海酒造株式会社	2.5
二阶堂酒造有限会社	1.8
真露有限公司	1.8
麦西亚公司	1.6
萨摩酒造株式会社	1.5
帝亚吉欧麒麟有限公司	1.2
高桥酒造株式会社	0.8
秋田县发酵工业	0.8
其它自有公司	0.7

表 9:2023 年日本烈酒品牌销量占比(%)

宝烧酒	8.1
亦竹烧酒	6.8
黑雾岛	6.7
卡库宾方瓶威士忌	4.8
胡须黑调和威士忌	3.9
卡诺卡	3.3
博多之花	2.9
镜月绿瓶	2.4
托利斯威士忌	2.1
二阶堂	1.8
真露	1.8
凯杜	1.7
雾岛	1.3
麦盛	1.1
萨摩白波	1.1
伊藤忠	1.1
金宾波本威士忌	1
大五郎	0.9
其它自有品牌	0.7

其它	19.6
----	------

数据来源：东北证券，Euromonitor

其它	46.6
----	------

数据来源：东北证券，Euromonitor

美国市场：市场垄断程度远高于世界整体水平，品牌集中度显著低于企业集中度。2023 年美国前 18 大企业占有市场份额超过 83.5%，远高于世界水平，而前 18 大品牌约占市场份额的 38.1%，稍高于世界水平，品牌集中度与企业集中度的差异较大。这在一定程度上表明美国市场头部酒企具有更强的定价能力和成本议价能力，行业整体发展路径受到头部企业的掌控，需要更多关注头部酒企的策略布局，而品牌布局更为分散主要是由美国头部酒企的多品牌战略导致的。

表 10：2023 年美国烈酒公司销量占比 (%)

帝亚吉欧北美公司	17.7
萨泽拉克公司	10.7
Beam Global Spirits & Wine Inc	9.1
保乐力加美国	6.7
百加得美国	6.5
天堂山酿酒厂公司	5
第五代公司	4.7
百富门	4.3
嘉露酒庄	4.1
Proximo 烈酒公司	3.9
金巴利美国	2.5
星座品牌公司美国运营公司	2.3
格兰父子公司	1.9
路易轩尼诗美国公司	1.6
人头马君度美国公司	0.7
Siete Bucks Spirits LLC	0.6
Mast-Jägermeister US	0.6
Infinium Spirits	0.5
其它自有公司	0.9
其它	15.6

数据来源：东北证券，Euromonitor

表 11：2023 年美国烈酒品牌销量占比 (%)

美国缇托	4.7
皇冠伏特加	3.4
皇冠威士忌	2.8
金宾波本威士忌	2.8
火球威士忌	2.7
新阿姆斯特丹伏特加	2.5
百加得	2.5
杰克·丹尼威士忌	2.2
快活龙舌兰	2.1
尊美纯	1.8
摩根船长金朗姆酒	1.8
思维卡伏特加	1.6
绝对伏特加	1.4
轩尼诗 VS	1.3
马利宝	1.2
培恩龙舌兰	1.2
爱威廉斯威士忌	1.1
卡萨米高龙舌兰	1.1
其它自有品牌	0.9
其它	61

数据来源：东北证券，Euromonitor

西欧市场：市场集中程度高于世界整体水平，且在持续提升。2023 年西欧市场前 18 大酒企占有市场份额 58.7%，高于世界水平，其中相较其它区域，欧洲其它自主品牌企业市场占有率较高，达到 11.4%。西欧市场前三大企业的市场占有率自 2014 年开始逐年上升，2021 年/2022 年/2023 年占有市场份额 33.3%/33.4%/33.8%，虽然市场的进一步集中速度较为缓慢，但符合西欧市场在总量基本饱和的情况下市场结构不断优化、企业利润提升的趋势。

表 12：2023 年西欧烈酒公司销量占比 (%)

帝亚吉欧	16
保乐力加	12.1
La Martiniquaise SVS	5.7
米兰坎帕里达维德	4.3

表 13：2023 年西欧烈酒品牌销量占比 (%)

斯米诺	8.1
阿佩罗	6.8
戈登	6.7
杰克丹尼尔	4.8

百加得	3.9	百利	3.9
三得利	2.8	里卡尔	3.3
百富门	2.1	尊尼获加	2.9
威廉-格兰特父子有限公司	1.7	Jägermeister	2.4
Mast-Jägermeister SE	1.6	摩根船长	2.1
Rotkäppchen-Mumm			
Sektkellereien GmbH	1.3	百加得	1.8
Anora Group Oyj	1.3	绝对	1.8
Oetker-Gruppe	1.2	百龄坛	1.7
Berentzen-Gruppe AG	1.2	William Peel	1.3
埃德灵顿集团	1.1	Yeni Raki	1.1
Gräfllich von Hardenberg'sche			
Kornbrennerei GmbH & Co KG	0.7	哈瓦那	1.1
Loch Lomond Distillery Co Ltd	0.6	威雀	1.1
Illva Saronno SpA	0.6	金巴利	1
Lucas Bols BV	0.5	Wodka Gorbatschow	0.9
其它自有公司	11.4	其它自有品牌	0.7
其它	29.9	其它	46.6

数据来源：东北证券，Euromonitor

数据来源：东北证券，Euromonitor

2.4. 头部酒企全球布局，产品矩阵双管齐下

2.4.1. 推动生产全球布局，促进产能提升

海外知名酒企在全球各地设立生产基地，以更低成本实现产能布局。保乐力加在全球建立了6个品牌子公司、5个市场子公司、94个生产基地，便于更好对接各地消费者需求。帝亚吉欧在全球各地拥有生产设施，包括蒸馏厂、酿酒厂、包装厂、熟化仓库、制桶厂和分销仓库，并在全球多个地点使用由第三方或合资企业拥有和运营的工厂生产。海外烈酒头部企业多样化的品牌策略导致生产基地和有关技术人员的分散，全球化策略成为必然趋势。

表 14：帝亚吉欧全球生产基地分布情况

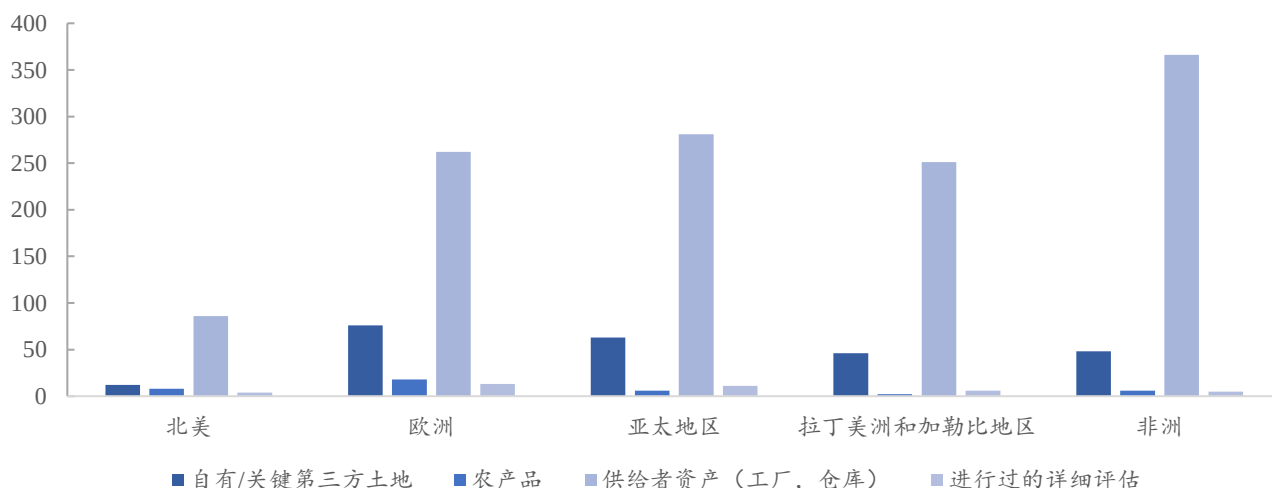
地点	生产功能	产品
英国	蒸馏，装瓶，仓储，制桶	啤酒、苏格兰威士忌、杜松子酒、伏特加、朗姆酒、即饮酒、无酒精饮料
爱尔兰	蒸馏，酿造，装瓶，仓储	啤酒、利口酒、爱尔兰威士忌、无酒精饮料
意大利	蒸馏，装瓶，仓储	伏特加、朗姆酒、即饮酒、无酒精饮料
土耳其	蒸馏，装瓶，仓储	拉克酒、伏特加、杜松子酒
北美	蒸馏，装瓶，仓储	伏特加、杜松子酒、朗姆酒、加拿大威士忌、美国威士忌、即饮酒
巴西	蒸馏，装瓶，仓储	卡莎萨、伏特加、即饮酒
墨西哥	蒸馏，装瓶，仓储	龙舌兰酒
东非	蒸馏，酿造，装瓶，包装，仓储	啤酒、朗姆酒、伏特加、杜松子酒、威士忌、白兰地、利口酒
尼加拉瓜	蒸馏，酿造，装瓶，包装	啤酒、朗姆酒、伏特加、杜松子酒
南非	蒸馏，装瓶，仓储	朗姆酒、伏特加、杜松子酒
ARM	蒸馏，酿造，装瓶，仓储	啤酒、伏特加、杜松子酒

印度	蒸馏，装瓶，仓储	朗姆酒、伏特加、印度产洋酒（IMFL）、威士忌、苏格兰威士忌、杜松子酒
澳大利亚	蒸馏，装瓶，仓储	朗姆酒、伏特加、杜松子酒、即饮酒

数据来源：东北证券，帝亚吉欧年报

全球生产基地的布局对于控制生产风险起到了积极作用，也对风险管理提出了更高要求。为了以更低价格获得更高质量、更多种类的原料，帝亚吉欧、保乐力加等海外知名酒企酿造在全球各个地区采购原料，而不同地区的生产面临不同生产风险，例如帝亚吉欧以欧洲、非洲、亚太地区作为大麦原料的主要来源地，大麦生产在欧洲需要面临干旱风险、水资源风险、降水风险等，在非洲需要面临高温风险、干旱风险和降水风险，而在亚太地区则需要综合应对干旱风险、水资源风险、降水风险和高温风险，不同地区自然灾害的区别使得单一风险无法对原材料供应造成绝对的负面影响，但对企业如何有效应对不同生产基地之间的不同风险提出了更高的管理要求。而针对全球化提出的更高要求，海外酒企也在不断完善自身的风险管理体系，对更多的供应渠道进行风险评估。

图 42：帝亚吉欧已进行风险评估的土地/农产品/供给者资产数量及进行详细评估次数



数据来源：东北证券，公司年报

2.4.2. 加快销售全球布局，增强抗风险能力

烈酒名企着力在全球范围内开辟消费市场，拓展目标客群。海外烈酒头部企业的全球化战略在一定程度上与高端化、多样化的品牌策略有关：产品价格和调性的提升导致目标客户分散，专注于区域销售使得盈利提升空间十分有限。销售区域的多元化具体体现在销售额的比重上，保乐力加在 2024 财年美洲地区销售额占比 29%、欧洲地区销售额占比 30%、亚太及其他地区销售额占比 41%。

图 43：保乐力加全球战略



数据来源：东北证券，公司官网

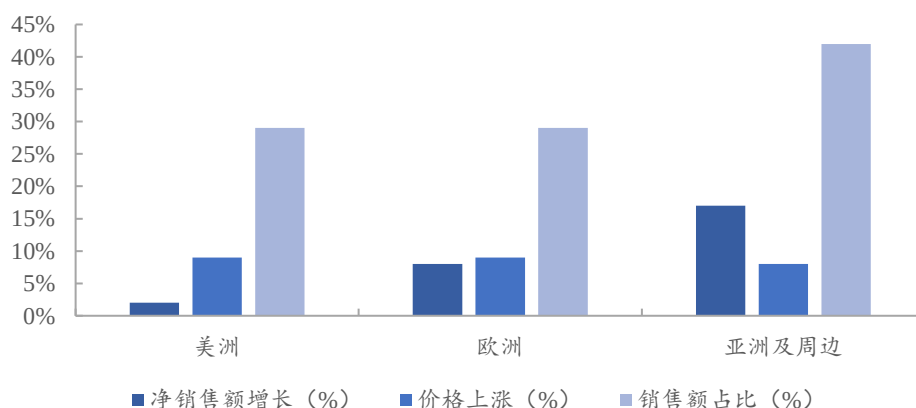
图 44：Allied Blenders & Distillers Pvt 全球布局



数据来源：东北证券，公司官网

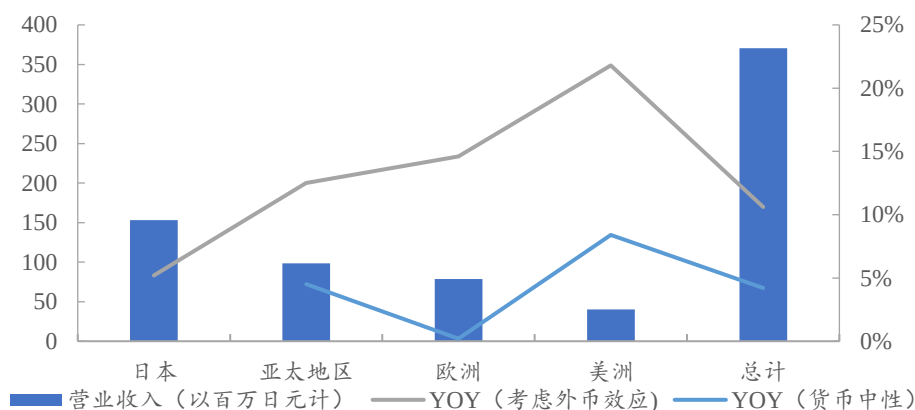
全球销售布局减弱了区域波动对公司整体收入的影响。疫情后全球烈酒市场不确定性更强，全球化布局有利于弥补个别区域的偶然事件影响，维持公司营收稳定性。例如 2023 财年保乐力加在美洲地区增长动力不足、仅有 2% 的营收增长，北美地区仅实现低个位数增长，美国净销售额基本没有提升，但在亚洲地区印度、中国 and 土耳其等区域的旅游零售复苏带动了出色的广泛增长，帮助实现了整体 10% 的增长；而在 2024 财年第一季度，美国、中国两大重要市场营收均下降 8%，但由于销售网络的全球布局，亚洲其余地区、印度、欧洲良好的销售情况在很大程度上抵消了美国、中国市场不佳表现对整体市场的负面影响。三得利的全球布局在 2024 财年第一季度时同样通过亚太地区、美洲地区的高增长均衡欧洲地区的不佳表现，使集团整体表现较好。

图 45：2023 财年保乐力加各区域销售及定价情况



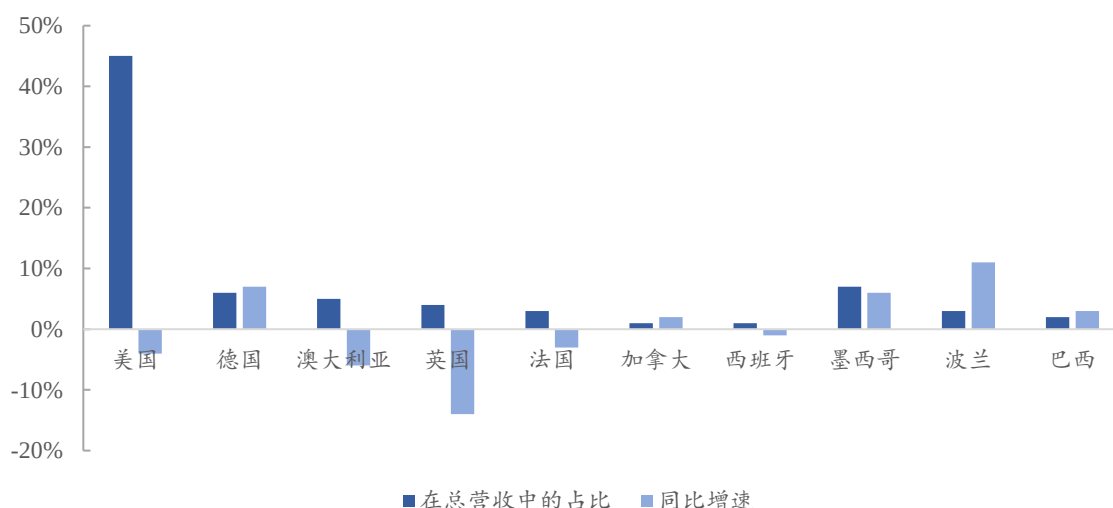
数据来源：东北证券，公司年报

图 46：2024 财年 Q1 三得利各区域营收及同比增速



数据来源：东北证券，公司年报

图 47：2023 财年（截至 4 月 30 日）百富门各区域营收占比及同比增速



数据来源：东北证券，公司年报

2.4.3. 头部酒企建立多品牌矩阵，推动品牌品类多元化

头部酒企以多品牌作为增长动力，高端品牌成为重要支撑。帝亚吉欧、保乐力加等知名海外烈酒企业均以多品牌构建产品矩阵，例如帝亚吉欧在全球拥有超过 200 个优质酒水品牌，产品组合兼具广度和深度，覆盖了从苏格兰威士忌到高端啤酒到白酒的各个品类。多品牌有利于进行市场细分和消费者需求满足、并分散风险，例如保乐力加将品牌分为战略国际品牌、战略当地品牌、专业品牌、葡萄酒等等，其中 premium+ 品牌拉动了约 80% 的增长，Prestige 品牌的增长率为 15%，而多品类的品牌组合也能互相支撑、保证公司整体运营的稳定。

表 15：2023 财年保乐力加各类品牌营收增速及领涨品牌

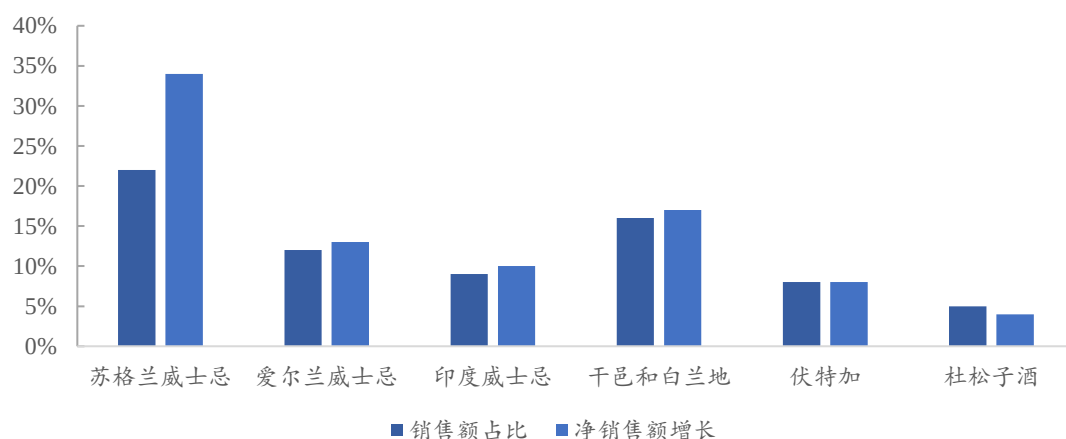
	营收增速	引领品牌
战略国际品牌	11%	Scotch, Martell, Jameson 和 Absolut
战略当地品牌	10%	Seagram's Indian whiskies 和 Olmeca
专业品牌	8%	Lillet、Aberlour、Malfy 和 Spot Range

战略葡萄酒 2% Jacob's Creek 和 Campo Viejo

数据来源：东北证券，公司年报

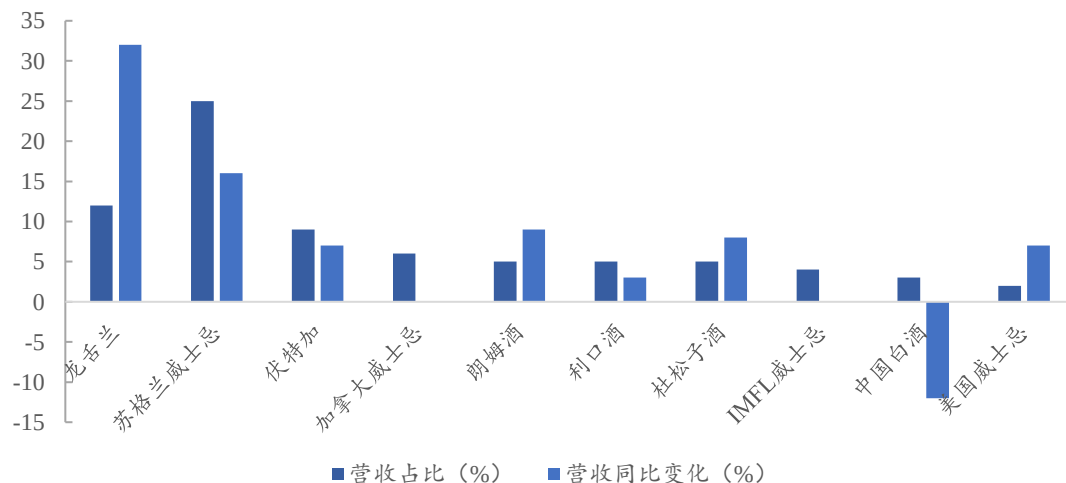
威士忌在头部酒企的品类组合中表现出色。头部酒企注重构建覆盖威士忌、杜松子酒、威士忌等多个品类的品牌矩阵，但在所有品类中威士忌的表现较为出色。威士忌在企业营收中占比较大，同时具有相对较高的增速。

图 48：2023 财年保乐力加各品类营收占比及同比增速



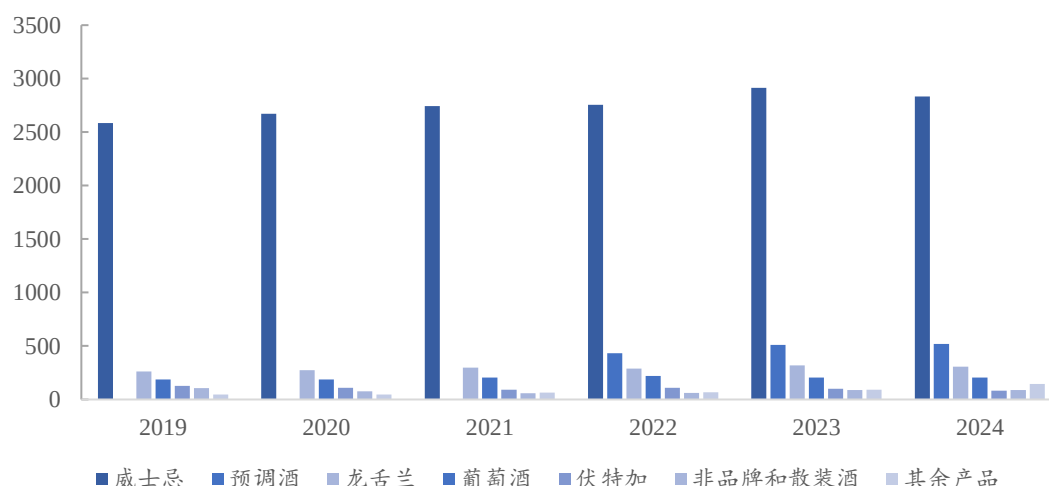
数据来源：东北证券，公司年报

图 49：2023 年帝亚吉欧各品类营收占比及同比增速



数据来源：东北证券，公司年报

图 50：2024 财年百富门各品类营收（百万美元）



数据来源：东北证券，公司年报

海外烈酒头部企业以产地、风味等特质作为威士忌品牌区分，而不以价位差异构建品牌矩阵。以产品特色作为区分使海外酒业头部企业能在推动品牌高端化的同时保持品牌特色，更好地符合目标消费群体对于品味和格调的追求。

图 51：帝亚吉欧苏格兰威士忌品牌组合



数据来源：东北证券，公司官网

2.4.4. 产品矩阵以传统产区为基础，以区域特色为亮点

部分非威士忌传统产区的酒企，例如日本、印度酒企往往通过收购等方式增加自身经典产品储备，同时推出具有区域特色的创新产品不断丰富产品组合。威士忌等烈酒高端产品消费者往往注重产品的历史传承和文化底蕴，日本、印度等酒企由于远离威士忌传统产区，与高端消费者缺乏场景联系，往往需要通过收购和合作打开海外销售市场、获得基础产品储备。同时，非传统产区酒企也致力于推出具有区域特色的产品，将传统经典与区域创新相融合，力图在保持国际市场竞争力的同时不断加强企业本身的话语权。

表 16：三得利产品组合战略

产品种类	凭借深厚的传统和引入开创性新口味的动力，三得利的威士忌包括苏格兰威士忌、爱尔兰威士忌、波旁威士忌、日本威士忌和加拿大威士忌。		
传统产品	标志性的波旁威士忌系列提供风味、历史和工艺，带来独特、特别的体验。传统与现代的融合。	苏格兰威士忌系列源于传统，包括具有丰富传统和工艺的品牌，提供广泛的体验。	爱尔兰威士忌是由传统蒸馏方法和经过时间验证的、由优质原料制成。

区域 日本威士忌是传统与现代的融合。在我们独特的日本威士忌产品组合中寻找丰富、精致
特色产品 和深度。

Yamazaki 是三得利的旗舰单一麦芽威士忌，有多层次的水果和木桶桶香气，

Hakushu 于 1994 年推出，具有丝滑的花香，以其标志性的味道获得认可

Hibiki 自 1999 年成为日本获奖最多的混合威士忌，也是世界上最富盛名和最受尊敬的威士忌之一



Toki 威士忌是一种提供了独特多样性风味的混合日本威士忌，并且成为有兴趣体验当今日本威士忌人士的首选

Kakubin 由三得利创始人鸟居信次郎于 1937 年创立，是三得利的标志性品牌之一，以其代表性的方形切割、玳瑁瓶和精致的口感闻名

Chita 是出产于日本 Chita 酒厂的杰出单一麦芽威士忌，在西班牙橡木桶和美国白橡木桶中陈酿，口感清淡，香气细腻甜美



数据来源：东北证券，公司官网

表 17: Allied Blenders & Distillers Pvt Ltd 品牌战略

品牌路线

Allied Blenders & Distillers Pvt Ltd 作为印度的烈酒头部企业，注重印度本身的传统特色，在混合威士忌中加入印度谷物烈酒，为加速产品创新的同时，也推动了品牌文化得到认可。

特色混合威士忌

Sterling Reserve Blend 7 集合了七种不同的风味，由最好的印度谷物烈酒和不同产地的苏格兰麦芽制成，烧焦橡木的柔和烘烤触感赋予其奢华的质地和丝滑圆润的余味。

ICONIQ WHITE 是进口苏格兰麦芽在波旁橡木桶中陈酿，并与精选成熟麦芽和优质印度谷物烈酒混合而成的混合威士忌。

X&O 是在美国波旁威士忌桶中熟成的最佳苏格兰麦芽和最好的印度谷物烈酒的优质混合物。



Sterling Reserve Blend 7 Whisky



Iconiq White Whisky



X&O Barrel

Srishti 优质威士忌是稀有苏格兰麦芽威士忌与精选印度谷物烈酒的混合威士忌，其独特的表达方式与姜黄素相得益彰。

作为豪华版的优质产品，Officer's Choice Blue 提供顺滑的口感体验，将苏格兰麦芽和精选印度谷物烈酒完美融合在一起。

Sterling Reserve Blend 10 集合了来自不同产地橡木桶的苏格兰麦芽和最好的印度谷物烈酒。



Srishti Premium Whisky



Officer's Choice Blue Whisky



Sterling Reserve Blend 10 Whisky

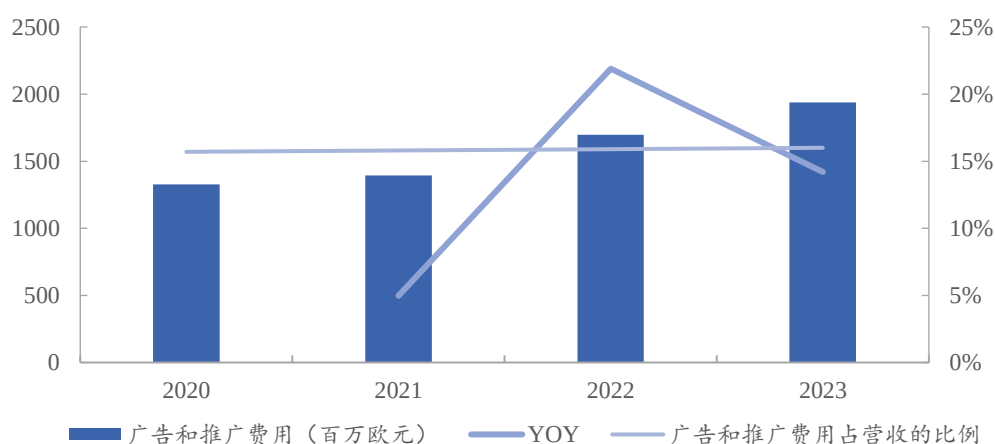
数据来源：东北证券，公司官网

2.5. 海外酒企注重形象塑造，加大宣传力度

2.5.1. 加强品牌个性叙事，宣传手段多元化

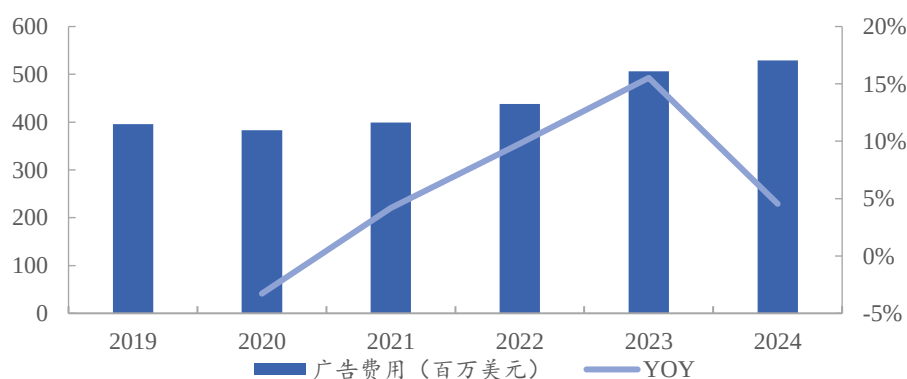
头部酒企增加费用投入，获取市场份额。目前海外烈酒行业市场集中度较低，集中度有进一步提升空间，西欧、美国等部分烈酒发达市场总量增长有限，在市场集中度提升过程中抢占市场份额成为头部酒企提升利润的重要方式，酒企往往增加迎合消费者的宣传投入，以在市场竞争中获取有利地位。

图 52：2020-2023 年保乐力加广告和推广营销费用及其占比



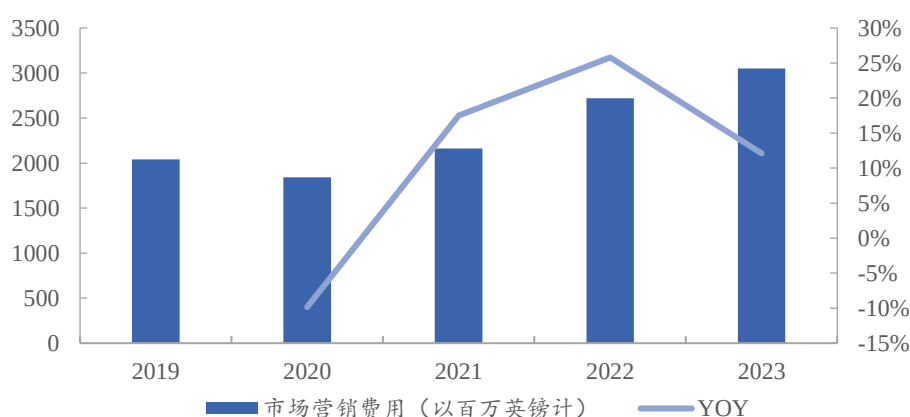
数据来源：东北证券，公司年报

图 53：2019-2024 年（截至 4 月 30 日）百富门广告费用



数据来源：东北证券，公司年报

图 54：2019-2023 年帝亚吉欧市场营销费用



数据来源：东北证券，公司年报

海外头部酒企一方面注重塑造产品高端形象，借助历史传统、个性叙事加强消费者印象，增强消费者粘性；另一方面则采用多种新宣传方式，增加受众群体。宣传手段的多样化与品牌多元化有紧密联系，头部酒企致力于宣传手段的精细化，将宣传方式与目标消费者匹配。帝亚吉欧、保乐力加等代表性酒企在宣传经典品牌、经典

产品时，往往不仅限于产品风味、荣誉的介绍，而总是引入品牌起源故事、历史发展，更好契合高端威士忌消费者的偏好，对产品进行场景塑造。而另一方面，在宣传创新品牌和产品时，则需要采取更具传播力的方式，例如 Sterling Reserve 通过与 comedy central India、universal music India 合作，借助更为大众的方式推广 Sterling reserve 的新系列产品，接触潜在的新客户。同时，宣传手段不再限于传统的广告投放，而伴随高端化进程出现了“酒文化”方式的新宣传手段，例如帝亚吉欧设立帝亚吉欧调酒学苑，为全球酒吧专业人士提供调酒文化与产品交流的分享平台，吸引了每年来自 180 多个国家（地区）超过 120,000 名酒行业从业者，通过更多方式提升品牌影响力。

2.5.2. 强调社会责任承担，着力塑造企业形象

海外烈酒头部企业注重展现对社会责任的承担，增强高端品牌说服力。在海外烈酒行业，社会责任承担成为近年宣传重点之一，主要集中在理性饮酒、可持续经营和企业组织结构多元化上，三得利、百富门等知名威士忌企业大多在官网和财报中公开汇报了企业在有关方面的投入和努力。而企业社会责任的承担有利于全球视野内企业形象的塑造，进而推动品牌和产品形象高端化，同时拉近与收入水平和教育水平较高的潜在高端客户的心理距离。

表 18：海外酒企企业形象宣传模式

三得利控股公司	保护水源	到 2030 年，每单位用水量降低 50%，到 2040 年，我们的直接作业对于缺水区域的补充水量将超过使用水量，到 2040 年通过天然水保护区倡议保护和改善流域可持续性。
	防止温室效应	到 2030 年将直接运营产生的范围 1 和 2 温室气体排放量减少 50%，到 2030 年将范围 1、2 和 3 的温室气体排放量减少 30%，到 2040 年，在整个价值链中实现温室气体净零排放。
	保护植被	到 2030 年，种植的树木数量将超过采伐的树木数量，以制造我们的新桶。在 2040 年之前仅与使用再生和可持续实践的种植者合作。
	环保包装	到 2030 年，在我们的包装产品组合中使用 100% 可回收包装，到 2030 年在 PET 瓶中使用 100% rPET 或生物基材料，到 2030 年，在我们的包装产品组合中使用 40% 的回收材料（按重量计），到 2040 年扩大到 60%。
帝亚吉欧	人文关怀	实现 50% 的女性担任领导职务，建立一支反映我们当地社区多样性的美国员工队伍，回馈 100 万小时志愿者服务给当地社区
	理性饮酒	在包括中国国际进口博览会和中国国际消费品博览会等国家级展会设置“饮酒智慧”（DRINKiQ）理性饮酒互动平台、理性饮酒模拟体验等创意互动，与知乎盐选会员合作呈现当代理性饮酒图鉴，覆盖了约 1800 多万的在线用户
	可持续产业链	在兴建帝亚吉欧洱源威士忌酒厂的过程中，携手当地社区不断探索可持续发展举措，包括水资源管理、农业用地管理、减少碳排放、低碳供暖和绿色能源等。

百富门公司	可持续包装	正在分阶段地逐步减少部分核心苏格兰威士忌品牌纸质礼品盒包装的使用，计划在供应链中减少约 10,000 吨纸板（约 1.83 亿个纸盒）。尊尼获加红牌和尊尼获加黑牌已经于 2023 年 2 月份推行该战略。
	包装回收	自 2023 年第三季度起，帝亚吉欧将开展尊尼获加威士忌玻璃酒瓶回收再利用计划，该计划将由帝亚吉欧旗下广受欢迎的高端威士忌品牌尊尼获加蓝牌主导，回收后的玻璃酒瓶将经过一系列完整工序后制作成饮用水杯，实现资源循环利用。
	团队多样性	计划在高级领导层中增加女性、少数族裔群体和自我认同的 LGBT+ 人群，使团队达到 40% 的女性高级领导、25% 的有色人种、6% 自我认同的 LGBT+
	可持续包装	到 2030 年，100% 的初级包装可回收或可重复使用，同时显著增加产品材料中的回收材料的比例
	温室气体排放	到 2030 年，将运营和供应链排放量减少 50%，到 2045 年实现运营和供应链的温室气体净零排放
	水资源保护	到 2030 年，在 100% 的高风险和关键业务流域实现水资源使用平衡
	保护植被	致力于保护赖以生产白橡木桶和糖枫木炭的现有阔叶林，正在评估木材供应链，并制定新的可持续林业目标

数据来源：东北证券，公司官网

3. 国内威士忌市场空间广阔，国产工厂建设如火如荼

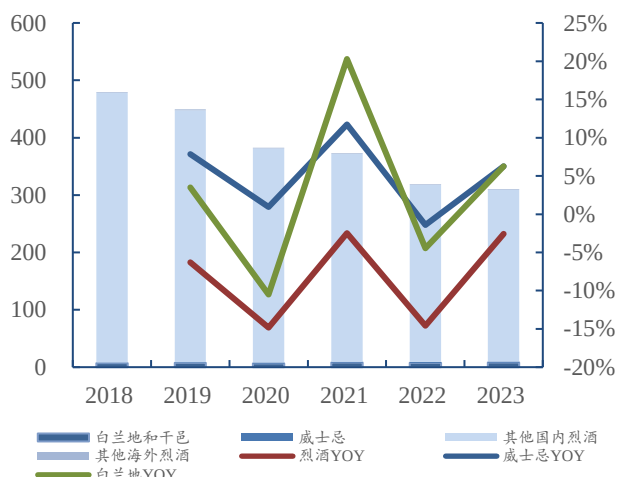
3.1. 威士忌市场扩容与高端化：国际品牌引领年轻化自饮新潮流

3.1.1. 市场规模稳步增长，进口威士忌高端化延续

在我国烈酒市场消费量逐年下滑的背景下，威士忌实现逆势增长。疫情过后，人们更加注重健康饮食，饮酒量减少，并更多寻求品质优良的高端烈酒。烈酒消费量从 2018 年的 479.4 万千升下降至 2023 年的 310.5 万千升，年均下降 8.32%。烈酒消费中绝大部分是传统白酒，特别是中低端白酒，近年消费量下降较多，带动整体消费量下滑。与此同时，随着人均收入的增加以及年轻消费群体逐渐青睐于高端、时尚的国外洋酒，白兰地、威士忌、朗姆酒等烈酒消费量均有提升。其中，威士忌消费量从 2018 年的 1.3 万千升上升至 2023 年的 1.66 万千升，CAGR 为 4.97%，增速最快为 2021 年，增速达 11.73%。

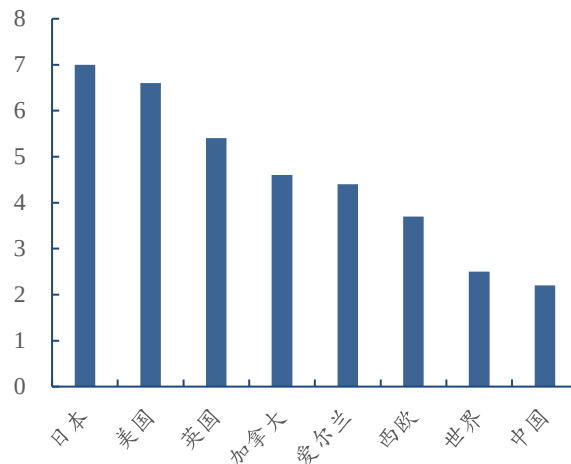
横向看，我国人均烈酒饮用量低于全球平均水平，海外洋酒包括威士忌在内的市场潜力巨大。2023 年我国人均烈酒消费量仅有 2.2 升，远低于排名前三分别为日本（7 升）、美国（6.6 升）、英国（5.4 升）。并且，威士忌为发达国家烈酒消费的主要消费品类，区别于我国的白酒占绝对主导。尽管我国烈酒总量在不断收缩，随着人均收入增长、国际化饮酒习惯形成，预计威士忌等国外洋酒消费市场将进一步扩容，替代部分减少的白酒需求。

图 55：2018-2023 年我国烈酒消费量及增速（万千升）



数据来源：东北证券，Euromonitor

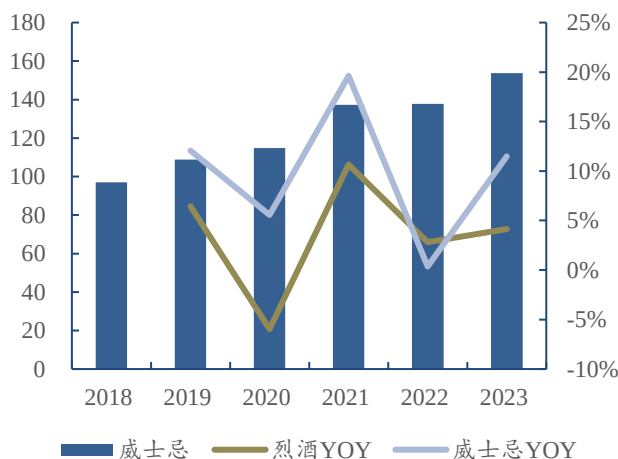
图 56：2023 年全球各国人均烈酒消费量（升）



数据来源：东北证券，Euromonitor

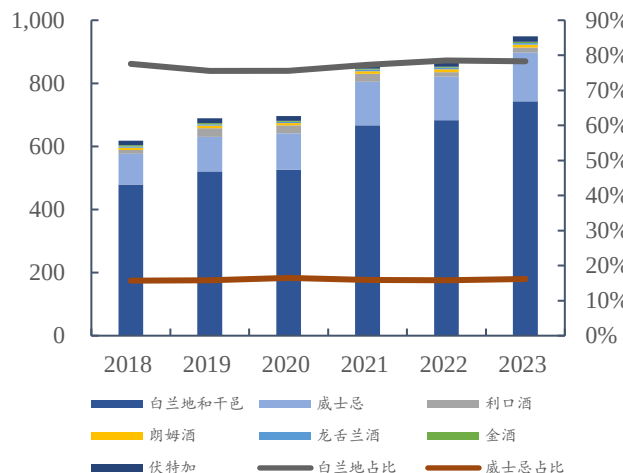
威士忌为我国海外烈酒消费的第二大品类，市场集中在沿海发达城市。威士忌市场规模稳步增长，仅次于白兰地，市场规模从 2018 年的 97.03 亿增长至 2023 年的 153.65 亿，CAGR 为 9.63%。近 5 年内，除 2022 年，其余年份销售额增速均高于烈酒整体增速。国外烈酒在我国的渗透率较低，仅有 3%，剩余 96%-97%为白酒消费。在这 3%的市场容量中，白兰地销售额占比近 5 年维持在 75-79%之间，而威士忌占比在 15-16.5%之间，其余为利口酒、朗姆酒、伏加特等，上述单类占比不超过 2%。白兰地的大部分份额在东南沿海省市，特别是广东省，兴起于改革开放时期，受香港干邑文化影响。而威士忌市场更多集中在沿海发达城市，如北上广深、成都、厦门等新一线城市，由年轻一代探索消费洋酒驱动，待消费习惯养成和群体消费行为的传导，威士忌有望迎来爆发式增长。

图 57：2018-2023 年我国威士忌市场规模（亿元）



数据来源：东北证券，Euromonitor

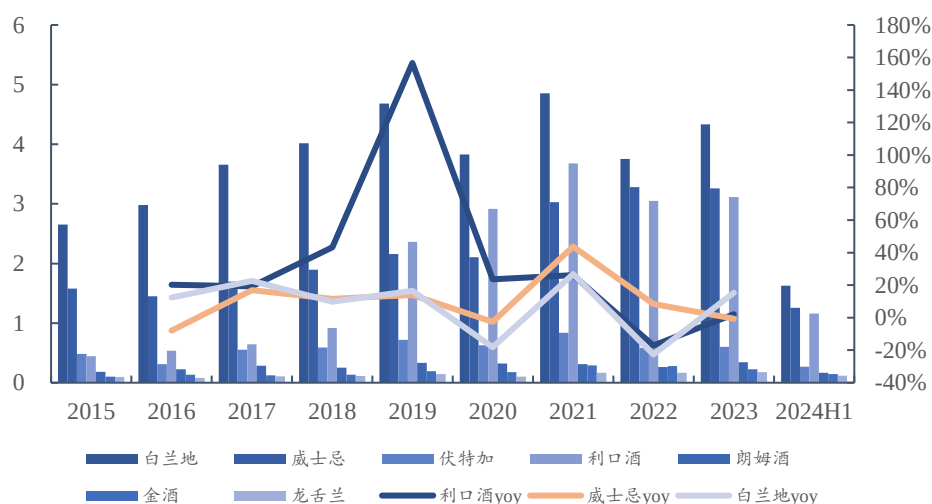
图 58：2018-2023 年我国海外烈酒市场规模（亿元）



数据来源：东北证券，Euromonitor

从进口量数据来看，威士忌在 2017 年开始加速增长，年均增长 10%以上，直至 2020 年国际贸易因疫情受到影响，增速小幅转负。2021 年经销商补货需求集中释放，增速高达 43.75%。疫情放开后，前年的高库存和消费复苏缓慢拖累进口量增长，2023 年为-0.65%，属于正常波动平抑，预计未来几年回归到 10%左右的增长。另外，利口酒的进口量是海外烈酒中增长最快的，在 2019 年翻了 1.5 倍，在 2023 年略落后于威士忌。

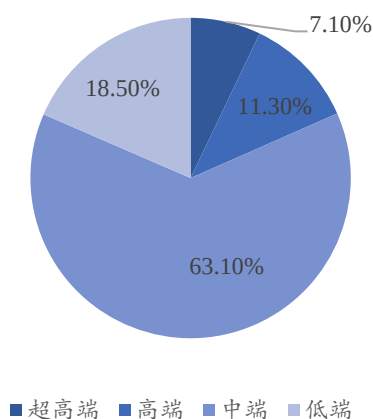
图 59：2015-2024H1 我国海外烈酒进口量及增速（万千升）



数据来源：东北证券，中国海关

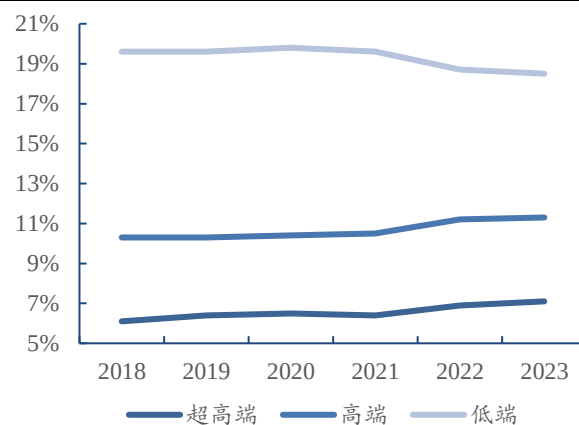
威士忌高端化进程延续，反映了消费偏好的变化和需求不减。中国烈酒消费进入存量时代，呈现“量减价升”趋势，白酒酒企竞争转向抢占高端市场，茅台、五粮液等多次提价以巩固自身高端白酒定位。威士忌消费也呈现出高端化路径，以芝华士12年（160元）作为中端价格标准，2023年超高端和高端累计占比销售额近1/5，为18.4%；中端占比最大，为63.18%。从纵向数据看，2020年开始低端占比逐年萎缩，下降至2023年的18.5%；超高端和高端占比均上提接近1pct，反映了国内消费者的饮酒偏好逐渐转变向高端和超高端单品。主要系我国威士忌市场规模相比全球较小，更多呈现为卖方市场，价格增长背后既有成本推动、产能限制的因素，也有需求旺盛推波助澜。从进口均价数据来看，白兰地、威士忌整体均呈现上扬趋势，威士忌从2015年的低于10元/升增长至2024年3月的22元/升的高点。

图 60：2023 年我国威士忌高中低端销售额占比



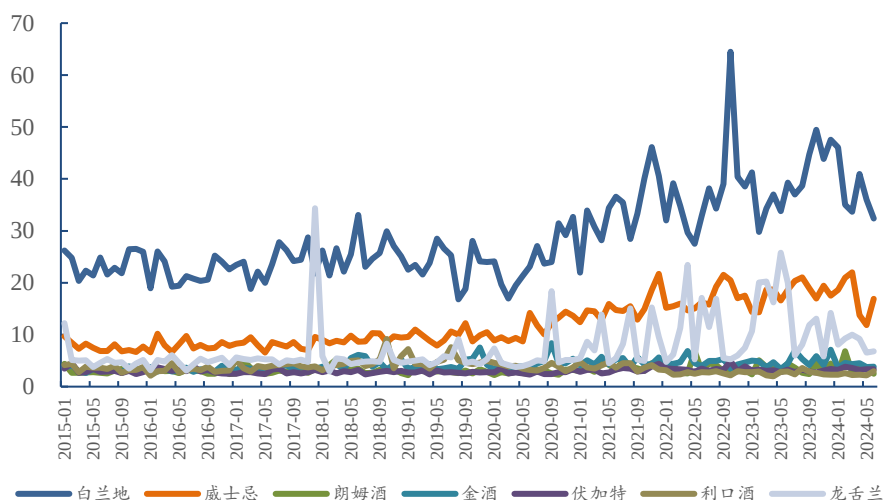
数据来源：东北证券，Euromonitor

图 61：2018-2023 年我国威士忌高中低端占比趋势



数据来源：东北证券，Euromonitor

图 62：2015-2024H1 海外烈酒进口均价（月数据、美元/升）

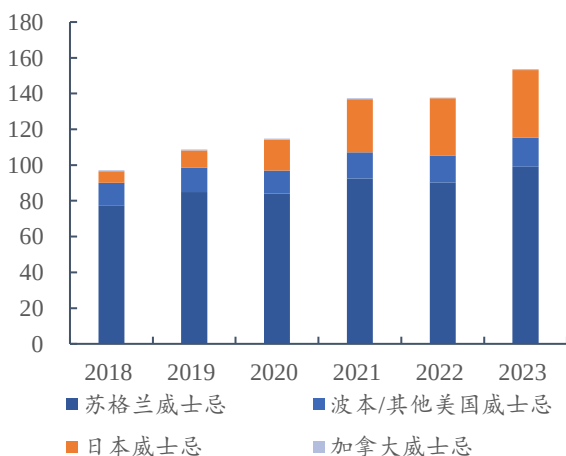


数据来源：东北证券，中国海关

3.1.2. 国际龙头品牌受青睐，苏威单一麦芽表现突出

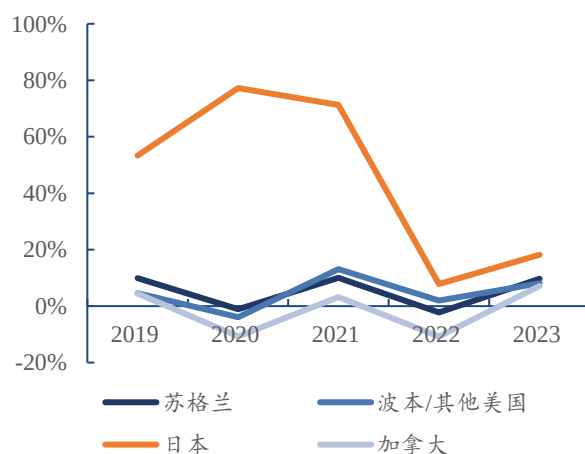
苏格兰威士忌占据主流地位，日本威士忌增长迅猛。细分威士忌品类看，2023 年我国占比前三分别为苏格兰威士忌（64.48%）、日本威士忌（24.59%）、美国威士忌（10.55%）。苏威凭借其悠久历史文化和高端品牌力，占据威士忌市场领先地位，2018-2023 年 CAGR 为 5.11%，增长平稳持续。而日威在 2019 年起保持较高增速，2019、2020、2021 年增速高达 53.36%、77.25%、71.29%，在 2020 年超越美威，在国内市场份额位居第二，为整体威士忌增长贡献动力。近两年日威热度有所下降，增速滑落至 23 年的 18.23%，但仍高于其他威士忌品类的增速。

图 63：2018-2023 年国内威士忌品类规模（亿元）



数据来源：东北证券，Euromonitor

图 64：2019-2023 年国内威士忌细分品类增速

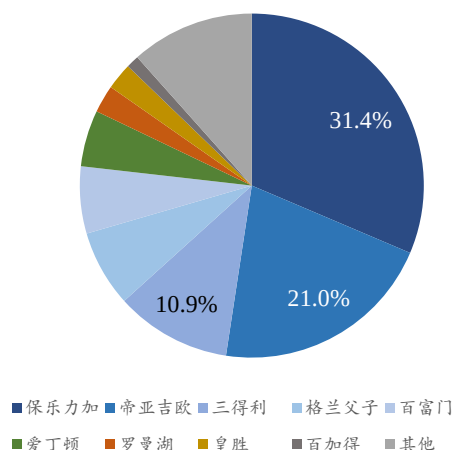


数据来源：东北证券，Euromonitor

单一麦芽威士忌受到高消费人群追捧，调和威士忌仍是主流。根据苏格兰威士忌协会 SWA，单一麦芽威士忌到中国的出口额从 2010 年的 340 万磅上升到 2020 年的 6600 多万磅，2021 年销量占有威士忌类别的 65%，2022 年单一麦芽销量实现两位数增长。单一麦芽进入并在我国迅猛发展的两个关键时间点：2015 年，我国单一麦芽威士忌俱乐部成立威士忌投资基金，进口更多珍稀单一麦芽；2017 年，苏威进口税削减，苏威进口量得以提升，其中增量的 28% 是单一麦芽。

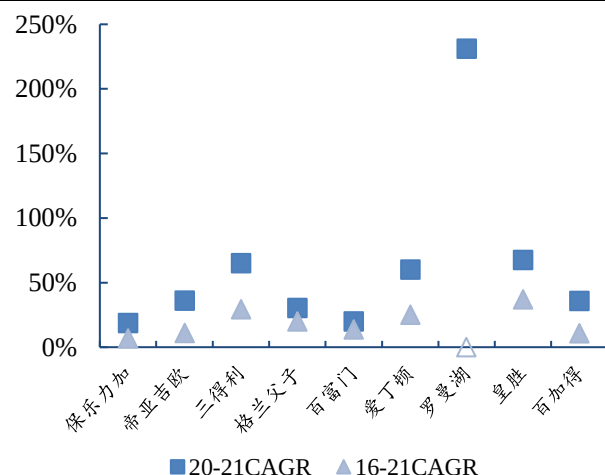
国内威士忌消费绝大部分为国际知名品牌，海外企业市场领先和品牌集中现象较为明显。2021 年我国威士忌市场市占率前三名分别为保乐力加（31.4%）、帝亚吉欧（21.0%）、三得利（10.9%），CR3、CR5 分别达 63.3%、76.8%。上述国际烈酒巨头旗下的品牌均在国内威士忌进口品牌排行榜中位列前茅，其中，前 10 名有 7 名来自英国苏格兰品牌，剩余为美国和日本品牌。国际烈酒企业在中国的威士忌销量 2016-2021 年 CAGR 普遍在 10-30%，维持较高增速，而中外合资的罗曼湖在 2021 年更是增长迅猛，同比增加 231%。但随着国内威士忌市场持续扩容，国产威士忌通过培育自身品牌和本土特色化产品，仍有一定机会突围。

图 65：2021 年国内威士忌市场市占率



数据来源：东北证券，IWSR

图 66：烈酒企业 2016-2021 年在华威士忌销售增速



数据来源：东北证券，IWSR

表 19：国内进口威士忌品牌销售排行榜 Top10

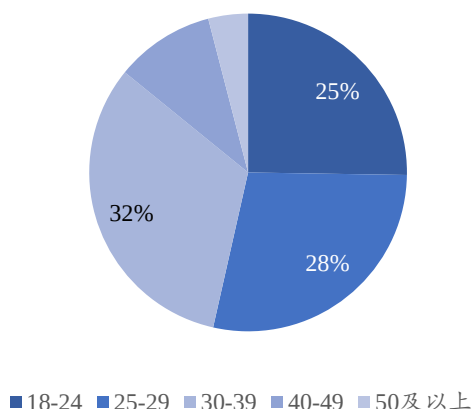
排名	品牌	产区	所属集团
1	尊尼获加 Johnnie Walker	苏格兰	帝亚吉欧
2	三得利	日本	三得利集团
3	杰克丹尼 Jack Daniel's	美国	杰克丹尼酒厂
4	金宾 Jim Beam	美国	金宾酒厂
5	麦卡伦 Macallan	苏格兰	爱丁顿集团
6	芝华士 Chivas Regal	苏格兰	保乐力加
7	百龄坛 Ballantine's	苏格兰	保乐力加
8	格兰菲迪 Glenfiddich	苏格兰	格兰父子洋酒集团
9	格兰威特 The Glenlivet	苏格兰	保乐力加
10	苏格登 The Singleton	苏格兰	帝亚吉欧

数据来源：中国酒业协会、东北证券*综合海关及电商平台数据

3.1.3. 消费需求有待挖掘，年轻化和自饮呈新消费趋势

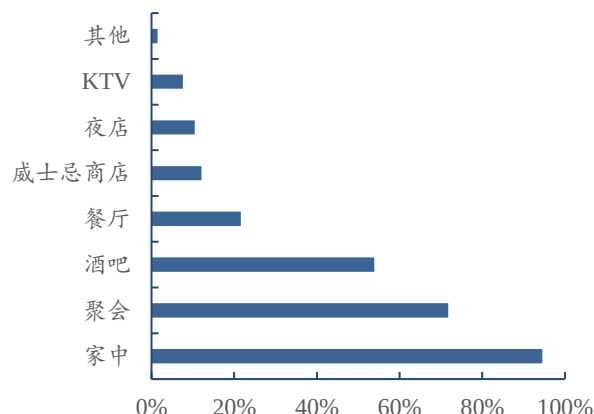
威士忌消费呈现年轻化，自饮场景居多。传统威士忌饮用者的刻板印象为高收入、高学历的中年男性，而在中国，反而是年轻人越来越愿意去了解和尝试威士忌，并视为一种自由、个性表达。威士忌的消费人群中 18-30 岁占比超过一半，为 53%；30-40 岁占比为 32%；40 岁以上仅占 15%。这区别于白酒消费群体，后者多为 60-70 后的中老年人。另外，年轻人群的威士忌消费场景多为自饮、聚会、酒吧，分别占比超过 90%、70%、50%。在威士忌购买原因中，自饮和招待客人占比分别为 96.03%、63.52%。自饮场景更加自由随性，不拘泥于饮用形式和威士忌种类，通常购买单价也较低，有利于培养消费者的饮酒习惯。在当今生活节奏加快的社会，经济恢复不及预期以及单身经济的兴起，这种排解压力、小酌怡情的自饮品酒场景将越来越多，是构筑威士忌消费的重要支柱。

图 67：2023 年我国威士忌消费人群年龄分布



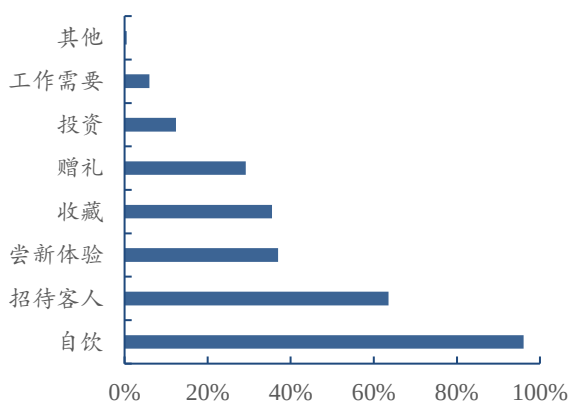
数据来源：《2023 年百瓶威士忌用户行为调研报告》、东北证券

图 68：2023 年威士忌的消费场景多为家中



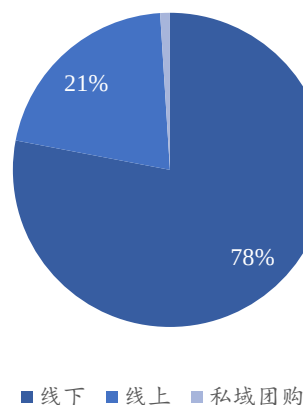
数据来源：《2023 年百瓶威士忌用户行为调研报告》、东北证券

图 69：2023 年威士忌的购买原因多为自饮



数据来源：《2023 年百瓶威士忌用户行为调研报告》、东北证券

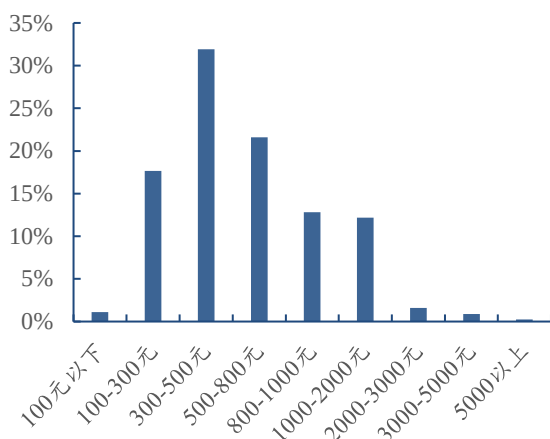
图 70：2023 年我国威士忌市场销售渠道占比



数据来源：中国酒业协会、东北证券

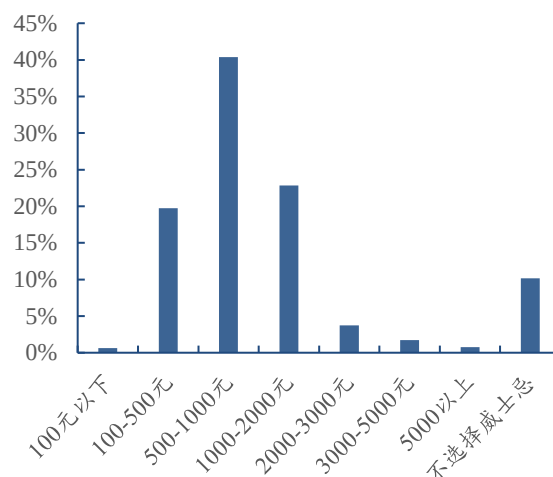
在销售渠道上，线下、线上占比分别为 78%、21%。线下渠道主要有大型商超、烟酒行、免税店、便利店等，而线上渠道也不断发力，目前如帝亚吉欧、保乐力加等均已开设电商官方旗舰店，拓宽消费者触达途径。**主流消费价格区间为 300-500 元，高端赠礼需求存在且价格敏感度较低。**31.9%的消费者会选择 300-500 元的产品饮用，其次是 500-800 元（占比为 21.6%），高端产品也有较大份额，消费 1000 元以上的单品的人群占比为 14.9%。而对于赠礼需求，有占比近 30%的消费者购买威士忌作为礼赠，并且主流的购买价格为 500-1000 元，高于自饮消费价格。未来随着威士忌高端化持续，高品质的威士忌作为礼品的场景将进一步渗透。

图 71：2023 年威士忌自饮消费的价格区间



数据来源：《2023 年百瓶威士忌用户行为调研报告》、东北证券

图 72：2023 年威士忌赠礼消费的价格区间



数据来源：《2023 年百瓶威士忌用户行为调研报告》、东北证券

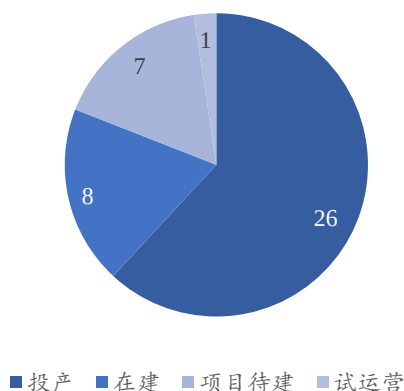
3.2. 供给端：建厂热潮推动产能增长，本土化创新赋予中国特色

3.2.1. 国产威士忌产业迎来建厂热潮，产能快速攀升

国产威士忌建厂火热，本土白酒、跨界企业、国际巨头均已入局。2023 年中国境内威士忌生产经营活动的具有法人资格的单位达到 42 家，较 2022 年新增 18 家，同比增加 75%。具体来看，投产项目、在建项目、待建项目、试运营分别为 26、8、7、1 个，大部分已实现生产经营。已有生产项目的国威品牌数量超 80 个，包括叠川、大芹、高朗、千岛湖、天佑德、青岛啤酒等。此外，我国威士忌酒厂投资的企业不仅包括白酒企业（如郎酒、古井贡酒、洋河股份等），还有跨界企业（如青岛啤酒、百润股份等）以及国际洋酒巨头企业（保乐力加、帝亚吉欧等）联合本土企业一起投资。

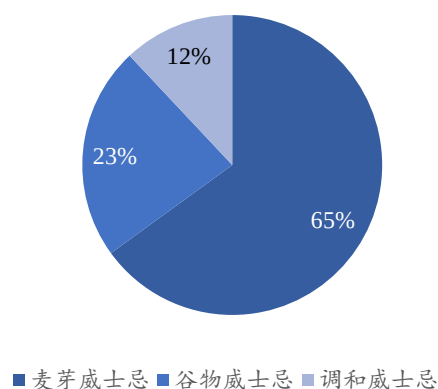
立足高端化，致力于打造国产单一麦芽威士忌。从当前产能的细分品类来看，麦芽威士忌占 65%，谷物威士忌占 23%，调和威士忌占 12%，同比增幅分别为 35%、-43%、9%。国威偏重中高端的麦芽威士忌的战略定位，与全球主流消费调和威士忌的现状不同，但这也反映出了国威酒企打造高品质威士忌，以及高端国际化品牌的定位和决心。

图 73：2023 年我国威士忌酒厂建设项目现状



数据来源：中国酒业协会、东北证券

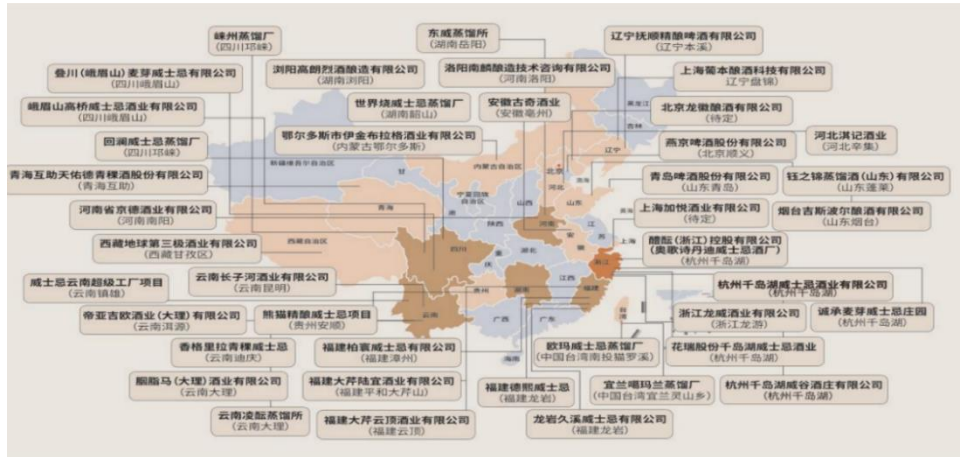
图 74：2023 年国威生产威士忌品种占比



数据来源：中国酒业协会、东北证券

结合中国独特风土条件赋予地域特色，选址普遍纬度较低。国产威士忌酒厂分布遍及全国各地，共覆盖 12 个省市自治区，形成了以福建、浙江、云南、四川等为核心的国产威士忌产业集群。各区域拥有不同地形、山川、气候的优势，酒厂利用一方特色水土，可以打造具有不同特色的威士忌风味的产品。如四川盆地湿度较高，有利于酵母发酵，温暖湿润的季节使得陈年风味更加香醇；浙江千岛湖背靠优质水源、得天独厚的自然环境，保证了品质质量。但与苏格兰、日本产区相比，我国大部分酒厂纬度较低，这使得国威在陈年时蒸发率较高，将面临难以生产高品质的高年份酒（12 年以上）的问题。与此同时，高蒸发率也意味着熟成率较快，可以缩短国威的陈年时间使之上市流通。

图 75：我国威士忌酒厂建厂地图



数据来源：中国酒业协会、东北证券

表 20：我国威士忌酒厂投产建设情况

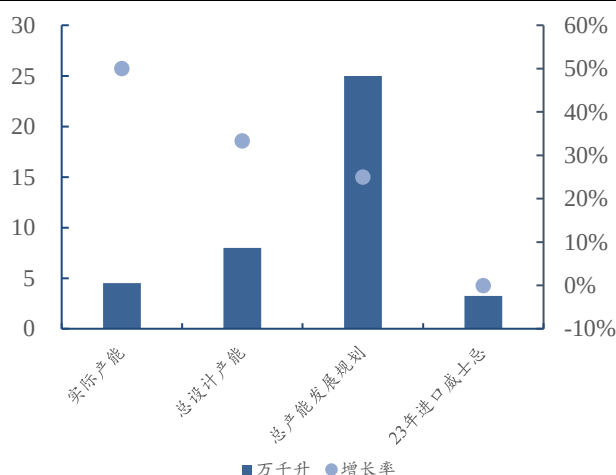
产地	项目名称	隶属集团	项目现状	产能(吨)
福建龙岩	福建德熙威士忌		投产	3000
	龙岩久溪威士忌有限公司	众筹	在建	10000
福建平和大芹山	福建大芹陆宜酒业有限公司		投产	24300 (旧厂
福建云顶	福建大芹云顶酒业有限公司		投产	6000 吨, 广东新厂 1.68 万吨)
福建漳州	福建柏宸威士忌有限公司		投产	6000
浙江千岛湖	淳岸蒸馏厂	英国奥歌诗丹迪集团	项目待建	
	诚承麦芽威士忌庄园	汤臣倍健	项目待建	3200
	花瑞股份千岛湖威士忌酒业	花瑞股份(台资)	项目待建	3000
	杭州千岛湖威谷酒庄有限公司		投产	
	杭州千岛湖威士忌酒业有限公司		试运营	
浙江龙游	浙江龙威酒业有限公司		在建	
云南大理	云南凌酝蒸馏所		投产	
	胭脂马(大理)酒业有限公司		在建	
云南迪庆	香格里拉青稞威士忌	香格里拉酒业	投产	300
云南洱源	帝亚吉欧酒业(大理)有限公司	帝亚吉欧	在建	2300
云南昆明	云南长子河酒业有限公司		投产	
云南镇雄	威士忌云南超级工厂项目	中国贵酒集团	项目待建	
四川峨眉山	峨眉山高桥威士忌酒业有限公司	四川郎酒集团	在建	10000
	叠川(峨眉山)麦芽威士忌有限公司	保乐力加	投产	2800
四川邛崃	岷州蒸馏厂	上海百润集团	投产	30000
	回澜威士忌蒸馏厂	新加坡先锋物流集团	在建	
湖南岳阳	东威蒸馏所		投产	
湖南浏阳	浏阳高朗烈酒酿造有限公司		投产	4000
湖南韶山	世界烧威士忌蒸馏厂		投产	1500
山东蓬莱	钰之锦蒸馏酒(山东)有限公司	烟台海市葡萄酒	投产	
山东青岛	青岛啤酒股份有限公司	青岛啤酒集团	投产	2500
山东烟台	烟台吉斯波尔酿酒有限公司	吉斯集团	投产	2000
河南洛阳	洛阳南麟酿造技术咨询有限公司		投产	
河南南阳	河南省京德酒业有限公司		投产	
河北辛集	河北淇记酒业		投产	
辽宁本溪	辽宁抚顺精酿啤酒有限公司		投产	
辽宁盘锦	上海葡本酿酒科技有限公司		投产	
安徽亳州	安徽古奇酒业	安徽古井集团	在建	
北京顺义	燕京啤酒股份有限公司	燕京集团	在建	
贵州安顺	熊猫精酿威士忌项目	熊猫精酿	投产	1000
青海互助	青海互助天佑德青稞酒股份有限公司	青海互助天佑德青稞酒股份	投产	1000
内蒙古鄂尔多斯	鄂尔多斯市伊金布拉格酒业有限公司	内蒙古蒙泰集团	投产	3000
西藏甘孜区	西藏地球第三极酒业有限公司	江苏洋河酒厂	项目待建	
中国台湾南投猫罗溪	欧玛威士忌蒸馏厂		投产	
中国台湾宜兰灵山乡	宜兰噶玛兰蒸馏厂		投产	
待定	上海加悦酒业有限公司	罗曼湖集团	项目待建	
待定	北京龙徽酿酒有限公司	北京一轻	项目待建	

数据来源：中国酒业协会、酒业家、东北证券

产能迅速扩张，短期可能出现投资过热、中期产能过剩。目前本土威士忌总产能（以40%vol酒精容量为基准统计）达到5万千升，同比增长127%。若加上所有未投产在建的产能（以100%vol酒精容量为基准统计），总产能发展规划达25万千升，是当前产能的5倍。而我国2023年全年进口威士忌消费量仅为3.26万千升，并且进口威士忌占总消费量的70%以上。预计未来中期产能可能过剩，国威竞争进一步加剧，超出的产能部分需依靠建立消费者对国威的认知和品牌忠诚度、打开销售渠道来实现。

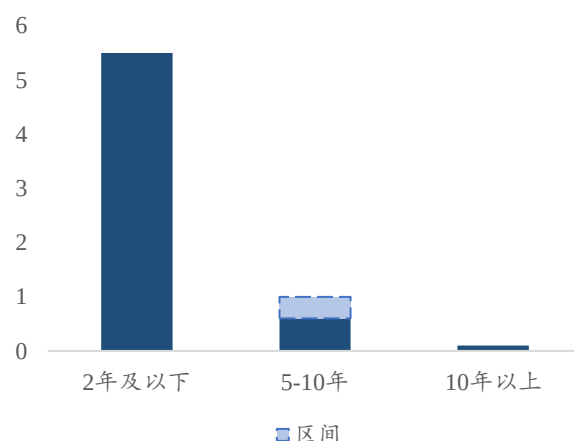
低年份陈年桶居多，高年份酒产出仍需时间沉淀。企业橡木桶总体保有量为45万个，同比增长50%，整体桶陈总量超过6万千升，同比增长20%。其中，2年及以下桶陈量占88.71%，为5.5万千升；5-10年桶陈量占9.68%，在0.6-1万千升之间；10年及以上的桶陈量约为0.1万千升。根据目前中国威士忌行业标准，产品至少陈年2年即可进行销售，预计未来一两年低年份或无年份的国威将更多出现在市场上。

图 76：截止 23 年国威的产能情况和进口威士忌对比



数据来源：中国酒业协会、东北证券

图 77：2023 年现有酒厂桶陈量规模（万千升）



数据来源：中国酒业协会、东北证券

3.2.2. 本土特色化崭露头角，木桶应用创新成亮点

目前大部分国产威士忌工厂处于投产的阶段，仅有少部分产品投放市场。福建大芹陆宜酒企于2020年推出首款大芹金牌/蓝牌单一麦芽威士忌，其产品在世界威士忌大赛（WWA）多次获奖。保乐力加于2023年12月推出叠川（The Chuan）纯麦威士忌，定价为888元/瓶，是国际烈酒在国内打造的首款威士忌产品。另外，山东烟台钰之锦酒厂、吉斯波尔蒸馏厂、云南大理白猿无量酒厂等国威酒厂的产品也已面世。但由于上市时间较短，且品类较少、缺乏成熟的渠道网络，这些产品没有形成浓厚的消费氛围，品牌力仍需时间沉淀。

图 78：大芹金牌单一威士忌



数据来源：daikangtw.com、东北证券

图 79：保乐力加的首款国产纯麦威士忌“叠川”



数据来源：pernod-ricard-china.com、东北证券

表 21：部分国产威士忌酒企生产情况

年份	事件
2019	洋河股份与帝亚吉欧签署战略合作协议，并发布首款中式威士忌新品“中仕忌”，特点在于威士忌将在苏格兰进行陈酿，后运至国内在白酒陶坛中熟化 保乐力加投资 10 亿元在四川峨眉山的叠川威士忌酒厂
2020	劲酒发布了劲牌威士忌风味本草烈酒“劲仕”，将苏格兰威士忌原酒与清香白酒融合，融入葛根、茶叶等本草成分 福建大芹陆宜酒业的大芹单一麦芽威士忌品牌开始在福建市场投放销售，单品数量达 25 个，且每年都推出新产品
2021	帝亚吉欧投资 5 亿元在云南洱源兴建威士忌酒厂，预计 2023 年建成 百润旗下的巴克斯酒业建成崂州酒厂，灌注首批黄酒桶威士忌
2022	泸州老窖与英国麒麟烈酒集团签署中国威士忌项目合作协议 江小白联合高瓴资本收购罗曼湖集团，罗曼湖成为首家中国资本控股的苏格兰威士忌厂商 保乐力加的叠川纯麦威士忌问世，是国际烈酒在国内打造的首款威士忌产品 安徽古井集团和法国卡慕集团共同出资建设的安徽古奇草本威士忌蒸馏坊项目正式开工，计划推出芳香威士忌和结合中药草本的威士忌产品
2023	四川郎酒集团宣布在四川峨眉山市投资建设高桥威士忌产区，规划产能 1 万吨，将在 2030 年建成使用 天佑德酒上市三款青稞“威士忌”，实际上并非传统意义上的威士忌，因为这些产品使用青稞、豌豆作为原料，且使用白酒蒸馏器而非壶式/柱式蒸馏器
2024	广东大芹蒸馏厂奠基，总投资 16 亿元，年产 1.86 万吨，完全建成后将作为国内规模最大的单一麦芽威士忌蒸馏厂之一并打造为国家 4A 级工业旅游景区 青岛啤酒五厂计划于 2024 年底建成，包括 2500 吨威士忌产能

数据来源：东北证券研究所整理

本土化创新、赋予特色文化底蕴是国威制胜的关键。日威和中国台湾威士忌成功将西方威士忌通过本土化发展出自己的特色，并开拓细分市场从而赢得国际市场。因此，国威也可以通过“中西合璧”，生产独特风味和富有文化底蕴的产品占领消费者心智。目前，国威的本土化创新动作层出不穷：在原料方面，天佑德使用青稞而非传统麦芽作为原料、古越龙山推出全球首款糯米威士忌“穿岩十九”；水质方面，古越龙山的“穿岩十九”采用鉴湖水，淳岸威士忌厂则选用源自千岛湖核心库区的优质活水；酵母菌株方面，高朗酒企与国产安琪共同研发的特色酵母用以发酵酿造。这些经过本土特色原料和工艺酿造国威拉近了与中国消费者之间的距离，有助于讲好国威的故事，在细分市场杀出重围。

在木桶的选择上，因地制宜地运用中国元素增添亮点。如崂州蒸馏厂的黄酒桶、钰之锦的树莓桶和葡萄酒桶、叠川的长白山单岭桶叠加美国波本桶和西班牙雪莉桶形成层叠口感、吉斯波尔的蒙古栎雕堡桶区别于传统西方的腰鼓型木桶。黄酒作为中国最古老的谷物酒之一，自带蛋白质生物的咸鲜感，这与西班牙的雪莉酒有相似的风味特性。威士忌在黄酒桶熟成后，被赋予中国黄酒的特色风味，香气上增添了黄酒的米曲清香，口感上，甜型桶有葡萄干、杏脯、奶油、咖啡的香甜气息；半干型桶有太妃糖口味、烟熏和油脂的饱满口感。

图 80：吉斯波尔的蒙古栎雕堡桶（区别于腰鼓型桶）



数据来源：gisbelle.com、东北证券

图 81：崂州酒厂灌注第三十万支陈酿桶



数据来源：laizhoudistillery.com、东北证券

备受关注的是隶属于百润股份旗下的崂州酒厂，设备工艺领先齐全。崂州工厂于 2021 年在四川崂州建成，是中国第一家同时拥有壶式和柱式蒸馏器、全球第三家拥有双冷凝设备的工厂，可自由切换铜质和不锈钢的冷凝器，来实现纯净或复杂的威士忌风味。酿造工艺技术上，与帝亚吉欧、格兰父子指定的设计公司 Briggs 合作开发定制化工艺流程；与青岛、百威指定设备供应商中国中集 CIMC 集团合作打造各项酿造设备等。其地理位置优越，位处北纬 30°的“黄金酿酒带”，纬度与法国波尔多、勃艮第等葡萄酒产区相近。并且位处国内最多小酒馆的城市成都，能较大程度降低运输成本，也更容易在这座酒文化盛行的城市掀起国威浪潮。其母公司百润股份旗下拥有 RIO（锐澳），是中国预调鸡尾酒市场的领导品牌。崂州工厂凭借母公司多年在酒类市场渠道的深耕，有利于发挥较大的规模优势和范围优势。

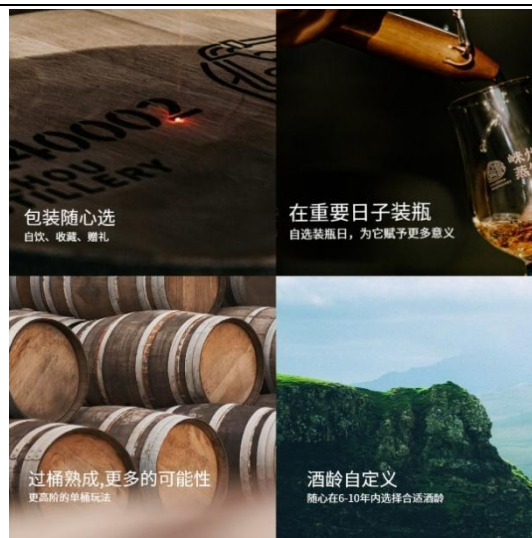
极具个性及投资属性的私人定制包桶初显成效。崂州工厂于 2022 年（被誉为“单桶元年”）开展私人定制单桶服务，2023 年底首次放出独创的中国黄酒桶系列 100 桶。崂州私人定制单桶至今已出售近 1000 桶，一经上线则迅速告罄，体现了市场对国威特色风味的看多预期以及对酒厂的实力、品牌的认可。崂州酒厂提供丰富、个性化的定制单桶服务，可选共五大系列、12 种类型的橡木桶，自选 6-10 年的熟成时间，并可在特殊纪念日进行装瓶打上标识，售价在 7-16 万之间（普通波本桶在 7-11 万，花雕和香雪黄酒桶在 15-16 万），直至装瓶前的未换桶/过桶的订单无忧退款。国威的单桶投资包含等待期，不同于海外成熟二级市场的一拍即得，给投资者带来参与见证国威成长蜕变的独特体验。

图 82：嵊州酒厂私人定制单桶有多种桶型选择



数据来源：laizhoudistillery.com、东北证券

图 83：定制单桶权益多样化



数据来源：laizhoudistillery.com、东北证券

3.3. 品牌教育需长期耕耘，秉持长期主义、静待花开

国威目前仍处于初步的布局阶段，面临产品、渠道和品牌的多重挑战。国内大部分威士忌企业目前仍在建厂和发展生产线，80%已投产的酒厂最多陈年2年，要生产高质量威士忌仍需一段时间沉淀，且产品品类有待开发丰富。目前，商超、酒吧、酒类连锁店等均难觅国产威士忌的身影。更重要的问题是国威的品牌建设和消费者教育，如何让更多潜在消费人群认识并愿意尝试威士忌、让已消费海外品牌的人群认可并转向国产品牌，是国产威士忌发展壮大、点亮地图上的威士忌中国产区所必须解决的问题。

国威品牌教育的突破在于品质、价格和故事。威士忌是舶来品，特别是高端的苏威、日威，由于价格高昂和高端定位备受高消费人群喜爱。在这种“洋酒”消费的文化诉求上，国产威士忌稍逊一筹，也因此压缩了国威的溢价空间。因此，高品质、高年份酒储备是国产酒厂的核心竞争力之一。其次，稍低一些的定价有利于扩大我国威士忌消费人群基数，待消费习惯形成后留出高端化的空间。而故事则在于说好国产酒厂的故事，如采用一方水土特色、传统酒类的创新结合等，与消费者共鸣并形成信赖。

烈酒掀起新风潮，饮酒的场景多样化，渗透加速。2021年流行起便利店调酒的风潮，即利用便利店中出售的小瓶装烈酒、装有冰块的杯子、各式各样的果汁饮料等，消费者可以自行DIY简易的鸡尾酒，实现微醺自由。小瓶装如50ml、100ml，可以降低消费门槛和试错成本，让消费者快速认识不同品牌、产地、风味的威士忌并产生探索兴趣。2023年更是产生了Citydrink的新消费方式，不拘泥于时间地点，在便利店、公园、天台甚至马路都可以微醺饮酒，是当代年轻人体现“松弛感”的方式。

图 84：烈酒小瓶装，价格区间为 10-30 元



数据来源：foodtalks.cn、东北证券

图 85：公路商店单点不到 20 平，主打极致性价比



数据来源：foodtalks.cn、东北证券

除了便利店渠道的火爆，也有新兴的渠道形式促使烈酒消费渗透。公路商店起源于上海长乐路一家不到 20 平方米的水果店装修而成，后续发展为极致工业风风格的街头社交式的零售酒便利店。相比起精酿酒吧等精致消费场所，公路商店更具性价比，并且提供自在随性、低门槛的社交场所。截止今年，公路商店在全国已开有 30 多家，已获千万级 A+轮融资，估值达 4 亿元。

融合中西文化，中国传统文化元素营销与中餐餐酒的搭配探索。罗曼湖诞生于 1814 年，2019 年被高瓴资本收购，同时拥有苏威百年的历史沉淀和中资背景，使其在中国市场开拓中具备独特综合优势。曾陆续推出《长安十二时辰》IP 系列单桶限量版、金陵十二钗系列限量版单桶、敦煌·雷雨神单桶、非遗传承·生肖系列等以中国传统文化为创意的单一麦芽威士忌，受到众多威士忌爱好者追捧。通过中国传统文化艺术的包装设计和营销，拉近源自西方的威士忌和东方消费者之间的距离。此外，罗曼湖在 2020 年开始便与高端餐饮品牌合作，开展多个融合西方威士忌与东方传统八大菜系的主题活动，让威士忌融入人们日常生活饮食当中。

图 86：罗曼湖长安十二时辰系列



数据来源：lochlomondwhiskies.com、东北证券

图 87：叠川酒厂体验中心



数据来源：pernod-ricard-china.com、东北证券

工业旅游结合，让消费者了解不同品牌、产地、风味的威士忌故事。实际上，众多苏格兰威士忌酒厂的体验中心已吸引全球各地威士忌爱好者前往参观，大多国内多家酒企也已启动威士忌文化体验中心项目建设：叠川酒厂体验中心于 2023 年 12 月开幕，游览者可以观赏峨眉的苍山碧水，并从中感受叠川威士忌与山水间的共生共鸣；郎酒集团的高桥项目集一、二、三产业于一体，项目包括麦芽威士忌蒸馏厂、

商业美食小镇、顶级精品酒店群等设施，让消费者在游玩中了解威士忌的酿造过程并认同威士忌文化。

威士忌是长周期回报行业，产品矩阵完善、销售渠道深耕、品牌力凝聚需要久久为功，等待时期也正是国产威士忌厚积薄发的时期。

4. 风险提示

（1）消费需求不振

威士忌行业发展的动力很大程度上来自于产品结构升级，低迷的消费环境会影响中高档威士忌产品的销售，对行业发展产生较大影响。

（2）行业竞争加剧

目前已有生产项目的国产威士忌品牌数量超 80 个，参与者包括白酒企业（如郎酒、古井贡酒、洋河股份等），还有跨界企业（如青岛啤酒、百润股份、古越龙山等）以及国际洋酒巨头企业（保乐力加、帝亚吉欧等）联合本土企业一起投资，可能存在行业竞争加剧的风险。

（3）行业产能过剩风险

加上所有未投产在建的产能，国内威士忌总产能发展规划达 25 万千升。而我国 2023 年全年进口威士忌消费量仅为 3.26 万千升，并且进口威士忌占总消费量的 70% 以上。国产威士忌未来中期可能存在产能过剩的风险。

研究团队简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 电子科技大学金融学本科, 现为东北证券食品饮料行业首席分析师, 5年买方研究经验, 2015年起从事卖方研究工作, 荣获2020年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第一, 2020年Wind资讯金牌分析师食品饮料行业第二, 2019年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队, 2018年每市食品饮料行业年度组合收益第四, 2018年投研社最受机构欢迎分析师, 2018年进门财经百佳分析师, 2018年食品饮料研究Wind平台影响力排行榜第七, 2018年度知丘杯金测奖最佳分析师第三, 2017年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第二, “2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第一。

阚磊: 香港大学商业分析硕士, 南京大学金融学、管理学双学士, 2020年加入东北证券研究所, 现任食品饮料行业分析师。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 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) 为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630





START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告