



德邦证券
Topsperity Securities

证券研究报告 | 行业专题

食品饮料

行业投资评级 | 优于大市（维持）

2024年12月30日

威士忌行业研究： 威士忌市场前景广阔，国产品牌大有可为

证券分析师

姓名：熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn



更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

- 01 中国内地威士忌市场：尚处于起步阶段，
国产威士忌投资加速
- 02 国内威士忌主要厂商：洋酒厂商销量
平稳，中国大陆头部品牌尚未出现
- 03 风险提示



- **中国内地威士忌市场仍处于起步阶段。**2022年我国内地威士忌进口额为37.62亿元，进口额年复合增长率高达26.23%，威士忌为我国内地进口市场规模第二的洋酒品类，市场规模呈持续扩大。目前我国内地威士忌人均饮用量显著低于日本等发达国家，未来威士忌市场空间大，增长潜力足。
- **洋酒品牌威士忌市场集中度下降，国产酒类品牌纷纷投资威士忌赛道。**2018年到2023年，中国内地威士忌市场中保乐力加、帝亚吉欧等知名洋酒企业的集中度从64.9%下降至60.2%，知名洋酒企业市场集中度下降。而近年来国产威士忌酒厂投资活跃，百润集团、青岛啤酒、洋河股份、劲酒等知名酒企纷纷投资国产威士忌，市场竞争加剧，国产主导威士忌品牌有望出现，与国际洋酒集团共同竞争市场。
- **区别于白酒，威士忌主要消费者呈现年轻化特征，消费场景以自饮为主。**威士忌消费者35岁以下占比高达60%，其中25-29岁消费者占比最高，达24%。从月收入来看，50.8%的用户月收入在9000元以上，属于中高收入水平。威士忌主要的销售渠道仍以线下烟酒店、商超、夜店渠道为主；其次为线上销售渠道，即天猫、京东、抖音等线上电商渠道；私域团购渠道占比较低。威士忌按饮用场景频繁度从高至低分别为自饮/社交//体验/收藏/赠礼/投资/工作/其它，区别于白酒，佐餐和宴席饮用场景相对较低。
- **海外威士忌厂商销售额增速放缓。**目前中国市场中主要的威士忌厂商仍以国际洋酒集团为主，其中保乐力加、帝亚吉欧、格兰父子和三得利占据主要份额。其中保乐力加旗下品牌以调和威士忌为主；帝亚吉欧旗下品牌以尊尼获加为主，苏格登为辅；格兰父子旗下有格兰菲迪和百富两大单一麦芽品牌，三只猴子为调和威士忌品牌；三得利为日威品牌，近年来增速较快。其中部分厂商受限于线下市场批价倒挂等市场乱象，销售额增速放缓。

- **国产威士忌品牌发力，消费者教育加速。**近年来，中仕忌、叠川、钰之锦等品牌主打中国风与洋酒结合，纷纷推出具有中国特色的威士忌产品，同时通过差异化定位、酒厂体验感等不同方式增加威士忌消费者教育，提升中国消费者对于威士忌的认知。然而受限于国内威士忌桶陈时间需高于两年的标准，距离国产威士忌产量大规模释放还需等待时间。
- **百润投资嵊州蒸馏厂，烈酒业务将有望为公司开辟第二增长曲线。**2020年11月，百润集团以62.68元/股的价格非公开发行股票募集资金9.91亿元（预计总投资11.74亿元），用于投资威士忌陈酿库建设和威士忌陈酿橡木桶。2022年，百润集团已完成灌桶包括雪梨桶、葡萄酒桶等多种风味的威士忌，桶陈中间样品经专家品评，获得极高赞誉。2024年11月19日，公司首个单一麦芽威士忌品牌以及首个单一调和威士忌品牌正式宣告上市，长期来看，烈酒业务将有望为公司开辟第二增长曲线。
- **风险提示：**新品推广不及预期风险、竞争加剧风险、食品安全风险。

01

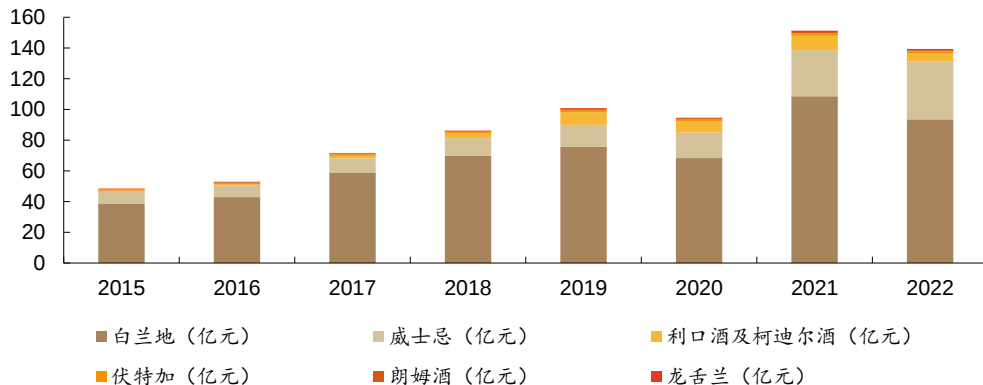
中国内地威士忌市场：尚处于起步阶段，国产威士忌投资加速

市场规模：中国内地威士忌市场尚处于发展初期

中国内地威士忌市场目前仍处于发展初期，挑战与机遇并存。客观上讲，中国内地本土威士忌的发展目前面临一定程度的挑战。首先，中国内地的白酒市场份额较大，白酒消费文化和消费习惯牢固。其次，威士忌市场竞争较为激烈，国际知名的欧美和日本老牌威士忌品牌已经部分占据了内地威士忌市场。与此同时，一些海外知名品牌和国内其他酒类生产企业也开始在中国内地布局威士忌业务，进行生产线的建设工作。但是，伴随这些挑战，我们认为本土威士忌也面临着总量和结构上的双重机遇。

中国内地洋酒进口市场规模增长迅猛，威士忌是进口额第二大的洋酒品类。2022年，白兰地在中国内地的总进口额达93.65亿元人民币，是中国进口额最高的洋酒品类。威士忌进口额为37.62亿元，总规模排名第二。2015年至2022年期间大部分洋酒进口额均有增长，其中威士忌进口额年复合增长率高达26.23%，中国内地对进口威士忌的需求持续旺盛。

图：中国内地洋酒进口额

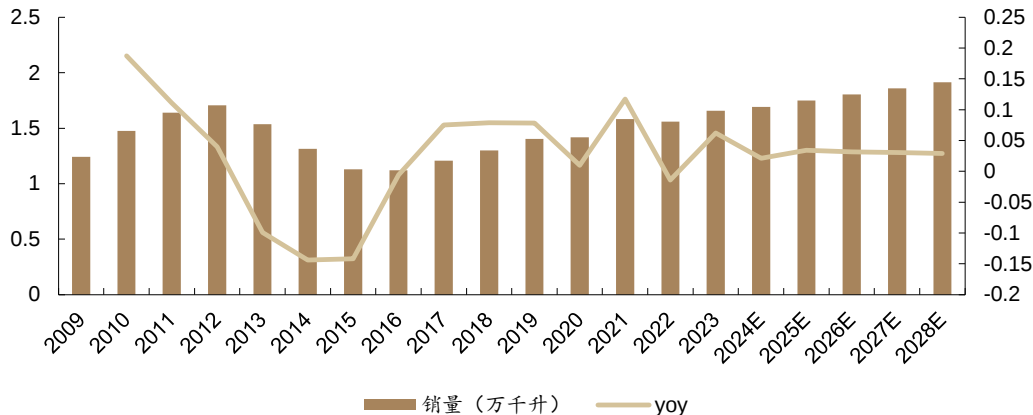


资料来源：中国海关总署，德邦研究所

市场规模：中国内地威士忌市场尚处于发展初期

中国内地威士忌市场规模持续扩大，整体呈现量价齐升。近年来，中国内地威士忌行业的发展速度较快，中国内地威士忌市场销量从2015年的1.13万千升增长至2022年的1.56万千升，年复合增长率达4.74%。据《2023中国威士忌行业发展调研报告》，2023年中国威士忌酒的市场规模为55亿元，较上年增长10%。IWSR报告预测，威士忌在2021年-2026年间，将会在中国市场上保持着6.3%的年复合增长率，市场发展潜力巨大。

图：中国内地威士忌销量

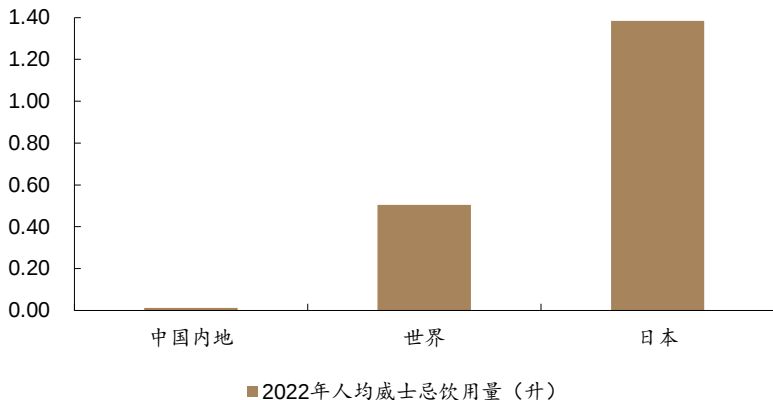


资料来源：Euromonitor，德邦研究所

市场规模：中国内地威士忌市场尚处于发展初期

中国内地的人均威士忌饮用量远远低于其他国家和地区，显示出巨大的增长潜力。截至2022年，中国内地人均威士忌饮用量仅为0.01升，相比之下，全球人均威士忌饮用量达到了0.50升。而与中国口味相近的日本人均饮用量则高达1.38升，主要系凭借三得利本土威士忌的知名度和消费者教育。

图：中国内地人均威士忌饮用量较低



图：日本知名女星井川遥代言三得利角瓶威士忌



资料来源：欧睿，世界银行，国家统计局，德邦研究所

资料来源：三得利官网，bilibili，德邦研究所

产量：国产威士忌项目仍处于投建初期，大部分产量不满足标准

近年来各酒业资本争相布局威士忌。近年来，威士忌酒厂投资情况活跃，海外知名洋酒厂商如保乐力加、帝亚吉欧；国内白酒企业如洋河股份、劲牌；国内啤酒企业青岛啤酒等均有投资威士忌。

图：中国威士忌酒厂投资情况（部分，截至2023年11月）

项目名称	所在地	投资方
福建大芹陆宜威士忌酒厂	福建漳州	福建大芹陆宜酒业
岷州蒸馏厂	四川成都	巴克斯酒业
叠川威士忌酒厂	四川峨眉山	保乐力加
洱源威士忌酒厂	云南洱源	帝亚吉欧
福建德熙酒厂	福建龙岩	怡园酒业
高朗蒸馏厂	湖南浏阳	高朗烈酒集团
世界烧威士忌蒸馏厂	湖南韶山	
香格里拉青稞酒厂	云南迪庆	云南香格里拉酒业
内蒙古蒙泰集团威士忌酒厂	内蒙古鄂尔多斯	蒙泰集团
吉斯波尔酿酒公司	山东烟台	烟台吉斯波尔酿酒有限公司
钰之锦蒸馏厂	山东蓬莱	烟台海市葡萄酒有限公司
青岛啤酒股份有限公司	山东青岛	青岛啤酒

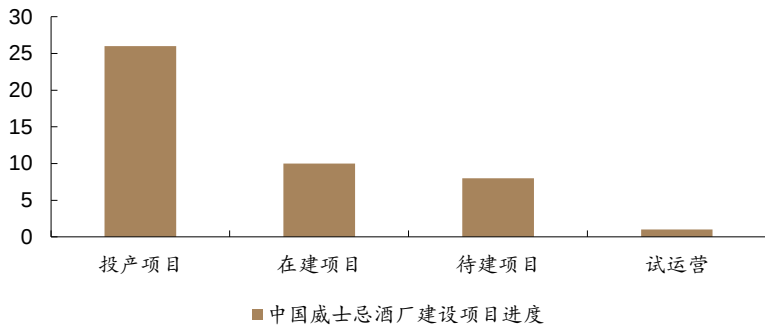
资料来源：《中国2023年威士忌年度白皮书》，各公司官网，酒业家等，德邦研究所

产量：国产威士忌项目仍处于投建初期，产量释放仍需时间

至2024年9月，国产威士忌投产项目占总项目数比重高达57.8%，国产威士忌仍处于起步阶段。从国产威士忌投产进度来看，截至2024年9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有45家，其中投产项目/在建项目/待建项目/试运营项目分别为26/10/8/1个，截至2024年9月，中国境内绝大部分国产威士忌项目尚处于投产/在建阶段，仍处于建设初期。目前国产威士忌仍处于初步发展阶段。

绝大部分桶陈国产威士忌仍不满足国家标准，产量释放仍需时间。根据中国国家标准之“GB/T 11857-2008威士忌”的要求，麦芽威士忌和谷物威士忌需要在橡木桶陈酿至少两年。根据2023年的数据，在国产桶陈威士忌中，5年及以上桶陈量仅7,000-11,000千升，绝大部分的威士忌产品桶陈年份都不满足中国国家标准，即距离国产威士忌产量大规模释放还需等待时间。

图：中国威士忌45家威士忌酒厂建设项目进度



图：中国各年份威士忌桶陈量（2023年）

年份	桶存量
10年及以上的桶陈量	1000千升
5-10年桶陈量	6000-10000千升
2年及以下桶陈量	55000千升

资料来源：酒业家，《中国威士忌产业调研报告》中国酒业协会2024年发布，德邦研究所

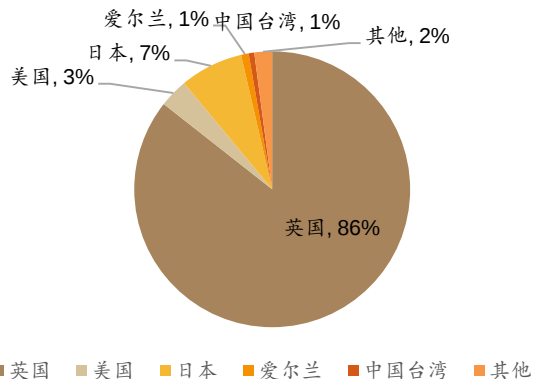
资料来源：云酒视界，《2023中国威士忌行业发展调研报告》，德邦研究所

苏格兰与日本威士忌主导，中国大陆产品领导者尚未出现

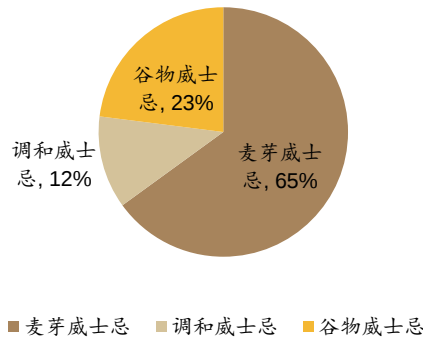
中国内地威士忌市场主要以苏格兰威士忌与日本威士忌为主导，本土威士忌品牌领导者尚未出现。2023年中国消费者主要偏向200元-500元价格范围的威士忌产品，与此同时，中国内地威士忌进口市场的90%以上份额被传统国际老牌苏格兰威士忌和日本威士忌品牌帝亚吉欧、保乐力加、三得利等品牌占据。新兴的中国台湾威士忌在中国内地市场也有不错的表现，2023年进口额达到约385万美元，占比约1%。目前，中国大陆尚未出现一支具有代表性的、成熟的国产威士忌品牌。

麦芽威士忌占比增长明显，较容易被中国消费者接受。品类上看，2023年国产麦芽/调和/谷物威士忌占比分别为65%/12%/23%，麦芽威士忌增长明显，更受威士忌爱好者及高净值人群的喜爱。相比2022年，麦芽威士忌产品占比提升35%，说明我国威士忌风格偏好正逐渐向麦芽威士忌转变。

图：2023年中国内地威士忌进口份额



图：2023年国产威士忌各品类占比



资料来源：中国海关总署，德邦研究所

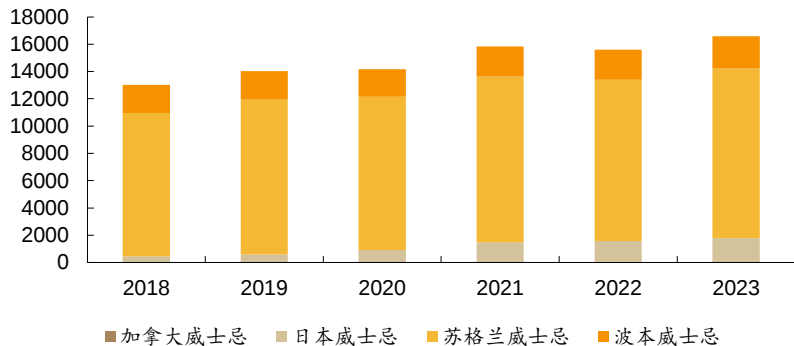
资料来源：酒业家，《2023中国威士忌行业发展调研报告》，德邦研究所

苏格兰与日本威士忌主导，中国大陆产品领导者尚未出现

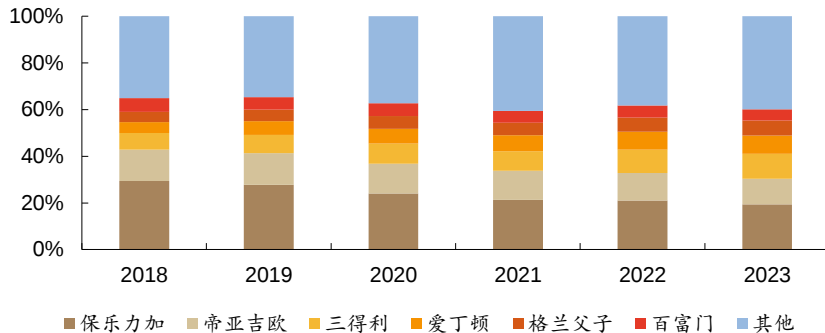
23年苏格兰威士忌仍为主流，日威占比逐渐提升。2018年到2023年，中国内地日本威士忌消费量从38.0万升提升至172.8万升，占比从2.9%提升至10.4%；苏格兰威士忌消费量从1,049.3万升提升至1,244.9万升，占比从80.7%下降至75.1%。苏格兰威士忌占比虽有下降但仍为中国内地市场的主流产品，日本威士忌成为近年来增速较快的品类。

海外洋酒集团集中度下降，威士忌品牌竞争加强。从2018年到2023年，中国内地威士忌市场中保乐力加、帝亚吉欧等知名洋酒企业的集中度（CR6）从64.9%下降至60.2%，其中保乐力加份额从29.4%下降至19.4%，降速较快。三得利、爱丁顿、格兰父子份额则分别提升3.6/3.3/2.0pct。近年来随着洋河、劲酒、百润等国内知名厂商对威士忌投入建厂，国内威士忌品牌竞争愈加激烈，国外洋酒龙头份额有所流失。

图：2018-2023年中国内地各类威士忌消费量（单位：千升）



图：2018-2023年中国内地各洋酒企业市占率情况



资料来源：欧睿，德邦研究所

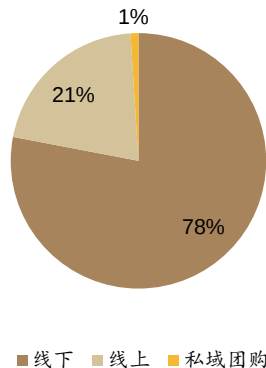
资料来源：欧睿，德邦研究所

渠道：线下销售为主要渠道，自饮场景为主

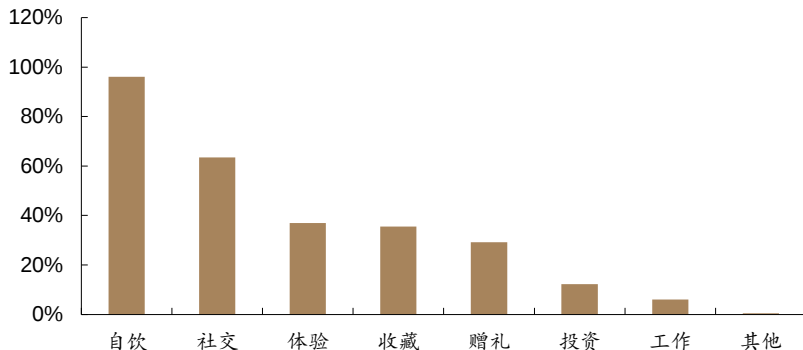
国内威士忌销售渠道以线下为主，私域团购占比较低。2023年度，国产威士忌线下/线上/私域团购销售渠道占比分别为78%/21%/1%，销售渠道仍以线下烟酒店、商超、夜店渠道为主；其次为线上销售渠道，即天猫、京东、抖音等线上电商渠道；私域团购渠道占比较低，主因目前国内威士忌消费者教育仍较少。

从场景来看，国内最频繁的饮用场景为自饮，区别于白酒的宴席场景。2023年威士忌按饮用场景频繁度从高至低分别为自饮/社交/收藏/投资/其它。目前国内威士忌消费者教育较少，消费者认知不足，多数威士忌爱好者较多选择自饮品鉴渠道，与白酒常见的宴席、佐餐场景有所区隔。

图：国产威士忌销售渠道占比



图：国内威士忌主要饮用场景



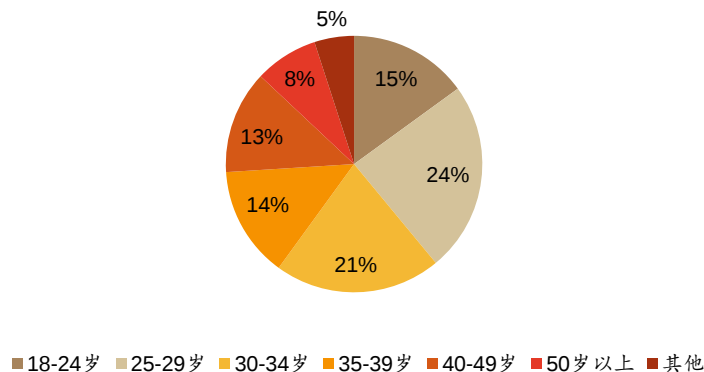
资料来源：云酒视界，《2023中国威士忌行业发展调研报告》，德邦研究所

资料来源：《百瓶威士忌2023年度行业前瞻报告》，德邦研究所

消费者画像：年轻消费者为主，月均收入中高水平

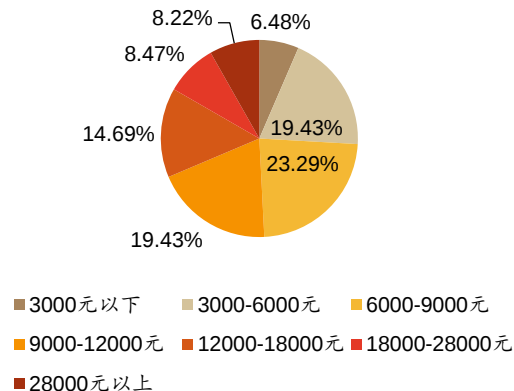
国内威士忌消费者以年轻人居多，月收入中高水平。从达摩盘威士忌消费群体数据可知，威士忌消费者35岁以下占比高达60%，其中25-29岁消费者占比最高，达24%。根据《百瓶威士忌2023年度行业前瞻报告》，中国威士忌消费人群的月收入集中在3000-18000元之间，月入超过9000元的消费者占50.8%。目前国内威士忌消费者教育较少，且根据2023年的数据，威士忌产品均价在百元以上，威士忌消费者以年轻人和月收入中高水平群体为主。这也意味着国内威士忌厂商需要将产品和营销相结合，打造符合年轻人品味的国产威士忌产品。

图：2023年威士忌消费者年龄占比



资料来源：《2023威士忌年度报告》，达摩盘，德邦研究所

图：2023年威士忌消费者月收入占比



资料来源：《百瓶威士忌2023年度行业前瞻报告》，德邦研究所

02

国内威士忌主要厂商：洋酒厂商
销量平稳，中国大陆头部品牌尚
未出现

保乐力加：品牌繁多，尊美醇、格兰威特等威士忌品牌销量稳健增长

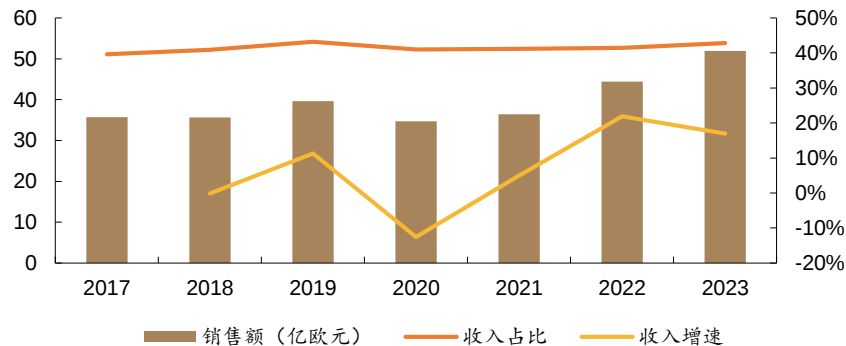
保乐力加为三大烈酒集团之一，2023年销售额近千亿人民币。保乐力加集团由法国两家最大的酒类公司Pernod（成立于1805年）和Ricard（成立于1932年）于1975年合并而成，是世界三大烈酒和葡萄酒集团之一。目前公司品牌销售160多个国家，已拥有94个生产基地，遍布欧洲、亚洲、南美洲、北美洲。2023年保乐力加集团共实现营业收入121.4亿欧元（合955.2亿人民币），净利润22.8亿欧元（合179.4亿人民币），其中美洲、亚洲、欧洲地区销售比例分别为29%、41%、30%。

- **公司品牌数超240个，涵盖威士忌、白兰地、葡萄酒等多种品类。**保乐力加旗下拥有超240个品牌，其中17个品牌为全球前100的烈酒品牌。公司旗下品类涵盖威士忌、白兰地、葡萄酒、香槟等多种品类，其中主要的威士忌品牌为百龄坛、芝华士、格兰威特和皇家礼炮。
- **保乐力加亚洲及其他地区保持收入占比约40%，销售额稳健增长。**从2017年到2023年，公司销售额从35.7亿欧元（合280.2亿人民币）增长至51.9亿欧元（合408.5亿人民币），CAGR达到6.5%，其中2023年实现同比增长17.0%。从销售额占比来看，亚洲及其他地区销售额占比从2017年的39.6%增长至42.8%，增长3.2pct。亚洲及其他地区销售额随着洋酒消费者教育的进行稳步提升，目前占比已接近半数，为保乐力加的重要市场。

图：保乐力加旗下部分品牌



图：保乐力加2017-2023年亚洲及其他地区销售额及收入占比、增速



资料来源：保乐力加公司官网，德邦研究所

资料来源：保乐力加公司年报，德邦研究所

保乐力加：品牌繁多，尊美醇、格兰威特等威士忌品牌销量稳健增长

图：保乐力加中国市场主要威士忌产品

品牌	产品	图片	规格 (ml)	价格 (元/瓶)	酒精浓度 (%)	品牌	产品	图片	规格 (ml)	价格 (元/瓶)	酒精浓度 (%)
芝华士	芝华士12年调和威士忌		500	108	40.0	尊美醇	尊美醇爱尔兰调制威士忌		500	79	40.0
	芝华士领潮风味系列13年调和威士忌		500	155	40.0	格兰威特	格兰威特12年单一麦芽威士忌		700	259	40.0
	芝华士15年调和威士忌		700	408	40.0		格兰威特14年单一麦芽威士忌		700	455	40.0
百龄坛	百龄坛特醇调和威士忌		1000	130	40.0		格兰威特15年单一麦芽威士忌		700	522	40.0
	百龄坛12年调和威士忌		700	136	40.0	皇家礼炮	皇家礼炮21年调和威士忌		700	1306	40.0
	百龄坛17年调和威士忌		700	546	40.0		皇家礼炮24年调和威士忌		750	1707	40.0

资料来源：各品牌天猫旗舰店，德邦研究所（统计截止到2024年12月）

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

更多免费行业报告

并购家

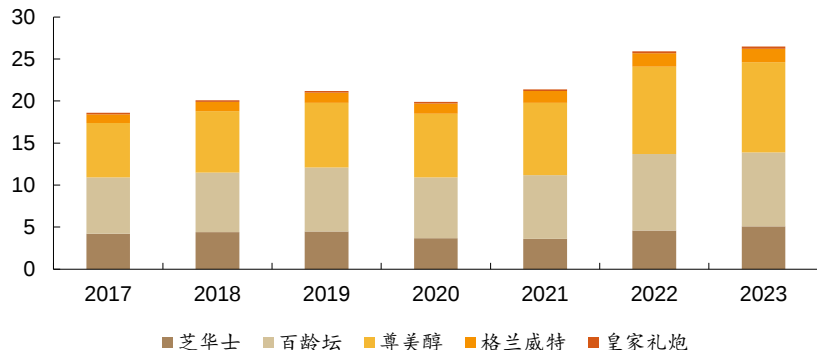
www.ipoipo.cn

保乐力加：品牌繁多，尊美醇、格兰威特等威士忌品牌销量稳健增长

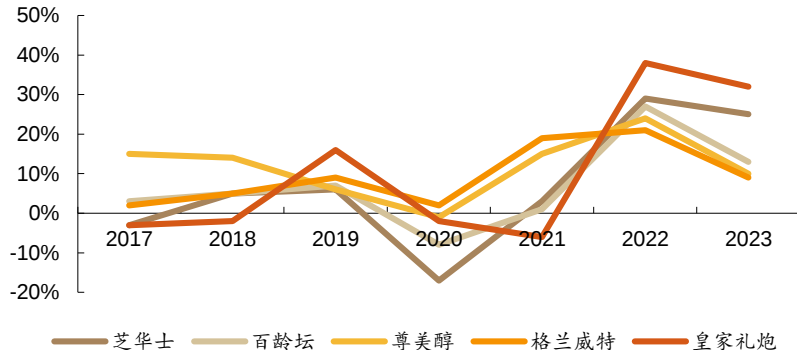
➤ 保乐力加威士忌主要品牌销量稳健增长，销售额增速趋缓：

- **威士忌主要品牌保持销量稳健增长，其中尊美醇、格兰威特增速较高。**从2017-2023年，保乐力加五大威士忌品牌销量从18.6百万升增长至26.5百万升，CAGR达到6.1%，其中芝华士/百龄坛/尊美醇/格兰威特/皇家礼炮等品牌2017-2023年CAGR分别达到3.3%/4.6%/8.7%/8.1%/7.0%。2023年，芝华士/百龄坛/尊美醇/格兰威特/皇家礼炮在威士忌品牌中的销量占比分别为19.2%/33.2%/40.4%/6.0%/1.1%，较2017年分别变动-3.3/-2.8/+5.4/+0.7/+0.1pct，其中尊美醇作为世界最畅销的爱尔兰威士忌品牌销量呈增长趋势，增速较高；而格兰威特作为全球第二畅销的苏格兰单一麦芽威士忌品牌，多年来销量持续增长，占比有所提升。
- **近年来公司威士忌主要品牌销售额增速趋缓。**2017-2023年期间，2017-2019年主要威士忌品牌销售额增速保持平缓，2019-2020年期间受疫情影响酒类销售额增速下滑，2020-2022年威士忌销售复苏，2022-2023年销售额增速趋缓，消费反弹进入尾声。2023年，芝华士/百龄坛/尊美醇/格兰威特/皇家礼炮销售额增速分别达到25%/13%/10%/9%/32%，其中芝华士作为苏格兰调和威士忌品牌，价位较低，消费保持平稳，其余品牌销售额增速较2022年下降，呈现放缓趋势。

图：2017-2023年保乐力加主要威士忌品牌销量（单位：百万升）



图：2017-2023年保乐力加主要威士忌品牌销售额增速



资料来源：保乐力加年报，德邦研究所

资料来源：保乐力加公司年报，德邦研究所

帝亚吉欧：尊尼获加&苏格登两大品牌，威士忌为集团强势品类

帝亚吉欧为全球最大的酒企之一，旗下品类、品牌繁多。帝亚吉欧为英国跨国酒企，于1997年由大都会和健力士两大公司合并而成，已在纽约和伦敦交易所上市。帝亚吉欧产品品类横跨威士忌、朗姆酒、金酒、白酒、葡萄酒、啤酒等多种酒类，旗下有200多个高端酒水品牌，包括尊尼获加、苏格登、百利甜酒、水井坊等，目前已覆盖180余个国家和地区。2023年，帝亚吉欧实现收入171.1亿英镑（约合1577.01亿人民币）；净利润46.3亿英镑（约合426.74亿人民币）。

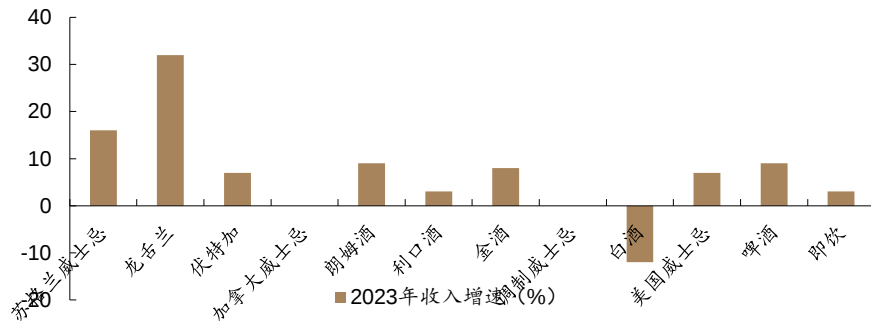
➤ **苏格兰威士忌为强势品类，2023年收入增速达到16%。**近年来，公司苏格兰威士忌、龙舌兰等品类增速较快，其中2023年苏格兰威士忌收入增速实现16%。其次，加拿大威士忌、调制威士忌2023年收入与去年同期持平，美国威士忌收入增速实现7%。帝亚吉欧主要苏格兰威士忌品牌包括调配型威士忌代表——尊尼获加，以及单一麦芽威士忌代表——苏格登。

图：帝亚吉欧旗下品牌



资料来源：帝亚吉欧公司官网，德邦研究所

图：帝亚吉欧2023年各品类增速

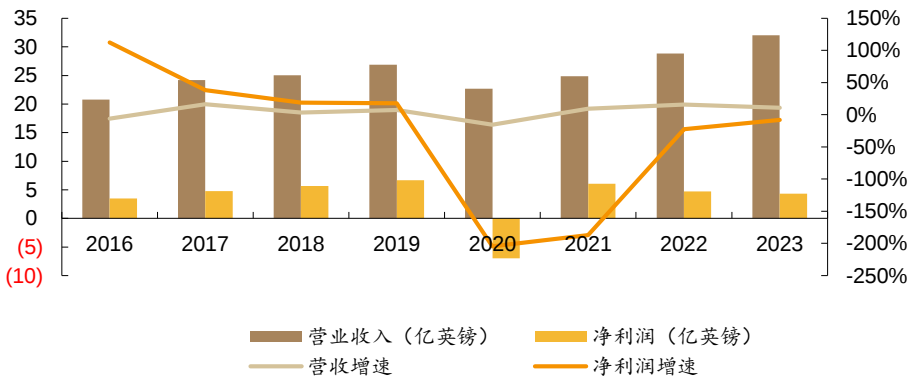


资料来源：帝亚吉欧公司年报，德邦研究所

帝亚吉欧：尊尼获加&苏格登两大品牌，威士忌为集团强势品类

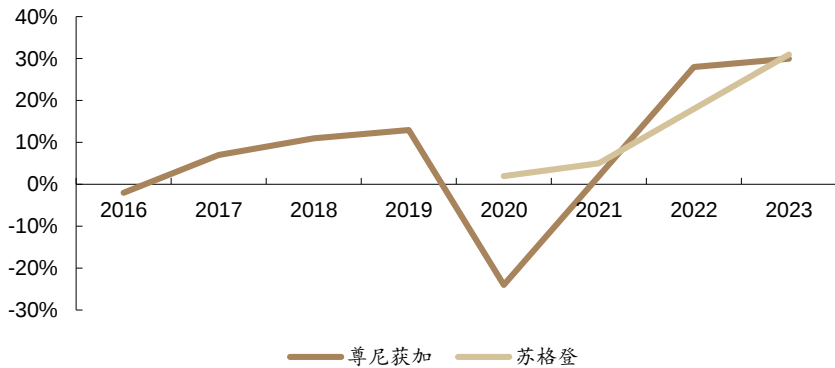
- **亚洲市场稳健发展，威士忌是主要驱动因素。**2016年以来，帝亚吉欧迅速发展中国、印度、菲律宾等亚洲市场，七年来收入/净利润复合增速分别达6.4%/3.2%，2023年收入/净利润实现32.0/4.3亿英镑，合294.9/39.8亿人民币。其中2020年受疫情物流运输受阻和需求减弱影响，净利润为负，近年来利润收入增速已恢复平稳。2020年疫情过后，公司两大苏格兰威士忌品牌尊尼获加、苏格登在亚洲地区实现收入增长，且增速持续加快。2023年尊尼获加收入增速增长至30%，苏格登收入增速高达31%，我们预计未来随着亚洲威士忌市场竞争加剧、市场库存消化等因素，两大品牌收入增速或将会趋缓。

图：2016-2023年帝亚吉欧亚洲业绩与同比增速



资料来源：帝亚吉欧公司年报，德邦研究所

图：2016-2023帝亚吉欧威士忌主要产品亚洲收入增速

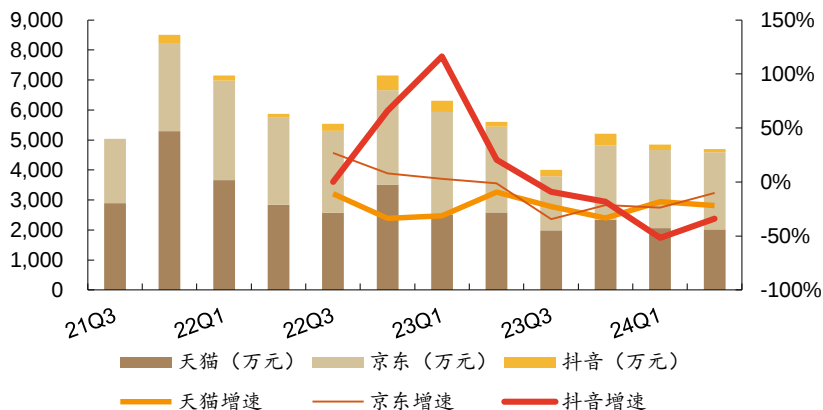


资料来源：帝亚吉欧公司年报，德邦研究所

帝亚吉欧：尊尼获加&苏格登两大品牌，威士忌为集团强势品类

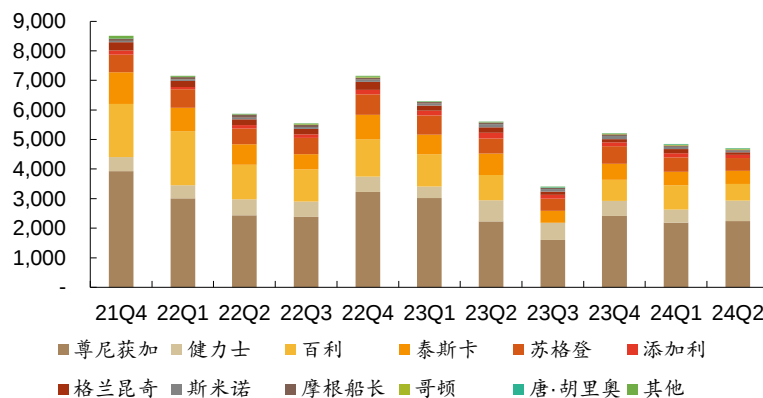
- **中国线上销售额呈下降趋势，传统电商渠道增速趋稳。**作为全球知名洋酒企业，帝亚吉欧依托其强大的品牌力于中国开展线上销售，2023年全年帝亚吉欧天猫、京东、抖音三大平台合计销售额实现2.11亿元，同比-17.9%；2024上半年实现销售额0.95亿元，同比-19.8%。整体来看，受中国内需疲软、市场价盘不稳等原因，帝亚吉欧线上销售额呈下降趋势。分渠道来看，2022到2024年传统货架电商如天猫、京东增速趋于平稳，新布局抖音渠道2022到2023年波动较大，2024年趋于平稳。
- **威士忌品牌为中国市场主力，销售额呈现上升趋势。**24Q2尊尼获加销售额为0.22亿元，环比提升2.5pcts，同比保持平稳；苏格登销售额0.04亿元，环比下降14.5pcts，同比下降16.5pcts。总体来看，尽管帝亚吉欧中国销售额呈下降趋势，尊尼获加销售额保持上升趋势，威士忌产品在中国内需疲软的市场情况下仍有一定地位，我们预计随着内需弱复苏，威士忌品牌有望保持稳健增长。

图：21Q3-24Q2帝亚吉欧中国线上销售额与同比增速



资料来源：久谦中台，德邦研究所

图：21Q4-24Q2帝亚吉欧中国线上各品牌销售额（单位：万元）



资料来源：久谦中台，德邦研究所

帝亚吉欧：尊尼获加&苏格登两大品牌，威士忌为集团强势品类

表：帝亚吉欧中国市场主要威士忌产品

品牌	产品	图片	规格 (ml)	价格 (元/瓶)	酒精浓度 (%)	品牌	产品	图片	规格 (ml)	价格 (元/瓶)	酒精浓度 (%)
尊尼获加	尊尼获加红牌调配威士忌		700	99	40.0	苏格登	苏格登12年雪莉桶单一麦芽威士忌		700	319	40.0
	尊尼获加黑牌调配威士忌		700	188	40.0		苏格登15年格兰欧德单一麦芽威士忌		700	465	40.0
	尊尼获加绿牌调配威士忌		750	299	43.0		苏格登18年单一麦芽威士忌		700	1072	40.0
	尊尼获加蓝牌调配威士忌		500	759	40.0	慕赫	慕赫14年单一麦芽威士忌		700	519	43.4
	尊尼获加15年雪莉调和威士忌		700	409	40.0		慕赫16年单一麦芽威士忌		750	774	43.4
	尊尼获加XR21年调和威士忌		750	746	40.0		慕赫18年单一麦芽威士忌		750	1727	43.4

资料来源：天猫帝亚吉欧官方旗舰店，德邦研究所（统计截止到2024年12月）

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

更多免费行业报告

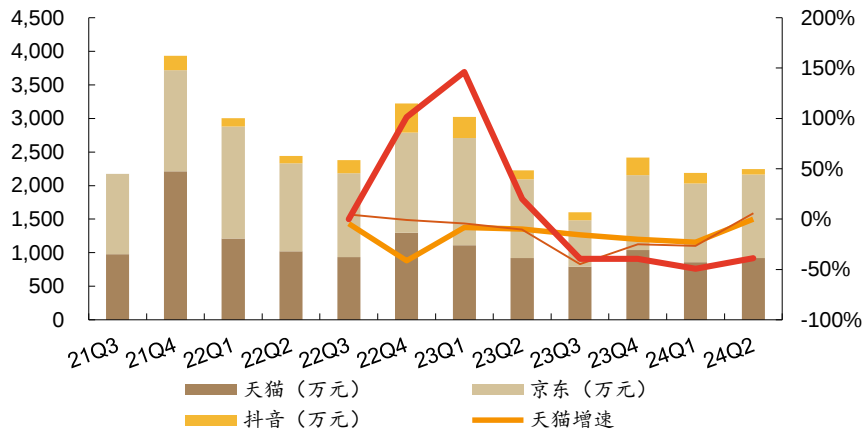
并购家

www.ipopo.cn

帝亚吉欧：尊尼获加&苏格登两大品牌，威士忌为集团强势品类

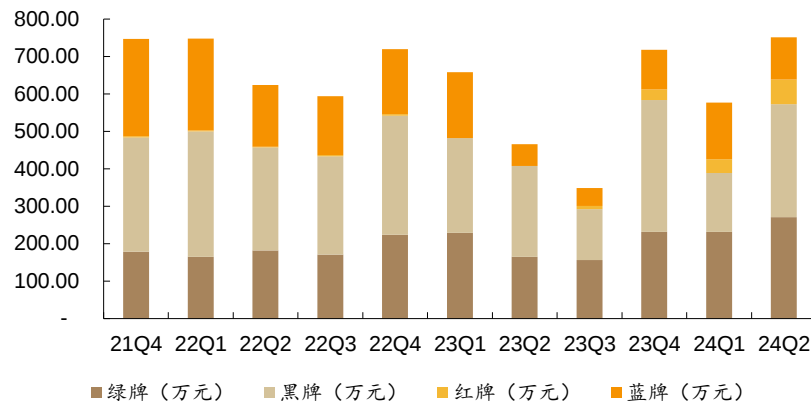
- **作为集团主要品牌，尊尼获加线上销售额降速低于整体降速。**尊尼获加天猫、京东、抖音三大平台销售额实现0.93亿元，同比-16.1%；2024上半年实现销售额0.44亿元，同比-15.5%，降幅较23年呈现收窄趋势。尊尼获加凭借强势的产品力和市场基数，在国内消费市场下行阶段表现好于集团整体。截至2024Q2，尊尼获加在天猫、京东和抖音等主要电商平台的销售额在整体消费市场下行的背景下呈现回升趋势。
- **电商渠道以中低端产品为主，绿牌、黑牌销售额较高。**分产品来看，300元以下价格带产品如黑牌（188元）、绿牌（299元）销售额较高，24Q2黑牌/绿牌分别实现销售额301.5/270.9万元。

图：21Q3-24Q2尊尼获加中国线上销售额及各渠道同比增速



资料来源：久谦中台，德邦研究所

图：21Q4-24Q2尊尼获加主要产品线上销售额

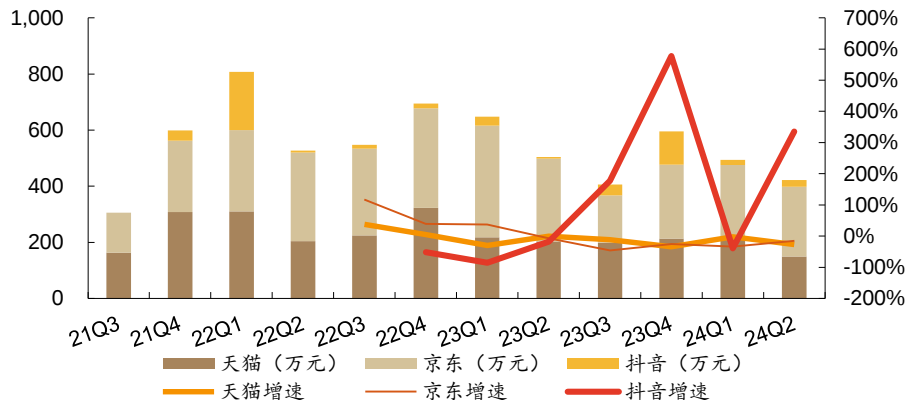


资料来源：久谦中台，德邦研究所

帝亚吉欧：尊尼获加&苏格登两大品牌，威士忌为集团强势品类

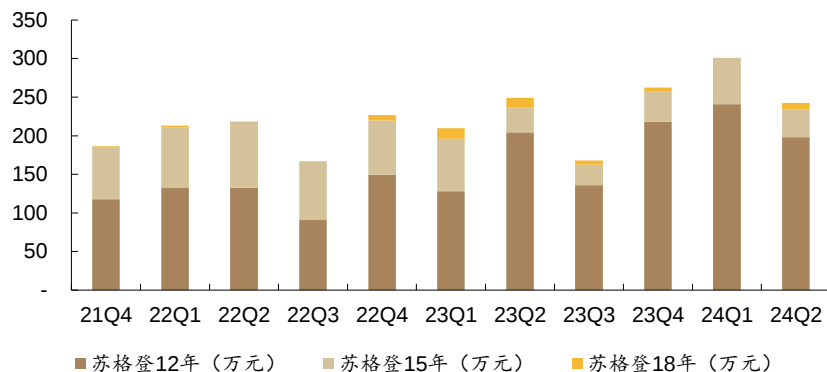
- **苏格登线上销售额有所下降，抖音渠道有较大潜力。**2023年全年苏格登在天猫、京东、抖音三大平台的销售额合计实现2,152.5万元，同比-16.5%；2024上半年实现销售额916.3万元，同比-20.4%。分渠道来看，24Q2天猫/京东/抖音增速分别实现-26.6%/-15.7%/335.7%，抖音渠道增速较快，且呈加速度提升趋势，预计该渠道未来有较大空间。相比于尊尼获加，苏格登产品以多年陈酿的单一麦芽威士忌为主，价格整体偏高，以12年、15年、18年产品布局中端、次高端、高端价格带。
- **电商渠道以中端产品为主，12年单一麦芽威士忌销售额较高。**分产品来看，旗舰店价格319元的终端价格带产品12年单一麦芽威士忌提供了线上主要销售额来源，24Q2该产品实现销售额198.1万元。

图：21Q3-24Q2苏格登中国线上销售额及各渠道同比增速



资料来源：久谦中台，德邦研究所

图：21Q4-24Q2苏格登主要产品线上销售额



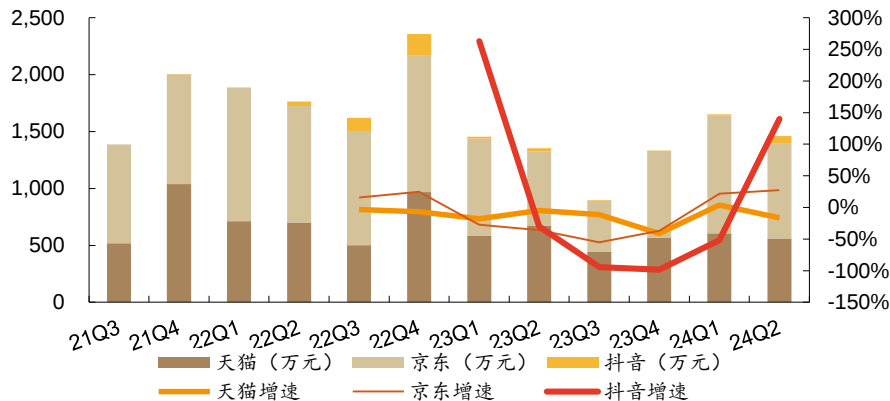
资料来源：久谦中台，德邦研究所

格兰父子：苏格兰威士忌公司，主打品牌格兰菲迪&百富

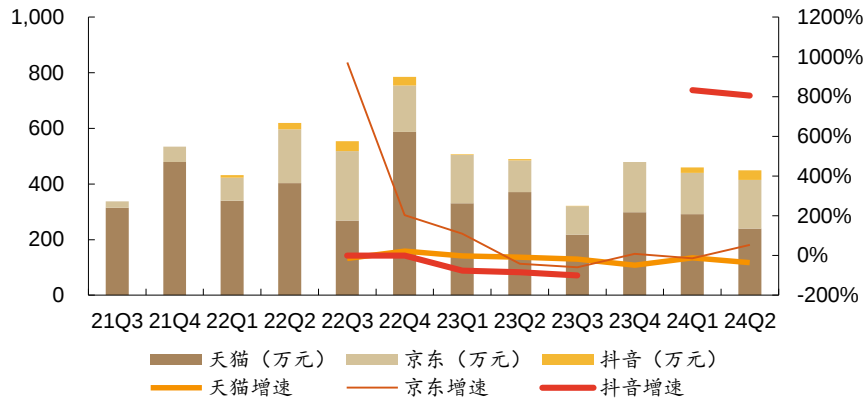
格兰父子为苏格兰最古老的威士忌公司之一，旗下主要品牌为格兰菲迪和百富。格兰父子源自1886年，是苏格兰最古老、最富盛名的威士忌公司之一，其产品行销全球180多个国家，为英国王室贵族和全世界威士忌爱好者所喜爱。旗下品牌主要为格兰菲迪、百富、三只猴子、格兰冠和亨利爵士金酒。

➢ **24H1格兰菲迪销售额恢复正增，百富销售额降幅收窄，抖音渠道增长迅速。**从电商数据来看，2023年全年格兰菲迪/百富分别在天猫、京东、抖音三大平台实现销售额5,038.9/1,795.2万元，同比-34.0%/-24.9%，2024年上半年分别实现销售额3,112.3/909.0万元，同比+10.9%/-8.7%。整体来看虽2023年受经济疲软等因素影响，销售额同比回落，2024年上半年格兰菲迪恢复正增长，百富销售额降幅收窄。分渠道来看，相比于天猫、京东等传统货架电商，抖音渠道增速迅猛且基数较低，有望成为增长驱动力。

图：21Q3-24Q2格兰菲迪中国线上销售额与同比增速



图：21Q3-24Q2百富中国线上销售额



资料来源：久谦中台，德邦研究所

资料来源：久谦中台，德邦研究所

格兰父子：苏格兰威士忌公司，主打品牌格兰菲迪&百富

表：格兰父子中国市场主要威士忌产品

品牌	产品	图片	规格 (ml)	价格 (元/瓶)	酒精浓度 (%)	品牌	产品	图片	规格 (ml)	价格 (元/瓶)	酒精浓度 (%)
格兰菲迪	格兰菲迪12年单一麦芽威士忌		700	320	40.0	百富	百富12年双桶陈酿单一麦芽威士忌		700	620	40.0
	格兰菲迪15年单一麦芽威士忌		700	475	40.0		百富12年故事系列单一麦芽威士忌		700	660	43.0
	格兰菲迪18年单一麦芽威士忌		700	760	40.0		百富14年加勒比桶陈酿单一麦芽威士忌		700	935	43.0
	格兰菲迪21年璀璨珍藏系列单一麦芽威士忌		700	1700	40.0		百富16年法国橡木桶陈酿单一麦芽威士忌		700	1600	47.6
	格兰菲迪23年璀璨珍藏系列单一麦芽威士忌		700	2580	40.0		百富21年波特桶陈酿单一麦芽威士忌		750	2420	40.0
	格兰菲迪26年璀璨珍藏系列单一麦芽威士忌		700	4900	43.8	三只猴子	三只猴子调配麦芽威士忌		500	128	40.0

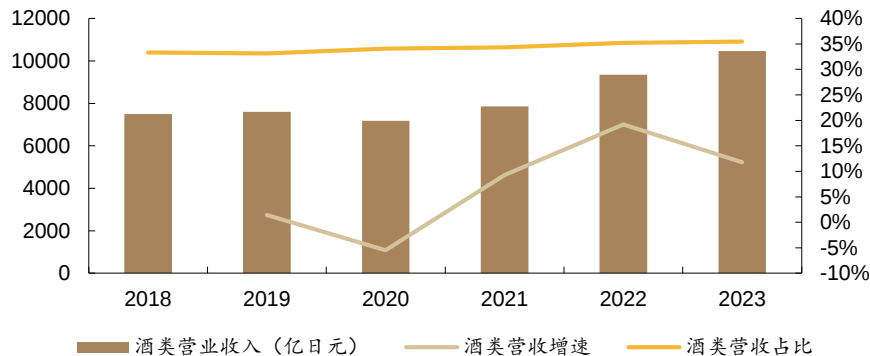
资料来源：天猫格兰父子官方旗舰店，德邦研究所（统计截止到2024年12月）

三得利：日威代表企业，产品线丰富

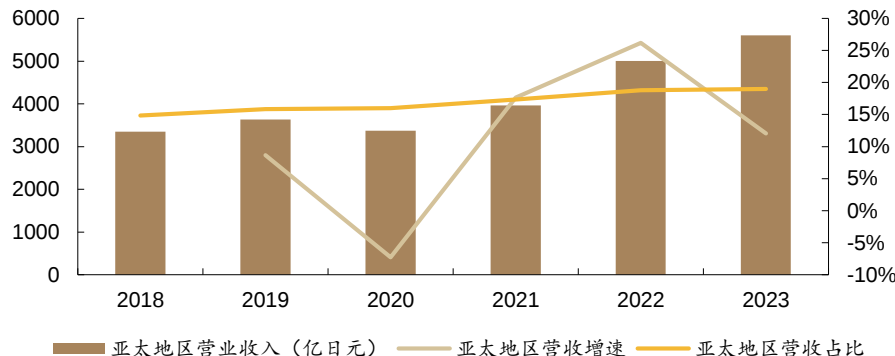
三得利为日本老牌威士忌、啤酒、软饮企业，规模庞大。三得利是日本的一家以生产/销售酒精饮料和软饮为主要业务的老牌企业。公司创立于1921年，其前身是鸟井信治郎在1899年创办的鸟井商店。1921年初创立时名为寿屋，1961年正式更名为三得利，一直以来，该公司都是以威士忌、啤酒等酒精饮料为主要业务，直至1981年开始涉足清凉饮料行业。

- **分产品来看，酒类产品营收稳健增长，占比逐渐提升。**2023年三得利酒类产品营业收入实现1.05万亿日元（约合524.94亿人民币），同比增长11.8%。近五年来，酒类产品营收占比持续提升，从2019年占比33.1%提升2.3pcts至2023年占比35.4%。威士忌、啤酒等酒类业务相比于软饮料毛利率较高，集团重视度和投入逐渐提升。
- **分区域来看，近年来亚太地区（除日本）保持双位数增速，占比提升。**2023年亚太地区（除日本）实现营业收入5,606亿日元（合281.42亿人民币），同比增长12.1%。2021-2023年亚太地区（除日本）每年均保持双位数以上的高增速发展，营收分别增长17.6%/26.2%/12.1%。同时，亚太地区收入占比逐渐从2018年的14.9%提升4.1pcts至2023年的19.0%。随着日本威士忌的消费者教育逐渐深入，亚太地区威士忌市场有望扩张。

图：2018-2023年三得利酒类产品营业收入及增速、占比



图：2018-2023年三得利亚太地区（除日本）营业收入及增速、占比



资料来源：三得利官网，德邦研究所

资料来源：三得利官网，德邦研究所

三得利：日威代表企业，产品线丰富

图：三得利中国市场主要威士忌产品

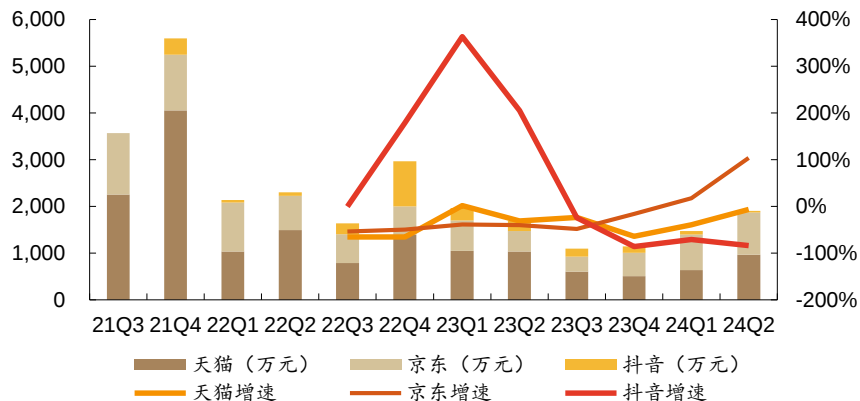
品牌	产品	图片	规格 (ml)	价格 (元/瓶)	酒精浓度 (%)	产地
三得利	金宾波本威士忌黑牌		700	138	43.0	美国
	波摩12年单一麦芽威士忌		700	388	40.0	英国
	波摩15年单一麦芽威士忌		700	588	43.0	英国
	知多单一谷物威士忌		700	448	43.0	日本
	响和风醇韵调配威士忌		700	1188	43.0	日本
	山崎12年单一麦芽威士忌		700	2118	43.0	日本

资料来源：天猫宾三得利洋酒官方旗舰店，德邦研究所（统计截止到2024年12月）

三得利：日威代表企业，产品线丰富

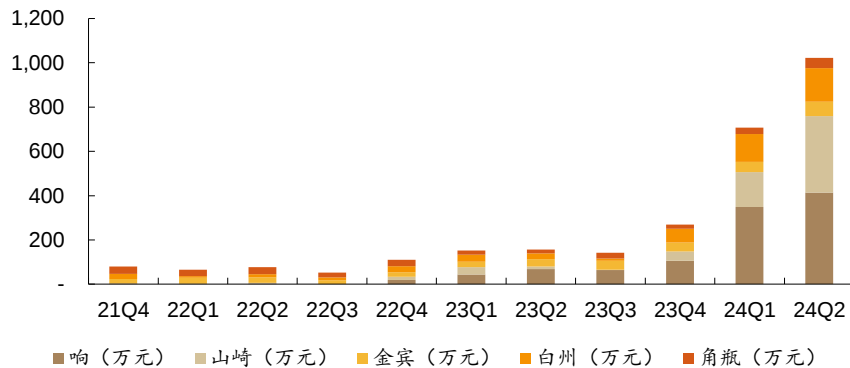
- **三得利威士忌电商销售额稳健增长。**24Q2三得利威士忌线上销售额共1,902.8万元，同比增长12.5%，其中天猫/京东/抖音渠道分别增长-6.39%/103.99%/-84.02%。整体来看，三得利威士忌的线上销售额呈现稳健增长趋势，其中抖音渠道因基数较小，波动幅度较大；而天猫/京东等传统渠道呈现稳健增长。三得利作为日威代表品牌，品牌力有望随威士忌消费者教育而提升。
- **品牌集中度提升，响、山崎、白州等代表性大品牌销售额快速增长。**分细分品牌来看，24Q2响/山崎/金宾/白州/角瓶销售额分别实现413.7/345.3/65.2/152.3/45.7万元。其中响作为三得利高端产品凭借其高客单价，线上销售持续提升，目前已成为公司主要产品中线上销售占比最高的品牌之一。

图：21Q3-24Q2三得利中国线上销售额与同比增速



资料来源：久谦中台，德邦研究所

图：21Q4-24Q2三得利中国线上主要品牌销售额



资料来源：久谦中台，德邦研究所

中仕忌：中国特色陶坛威士忌，主打中式佐餐场景

洋河与帝亚吉欧联合推出，采用中国传统陶坛陈酿。中仕忌于2019年由帝亚吉欧和洋河两大名酒公司合作推出，产品主打“中西合璧”，将调配好的苏格兰威士忌放入陶坛中陈酿。该品牌产品主打绵柔顺口，口感上以甘甜的香草和太妃糖为基底，伴以少许果味、橡木和咖啡香气，而后与轻柔温暖的黑巧克力缱绻交错。该产品定位中式佐餐场景，结合白酒饮用方式，配备分酒器与酒杯。

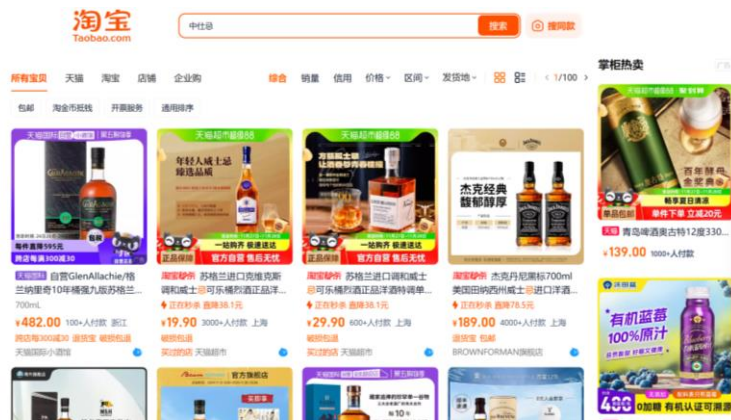
电商销售效果不佳，目前已下架。尽管中仕忌定位“中西合璧”，产品具备中国特色。但销售数据却不尽如人意，品牌天猫旗舰店销售量长期为个位数，目前该品牌已在电商平台下架。剖析原因，我们分析可能是由于陶坛威士忌难以吸引威士忌爱好者，中式佐餐场景定位不明等。

图：中仕忌XR·18宣传图



资料来源：酒业家，德邦研究所

图：中仕忌已在电商平台下架



资料来源：淘宝网，德邦研究所

叠川：保乐力加投资，中国原产，消费者教育和酿酒结合

为保乐力加打造，酿酒与消费者教育相结合。2021年，叠川麦芽威士忌酒厂在四川峨眉山正式揭露，该酒厂由全球知名洋酒企业保乐力加打造，预计十年间投资10亿。该酒厂定位酿酒、体验、消费者教育于一体，结合了酿酒业与旅游业，将威士忌文化传播给中国消费者。

产品方面，叠川定位高端威士忌，差异化定价。保乐力加将叠川定位奢华档品牌，据酒业家公众号数据，目前酒厂年产能300-400万瓶，叠川麦芽威士忌酒厂首款产品纯麦芽威士忌旗舰产品定价888元/瓶，此外还有两款酒厂限定产品，PX过桶熟成威士忌（定价1199元/瓶）、酒厂珍藏体验产品（1488元/瓶）。2024年5月，叠川纯麦芽威士忌荣获第29届国际烈酒挑战赛ISC世界威士忌组别金奖。

图：叠川麦芽威士忌酒厂



资料来源：保乐力加公司官网，德邦研究所

图：叠川纯麦芽威士忌

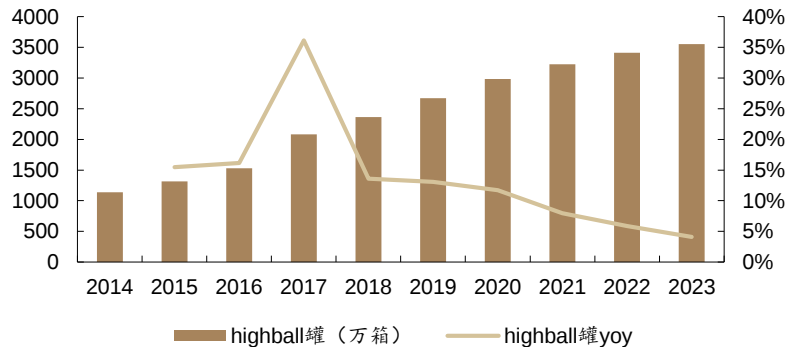


资料来源：酒业家，德邦研究所

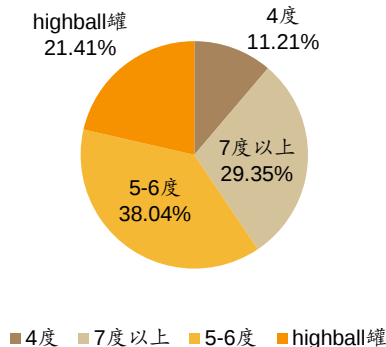
百润嵊州蒸馏厂：预调、成品酒双线并行，桶陈已阶段性完成

整合上游，定向增发自建基酒生产线。2020年11月，公司以62.68元/股的价格非公开发行股票募集资金9.91亿元（预计总投资11.74亿元），用于投资威士忌陈酿库建设和威士忌陈酿橡木桶。威士忌基酒是预调酒的重要原料，由于国内威士忌消费升级及国际市场威士忌供给不稳定，公司采购威士忌成本由2017年的3.76万元/吨上涨至2019年的7.08万元/吨。若能实现自产，威士忌基酒的成本将降低至2.16-2.26万元/KL，大大降低公司预调酒的生产成本。早在2017年公司位于成都的伏特加及威士忌生产建设项目就开工建设，规划3.1万吨伏特加和0.5万吨威士忌的生产能力。烈酒生产线产出的威士忌新酒仍需经至少2年的陈酿，借助该次非公开发行，公司得以通过建设烈酒（威士忌）陈酿熟成项目满足威士忌基酒产能的陈酿需求，更充分地保障公司威士忌基酒品质和供应的稳定性，降低威士忌基酒成本。同时，实现威士忌基酒自产还将有助于丰富公司预调酒品类。从日本经验来看，近10余年以威士忌和苏打水为组合的Highball增长迅速，2014-2023年CAGR达13.47%，在2023年的RTD市场中占比已达到21.41%。

图：日本Highball销量提升迅速



图：日本Highball 2023年占比已达到21.41%



资料来源：欧睿，德邦研究所

资料来源：欧睿，德邦研究所（注：占比分母为总量去除其他无法得知酒精度的不具名品牌的占比之和）

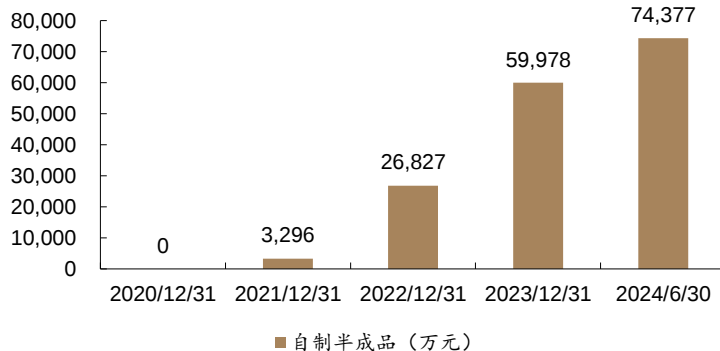
百润嵊州蒸馏厂：预调、成品酒双线并行，桶陈已阶段性完成

品类拓展，发行可转债进军烈酒市场。着眼于中国威士忌市场的巨大潜力，公司于2021年正式启动以“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”为战略指引的烈酒业务板块。2021年5月，公司旗下位于四川邛崃的嵊州蒸馏厂正式面世。2021年10月，公司以发行可转债的方式募集资金11.17亿元，投向麦芽威士忌陈酿熟成项目，使公司具备生产威士忌产品酒的能力，完成产品线全面布局威士忌、伏特加、金酒等多种烈酒。同月，嵊州蒸馏厂开元桶灌桶，开元桶不仅是嵊州蒸馏厂的第一批陈酿桶酒，更是全球首个使用了具有中国特色的黄酒桶的威士忌。2022年，公司已完成灌桶包括雪梨桶、葡萄酒桶等多种风味的威士忌，桶陈中间样品经专家品评，获得极高赞誉。2023年7月，作为体现嵊州蒸馏厂形象和占位高品质白色烈酒的“椒语”金酒及“岭冽”伏特加亮相。长期来看，烈酒业务将有望为公司开辟第二增长曲线。随着公司威士忌灌桶的陆续进行，公司存货科目下自制半成品账面余额迅速增加。2024年6月30日，自制半成品账面余额以达到7.44亿元，占公司存货总账面余额的81.1%。

表：公司积极开展基酒、洋酒布局

项目	产品类型	产能	对应产品产能	完工时间
伏特加及威士忌项目	基酒	3.1万吨伏特加和0.5万吨威士忌的年产能	—	2021年完工；2022年4月通过竣工环保验收
烈酒（威士忌）陈酿熟成项目	基酒	形成34000KL威士忌原酒（酒精度70%）的储藏能力	—	已投入使用，按计划产品进入陈酿期
麦芽威士忌陈酿熟成项目	最终产出烈酒成品酒	形成33750千升麦芽威士忌原酒（酒精度约70%）的储藏能力	威士忌原酒酒精度按70%计，将形成威士忌原酒年产能0.75万千升	未完工

图：公司自制半成品增加迅速



资料来源：《上海百润投资控股集团股份有限公司和华创证券有限责任公司关于上海百润投资控股集团股份有限公司公开发行可转换公司债券申请文件反馈意见的回复（修订稿）》，《上海百润投资控股集团股份有限公司和华创证券有限责任公司关于上海百润投资控股集团股份有限公司非公开发行股票申请文件反馈意见的回复（修订稿）》等公告，德邦研究所

资料来源：《上海百润投资控股集团股份有限公司2022年年度报告》，《上海百润投资控股集团股份有限公司2021年年度报告》等公告，德邦研究所

百润嵊州蒸馏厂：预调、成品酒双线并行，桶陈已阶段性完成

- **STR车间工艺，采购海外风味桶陈2年以上。**为保障酿造的威士忌风味能满足消费者的需求，嵊州蒸馏厂从海外采购多个风味威士忌橡木桶。目前嵊州的橡木桶存量超过30万只，桶型分类超过52种，如果再细分到橡木桶的生产酒厂、桶材树种、热处理方式、容积尺寸等多方面差异，甚至会多达245种橡木桶。从酿造工艺上来看，嵊州蒸馏厂是国内第一家采用STR酿造技术的酒厂，公司刨去旧木桶内壁后将木桶进行火焰不接触的烘烤和大火接触的炙烤，目前嵊州桶厂的STR工艺，根据不同的加热方法、处理方法和时长，目前大概有100多种参数。通过采购不同风味橡木桶、STR工艺处理和国内自制橡木桶，嵊州蒸馏厂成功解决了国内威士忌橡木桶短缺的难题，同时更大程度地丰富了产品口味。
- **私人订制单桶业务成熟，瓶装成品酒限量发售。**2022年春节，公司将部分储备的陈酿威士忌以私人订制单桶的形式进行销售，单桶价格在15-16万元。第一批私人定制单桶限量500桶，上线不到20分钟就迅速被威士忌爱好者抢光。后续又推出公司研发出的特色黄酒桶，仅三分钟便全部售罄。2024年11月19日，公司首个单一麦芽威士忌品牌“嵊州”以及首个单一调和威士忌品牌“百利得”正式宣告上市，单瓶价格均为399元，均限量发售10000瓶。

图：公司STR车间



资料来源：邛崃市邛酒产业发展中心公众号，德邦研究所

图：公司瓶装威士忌成品酒发售



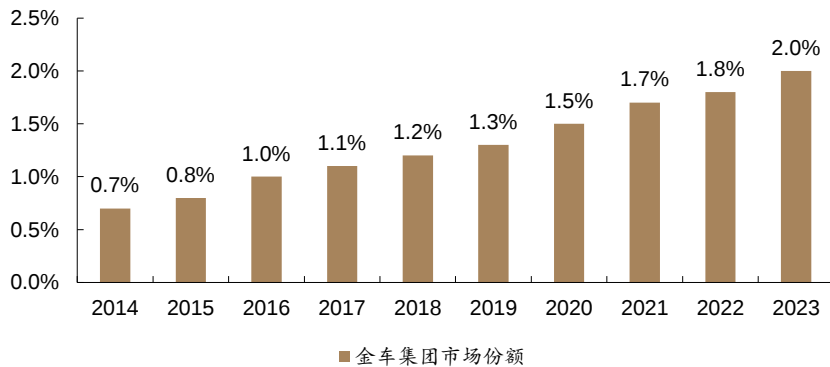
资料来源：嵊州蒸馏厂官网，德邦研究所

中国台湾噶玛兰：销量增势迅猛的后起之秀，具备气候优势

金车集团的噶玛兰为中国台湾代表性本土威士忌品牌。噶玛兰是中国台湾本土的第一家威士忌酒厂，被誉为“中国台湾威士忌之光”。自2014至2023年，在以白酒消费为主的中国台湾烈酒市场，金车集团的市场份额从0.7%增加至2.0%，维持稳定增长。噶玛兰威士忌的销量也呈现增长趋势，CAGR高达7.96%，增势迅猛。

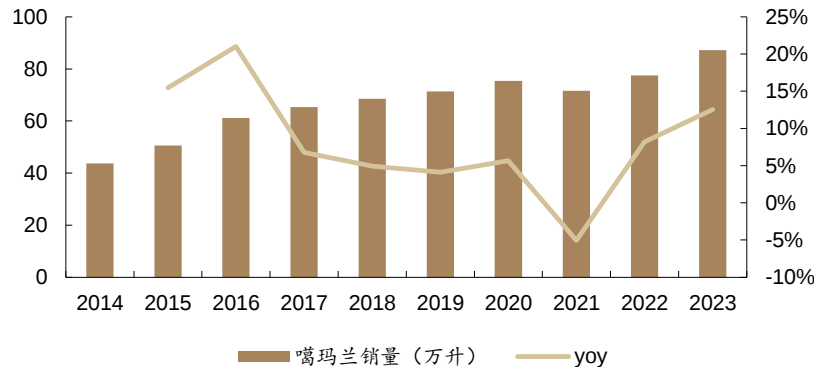
➤ **利用气候特色与本土资源改良酿造工艺，是噶玛兰威士忌成功的秘诀。**中国台湾气候相比苏格兰等传统威士忌产地更湿更热，导致噶玛兰威士忌陈年酿造中有更多的酒液蒸发。苏格兰威士忌通常只蒸发2%，噶玛兰则高达12%。这导致了噶玛兰威士忌的价格相对较高，但也有助于其独特风味的形成。更湿热的气候带来了陈年过程中的微妙化学反应，这些反应有助于丰富酒液的风味。正确的利用这些气候特点，可以加速风味化合物在酒体和木桶之间的交互作用，从而更有效地将风味成分提取到酒液中。这意味着噶玛兰威士忌只需经过相对较短的4-6年陈年过程，就能够达到理想的口感和风味。伴随着频频获奖，噶玛兰在国际市场上也已经拓展至六十多个国家，取得了显著的成绩。

图：金车集团在中国台湾烈酒市场份额



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图：噶玛兰在中国台湾销量及同比增速



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

中国台湾噶玛兰：销量增势迅猛的后起之秀，具备气候优势

图：噶玛兰威士忌获奖情况

品牌	产品	图片	奖项
噶玛兰	噶玛兰经典单一麦芽威士忌		2010年英国伯恩斯之夜盲饮比赛冠军 2014年IWSC国际葡萄酒暨烈酒竞赛特金奖与威士忌奖杯
	噶玛兰经典独奏雪莉桶威士忌原酒		2013年MMA麦芽狂人竞赛金牌与至尊冠军 2017年SFWS双金牌最高殊荣
	噶玛兰经典独奏VINHO葡萄酒桶威士忌原酒		2015年WWA世界单一麦芽威士忌冠军 2017年SFWS双金牌最高殊荣
	噶玛兰经典独奏Amontillado雪莉桶威士忌原酒		2016年WWA世界单一桶单一麦芽威士忌冠军 2018年SFWS双金奖
	噶玛兰经典独奏波本桶威士忌原酒		2017年ISC世界威士忌单一麦芽冠军奖杯 2017年IWSC世界威士忌冠军奖杯 2018年IWSC金牌

资料来源：噶玛兰官网，美通社，德邦研究所

03

风险提示

- 新品推广不及预期风险。
- 竞争加剧风险。
- 食品安全风险。

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，7年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

投资评级说明

	类 别	评 级	说 明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

免责声明

分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明：

德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperry Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880
400-8888-128