仅供内部参考，请勿外传

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

食品饮料 2026 年 09 月 01 日

威士忌行业深度研究报告

中国威士忌，风起于青萍
——酒类多元化系列研究三

推荐（维持）

- **得益于优秀的品类属性，威士忌是横向传播最广、纵向渗透最深的烈酒。1）横向扩张上，**威士忌原料易得且耐久，在全球各国均能本土生产，生产工艺可复制性强，风味宽度广。基于以上品类优势，传播上既是大航海时代英国贸易航线的历史遗产，也是美国独立战争意外催生的本土替代，更是日本企业以超强运营能力重构的东方美学。**2）纵向渗透上，**威士忌有多重属性可用于溢价，从低到高看，桶型上，波本桶→雪莉桶→水楢木桶；年份上，无年份→高年份（入门款基本在 12 年）；调配方式上，调和麦芽→单一麦芽→桶强→单桶；产地上，加拿大→日本→苏格兰→日威限量版。故价格跨度大，有条件覆盖各阶层人群，占据从日常饮用到收藏礼赠投资的各层次场景。**3）但参考日本威士忌发展历程，品类优势仅是渗透的必要不充分条件，核心还需企业以强有力打法去推动。**日本企业前期对产品打磨到位，后期做到了创新喝法+高强度营销+获奖三者共振，从而顺利引发大众从众和效仿，并将日威推向国际舞台。
- **威士忌过去在中国处于小众难破局的尴尬境地，但爆发条件正在积蓄。反思过去发展，**威士忌在中国从舶来小众到稳步渗透，2025 年进口量已超越白兰地，00 后消费者占比高达六成，独饮与夜场娱乐成为核心场景。然而，威士忌多年来渠道集中于夜场，地域集中于华东华南，外资烈酒品牌的品类教育策略存在失焦，导致其始终未能破圈。**但在消费者自发尝鲜传播和产业助推下，爆发的有利因素正缓慢积蓄：1）品类层面，**威士忌饮用方式多元、入门门槛极低，同一品牌覆盖从 30 元到两万元的价格带，“低价买好酒”的认知对年轻群体具吸引力；**2）渠道层面，**白酒调整周期迫使经销商寻找新增量，威士忌进口均价低于白兰地、终端利润有保障，渠道推力边际增强；**3）产业层面，**峡州等本土产能入局，长期将补足产品厚度与渠道纵深。**市场空间上，**对标世界平均水平，测算威士忌在中国市场规模可达 300 亿元，较 2025 年仍有 5 倍的增量空间。
  - **判断中国威士忌正处爆发前夜，距真正破圈仍需十年左右蓄力期。**类比无糖茶从农夫山泉十年布局到疫情后引爆的路径，威士忌同样需国产品牌完成 12 年以上产品储备、主流渠道铺货，并等待一个大规模品类教育的契机。当前阶段虽投入产出比偏低，却是掌握未来主动权的关键窗口。
- **国产威士忌总体需走“低价破圈+中高价承接”路径，产品端引导 DIY 调酒，渠道端走“线上种草+多元触达”新路径。**结合中国实际情况，我们认为国产威士忌发展路径：**1）战略上，**一端以低度化、调饮化、便利化的低价产品，引导大众入门；另一端以特色桶型、中国风味、国际奖项标签打造中高端产品，引导用户从低价向中高价产品进阶。**2）运营上，**对照日本打法并结合当今中国特有环境，认为中国可复制产品策略，但渠道策略需自主创新。**饮用方式上，**三得利实际创造了“Highball”鸡尾酒并让威士忌成为与其绑定的基酒，而中国要普及威士忌调酒需让消费者 DIY 调酒。**渠道上，**日本有覆盖全民的居酒屋网络，中国夜场渠道体量小，全民性的餐饮网络已被啤酒和白酒占据，但可发挥本土特有的内容社交、电商及 O2O 渠道优势，尝试“线上内容种草+电商/O2O/日场转化”路径。
- **投资建议：看好百润引领威士忌品类破圈，百利得和峡州双线并行。**威士忌作为全球唯一全阶层覆盖烈酒，在中国虽仍处小众，但凭借低门槛吸引年轻人、白酒调整释渠道推力、本土产能补位等因素，爆发条件正在积蓄。而百润在国产威士忌阵营中优势明显，**百利得**沿用 rio 爆品打造经验，在便利店和餐饮渠道以调酒方式进行消费者教育，有望成为继微醺后的下一爆品，并为峡州导流。**峡州**产能布局前瞻、产品品质不输国际品牌且有桶型和营销语言的创新，目前差距在于品牌成立时间有限，导致产品口感年轻、品牌力相对单薄。公司秉持长期主义，起步期扎实打好产能基础并逐步完善产品矩阵，渠道开拓和品牌建设虽进度暂时较慢但后续发力空间足，rio 渠道复用、中国风味故事均为待打出的底牌。叠加传统 RIO 走出低谷站稳基本盘，我们预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.73/0.82/0.91 元，对应 PE 分别为 24/22/20 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**国产威士忌消费者教育进度不及预期，桶陈周期导致的现金流回收期过长，白酒龙头企业进入威士忌赛道加剧竞争等。

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com
执业编号：S0360520070001

证券分析师：田晨曦

邮箱：tianchenxi@hcyjs.com
执业编号：S0360522090005

证券分析师：张慧

电话：021-20572556
邮箱：zhanghui1@hcyjs.com
执业编号：S0360525070001

联系人：王培培

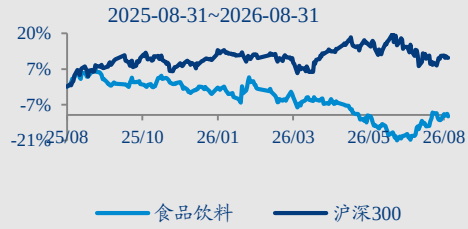
邮箱：wangpeipei@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	125	0.02
总市值(亿元)	35,110.31	2.71
流通市值(亿元)	34,155.78	3.32

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	8.6%	-10.7%	-11.4%
相对表现	11.4%	-10.8%	-23.2%



相关研究报告

《食品饮料行业周报（20260803-20260809）：龙头挺价，大众寻底——酒类消费结构性筑底》
2026-08-09

《食品饮料行业 2026 年中报前瞻：白酒 Q2 加速出清，大众品龙头稳健》
2026-08-05

《食品饮料行业周报（20260727-20260802）：白酒防御性跑赢，底部信号更加明确》
2026-08-02

仅供内部参考，请勿外传

投资主题

报告亮点

本报告首次以品类比较的视角，体系化回答了威士忌为何值得长期关注：1）横向维度上，通过将威士忌与白酒、伏特加、白兰地、朗姆酒、金酒、龙舌兰六大烈酒在原料可得性、工艺可复制性、风味宽度等维度对比，论证了威士忌是唯一在传播广度和渗透深度上同时达极致的烈酒品类；2）纵向上，亦从品类属性出发，用桶型、年份、调配方式、产地参数解释威士忌溢价层级；3）方法上，以日本两轮威士忌浪潮（1960s-1983、2008 至今）为对标，复盘了日本企业在产品改良、场景培育、营销节奏上的具体打法，为中国市场提供了推演基准。

投资逻辑

本报告核心判断为威士忌在中国长期渗透方向确定，但斜率最高时点尚需沉淀。1）分析威士忌目前的渗透条件，认为横向扩张和纵向渗透潜力构成底层优势，在中国亦已对偏贵白兰地的降级需求和部分啤酒的升级需求形成承接，并形成了有利于破圈的饮用习惯和产品规格。**2）提出对国产品牌的打法建议，**认为应采用“低价破圈+中高价承接”的两端发力路径，并借助进行 DIY 调酒教育和借助中国特有的社媒内容→电商/O2O/日场渠道的购买路径。**3）分析百润股份的竞争优势，**百润在国产品牌中拥有产能优势、产品矩阵优势、渠道协同优势，在产品品质上不输国际品牌，但由于成立时间有限，产品矩阵尚不完整，社媒占位、奖项数量、品牌周边建设仍有不足，品牌故事尚不完整，高年份产品与品牌认知仍需时间沉淀。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

一、品类属性：威士忌是横向传播最广、纵向渗透最深的烈酒 6
（一）横向传播优势：何以成为全球传播最广的烈酒？ 7
（二）纵向渗透优势：何以全价格带层级覆盖？ 9
（三）日本启示：本土企业因地制宜运营不可或缺 13
二、中国威士忌：蓄力十年，临界前夜 15
（一）国内现状：绑定独饮和夜场娱乐场景稳步渗透 15
（二）发展制约：本土白酒绑定主流场景，外来烈酒的布局策略无法形成正循环 17
（三）发展契机：更低的饮用和购买门槛、较强的渠道意愿均为重要支撑 20
（四）理论空间：预计中国威士忌 300 亿出厂规模，较 2025 年仍有 5 倍增量空间 22
三、破局路径：延承创新，十年破晓 24
（一）国产路径需两端发力：低价破圈+中高价承接 24
（二）日本借鉴与创新：产品引导 DIY 调酒，渠道走“线上种草+多元触达”新路径 25
（三）百润股份：国产阵营中规模优势明显，品牌与场景培育仍需沉淀 26
1、百润优势：产能领先、打法清晰、渠道可与 RIO 协同 26
2、百润不足：核心是产品矩阵与品牌建设仍需时间沉淀 28
四、投资建议：威士忌在国内蓄势待发，百润在国产阵营中优势明显 30
五、风险提示 30

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 各国威士忌销量结构及占烈酒比例趋势 7
图表 2 威士忌发展历程图 8
图表 3 全球各烈酒品类影响传播能力的因素对比 9
图表 4 麦卡伦和尊尼获加产品价格梯度及溢价方式 10
图表 5 威士忌各溢价属性与工艺环节对应关系 11
图表 6 威士忌价格带分布及代表产品 11
图表 7 各国威士忌销售量渠道结构及烈酒 Off-Trade 渠道细分结构 12
图表 8 日本烈酒销量结构图 13
图表 9 1970-1983 年威士忌销量及占比快速提升 13
图表 10 1960 年代-1983 年三得利对威士忌推广方式 13
图表 11 2008 年后威士忌销量及占比回升 14
图表 12 2008 年后日本企业对威士忌推广方式 14
图表 13 居酒屋佐餐酒精类饮品价目表 14
图表 14 过去 10 年威士忌进口量额稳步增长，疫情期间得到催化 15
图表 15 过去 10 年威士忌进口增速在各洋酒品类中居中游 15
图表 16 中国威士忌行业由保乐力加、帝亚吉欧主导，旗下各有尊尼获加、芝华士两大流通品牌 16
图表 17 帝亚吉欧和保乐力加从百元到千元均有产品布局 16
图表 18 威士忌消费人群整体较白酒年轻 16
图表 19 威士忌展会的青年群体、未婚群体占比在提高 16
图表 20 2023 年威士忌夜场占比较高，华东达 60% 17
图表 21 2025 年威士忌饮用场景中独饮居首位 17
图表 22 中国未诞生本土威士忌的自然条件和历史原因 18
图表 23 广东、上海合计占全国威士忌 91%进口量和 85%进口金额 18
图表 24 洋酒企业的营销方式、产品在渠道的呈现方式，均无助于消费者对洋酒单品类形成认知 19
图表 25 传统 KTV 等依赖酒水的娱乐业态持续衰退 20
图表 26 密逃等不依赖酒水的线下娱乐业态涌现 20
图表 27 2024 年调研显示有相当比例消费者偏好稀释饮用方式 21
图表 28 各类日场渠道均有 50ml 小规格洋酒陈列 21
图表 29 2025 年调研，洋酒最常见单次饮用量在 30-60ml，恰为一瓶小规格装的量 21
图表 30 威士忌进口均价低于白兰地 22
图表 31 尊尼获加黑牌渠道分利（2026 年） 22

仅供内部参考，请勿外传

图表 32 中国威士忌理论空间测算 23
图表 33 国产威士忌总体战略示意图 25
图表 34 中日威士忌即饮渠道性质对比 26
图表 35 国产威士忌主要品牌及产品矩阵（截至 2026 上半年） 27
图表 36 百润威士忌产品时间线 28
图表 37 百润威士忌业务发展节奏预测 29

仅供内部参考，请勿外传

前言：中国威士忌，风起于青萍

威士忌是全球传播最广、渗透最深的烈酒品类，但在中国市场仍属小众。在全球烈酒的版图上，威士忌以其独特的品类优势与全球拓进历程，成为唯一同时实现横向传播极广、纵向渗透极深的品类——原料易得且耐久，生产工艺可复制性强，风味宽度广奠定其广泛传播性基础，橡木桶陈酿的年份体系是其价值弹性的放大器，传播上既是大航海时代英国贸易航线的历史遗产，也是美国独立战争意外催生的本土替代，更是日本企业以超强运营能力重构的东方美学。但这一品类抵达中国却遭遇了独特的结构性困境，中国白酒以其政商绑定、渠道深耕与金融属性，构筑了近乎固化的消费场景，使得其他酒类总体长期处于小众饮用、未精准定位到有效场景的尴尬处境，威士忌亦长期困于夜场娱乐的浅层绑定。

站在当前节点，我们判断威士忌在中国处于爆发前夜。威士忌的低饮用门槛、高价格弹性与多元场景适配性，使其在年轻群体中积累了天然的品类势能；而白酒周期的调整、渠道体系的边际诉求，以及本土产能（如峡州）的入局，又为这一势能的释放提供了契机。我们认为国产威士忌既需以十年为刻度沉淀高年份产品与品牌认知，又需在当下以“低价破圈+中高价承接”的两端战略，依托中国特有的社媒生态与电商基础设施，走出一条不同于日本居酒屋模式的本土路径。本报告试图回答以下问题：

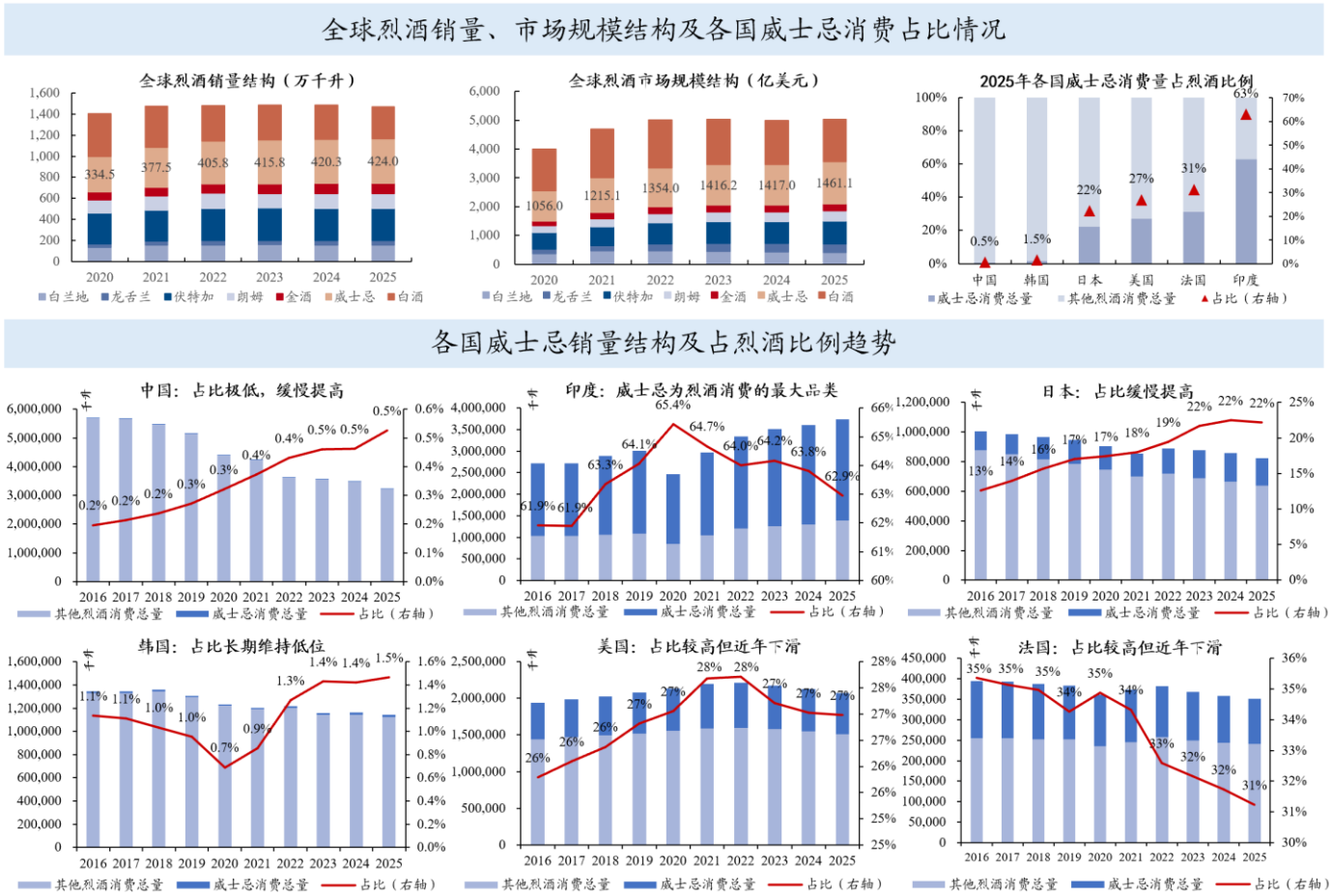
- 威士忌何以成为全球传播最广、渗透最深的烈酒品类？
- 在全球烈酒版图上已然证明其统治力的威士忌，为何在中国市场始终举步维艰？
- 国产威士忌与本土产能如何破局？

一、品类属性：威士忌是横向传播最广、纵向渗透最深的烈酒

威士忌是全球烈酒版图上唯一在传播广度、渗透深度上同时达极致的品类，是真正实现全球化、全阶层覆盖的品类。对比烈酒各个品类看，白酒体量最大，但困于中国；伏特加虽广，但风味中性使其缺乏价格向上的想象力；金酒虽是经典调酒基酒，但风味单一，不具备陈年收藏价值。；龙舌兰酒受限于龙舌兰草 8 年生长期和墨西哥 5 州原产地法保护，白兰地受限于葡萄产地，二者均在横向扩张上潜力有限。威士忌是全球烈酒版图上唯一在传播广度、渗透深度上同时达极致的品类，是真正实现全球化、全阶层覆盖的品类，根源在于其历史传播路径、品类优势（原料与工艺的高适配性+桶陈带来的边际溢价）、龙头企业消费场景全能性打造的三重叠加效应。

仅供内部参考，请勿外传

图表 1 各国威士忌销量结构及占烈酒比例趋势



资料来源：欧睿，华创证券

（一）横向传播优势：何以成为全球传播最广的烈酒？

伴随政治经济扩张的历史背景，使得威士忌自带“全球化基因”。一是 18 世纪苏格兰威士忌随大航海时代英国的贸易航线扩散至全球，英语文化圈、英联邦国家及前殖民地构成威士忌消费的基础盘，这是法语区的干邑、西班牙语区的龙舌兰、俄语区的伏特加都不具备的历史红利。二是美国独立战争后，英王乔治三世切断了对殖民地朗姆与糖供应，迫使美国本土大规模发展黑麦威士忌和波本威士忌。这一供应链断裂意外催生了美国威士忌产业，并在 19 世纪中期超越朗姆酒成为美国第一大烈酒，随后反向输出至欧洲、南美及全球。三是 2008 年后日本威士忌在国际大赛上屡获殊荣，打破了“威士忌=西方”的刻板印象，成功将威士忌叙事扩展到东亚文化圈。最后，威士忌是 Old Fashioned、Whiskey Sour、Manhattan、Highball 等经典鸡尾酒的核心基酒，全球鸡尾酒文化的复兴（尤其是北美、欧洲、亚太的精酿酒吧浪潮）使威士忌成为调酒师和消费者最熟悉的烈酒载体，这是白兰地、白酒等"纯饮型"烈酒难以比拟的场景渗透力。

仅供内部参考，请勿外传

图表 2 威士忌发展历程图



资料来源： Malts《威士忌的历史》，新竹丰邑喜来登《威士忌的故事》，Scotch Whisky《Story of Scotch》，新浪尚品《美国威士忌》，长江酒道《美国首任总统退休后竟成了威士忌酒厂老板》，世代典传《消失的苏格兰酒厂》，酒圈网《斯米诺伏特加》，格兰菲迪中国《传承与酒厂》，Nippon《获得全球认可的日本威士忌》，酒讯《2025 TW.WA 酒讯威士忌大赏【全球产区 单一麦芽威士忌】金银铜牌得奖酒款推荐》，新京报《新国标重塑威士忌行业：生产规范升级，消费选择更透明》，华创证券绘制

第二是品类优势突出：原料易得且耐久，生产工艺可复制性强，风味宽度广。

- **原料上，威士忌原料易得且耐久，在全球各国均能本土生产。易得性上，**威士忌以大麦、玉米、黑麦、小麦等谷物为原料，均在温带地区广泛种植、为大宗品，各国都可从国际市场上以低廉价格买到。对比看，白兰地依赖葡萄（19 世纪根瘤蚜虫害导致其丧失在全球烈酒市场的主导地位）；朗姆酒依赖热带甘蔗产区；龙舌兰酒的原材料蓝色韦伯龙舌兰是烈酒原料中生长最慢的品类之一，完整成熟周期为 6-10 年（且仅墨西哥 5 州合法生产）。**耐久性上，**谷物可存放数月甚至数年，不像葡萄需即时加工，使威士忌原料可经运输后在世界各地生产，蒸馏厂不必须建在农田旁边。

- **工艺上，威士忌生产工艺可复制性强，容易移植到世界各地。**威士忌产业存在两种生产体系：一是壶式蒸馏的麦芽威士忌，批量生产、风味复杂；二是连续蒸馏的谷物威士忌，以玉米/小麦为原料，24h 不间断运行。要实现不同成本和风味仅需将两者按一定比例调和（70-80%谷物+20-30%麦芽），做大众市场（如印度 McDowell's）可大量使用廉价谷物基酒，做高端市场（如 Johnnie Walker Blue Label）可调入更高比例的稀有单麦芽老酒。对比看，白酒依赖固态发酵、特定地域的曲药（微生物群落）、老窖池，白兰地仅壶式蒸馏、伏特加仅连续蒸馏，威士忌生产工艺最为灵活。

- **风味上，威士忌风味宽度广，使其对各地菜系均有较强的佐餐适配能力。**威士忌的风味化合物主要来自橡木桶而非原料，如 vanillin（源自橡木木质素降解）贡献香草甜感，lactones（橡木内酯）贡献椰子气息，tannins 贡献结构感和涩度，泥煤烘烤贡

仅供内部参考，请勿外传

献苯酚类烟熏风味。同一蒸馏厂仅通过更换桶型即可覆盖从清淡到浓烈、从甜到咸的全风味。这种风味宽度使威士忌可适配多种佐餐场景，如清淡的嗨棒可搭寿司和海鲜，甜润的雪莉桶可搭有复杂香料的印度咖喱，浓烈的泥煤味可搭油脂感强的烤牛排，焦糖甜感的波本可搭 BBQ 烤肉。对比看，伏特加只能“不干扰”而无法增强食物，金酒局限于植物/海鲜搭配，朗姆酒因偏甜而难切入咸味场景。

图表 3　全球各烈酒品类影响传播能力的因素对比

对比维度		威士忌	白兰地	伏特加	金酒	朗姆酒	龙舌兰	白酒
原料	原料	大麦/玉米/黑麦/小麦	葡萄	谷物/马铃薯	谷物+杜松子	甘蔗/糖蜜	龙舌兰草	高粱/大米/小麦/玉米
	原料可得性	全球谷物大宗商品	依赖特定产区，受气候和病害影响	任何淀粉原料	谷物易得	依赖热带甘蔗产区	仅墨西哥特定品种	谷物易得
		☆☆☆☆☆	☆☆☆	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆☆	☆☆☆	☆☆	☆☆☆☆
	原料成本	低（玉米/小麦便宜）	中高（葡萄种植成本高）	极低	低	低（糖蜜为制糖副产品）	中	中
	产地壁垒	低 可全球移植	中 需特定气候	无	无	中 需热带甘蔗	高 仅墨西哥5州	极高 不可复制
工艺	是否需陈年	至少3年(苏格兰)	至少2年(VS级)	无需陈年	无需陈年	部分陈年	部分陈年	部分陈年
	陈年容器	橡木桶	橡木桶	—	—	橡木桶	橡木桶	陶缸/酒海
	蒸馏方式	壶式+连续	壶式	连续	壶式/连续	壶式+连续	壶式	固态蒸馏
	可复制和规模化	调和威士忌+连续蒸馏	受限于葡萄产量	极简工艺	7天可出品		龙舌兰8年生长期	
		☆☆☆☆☆	☆☆☆	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆	☆☆
风味	风味多样性	烟熏/花果/辛香/甜	果香/木香	追求中性	植物调	甜/热带		酱/浓/清香型
		☆☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆	☆☆☆	☆☆☆	☆☆☆	☆☆☆
	风味可理解性(全球)	香草/焦糖/烟熏	果香	中性=无冲突	杜松子	甜		酱香=难理解
		☆☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆☆	☆	☆☆☆☆	☆☆☆	☆
	鸡尾酒适配	经典极多		只提供酒精度	植物调	甜/热带	玛格丽特等	难融入
		☆☆☆☆☆	☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆
投资价值		成熟二级市场	干邑					仅茅台国内
		☆☆☆☆☆	☆☆☆	☆	☆	☆	☆	☆☆
扩张困难			原料地理限制、成本高	风味窄	风味难理解	原料地理限制	原料地理限制	工艺不可复制、风味不通用

资料来源：KitchPrep《How Is Scotch Made? | From Grain To Cask Truth》，红酒世界网《拿破仑与雨果的挚爱：干邑的十个秘密》转引自中新网，经济参考报《伏特加有什么好喝？》，环球时报《喝荷兰“国酒”金酒有不少学问》，Timber Creek Distillery《How Is Rum Made?》，悟空快酒公众号《老熏说酒丨龙舌兰：墨西哥人把一棵长 12 年的草，酿成了世界五大基酒之一》，天天值得买《解码白酒酿造：工艺精髓与品类特色》转引自新浪看点，华创证券整理

（二）纵向渗透优势：何以全价格带层级覆盖？

威士忌从目前基本实现从口粮酒到拍卖奢品的全价格带覆盖，背后源于其丰富的产品结构的分层设计。威士忌价格低至超市货架$15 一瓶的入门调和型，高至拍卖会 218.75 万英镑成交的 Macallan 1926，跨度达 20 万倍。由于威士忌历史悠久，各制作环节要素演化出不同类型和与之伴随的文化和故事，因而能够支撑其多元的溢价方式。溢价参数主要有桶型、年份、调配方式和产地，参数越高级，对应的生产成本越高。从低到高看，**桶型**上，波本桶→雪莉桶→水楢木桶；**年份**上，无年份→高年份（入门款基本在 12 年）；**调配方式**上，调和麦芽→单一麦芽→桶强→单桶；**产地**上，加拿大→日本→苏格兰→日威限量版。同一品牌中随单参数的升级，价格可提高几十到几百美元不等。

- **调和威士忌具备普惠性：**仅调和苏格兰威士忌就占据全球威士忌市场超三分之一份额，调和威士忌通过麦芽与谷物原酒调配，以极低价格提供顺滑口感，是威士忌能够渗透印度、菲律宾等新兴市场的核心。
- **橡木桶陈酿是威士忌的价值弹性放大器，年份体系下具备天然价格梯度：**威士忌有“酒龄”概念（12 年、18 年、25 年、30 年），桶陈不仅赋予酒体风味复杂度，更创

仅供内部参考，请勿外传

造了时间稀缺性，为消费者提供了清晰的价值锚点，每一级年份升级都对应着桶陈资金占用、天使分享和稀缺性溢价，使威士忌天然具备从“3 年入门”到“50 年拍卖级”的连续增值能力，而伏特加、金酒等不桶陈或短桶陈的品类无法复制这一逻辑。

- **单桶与限量款概念使其具备投资属性：**威士忌是唯一一个拥有拍卖行等成熟二级市场和单桶定制业务的烈酒品类。单桶威士忌因桶号唯一、装瓶数有限，具备类似艺术品的稀缺性，使其具备投资收藏属性。

图表 4 麦卡伦和尊尼获加产品价格梯度及溢价方式

麦卡伦：双桶→雪莉桶→年份→稀有桶→极端年份，价格跨度700倍

产品	价格(USD)	桶型	年份	溢价驱动力
Double Cask 12	$109.99	美国雪莉桶，欧洲雪莉桶	12年	入门单麦芽
Sherry Oak 12	$129.99	欧洲雪莉桶	12年	桶型升级
Double Cask 15	$229.99	美国雪莉桶，欧洲雪莉桶	15年	年份升级
Sherry Oak 18	$449.99	欧洲雪莉桶	18年	桶型+年份双重溢价
Rare Cask	$499.99	精选欧洲、美国雪莉桶	NAS	桶质量溢价
Sherry Oak 25	$3,299.99	欧洲雪莉桶	25年	桶型+年份极致稀缺
M Collection	$6,999.99	—	—	奢侈定位(品牌溢价)
Red Collection (40-78年)	$13000-70000+	—	40-78年	年份到顶+极端稀缺性

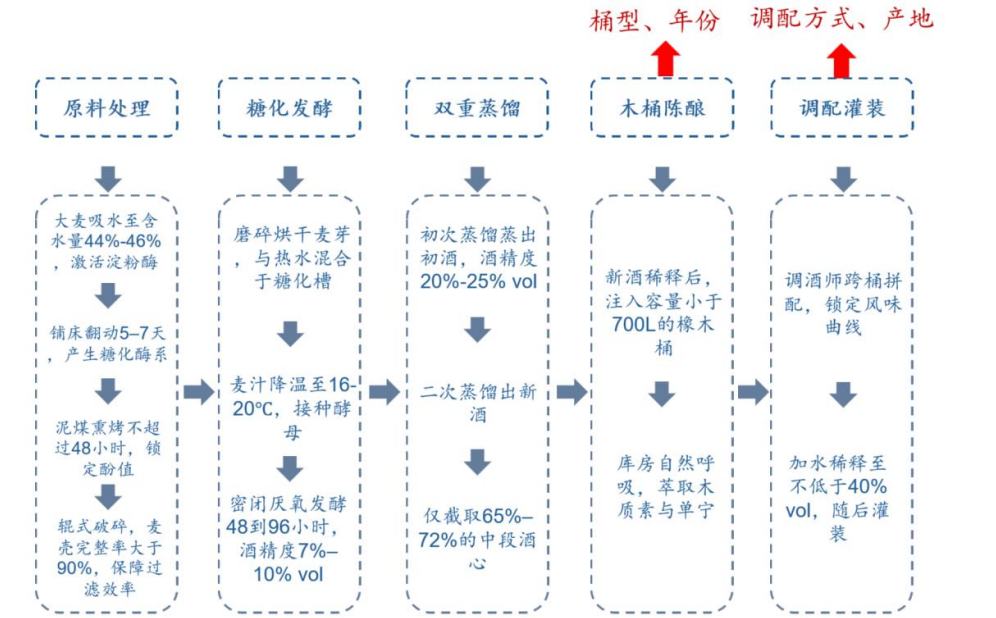
尊尼获加：年份从NAS到含18年以上老酒，调配从调和到含稀有单桶原酒，价格跨度6倍

产品	价格(AUD)	调配	年份	溢价驱动力
Red Label	$45	Blend of Grain and Malt	NAS	基准线
Black Label	$55	Blend of Grain and Single Malt	NAS (12年+)	年份底线
Double Black	$83	Blend of Grain and Single Malt	NAS	纯麦升级
Gold Label Reserve	$103	Blend of Single Grain and Single Malt	NAS (18年+)	高端调配
Green Label	$120	Blend of Single Malt	15年	年份溢价
18-Year-Old	$184	Blend of mix of whiskies	NAS (18+)	稀缺桶与年份溢价
Blue Label	$300	Blend of Special Barrels	NAS	极端稀缺性

资料来源：Christopher Osburn《 The Johnnie Walker Whisky Labels Hierarchy Explained》，themacallan，和丰收酒网，CWSpirits 公开售价，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

图表 5 威士忌各溢价属性与工艺环节对应关系



资料来源：帕洛丁公众号《从田间到酒杯：一粒好大麦如何改变你的啤酒》，发酵人之家公众号《深扒威士忌：从修道院“生命之水”到杯中佳酿，新手也能读懂的专业指南》，今日头条《详解“泥煤”是个啥》，爱采购《对辊麦芽粉碎机有哪几种优点》，Cask Trade HK《威士忌制作及蒸馏过程全解》，调酒笔录公众号《威士忌工艺(蒸馏篇)》，TheBottleBar 公众号《威士忌的科学-壶式蒸馏》，国家标准 GB/T 11856.1-2025，威士忌风味地图公众号《橡木桶系列之一：酒桶为王，威士忌橡木桶的完整解密手册》，华创证券绘制

图表 6 威士忌价格带分布及代表产品

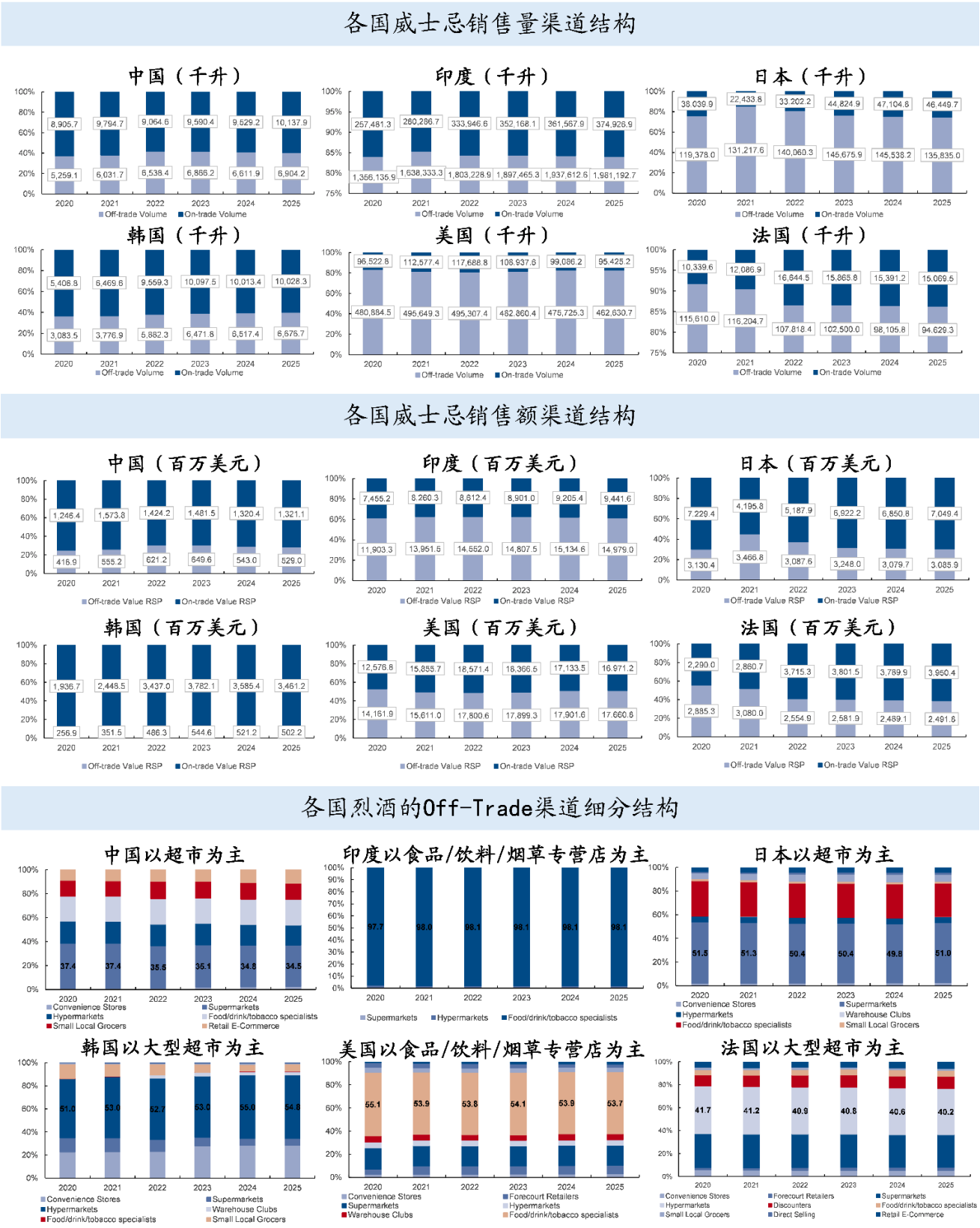
价格带	产品形态	代表产品/市场	功能定位及消费场景
低端（$5-15）	调和威士忌	印度 Officer's Choice（年销超 2,000 万箱）、菲律宾本地调和	大众口粮、高频率消费，Highball、加冰、兑水，门槛低
大众（$20-50）	主流调和/波本	Johnnie Walker Black、Jack Daniel's、Jim Beam	日常饮用（加冰对水）、社交场景
中端（$50-200）	12-18 年单一麦芽	Glenfiddich 12 年、Macallan 12 年、Yamazaki 12 年	品鉴入门、商务礼赠，单一麦芽品鉴、酒厂朝圣、威士忌吧文化
高端（$300-1,500）	18-25 年、日本威士忌	Macallan 18 年、Hibiki 21 年、Yamazaki 18 年	收藏起步、重要宴请
超高端/投资级（$5,000+）	单桶、限量、高年份	Macallan 30 年、Yamazaki 55 年、单桶拍卖	资产配置、单桶定制、拍卖收藏

资料来源：unsobered《Officer’s Choice Whisky Price, Alcohol Percentage & More》，亿点点财识《全球销量排第一的威士忌：达到 3260 万箱，打败尊尼获加、杰克丹尼》转引自腾讯网，Brandmine《Officer's Choice》，CWSpirits 客户端，世界高级品《拍卖史上最贵日本威士忌再现 山崎 55 年海外版价格 6 万美金》，搜狐网《每周认识一支高年份威士忌（32）：为破纪录而生的麦卡伦 1926 60 年》，华创证券整理

部分出于定价区间较宽的特点，威士忌在渗透较高的国家亦能占据从日常饮用到收藏礼赠的各层次场景。威士忌作为舶来品，其渗透一般需场景从社交应酬转向个人悦己，相应地，渠道中 Off Trade 占比提高。日本、印度早已完成转型，韩国亦在疫情期间加速转型，美国处于均衡态，中国仍以社交/应酬场景为主。

仅供内部参考，请勿外传

图表 7 各国威士忌销售量渠道结构及烈酒 Off-Trade 渠道细分结构



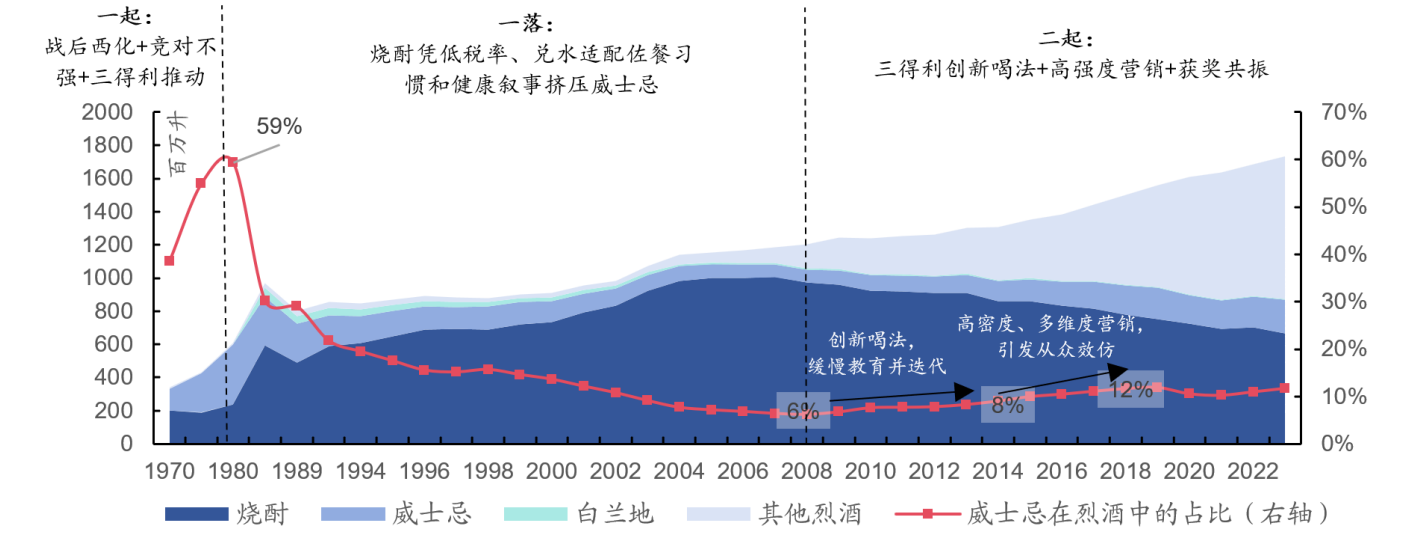
资料来源：欧睿，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

（三）日本启示：本土企业因地制宜运营不可或缺

日本威士忌经历两起一落，两次上行期都有品类优势+经济环境+三得利推动共同作用，第一次上行更偏天时地利人和的历史机遇，第二次上行主要靠人为推动。两次上行中，日本企业的运营细节均值得借鉴。

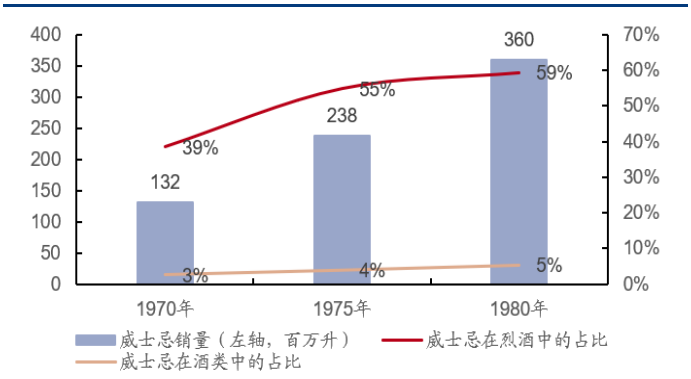
图表 8　日本烈酒销量结构图



资料来源：日本国税局，华创证券

第一起（1960 年代-1983 年）：核心是时点合适（战后西化的宏观环境、本土饮品竞对不强），三得利借势而起。战后日本经济高速增长带动中产阶层扩张，威士忌凭“西化消费符号”属性契合消费升级诉求；三得利借势通过自建 Torys Bar 终端网络培育消费场景，将威士忌从精英渠道下沉至大众餐饮空间。

图表 9　1970-1983 年威士忌销量及占比快速提升



资料来源：日本国税局，华创证券

图表 10　1960 年代-1983 年三得利对威士忌推广方式

	喝法：highball	场景：Torys酒吧
图片		
运营细节	**价格低廉：**1950年代Torys Bar一杯Highball售价约50日元，金酒约100日元，纯饮威士忌约40日元，Highball低于鸡尾酒约50%的价格 **口感适配：**Highball以苏打水稀释威士忌降低酒精度、契合清淡饮用口感，使消费者在享受高端的威士忌的同时契合日本的饮用习惯	**定位亲民：**Torys Bar酒吧刻意采取去身份化的姿态，普通人也能像精英一样品尝西式烈酒 **快速扩张：**首家Torys Bar于1950年在东京池袋开业；至1950年代末，门店数已逾1,000家；1960年代巅峰期约2,000家直营店，另有约35,000家挂牌经营但不隶属品牌的独立酒吧

资料来源：88bamboo《Inside The Japanese Highball Through Every Era: Seven Ways To Put Water Into Whisky with Suntory》，华创证券

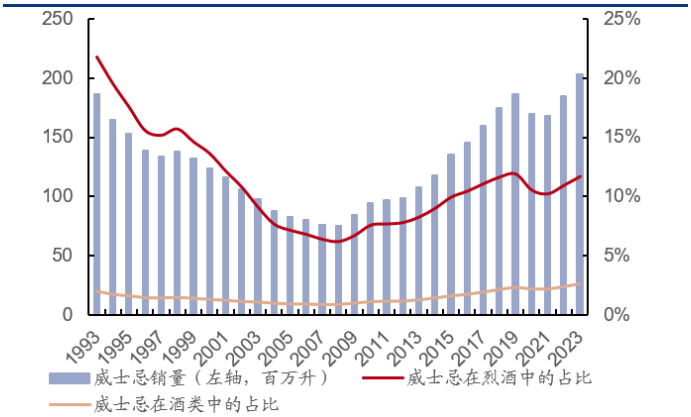
第二起（2008 年-至今）：核心是日本企业超强运作能力（创新喝法+高强度营销+获奖，三者共振），前期对产品打磨到位，并精准定位于取代啤酒；后期在核心时段高密度多维度营销、连环出招，从而顺利引发大众从众和效仿。

- **产品：**在烧酎强势地位下，2008 年起三得利先推动角瓶 Highball 复兴运动，酒精度设计合理，配合低糖、零嘌呤、低热量叙事，使消费者感知为“升级版啤酒”，争夺由啤酒占据的第一杯市场。

仅供内部参考，请勿外传

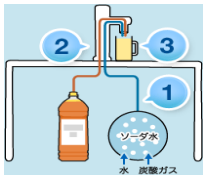
- **营销：**2014 年《阿政》把威士忌从“中老年男性饮品”印象中解放，进一步引入女性与年轻消费群体。紧随其后，2014 年 11 月三得利山崎单一麦芽雪莉桶 2013 年被《威士忌圣经 2015》评为年度最佳，成为首款获此荣誉的非苏格兰产品。

图表 11　2008 年后威士忌销量及占比回升



资料来源：日本国税局，华创证券

图表 12　2008 年后日本企业对威士忌推广方式

	喝法：highball	营销：明星和影视	营销：国际奖项
图片			
运营细节	**饮用方法：**三得利将配方标准化为“3+1准则”，酒精度设计在7-8%区间，被认为是最优酒精度，接近啤酒又保留威士忌风味 **概念：**低糖、零嘌呤、低热量的健康叙事吸引注重健康的年轻消费者	**2007-2011年：**明星加藤小雪代言三得利角Highball **2014年9月：**NHK晨间剧《阿政》（マッサン）播出，以Nikka创始人竹鹤政孝与其苏格兰籍夫人故事为主线，主要收视群体为此前非威士忌消费者的家庭主妇	**2014年11月：**三得利山崎单一麦芽雪莉桶2013年份被《威士忌圣经2015》评为年度最佳，成为首款获此荣誉的非苏格兰产品

资料来源：88bamboo《Inside The Japanese Highball Through Every Era: Seven Ways To Put Water Into Whisky with Suntory》，japantoday《Koyuki shows how to prepare highballs in Suntory commercial》，dekantā《Taketsuru, “The Father” Of Japanese Whisky Gets A Soap Opera Treatment》，三得利官网《Yamazaki Sherry Cask 2013 award “World Whisky of the Year” in Jim Murray’s Whisky Bible 2015》，华创证券

图表 13　居酒屋佐餐酒精类饮品价目表

饮品	常规价格（日元）	酒精度	消费场景
角瓶 Highball	385–550	约 7%	餐饮主推
柠檬沙瓦	399–580	4–7%	年轻消费者
生啤	400–700	约 5%	传统第一选择
烧酎兑水	400–500	10–15%	中高龄消费者

资料来源：日本居酒屋菜单收集、华创证券

仅供内部参考，请勿外传

二、中国威士忌：蓄力十年，临界前夜

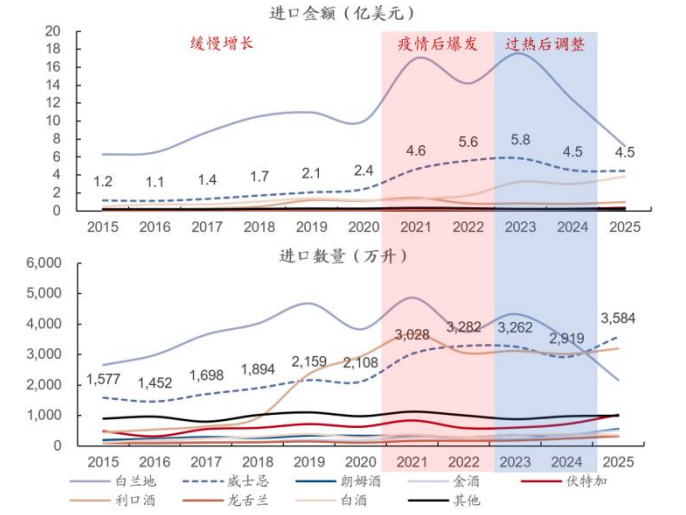
过去十年，威士忌在中国完成了从舶来小众到洋酒第一的稳步渗透，2025 年进口量已超越白兰地，00 后消费者占比高达六成，独饮与夜场娱乐成为核心场景。然而，威士忌多年来渠道集中于夜场，地域集中于华东华南，未能进一步突破，部分源自外资烈酒品牌的品类教育策略导致其始终未能破圈。

但威士忌的爆发条件正在积蓄。品类层面，其饮用方式多元、入门门槛极低，同一品牌覆盖从 30 元到两万元的价格带，“低价买好酒”的认知对年轻群体极具吸引力；渠道层面，白酒调整周期迫使经销商寻找新增量，威士忌进口均价低于白兰地、终端利润有保障，经销商进货意愿提升；产业层面，峡州等本土产能入局，长期将完善价格带布局，并下沉至更广阔的流通渠道。综合判断，中国威士忌正处于爆发前夜，但距离真正破圈仍需十年左右的蓄力期。类比无糖茶从农夫山泉十年布局到疫情后引爆的路径，威士忌同样需要国产品牌完成 12 年以上产品储备、主流渠道铺货，并等待一个大规模品类教育的契机，当前阶段资本开支与营销投入的短期回报承压，正处于品类心智构建的战略投入期，这是锁定威士忌行业长期份额的重要前置成本。

（一）国内现状：绑定独饮和夜场娱乐场景稳步渗透

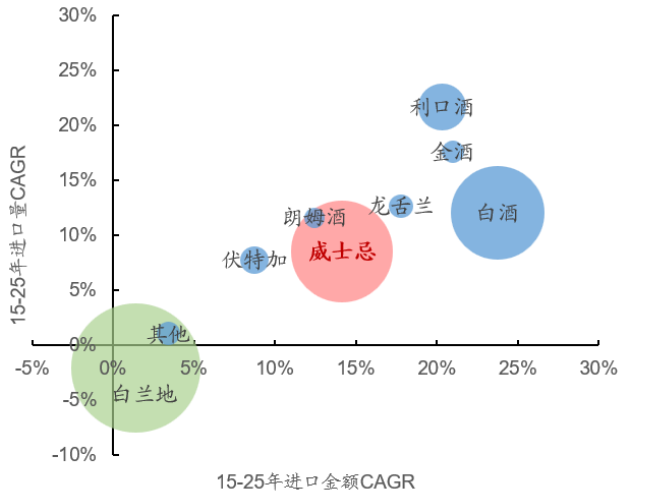
过去 10 年威士忌在中国稳步渗透，20 年疫情加速，到 25 年进口量超越白兰地成为洋酒第一。过去 10 年威士忌进口规模平稳增长，原因一是服务于年轻群体的身份认同，年轻群体已开始认为白兰地是“上一代人的酒”，威士忌则相对时尚；二是随消费者趋于理性，威士忌承接偏贵白兰地的降级需求；三是威士忌口感复杂度高于啤酒，亦承接部分啤酒升级需求。20 年疫情则加速了威士忌渗透，因高端大型夜场的洋酒消费以干邑为主，疫情期间此类夜场封禁较严，但小型酒吧相对宽松，导致原本的干邑消费者在转移渠道后首次尝试威士忌，发现其口感较好后得以沉淀。

图表 14　过去 10 年威士忌进口量额稳步增长，疫情期间得到催化



资料来源：海关总署，华创证券

图表 15　过去 10 年威士忌进口增速在各洋酒品类中居中游



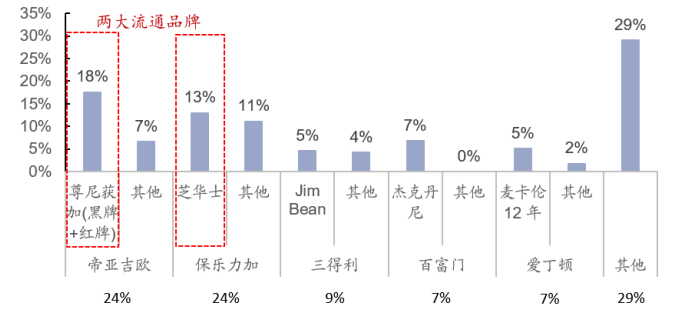
资料来源：海关总署，华创证券（注：气泡大小代表对应产品 2025 年进口额）

帝亚吉欧、保乐力加各以 20%+份额断层领先，两龙头均布局全价格带和全渠道。有别于我国白酒座次分明格局，帝亚吉欧和保乐力加作为国际烈酒龙头，在我国的产品覆盖

仅供内部参考，请勿外传

从大众入门款到资深者高端款的多种定位，渠道覆盖从普通便利店到高档私人会所的各个档次，二者旗下的尊尼获加、芝华士均为我国威士忌主流的流通品牌和标杆品牌。三得利、百富门和爱丁顿各以约 10%的份额居第二梯队，其中三得利和爱丁顿整体定位略高于帝亚吉欧和保乐力加，三得利的山崎、白州和響，爱丁顿的麦卡伦，均为知名度较高的威士忌高端品牌。

图表 16 中国威士忌行业由保乐力加、帝亚吉欧主导，旗下各有尊尼获加、芝华士两大流通品牌



资料来源：嘉世咨询《中国威士忌市场简析报告》，华创证券

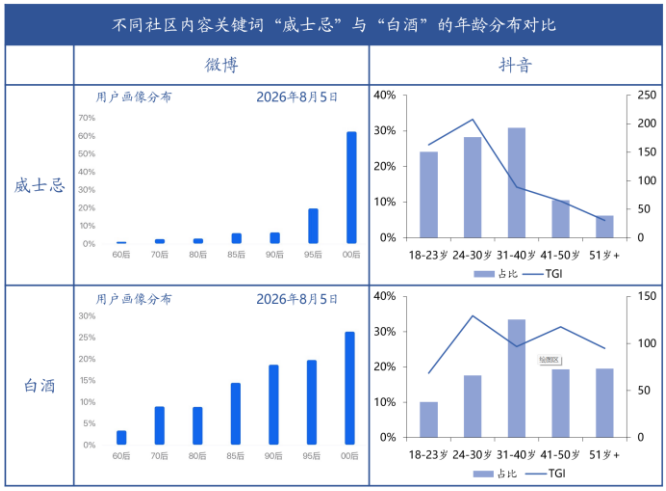
图表 17 帝亚吉欧和保乐力加从百元到千元均有产品布局

价格带	尊尼获加			芝华士		
	规格（ml）	品名	价格	规格（ml）	品名	价格
<100	700	红牌	77			
100-1000	700	黑牌	158	700	12年	151
	700	耀澄	118	500	13年龙舌兰桶/波本桶	163
	700	醇黑	209	500	13年黑麦桶	163
	750	金牌	255	700	水楢	279
	750	绿牌	265	700	15年	289
	750	18年	499	700	18年	329
>1000	750	蓝牌	1325	700	耀	1364
	750	乔治五世	1000	700	25年	1804

资料来源：品牌京东自营店、官方旗舰店（取样规则：京东自营优先于官旗，取优惠后价格），华创证券

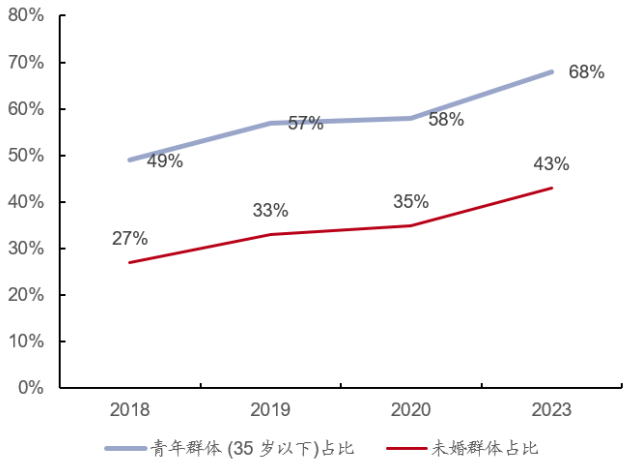
与白酒相比，中国威士忌消费人群更年轻，日场适合独饮场景、夜场则与娱乐场景强绑定。相较白酒，对威士忌感兴趣人群中 00 后占比高达 60%（白酒 25%），且年轻群体占比还在提高。销售渠道上，威士忌以夜场和餐厅为主，华东地区夜场和餐厅占比高达 60%；饮用场景上，威士忌在日场渠道对应独饮品鉴，夜场渠道对应娱乐，整体均出于解压放松目的，商务属性较弱。

图表 18 威士忌消费人群整体较白酒年轻



资料来源：微指数，抖音指数，华创证券

图表 19 威士忌展会的青年群体、未婚群体占比在提高

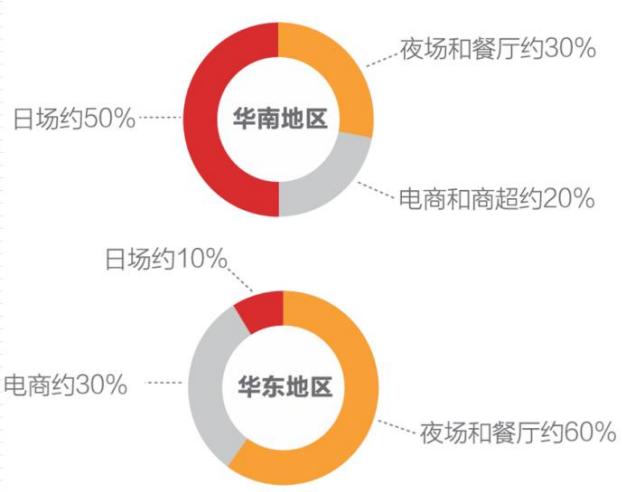


资料来源：WHISKEY L《2024 威士忌年度报告》，华创证券

注：该统计中“未婚群体”指单身&准备结婚&恋爱期

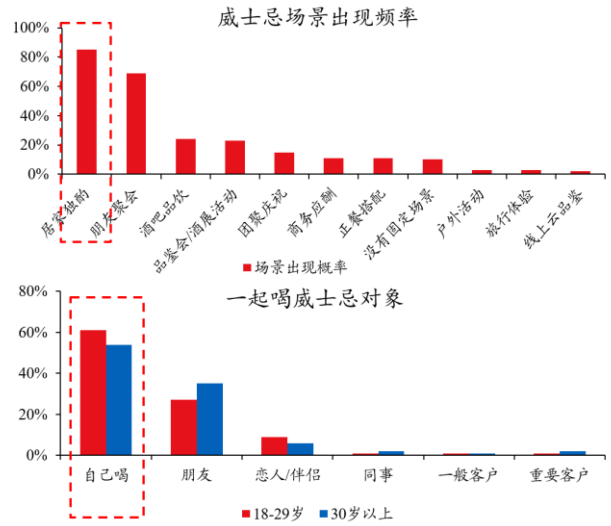
仅供内部参考，请勿外传

图表 20　2023 年威士忌夜场占比较高，华东达 60%



资料来源：WHISKEY L《2023 威士忌年度报告》

图表 21　2025 年威士忌饮用场景中独饮居首位



资料来源：百瓶《威士忌 2025 年度行业报告》，华创证券

（二）发展制约：本土白酒绑定主流场景，外来烈酒的布局策略无法形成正循环

受原料禀赋和早期农业文明技术发现带来的路径依赖影响，中国本土并未诞生类似威士忌的烈酒，而是先诞生了固态发酵的黄酒，在此基础上经外来蒸馏技术融合后产生白酒。各地主流烈酒酿造方式，均为在不同地理与文明环境下解决“如何用谷物酿出烈酒”的过程中，演化出的独立且自洽的技术体系。**其差异的来源，一是地理气候决定的原料禀赋。**苏格兰、爱尔兰属于温带海洋性气候，全年温凉湿润，日照不足，适合大麦生长。中国核心农耕区主粮是水稻、小麦、粟黍，这些谷物口感好、食用价值高，不优先用来酿酒。而高粱出现填补了酿酒专用粮的空白。**二是早期农业文明的偶然发现带来不同的糖化技术，并长期形成路径依赖。**西方先民更多利用“发芽谷物（麦芽）”的糖化特性，与面包制作技术同源；中国先民在储存谷物时发现“发霉谷物”酿酒效果更好，逐步发展出人工制曲技术，并与酱、醋、腐乳等发酵食品形成了完整的东方发酵文明体系。

仅供内部参考，请勿外传

图表 22 中国未诞生本土威士忌的自然条件和历史原因

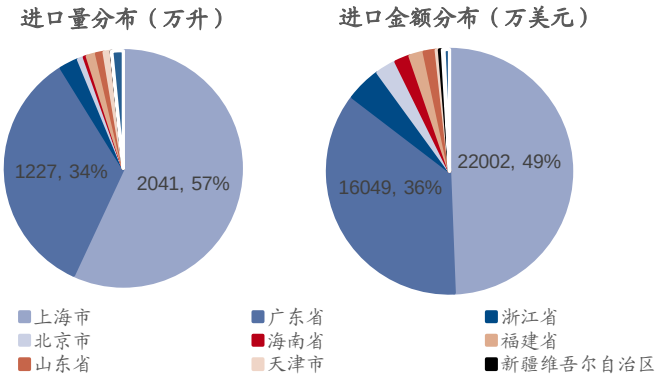
	中国白酒	苏格兰威士忌	分野原因
核心原料	以高粱为主料，搭配小麦、大米等谷物，为酿酒专用粮	以大麦麦芽为核心原料，谷物威士忌辅以玉米、黑麦	中国主粮为稻麦，高粱耐贫瘠、不与主粮争地，适配山地农耕禀赋；欧洲温带海洋性气候适宜大麦生长，大麦是当地传统主粮，天然具备发芽糖化属性
糖化路径	酒曲复式双边发酵，多菌种同步完成糖化与发酵	麦芽单边两步法，先发芽糖化，再接种酵母单独发酵	中国先民发现发霉谷物的酿酒价值，演化出人工制曲技术并形成强路径依赖；西方酿酒与面包工艺同源，延续发芽谷物糖化的技术逻辑，独立演化
发酵工艺	固态多菌群发酵，用窖池 / 地缸，发酵周期长	液态密闭纯种酵母发酵，用不锈钢罐 / 木槽，发酵周期短	白酒传承黄酒固态发酵体系，固态发酵容错率高，适配古代无无菌温控的生产条件；威士忌延续啤酒液态发酵逻辑，纯种发酵更易标准化管控
蒸馏工艺	甑桶固态蒸馏，直接蒸馏固态酒醅，量质摘酒	壶式 / 柱式液态蒸馏，蒸馏液态酒体，馏分划分清晰	蒸馏术传入中国时，固态酒醅酿造体系已高度成熟，遂改造传统蒸具形成甑桶蒸馏；欧洲蒸馏技术直接应用于现成的液态麦芽酒，自然沿用液态蒸馏器具
陈酿体系	陶坛储酒为主，核心作用是老熟去杂，无法定陈酿要求	橡木桶为法定必需，核心作用是木桶赋香，最低陈酿 3 年	中国陶瓷产业发达，白酒本身风味物质丰富，仅需老熟协调风味；欧洲橡木资源充足，橡木桶最初用于酒类运输，偶然发现增香效果，逐步形成法定行业规则
整体演化逻辑	**本土黄酒+酒曲体系嫁接蒸馏术，沿固态路线持续迭代**	**啤酒酿造体系嫁接蒸馏术，沿液态麦芽路线演化发展**	**技术演化存在强路径依赖，两地均在本土成熟酿造体系的基础上升级蒸馏技术，不会推翻原有技术体系从零重建**

资料来源：天天值得买《解码白酒酿造：工艺精髓与品类特色》转引自新浪看点，KitchPrep《How Is Scotch Made? | From Grain To Cask Truth》，华创证券

近现代威士忌作为舶来品传入后，客观上面对本土白酒强势竞争，打法上一被洋酒企业的调酒推广方式弱化了品类认知，二被夜场为主的渠道策略限制了天花板和近年增速。

从竞争环境看，本土白酒企业因深耕本地而有极强的政商关系和渠道覆盖，全球化布局的洋酒企业难在单一市场如此精耕细作。白酒企业深耕本地，凭更强的政商绑定、更深的渠道覆盖，主导了独饮、聚会、礼赠等大部分酒水饮用场景，少数名酒甚至由此发展出金融属性，进一步加固消费者认知，乘中国经济持续高增长之势实现长足发展。而洋酒企业入华早期亦通过买店等高额费用投放打开市场，但受限于白酒的强大地位，仍在中国烈酒中处于小众地位，体现为威士忌地域局限于华东和华南，渠道局限于夜店和 KA，未能深入到中国零售系统中的社区超市、夫妻店等更下沉的业态。

图表 23 广东、上海合计占全国威士忌 91%进口量和 85%进口金额



资料来源：海关总署，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

从打法看，洋酒企业自 90 年代入华后，在品类教育和渠道策略上发力点的性价比不高，仅为单点突破但未形成投入的复利和正向循环。这导致迄今仅实现“洋酒大类”与“夜场娱乐场景”的关联，未能推动任一清晰品类与某一大众主流场景强绑定。

（1）品类认知：以调酒方式整体推广“洋酒”，大众消费者对“威士忌”单品类没有清晰了解。第一，洋酒企业入华后未聚焦某一品类进行教育，甚至通过“加绿茶”等混饮喝法，牺牲酒体本身的丰富风味特征来以推广洋酒。但中国核心的低度酒需求已有啤酒满足，洋酒降度后与之相比并不具性价比，反而是百润彻底放弃酒体品质的预调酒策略更为成功，故调酒打法有效性不佳。第二，低端夜场渠道用酒以鸡尾酒为主，但中国鸡尾酒无论从酒单命名介绍还是线上社媒科普，均不将基酒区隔开来并强调其风味，这一教育机会未被有效利用。第三，近年线上社媒 DIY 调酒帖也将各类基酒混同、不做区隔。以上打法导致大众消费者对“威士忌”单品类无清晰认知。

- **据里斯咨询，**中国大部分消费者对“洋酒”具体酒种及其区别并不了解，只是将国外进口、度数较高的、相对高端的酒产品统一归为“洋酒”，并与 KTV、夜店等娱乐场所绑定。
- **从社媒评论看，**白兰地已形成初步的场景绑定和品类认知，消费者公认白兰地有果味、适合佐餐或亲密场景、高端奢华；其他洋酒品类则认知均较模糊，即便爱好者也仅有“威士忌有麦芽香、适合品饮”“伏特加酒精感纯净、适合做基酒”等模糊感受，非爱好者对几大洋酒种类都处于认知空白状态。

图表 24　洋酒企业的营销方式、产品在渠道的呈现方式，均无助于消费者对洋酒单品类形成认知

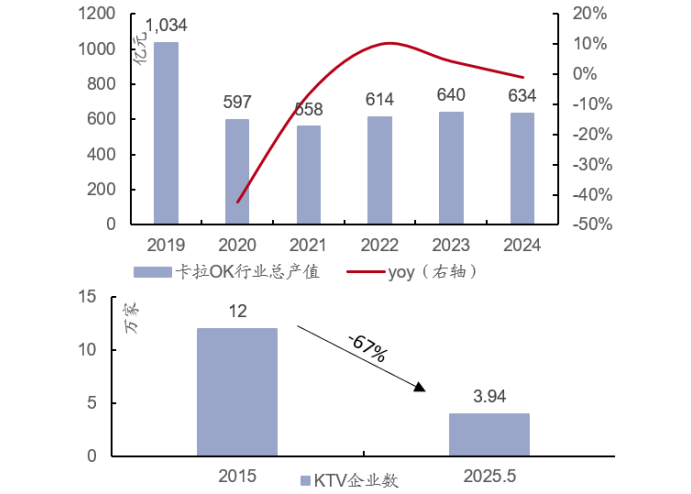


资料来源：华尔街日报《Whisky and Tea: An Unexpected Match Made in Heaven》，爱茜文化公众号《绿茶和威士忌的那些事》，小红书芝华士 CHIVAS《江湖再见，义气再现》，数局公众号《朴睿铂尔：2022 中国一线城市洋酒消费洞察报告》，小红书 Bar Leone《这次他将五杯限定留给了家丨内含限定酒单》，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

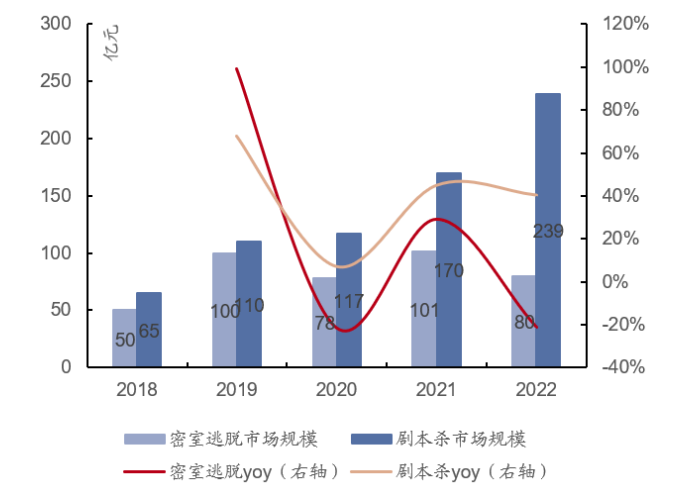
（2）消费场景：洋酒以夜场渠道切入，但夜场在中国仅服务于主流人群之外的娱乐场景，消费天花板有限；传统夜场近年被不依赖酒水的新型体验型业态冲击，进一步给洋酒增长带来压力。第一，横向对比，日本居酒屋兼具餐饮功能，美国酒吧文化浓厚，白酒在中国通过绑定商务和宴席等主流场景占据日间餐饮酒水消费，洋酒在中国占据的夜场渠道（夜总会、大型夜店、酒吧、KTV 等）仅服务娱乐场景，相对低频小众。第二，高端夜场虽纯饮为主，但仅限于小众富裕人群，并非经济上行和贫富分化加剧期的消费主力；低端夜场受限于人群消费力，需提供更多高毛利率的鸡尾酒来支撑单店经营，洋酒消耗量亦有限。这两点制约了洋酒在中国的天花板。第三，近年传统夜场体验单一、更新迭代有限，密室逃脱、桌游、剧本杀、手工作坊、轰趴馆、汤泉等无酒水消费习惯的新潮体验型业态涌现，进一步分流年轻群体有限的娱乐时间，给洋酒增长带来压力。

图表 25　传统 KTV 等依赖酒水的娱乐业态持续衰退



资料来源：中国传媒大学音乐产业发展研究中心《2025 中国音乐产业发展总报告》，华创证券

图表 26　密逃等不依赖酒水的线下娱乐业态涌现



资料来源：艾媒咨询《中国密室逃脱行业发展状况与消费行为调查数据》，艾媒咨询《2025-2029 年中国情绪经济消费趋势洞察报告》，华创证券

（三）发展契机：更低的饮用和购买门槛、较强的渠道意愿均为重要支撑

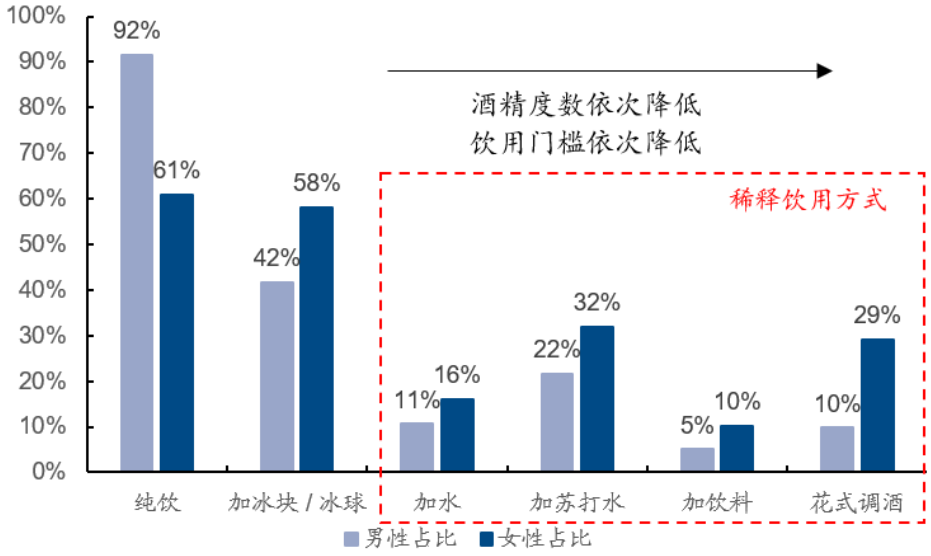
过去多年的品类教育虽成效一般，但在爱好者自发推动及自身品类优势加持下，威士忌迄今仍积累了良好的发展土壤，后续在白酒成熟存量契机下渠道推力也会边际增强。

（1）消费者意愿上，当今中国威士忌已在饮用方式、购买门槛上形成相对白酒的品类优势，逻辑上很容易成为年轻人的第一口烈酒。

- **首次饮用门槛低：威士忌有多种稀释饮用方式，不同方式可选性强、无高下之分，对饮酒小白入口门槛更低，有机会从调酒入坑后再逐步进阶。**威士忌有纯饮、加冰、加水、调酒四种方式，对酒体本身风味的改变依次增大，饮用门槛依次降低。从社媒看，饮用方式选择逻辑分两层，一是消费者饮酒能力和偏好，越资深者越能够且偏好纯饮；二是场景气氛，部分消费者在聚会开始气氛冷清时调酒、气氛升温后换纯饮。整体上爱好者各有所爱、观念包容，并无“一定要纯饮”的规矩限制。

仅供内部参考，请勿外传

图表 27　2024 年调研显示有相当比例消费者偏好稀释饮用方式



资料来源：百瓶《2024 年百瓶威士忌用户行为调研报告》，华创证券

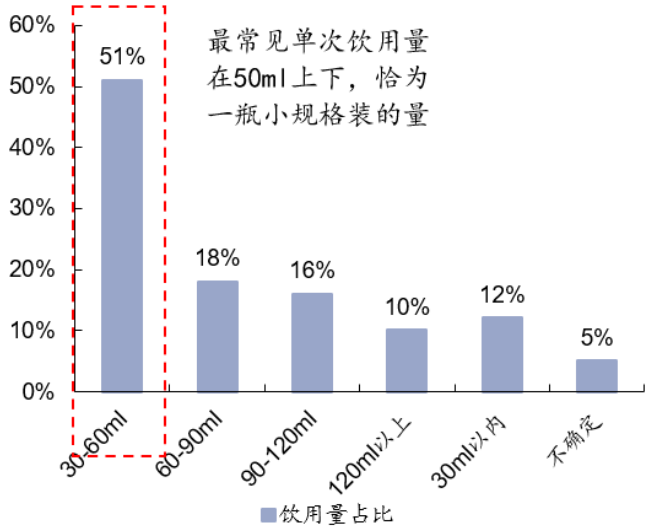
- **首次好酒购买门槛低：洋酒企业多用同一品牌覆盖多价格带，使威士忌兼具更高档形象和更低购买门槛，易吸引年轻低收入群体出于“低价买到好品质酒”做出第一口尝试。**从电商零售价看，威士忌顶端品近 20000 元/700ml（麦卡伦 25 年经典雪莉桶），远超高端白酒；高端品近 2000 元/700ml（芝华士 25 年），与茅台普飞相仿。这些产品立稳了品牌形象。但再往下，白酒出现次高端、中低端等分化，各品牌占据各价格带、互不重叠。威士忌的主导品牌则仍与顶端和高端品牌一致，标杆品约 150 元/700ml（芝华士 12 年），仅与盒装白酒起步价相仿；日场渠道有 30 元以下 50ml 装，同价位白酒仅有液态法光瓶酒。因此部分消费者有“用同样价格能买到的威士忌比白酒好”认知，其第一口烈酒更愿意尝试洋酒而非白酒。

图表 28　各类日场渠道均有 50ml 小规格洋酒陈列

渠道	品牌	品名	价格(元)
罗森便利店	Tanqueray 添加利	伦敦干金酒	22.0
	Bombay Sapphire 孟买蓝	金酒	18.9
	Baileys 百利	百利甜酒	15.8
	Baileys 百利	百利草莓利口酒	22.0
	Veuve Monglard	椰子风味朗姆酒（限量版）	18.9
	Sawow 莎娃	辣椒橙味利口酒(配制酒)	18.9
	Bacardi 百加得	超级朗姆酒(Superior)	21.8
	孟买BOMBAI	蓝宝石金酒	31.6
	疯狂三角	疯狂三角白朗姆酒	19.8
	疯狂三角	疯狂三角金酒	19.8
	五粮液	火爆浓香型白酒	12.9
	江小白	果立方蜜桃味果汁酒	9.9
	Chivas Regal 芝华士	12年苏格兰威士忌	28.6
盒马	Don Julio 唐胡里奥	白标龙舌兰 Tequila Blanco	37.9
	Tanqueray 添加利	伦敦干金酒	12.9
	Bacardi 百加得	白朗姆酒 Carta Blanca	17.9
	Malibu 马利宝	椰子朗姆风味配制酒	12.9
	Baileys 百利	草莓奶油味甜酒	16.9
	Jim Beam 金宾	波本威士忌	23.9

资料来源：草根调研（2026 年 7 月），华创证券

图表 29　2025 年调研，洋酒最常见单次饮用量在 30-60ml，恰为一瓶小规格装的量

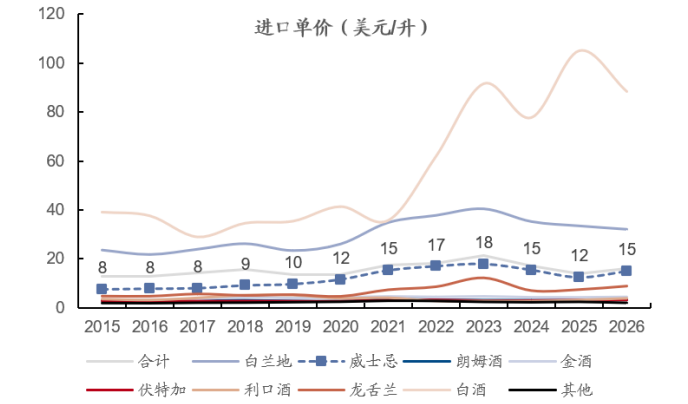


资料来源：百瓶《威士忌 2025 年度行业报告》，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

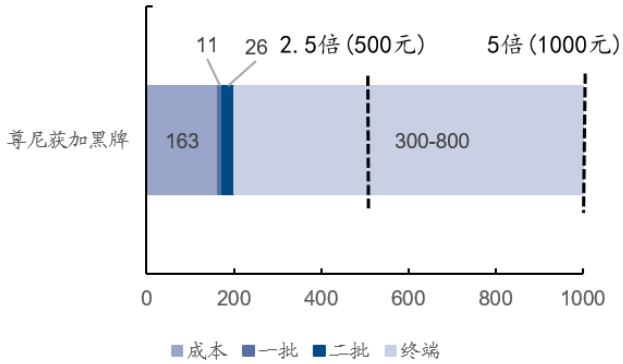
（2）渠道意愿上，白酒处于调整周期，白酒经销体系急需找寻新的增长品类弥补白酒收入下滑，长期具有推广洋酒意愿。从进口价格看，威士忌进口均价 15 美元/升，低于白兰地 32 美元/升。从渠道分利看，一批、二批利润率分别在个位数，终端利润率不超 20%，终端据场所档次加价在 2.5-5 倍不等，夜场较日场更高，即终端利润基本均有保障。

图表 30　威士忌进口均价低于白兰地



资料来源：海关总署，华创证券

图表 31　尊尼获加黑牌渠道分利（2026 年）



资料来源：渠道调研，华创证券

此外，新一代消费者饮酒的低度化趋势、峡州等本土产能入局，均为我国威士忌发展的长期有利因素。但判断后续斜率最快时点至少需在 10 年后。首先，国产品牌需将产品、渠道均准备扎实，产品上至少需拥有 12 年产品，渠道上至少需在主流日场和夜场少量铺货。这期间投入产出比会很低、目的在为后续蓄力。在此基础上，需等待合适契机进行一轮大规模引爆，由此带动全行业共同投入费用来教育消费者，并借消费者的自发传播实现快速渗透，这时首个引爆者将掌握主动权，成为行业增量的最大获得者。

可类比无糖茶的沉淀与爆发。农夫 2010 年起对东方树叶持续的产品打磨和渠道铺设是基本支撑；2020 年后借疫情契机进行“自制健康饮品”的内容营销，初步引爆后吸引更多无糖茶品牌推出新品共同进行品类教育，才得以完成一个新品类的渗透。威士忌亦可借鉴这一路径。

（四）理论空间：预计中国威士忌 300 亿出厂规模，较 2025 年仍有 5 倍增量空间

测算得中国威士忌理论消费量约 30 万千升，理论出厂规模约 300 亿元，较 2025 年仍有 5 倍的增量空间。测算方法及核心假设：**1）方法 1：**对标世界威士忌在酒精饮料市场规模中占比 7%，假设中国占比 4%，得到出厂规模 385 亿元；**2）方法 2：**假设当前中国威士忌总设计规划产能 30 万千升全部投产，与进口量相加，得到总消费量 34 万千升，对应出厂规模 292 亿元；**3）方法 3：**对标世界威士忌人均饮用量 0.5 升/人，假设中国青年人口人均饮用量达到该水平，其他人口人均饮用量在该水平的 1/4，得到中国人均饮用量 0.23 升/人，对应出厂规模 287 亿元。

仅供内部参考，请勿外传

图表 32 中国威士忌理论空间测算

方法1：对标世界市场份额			
	单位	值	备注
25年酒精饮料出厂规模	亿美元	1,511	
25年威士忌出厂规模	亿美元	6.6	
25年威士忌占比		0.4%	
世界平均威士忌占比		7%	
假设中国威士忌占比		4%	假设比例达到世界平均的1/2
预计威士忌出厂规模	亿美元	55	
预计威士忌出厂规模	亿元	385	
出厂规模空间（倍）		*7.3*	

方法2：规划产能			
	单位	值	备注
25年中国威士忌产量	万千升	6.0	中酒协理事长发言
25年中国威士忌进口量	万千升	3.6	海关总署
25年中国威士忌总消费量	万千升	10	
中国总设计产能	万千升	12	中酒协理事长发言
中国总设计规划产能	万千升	30	中酒协理事长发言
预计总消费量	万千升	34	
总消费量空间（倍）		*2.5*	
假设出厂单价	美元/升	12.4	取中国25年海关总署威士忌进口单价；欧睿25年世界威士忌平均出厂单价为13.9美元/升，差距较小
预计威士忌出厂规模	亿美元	42	
预计威士忌出厂规模	亿人民币	292	
出厂规模空间（倍）		*5.3*	

方法3：对标世界人均饮用量			
	单位	值	备注
25年中国人均饮用量	升/人	0.07	
25年世界人均饮用量	升/人	0.5	
假设中国人均饮用量	升/人	0.23	
中国人均饮用量空间（倍）		*2.4*	
青年人口数量	亿人	4.0	第七次全国人口普查
假设青年人口人均饮用	升/人	0.5	假设达世界平均水平
其他人口数量	亿人	10.4	第七次全国人口普查
假设其他人口人均饮用	升/人	0.13	假设达世界平均水平的1/4
预计中国总饮用量	万千升	33	
假设出厂单价	美元/升	12.4	取中国25年海关总署威士忌进口单价
预计威士忌出厂规模	亿美元	41	
预计威士忌出厂规模	亿人民币	287	
出厂规模空间（倍）		*5.2*	

资料来源：欧睿，海关总署，北京商报《中国威士忌规划产能30万千升》，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

三、破局路径：延承创新，十年破晓

我们认为国产威士忌的破局需两端发力，即低价破圈、中高价承接；产品和渠道需借力本土特有禀赋，走出新路。当前国产阵营呈一超多强格局，百润积极进行打法探索和尝试，是国产威士忌的引领者。

（一）国产路径需两端发力：低价破圈+中高价承接

我们认为，国产威士忌在总体战略上需走“低价破圈+中高价承接”路径，两端同时发力。入门低价产品的毛利率会低于高价产品，但作为品类用户池的入口，低价入门产品承担获客职能，通过培育消费习惯，逐步引导客户消费向中高端价格带转化。高价产品则天然需具有稀缺性和圈层属性，无特定条件加持短期无法走量，主要作用是建立品牌认知。中价产品则能兼顾量利，预计将成为营收的最大构成。

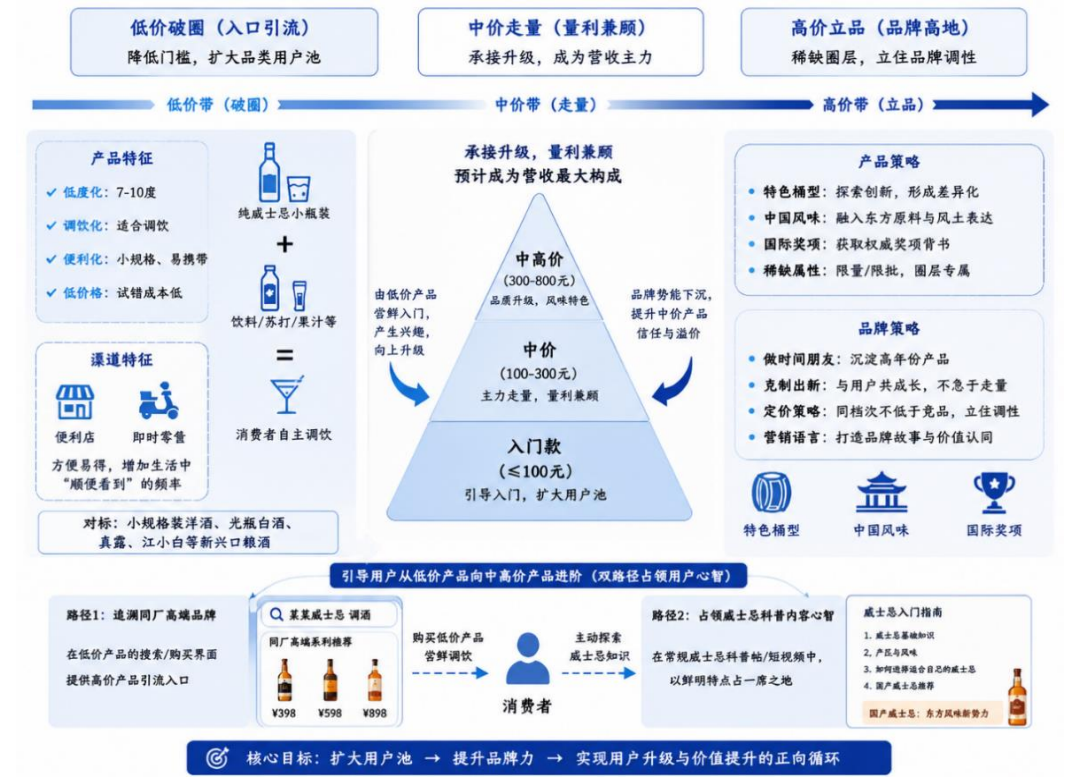
- **一端以低度化、调饮化、便利化的低价产品，引导大众入门。**传统威士忌酒精度 40%+、且纯饮或加冰的饮用方式，对大多数中国消费者而言存在口感辛辣不适、缺乏饮用场景、试错成本高的问题。因此有必要降低饮用门槛，让大众以 7-10 度调饮方式在佐餐、聚会等大众消费场景摄入第一口。这步本质是鸡尾酒，但为与预调鸡尾酒错开，以及强调“威士忌”成分，可提供纯威士忌产品，通过门店端设置标识、捆绑销售等方式引导用户搭配饮料自主调饮。这步产品需低价、小规格、易携带，渠道需方便易得（在中国，以便利店、即时零售为主），尽可能增加消费者在生活中顺便看到的频率，可对标小规格装洋酒、光瓶白酒、真露和江小白等新兴口粮酒。

- **另一端以特色桶型、中国风味、国际奖项标签打造中高价格带产品，承接由低价产品尝鲜后入坑的少数爱好者。**建立在不差的产品基础上的营销和品牌建设，对威士忌相当重要，因威士忌陈年越久未必口感越好，且即便是爱好者也很难品鉴出细微差别，消费者对口味的评价更多受品牌营销和 KOL 评价的影响。国产威士忌相比外资品牌的口感并不差，短板就在于年份和历史偏短，导致营销缺乏素材，品牌力偏低。因此，国产威士忌需一边以做时间朋友的心态，沉淀高年份产品；一边克制出新，与用户共成长。产品补齐之前，每款出新都需围绕品牌打造去做，而不急于走量，如定价上同档次产品不低于竞品，以确立品牌基准形象；探索桶型、风味和营销语言的创新，逐步建立品牌差异化。

- **同时引导用户从低价产品向中高价产品进阶。**第一步调酒购买后，会有部分消费者由此对威士忌产生兴趣，1）追溯到该款产品同厂的高端品牌，2）或直接搜索威士忌相关知识。国产威士忌厂商需在这两路径中均牢牢占领用户注意力，即 1）在第一步低价产品的搜索界面提供高价产品的引流入口，2）在常规威士忌科普帖中以鲜明的特点占一席之地。

仅供内部参考，请勿外传

图表 33 国产威士忌总体战略示意图



资料来源：华创证券绘制

（二）日本借鉴与创新：产品引导 DIY 调酒，渠道走“线上种草+多元触达”新路径

复盘日本威士忌发展历史，中国可复制产品策略，但渠道策略需自主创新，走“线上种草+多元触达”的新路径。中国在产品上建议以引导消费者 DIY 调酒替代日本的现制 Highball，在此基础上基于自身特色的社媒生态和电商/O2O/日场渠道网络，走“线上种草+多元触达”的新路径：以线上内容种草代替日本的线下居酒屋教育，以电商/O2O/日场代替日本的餐饮即饮渠道，从而以独酌/朋友小聚等场景代替居酒屋佐餐场景。这是一条未被验证过的路径，但其基础设施条件（社交媒体覆盖率、电商渗透率、便利店和量贩零食店密度）在中国已经远超日本威士忌破圈时代的水平，具备可行性。

- **产品上，三得利实际创造了“Highball”鸡尾酒并让威士忌成为与其绑定的基酒，而中国餐饮渠道鸡尾酒倾向用伏特加、金酒、朗姆等基酒，故中国要普及威士忌调酒需让消费者 DIY 调酒。**三得利初期未照搬苏格兰配方，而是进行口味改良+饮用方式创新，使产品口感逼近国民口味的最大公约数。其一，其根据日本人的口味偏好进行了大量改良，如降低泥煤烟熏感、强化甜润顺滑度、适配佐餐场景等；其二，通过创新“水割”（加水）和“Highball”（加苏打水+柠檬）喝法，将实际饮用度数降至 7-15 度，使威士忌实际扮演了日本鸡尾酒中的重要基酒角色。而在中国，夜场渠道的鸡尾酒种类繁多，且基酒倾向伏特加、金酒、朗姆等品类，威士忌存在感有限。所以，在中国需创造一种居家易调的威士忌调酒形式，并培育消费者自主调酒。

- **渠道上，日本有覆盖全民的居酒屋网络，但中国夜场渠道体量小，全民性的餐饮网络已被啤酒和白酒占据，因此无法直接复制。截至 2021 年，**日本全国有约 10 万家居酒屋（含连锁和非连锁），且有全民性、高频性，即几乎所有社会阶层都有去居酒屋的习惯，上班族每周 2-3 次居酒屋消费是常态。而在中国，洋酒消费主流渠道即

仅供内部参考，请勿外传

夜店的体量并不大，2025 年酒吧 6 万家，KTV 从 2015 年顶峰 12 万家萎缩至 2025 年不足 4 万家，这些传统夜店价格畸高（洋酒加价 2.5-5 倍）、客群狭窄（年轻人+高净值人群）。新型酒馆业态则体量过小，海伦司作为中国最大的连锁小酒馆品牌，2021 年顶峰时约 700+门店，2022 年后收缩，目前仍在恢复中，即便恢复至 1000 家门店，与日本 10 万+居酒屋密度相比仍偏小。

- **渠道上，中国需发挥本土特有的内容社交、电商及 O2O 渠道优势，可尝试“线上内容种草+电商/O2O/日场转化”路径。**中国拥有全球最强的内容社交传播生态，以及电商和 O2O 即时零售基础设施。酒类可延展的内容形式多，内容平台的品鉴笔记、开箱视频、调酒教程、产区探访等均可激发用户对威士忌的好奇心，起“种草”即消费者教育作用。种草后的购买途径有三：一是电商，用户直接从线上内容跳转到一键下单购买，满足买大瓶囤着喝的需求；二是 O2O，如歪马送酒、酒小二等，在电商基础上将履约时效从几天缩短到几十分钟，满足即饮需求；三是日场，如大型 KA、便利店和量贩零食店等，让用户可看到、把玩酒瓶甚至试饮，给“有闲”用户更分丰富体感后再购买。

图表 34　中日威士忌即饮渠道性质对比

维度	日本（1960s-1980s破圈期）	中国（当前）
大众即饮渠道	居酒屋（近10万家，全民覆盖）	无对等业态(夜店体量小，且以便宜基酒的鸡尾酒为主）
价格及定位	大众佐餐社交（客单价50-200元）	夜店高端/酒馆低价，中间带缺失
消费频次	每周2-3次	每月1-2次或更低
酒+餐融合度	高度融合，Highball佐餐是标配	白酒配中餐、啤酒配烧烤，威士忌无天然搭配
渠道集中度	分散，百万家小酒馆各自独立	KTV/夜店由少数连锁+区域品牌把控

资料来源：日本总务省统计局，华创证券

（三）百润股份：国产阵营中规模优势明显，品牌与场景培育仍需沉淀

1、百润优势：产能领先、打法清晰、渠道可与 RIO 协同

目前，国产威士忌品牌产能格局呈一超多强格局，产品策略分为全价格带和单点突破两类。产能上，百润（嵊州+百利得）拥有 67750 吨设计产能、近 60 万桶陈规模，产能超过所有其他国产酒厂的总和。大芹两处酒厂年产能约 3 万吨位居第二梯队，其余玩家产能均在万吨以下。产品策略上，百润从 30 元（50ml 试饮装）到 1499 元（蒙古栎桶单一麦芽）全价格带覆盖，大芹、高朗、叠川等则各自聚焦一个价格区间（大芹 200-2960 元、高朗 200-700 元、叠川 888-1488 元），尚未形成完整的产品矩阵。

仅供内部参考，请勿外传

图表 35 国产威士忌主要品牌及产品矩阵（截至 2026 上半年）

品牌	母公司/资方	所在地	投产时间	设计产能	品牌定位	主力产品	价格带(元/700ml)
嵊州	百润股份	四川邛崃	2021年	67750吨/年	国产高端单一麦芽	创世版、致风味系列、PX雪莉桶桶强	236-1499
百利得	百润股份	四川邛崃	2025年（上市）	同上产能	大众调和威士忌	百利得22、百利得66	200-400
大芹	云顶酒业	福建漳州；广东惠州	2016年	12000吨/年；20000千升/年	中端性价比单一麦芽	经典款、优选款、双桶珍藏、波本单桶	200-2960
高朗	高朗集团	湖南浏阳	2020年	400万升/年	中端单一麦芽	2024年末5款新品	200-700
叠川	保乐力加	四川峨眉山	2021年	400万瓶/年	国际高端	叠川纯麦芽威士忌、PX过桶熟成款、酒厂珍藏体验款	888-1488
吉斯波尔	吉斯波尔酒业	山东烟台	2013年	3000吨/年	国产先驱/性价比	国潮国威、国风国威、国粹国威等	48-1000+
云拓(洱源)	帝亚吉欧	云南大理	在建	230万升/年	国际巨头本土化	未上市	—
郎酒(高桥)	郎酒集团	四川峨眉山	在建	10000吨/年	白酒跨界	未上市	—
青岛啤酒	青岛啤酒	山东青岛	在建	2500吨/年	啤酒跨界	未上市	—

资料来源：猎酒党公众号《2026 中国威士忌酒厂地图：西南顶流、东部新贵、北方黑马与独立匠人》，正金网《百润“逆行”，何以应对这四大挑战？》，今日头条《嵊州旗下百利得品牌正式版产品上市，首次进军流通领域》，大芹威士忌，威坊威士忌生活公众号《深耕闽山十余载，大芹威士忌：中国本土威士忌的破局先行者》，浏阳市省级农业科技园区管理委员会，京东客户端，新华网《酒业新局：威士忌产业 AB 面》，小食代《保乐力加首款中国原产威士忌终于上市 我们与全球和中国 CEO 聊了聊》，吉斯波尔精酿蒸馏厂《进口酒变局下，国产威士忌将迎来怎样的机会？》，财讯网《吉斯波尔-国产威士忌，与波本同源的“雕堡桶”》，云南省农业农村厅，帝亚吉欧，乐山发布《项目建设“拉满弓”！看峨眉拼经济的实干图景》，威士忌风味地图公众号《白酒巨头集体“跨界”威士忌：一场赛道卡位战》，青岛啤酒五厂百万千升精酿啤酒生产基地（一期 60 万千升）(监理）招标计划，华创证券整理

因此，百润目前在国产品牌中已拥有产能优势和打法优势，同时借助 RIO 预调酒的全国网络，还有渠道协同优势。产能上，百润自 2021 年起持续灌桶，截至 2025 年末累计桶陈规模近 60 万桶，且每年仍在以约 10-20 万桶的速度增加，先发优势将随时间推移持续扩大。**打法上，**百润培育了高端品牌嵊州和大众品牌百利得，前者是品牌标杆，后者承担用户获取和规模放量作用，可覆盖威士忌饮用上各级段位人群。**渠道上，**百润凭 RIO 积累了经验证的、高效的快消品分销体系和经销商关系网，可直接复用于百利得；嵊州需从 0 开拓渠道，但凭借自有产能带来的成本优势，初期可给予慷慨的渠道分利，亦可顺利导入。

仅供内部参考，请勿外传

图表 36 百润威士忌产品时间线

上市时间	品牌	酒精度	规格	品名	类型	价格	备注
2024/11/20	峡州	46	700	创世版	单一麦芽	399	融合八种桶型的匠心原酒
2024/11/20	百利得	43	700	创世版	单一调和	399	
2025/1/23	峡州	53	700	雪莉荟萃	单一麦芽	799	首个小批次产品，限量5699瓶
2025/3/19	百利得	40	700/500/125/50	22	单一调和	129、109、101.7/3、65.7/3	采用2次蒸馏、2次熟成工艺
2025/3/19	百利得	40	700/500	66	单一调和	259、219	汇聚6大桶型，6大工艺
2025/6/19	峡州	40	700	甄选	单一麦芽	239	全新流通产品系列，天猫/京东/小红书/抖音/快手/有赞六大官方店铺有售
2025/6/19	峡州	46	700	STR红葡萄酒桶	单一麦芽	279	
2025/6/19	峡州	46	700	菲诺雪莉桶	单一麦芽	359	
2025/6/19	峡州	50	700	泥煤波本桶	单一麦芽	339	
2025/6/19	峡州	66	700	阿蒙蒂亚雪莉桶桶强	桶强单一麦芽	559	
2025/9/19	峡州	53	700	蒙古栎桶	单一麦芽	1499	限量1499瓶
2025/11/1	峡州	40	50	甄选	单一麦芽	18.9	
2026/2/10	峡州	66.8	700	PX雪莉桶	桶强单一麦芽	559	

资料来源：小红书峡州烈酒旗舰店，天猫/京东公开售价，华创证券

2、百润不足：核心是产品矩阵与品牌建设仍需时间沉淀

当前百润在产品品质上不输国际品牌，但由于成立时间有限，产品矩阵尚不完整，品牌建设不足。威士忌终究是“时间的朋友”，国产力量仍需至少十年来沉淀高年份产品与品牌认知，方能在品类爆发的临界点到来时掌握主动权。参考噶玛兰发展节奏（2005 年建厂、2006 年出酒、2008 年首款上市、2010 年获奖、2015 年前后品牌成熟），威士忌业务从投产到建立品牌溢价大约需 10 年。百润 2021 年投产，按这一节奏预计 2031 年前后方可进入品牌收获期。

- **产品矩阵上，缺乏高价格带产品。**日本三得利的产品线从角瓶（入门调和）→ 白州/山崎无年份（进阶单一麦芽）→ 山崎 12 年/18 年/25 年（高端年份），升级路径完整，消费者可以在同一个品牌体系内逐级向上。国产威士忌中，以布局最完善的百润为例，目前百利得（200 元以下）和峡州致风味（200-400 元）覆盖入门带，峡州桶强（500-600 元）覆盖中端带，但 600 元以上的高端价格带仍缺乏流通产品。

- **品牌建设上，百润社媒占位、奖项数量、品牌周边建设均不足，品牌故事尚不完整。社媒占位上，**百润虽在行业内备受关注，但在大众消费者端的品牌认知仍低，在小红书搜索“威士忌推荐”，前 100 条内容中进口品牌（麦卡伦、格兰菲迪、山崎等）提及频次是国产的 10 倍以上。**奖项数量上，**百润仅峡州泥煤波本单一麦芽威士忌在 2025 年获 IWSC 98 分（近乎满分），较国际品牌还相当少。**品牌周边建设上，**百润的威士忌线下体验和文化基础设施单薄，截止至 2026 年 7 月仅拥有邛崃峡州体验中心（2025 年 4 月开园），及上海、广州的两家峡州吧。作为对比，噶玛兰在宜兰的酒厂体验中心是中国台湾省旅游的重要目的地；而三得利在日本全国运营山崎蒸馏所、白州蒸馏所两大体验中心，每年接待数十万游客，是日本威士忌文化的标志。

仅供内部参考，请勿外传

图表 37 百润威士忌业务发展节奏预测

时间	里程碑	对百润的意义	
2021年	嵊州蒸馏厂投产	产能建设完成	投入期（约10年）
2024年11月	嵊州创世版首发	国产威士忌商业化元年	
2025年3月	百利得调和威士忌系列上市	双品牌矩阵成型	
2025年	获IWSC 98分	国际**奖项**背书建立	
2025年4月	嵊州体验中心开园	**品牌周边**基础设施建设起步	
2025年	完成31省、数万终端铺货	全国**渠道**网络初成	
2026年	拟定增13.05亿元	产能+品牌持续投入	
2027-2028年（预计）	首批原酒满5-7年桶陈，产品力跃升	可对标苏格兰12-15年品质	
2028-2031年（预计）	品牌逐步升级，威士忌业务有望改善盈利	初步进入品牌收获期	兑现期
2033年后（预计）	**高年份产品（10年+）**开始规模放量	进入高年份品牌溢价期	

资料来源：财经报道网《限量售罄"嵊州"与"百利得"威士忌创世版引领中国风味热潮》，公司年报及公告，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

四、投资建议：威士忌在国内蓄势待发，百润在国产阵营中优势明显

中国威士忌正处于爆发前夜。基于威士忌是全球烈酒版图上唯一在传播广度、渗透深度上同时达极致的品类，是真正实现全球化、全阶层覆盖的品类。然而目前威士忌在中国仍未突破浅层绑定的瓶颈。但我们认为未来十年威士忌的爆发条件正在积蓄。品类层面，其饮用方式多元、入门门槛极低，对年轻群体极具吸引力；渠道层面，白酒调整周期迫使经销商寻找新增量，渠道推力边际增强；产业层面，峡州等国产品牌秉持长期主义，起步期扎实打好产能基础并逐步完善产品矩阵，渠道开拓和品牌建设虽进度暂时较慢但后续发力空间足，rio 渠道复用、中国风味故事均为待打出的底牌。

百润股份是威士忌赛道中最具潜力的本土公司，壁垒将随时间积累而增强。对于百利得，公司沿用 rio 爆品打造经验，定位于与啤酒类似的日常酒精饮品，在便利店和餐饮渠道以调酒方式进行消费者教育，有望成为继微醺后的下一爆品，并为峡州导流。**对于峡州，**公司产能布局前瞻、产品品质不输国际品牌，且有桶型（黄酒桶、蒙古栎桶）和营销语言（国产威士忌）的创新。目前因进入较晚，品牌力较外资仍不足。后续预计随百利得和峡州的产品矩阵进一步完善、品牌力持续积累，二者渠道扩展和消费者接受度均有望提速，叠加传统 RIO 走出低谷站稳基本盘，我们预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.73/0.82/0.91 元，对应 PE 分别为 24/22/20 倍，维持“推荐”评级。

五、风险提示

国产威士忌消费者教育进度不及预期，桶陈周期导致的现金流回收期过长，白酒龙头企业进入威士忌赛道加剧竞争等。

仅供内部参考，请勿外传

食品饮料组团队介绍

研究所所长助理、消费研究中心大组长、食品饮料首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，10 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020 年加入华创证券。2021-2024 年连续四届获新财富最佳分析师评选第一名，并多次获新浪金麒麟、水晶球、上证报和 21 世纪金牌分析师等最佳分析师评选第一名，2025 年获新财富最佳分析师评选第二名。

——酒类研究小组（白酒、啤酒、黄酒、红酒、新酒饮、酒类流通行业）

酒类研究小组组长、高级分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所，5 年消费行业研究经验。

助理研究员：王培培

南开大学金融学硕士，2024 年加入华创证券研究所。

助理分析师：张慧

悉尼大学商学学士，蒙纳士大学银行与金融硕士。2019 年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（软饮料、乳肉制品、休闲零食、功能食品、食品配料等）

大众品研究组组长、资深分析师：范子盼

中国人民大学硕士，7 年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020 年加入华创证券研究所。

分析师：张恒玮

澳大利亚国立大学硕士，4 年食品饮料研究经验，曾任职于开源证券，2026 年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链及消费策略研究小组（调味品、预制食品、餐饮连锁；大消费策略研究）

分析师：廖承帅

同济大学硕士，4 年食品饮料新财富团队成员，曾任职于广发证券，2026 年加入华创证券研究。

助理研究员：施博阳

波士顿大学硕士，2025 年加入华创证券研究所。海外消费品与 AI 投研技术支持。

仅供内部参考，请勿外传

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所



北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522