

食品饮料行业

周专题：对标奢侈品看高端白酒

强于大市(维持评级)

投资要点：

➤ **周专题：从收益率角度看**，奢侈品板块投资回报表现领先，过去五年跑赢标普全球1200可选消费指数36pct，跑赢除信息科技以外的其他MSCI一级板块。**从基本面看**，上世纪90年代开始奢侈品市场整体保持了长期稳健的增长势头，在2008年的金融危机和今年的新冠疫情后，都表现出了较好的反弹和持续增长的能力，穿越周期，保持韧性。对标白酒板块，我们发现奢侈品与白酒行业在格局变化上存在共性，包括头部品牌势能的持续提升、轻奢与次高端白酒共同面临的竞争和压力等。追溯原因，虽然白酒与奢侈品消费场景与人群有一定区别，但白酒消费与奢侈品消费本质上满足的都是精神层面的社会身份认知感和自我认可。

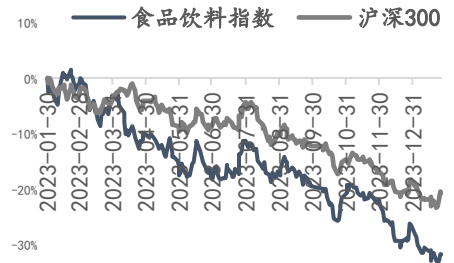
➤ **价格端**，爱马仕经典款Birkin与茅台提价历程相似，价格增长基本符合全球经济走势，且Birkin与飞天都可化作有力拉动公司其他产品销售的市场砝码。捆绑销售虽然会造成购买成本上升，但在合理范围内未必损伤品牌，甚至不一定损伤渠道利润。相较于爱马仕稳健的价格增长，香奈儿是过去三年涨价幅度最高的奢侈品牌之一，提价更为激进。除通胀、成本上涨以外，战略层面关注客单价，聚焦高端消费人群是涨价策略的核心驱动因素。

➤ **报表端**，本轮疫情中，品牌更聚焦的爱马仕受损最小，疫后复苏表现也较优。对标奢侈品，茅台报表端疫情期间和疫后均保持双位数正增长，预计系渠道弹性帮助报表顺滑所致。参考奢侈品表现，预计茅台压力顺滑延迟，短期或导致营收增速下行，但长期看预计会与奢侈品一样具备增长强韧性。最后，奢侈品长期估值水平较高，基于茅台与奢侈品在诸多方面的共性，考虑到茅台当前的估值水平较2018年至今的均值已下探26%，接近爱马仕18年至今最低估值较均值下调的32%幅度，我们认为当前茅台估值已具备较高安全垫。

➤ **周观点：【白酒】**建议关注基本面质量较高，报表端确定性较高的高端酒贵州茅台、泸州老窖、五粮液以及次高端山西汾酒。**【啤酒】**关注：珠江啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒。**【软饮料】**关注：养元饮品、香飘飘、东鹏饮料。**【预调酒板块】**重点推荐：百润股份。**【乳制品】**关注：天润乳业、伊利股份。**【休闲零食】**关注：折扣化趋势及量贩门店增量受益标的劲仔食品、洽洽食品；量贩零食稀缺标的万辰集团。**【餐饮供应链】**推荐安井食品、千味央厨、天味食品、中炬高新。**【小餐饮连锁】**重点推荐巴比食品，关注五芳斋、绝味食品、煌上煌。**【烘焙茶饮链】**重点推荐立高食品；关注：海融科技、南侨食品、佳禾食品。**【代糖】**关注：百龙创园、莱茵生物、华康股份。**【餐饮】**关注：呷哺呷哺、海底捞、广州酒家、同庆楼、全聚德。

➤ **风险提示**：宏观经济波动影响消费水平、食品安全风险、政策风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动。

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师 刘畅

执业证书编号：S0210523050001

邮箱：lc30103@hfzq.com.cn

分析师 张东雪

执业证书编号：S0210523060001

邮箱：zdx30145@hfzq.com.cn

分析师 童杰

执业证书编号：S0210523050002

邮箱：tj30105@hfzq.com.cn

相关报告

《中炬高新(600872.SH)覆盖报告：共振行业发展，治理结构持续优化提升未来预期》2024-1-18

《伊利股份|深度：寡头竞争差异化加速，千亿伊利剑指全球》

正文目录

1	周专题：对标奢侈品看高端白酒	3
1.1	收益率：奢侈品板块整体表现领先	3
1.2	基本面：穿越周期，奢侈品品牌疫后迎来强势反弹	4
1.2.1	行业整体：全球奢侈品市场强势复苏，我国奢侈品市场持续修复	4
1.2.2	行业格局：与白酒相似，行业集中度持续提升，次高端白酒与轻奢承压	5
1.3	量的控制：奢侈品与茅台先天与后天稀缺性的形成	6
1.4	价的控制：从爱马仕及香奈儿经典款看茅台价格	7
1.5	报表端与估值端：韧性增长，不应被低估	11
2	周观点	13
2.1	白酒	13
2.2	啤酒	14
2.3	软饮料	14
2.4	预调酒	15
2.5	乳制品	16
2.6	休闲食品	17
2.7	保健品	18
2.8	餐饮产业链	18
2.9	烘焙茶饮链	19
3	风险提示	20

图表目录

图表 1：过去五年高端消费品与可选消费指数变化	3
图表 2：高端消费品较标普可选消费	3
图表 3：全球高端消费品过去五年表现领先	3
图表 4：全球奢侈品市场规模（十亿欧元）	4
图表 5：中国内地奢侈品市场规模（亿元人民币）	4
图表 6：2023 年中国内地奢侈品市场同比变化	4
图表 7：奢侈品行业 CR10	5
图表 8：我国二手奢侈品市场规模（亿元）	6
图表 9：我国二手奢侈品市场轻奢品牌占比下滑	6
图表 10：茅台基酒向成品酒转化测算	7
图表 11：2023-2030 年茅台成品酒测算	7
图表 12：2022 年奢侈品各板块销售额同比增速	8
图表 13：12 年后茅台批价与宏观经济脱钩	8
图表 14：茅台价格增长逻辑	8
图表 15：飞天茅台提价复盘	9
图表 16：爱马仕 Birkin 价格走势	9
图表 17：爱马仕 Birkin 价格增速与全球经济走势	9
图表 18：香奈儿 Classic Flap 美国市场价格走势	10
图表 19：香奈儿疫情以来持续提价（中国市场）	10
图表 20：中国个人奢侈品市场销售额（亿元）	11
图表 21：奢侈品消费者人均消费变化（万元）	11
图表 22：贵州茅台与奢侈品品牌营收增速及 PE 对比	12
图表 23：贵州茅台与奢侈品品牌 2018 年至今月度 PE 对比	12

1 周专题：对标奢侈品看高端白酒

1.1 收益率：奢侈品板块整体表现领先

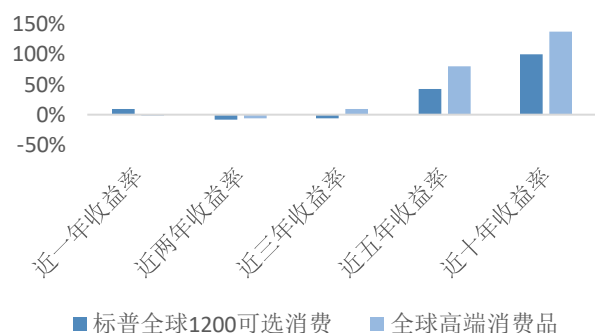
奢侈品板块投资回报表现领先，过去五年跑赢标普全球 1200 可选消费指数 36pct，跑赢除信息科技以外的其他 MSCI 一级板块。标普全球高端消费板块包含来自个人奢侈品、豪华汽车等细分行业的 80 个全球标的，前五大成分股分别为爱马仕、历峰集团、LVMH、法拉利、奔驰公司。对标标普全球 1200 可选消费指数，奢侈品板块投资回报表现除近一年期以外，持续优于全球可选消费。具体来看，过去五年高端消费品板块投资回报率为 79%，跑赢标普全球 1200 可选消费指数 36pct；过去十年高端消费品板块投资回报率为 136%，跑赢标普全球可选消费指数 36pct，表现稳定。对标 MSCI 一级板块，过去五年内奢侈品板块投资回报高于除信息科技以外的其他板块；对标 MSCI 二级板块，过去五年内奢侈品板块投资回报率位列第五名。

图表 1：过去五年高端消费品与可选消费指数变化



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 2：高端消费品较标普可选消费



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 3：全球高端消费品过去五年表现领先

	近一年收益率	近两年收益率	近三年收益率	近五年收益率
标普全球可选消费	10%	-8%	-5%	42%
全球高端消费品	-2%	-6%	10%	79%
全球电信业务	23.4%	-5.9%	-4.3%	37.0%
全球金融	4.4%	-3.3%	21.6%	25.3%
全球公用事业	-4.5%	-8.0%	-4.0%	8.3%
全球能源	-0.6%	11.0%	64.9%	12.6%
全球日常消费品	-0.5%	-4.5%	5.0%	21.2%
全球工业	12.8%	8.7%	19.5%	46.7%
全球信息科技	38.5%	15.8%	31.6%	160.8%
全球非日常消费品	8.7%	-8.1%	-10.9%	44.7%
全球医疗保健	5.4%	4.9%	11.4%	46.9%
全球原材料	-6.5%	-9.5%	-2.0%	25.5%

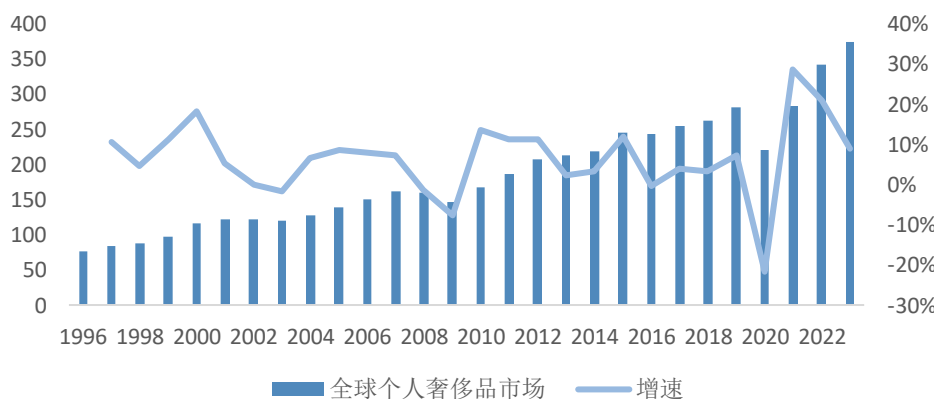
数据来源：Wind，华福证券研究所

1.2 基本面：穿越周期，奢侈品品牌疫后迎来强势反弹

1.2.1 行业整体：全球奢侈品市场强势复苏，我国奢侈品市场持续修复

穿越周期，韧性前行。复盘全球奢侈品市场，21 世纪奢侈品平民化以来，奢侈品市场持续发展，08-09 年金融危机后，中国奢侈品消费加速扩容推动全球奢侈品市场快速发展，2000-2019 年市场规模 CAGR 约 5%。2020 年受疫情影响，全球 GDP 增速为-3.1%，美国全年经济萎缩 3.5%，是美国经济自 2008 年国际金融危机以来首次出现全年萎缩，为二战结束以来最差表现。受疫情影响，全球奢侈品市场规模出现萎缩，2020 年同比下降 22%。但随着各国疫情防控放开，奢侈品市场 21-22 年迅速反弹，同比分别增长 29%/21%，22 年超过疫情前水平。2023 年全球个人奢侈品市场整体规模约 1.5 万亿欧元，按当前汇率计算，比 2022 年增长了 8%-10%，再创新高，奢侈品穿越周期的韧性彰显。

图表 4：全球奢侈品市场规模（十亿欧元）

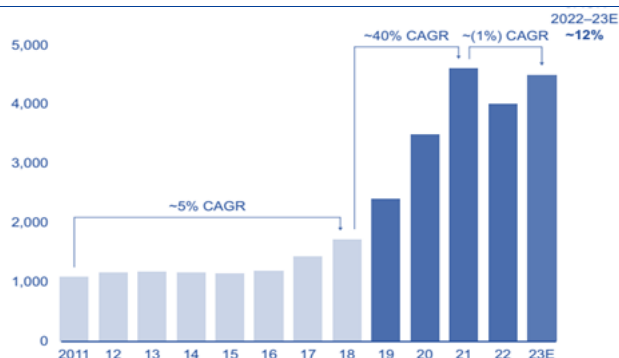


数据来源：贝恩，华福证券研究所

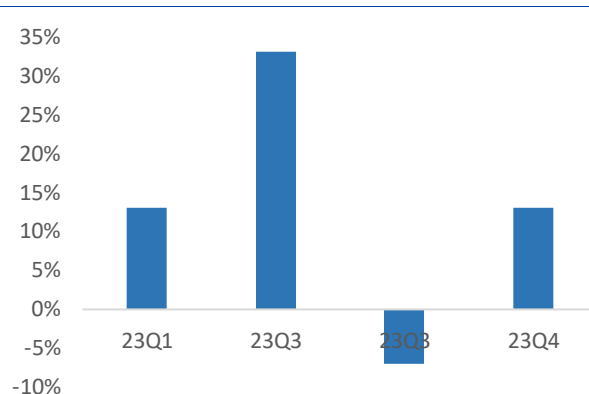
中国奢侈品市场 23 年反弹明显，但短期内仍在修复。2017-2021 年中国内地奢侈品市场在 5 年内规模增长了约两倍，成为全球奢侈品市场的重要力量。2022 年受疫情影响，我国奢侈品销售额出现了双位数下滑。2023 年作为国内后疫情时代的第一年，随着消费场景回归，2023 年我国个人奢侈品市场规模同比增长 12%，反弹较好，但尚未恢复至 2021 年水平。分季度看，23H1 受益于疫后报复性消费和去年同期的低基数，我国奢侈品市场增长较好，但随后 Q3 受消费信心下降和去年基数影响，奢侈品消费同比出现下降。

图表 5：中国内地奢侈品市场规模（亿元人民币）

图表 6：2023 年中国内地奢侈品市场同比变化



数据来源：贝恩，华福证券研究所



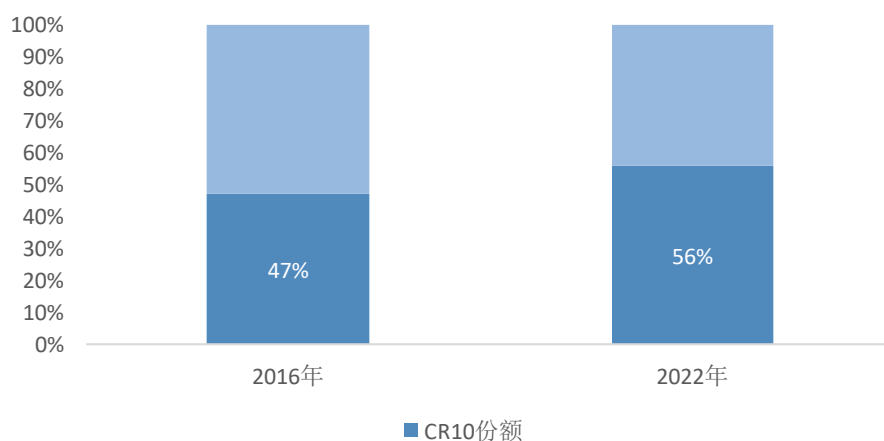
数据来源：贝恩，华福证券研究所

1.2.2 行业格局：与白酒相似，行业集中度持续提升，次高端白酒与轻奢承压

与白酒一样，奢侈品头部品牌势能持续扩大，行业集中度持续上升。

2020/2021 年，全球前五奢侈品品牌销售额同比分别变化-11.5%/+40.2%，行业同比变化分别为-22%/+29%，CR5 在 2020 年下降幅度小于行业，21 年反弹高于行业，说明头部品牌受益于 21 年欧美的报复性消费红利，叠加行业马太效应加剧。2023 年，全球奢侈品品牌前十名的进入门槛超过 83 亿美元，较上年增加 5 亿美元，说明头部品牌势能仍在扩大。

图表 7：奢侈品行业 CR10

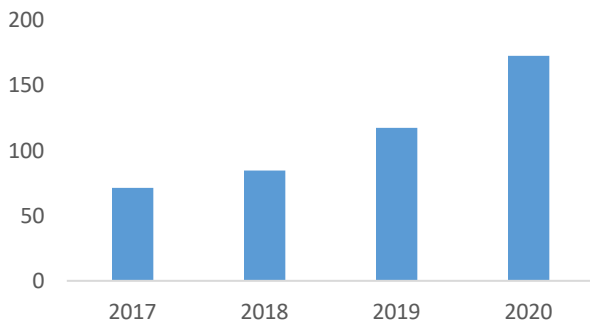


数据来源：德勤，华福证券研究所

次高端白酒与轻奢：竞争激烈，承压分化。以 Coach 为代表的品牌最早在中国引入了轻奢概念，Coach 母公司 Tapestry 于 2000 年在纽交所上市时，对自身的定位为“触手可及的奢侈品”。与次高端白酒类似，由于稀缺性不够、准入壁垒不够高，轻奢品牌竞争激烈。面对竞争，Coach 母公司先后收购了竞争对手 Kate Spade、Michael Kors，稳固市场份额。但对轻奢行业而言，由于轻奢缺乏保值、投资等属

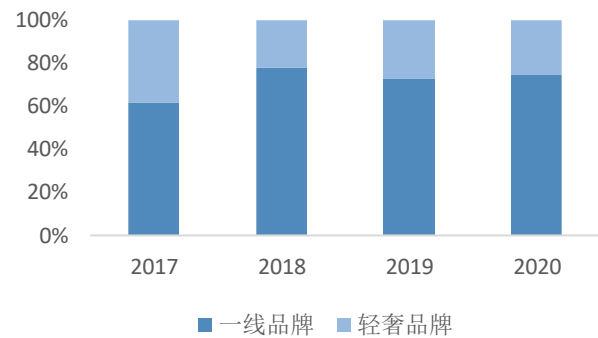
性，轻奢品牌整体表现不如头部奢侈品稳健。在规模持续增长的二手奢侈品市场，轻奢品牌的占比也在持续缩水（2017-2020 年我国二手奢侈品市场规模从 71 亿元增长至 173 亿元，轻奢品牌购买量占比从 38% 降至 25%）。与次高端白酒类似，在疫后消费力修复阶段，轻奢品牌亦有所承压。

图表 8：我国二手奢侈品市场规模（亿元）



数据来源：澎湃，华福证券研究所

图表 9：我国二手奢侈品市场轻奢品牌占比下滑



数据来源：澎湃，华福证券研究所

1.3 量的控制：奢侈品与茅台先天与后天稀缺性的形成

梦想刺激购买，购买消灭梦想。根据奢侈品梦想公式， $\text{梦想} = 0.58 \times \text{品牌知名度} - 0.59 \times \text{消费者购买} - 8.6$ ，消费者对该产品的向往与消费者完成购买之间呈反比、与品牌力之间呈正比。因此，奢侈品需要长期维持和深耕品牌知名度，并在自身的增长和市占率与保持稀缺性和调性之间进行权衡。

稀缺性管理的本质是控制供求之间的平衡，而稀缺性的依托通常是通过生产要素先天或后天的独特性进行限制。例如爱马仕坚持将生产重心放在法国本土、维持在 54 个生产点内，人为形成了产地限制。在工艺上，爱马仕皮包采用手工制作，被允许制作经典款 Birkin 的工匠需经过至少 5 年的训练，每个 Birkin 包需要耗时 48 小时才能完成。受制于工匠供给和时间限制，一个爱马仕制包工坊一个月仅能生产 15 只手袋。

相较于爱马仕皮包由人力、工艺、耗时等要素建立稀缺性，茅台稀缺性的打造主要围绕 1) 工艺限制产能；2) “离开茅台镇，产不出茅台酒”，产地作为护城河具备不可复制性的优势。茅台相对明晰的产能规划本质上影响了其奢侈品属性的发挥，尽管预计到 2030 年，在行业产量逐年下降的背景下，茅台的产量占全行业的比重仍为小个位数：

产能方面，成品酒产量取决于4年前基酒，预计茅台2022-2030年成品酒产量CAGR为6.0%-7.7%，茅台产量占行业的比重2030年仍为小个位数。茅台酒是由不同年份、不同轮次、不同浓度的基酒相互勾兑而成，基酒贮存三年后，需勾兑添加8%-20%的老酒（我们按2001年公司招股说明书披露的14.86%测算），然后再贮存一年，留部分做老酒。假设存放损耗为3%，老酒留存比例为20%-30%，我们测算成品酒为基酒的78%-89%。预计2026年成品酒产能为4.4-5.1万吨，2023-2026年成品酒产量CAGR为3.9%-7.4%。22年年底公司宣布的“十四五”技改建设项目建成后可新增茅台酒实际产能约1.98万吨/年，线性假设新增产能释放节奏，则预计到2030年成品酒产量CAGR为6.0%-7.7%。根据国家统计局，2023年全国规上白酒企业产量为449.2万千升，同比减少2.8%，较2016年白酒年产量峰值的1358万千升CAGR为-15%。即使在悲观假设下，若未来七年白酒行业产量保持-15%的CAGR，到2030年白酒行业产量仅150万千升，则2030年茅台产量占全行业的比例约4%，仍保持在小个位数，稀缺性仍有一定保障。

图表 10：茅台基酒向成品酒转化测算

	下限值测算	上限值测算
当年基酒（吨）	10,000	10,000
存储损耗3%	9,700	9,700
3年后添加老酒比例14.86%	14.86%	14.86%
3年后可勾兑总量（吨）	11,141	11,141
四年后用于成品酒比例	70%	80%
四年后可销售成品酒（吨）	7,799	8,913
四年后成品酒/基酒	78%	89%

数据来源：华福证券研究所测算

图表 11：2023-2030 年茅台成品酒测算

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
基酒产能	49923	50235	56472	56810	56613	66611	76610	77759

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
对应成品酒产能（下限值）	38837	39057	41610	44174	44229	48051	55849	60196
对应成品酒产能（上限值）	44385	44636	47555	50485	50548	54916	63828	68796

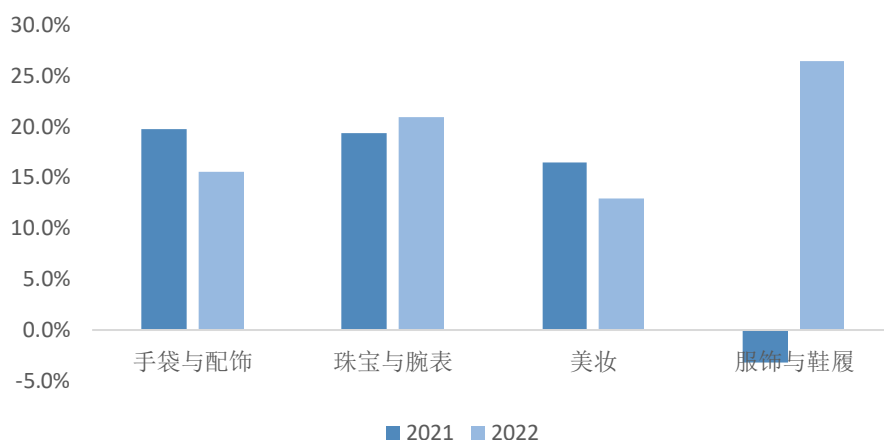
数据来源：Wind, 中国食品报, 华福证券研究所

1.4 价的控制：从爱马仕及香奈儿经典款看茅台价格

在供给量长期相对稳定释放的背景下，价格是影响稀缺性和品牌力的重要手段。疫情以来，各大奢侈品品牌开启持续提价，但作为吉芬商品，价格提升后需求端不

减反增，2021/2022 年手袋与配饰板块销售额同比分别增长 19.8%/15.5%，增长稳健。

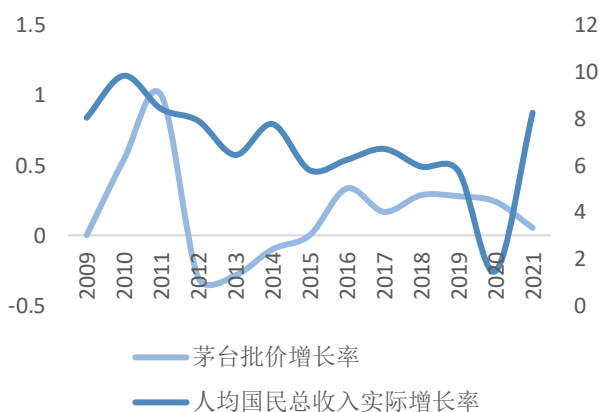
图表 12：2022 年奢侈品各板块销售额同比增速



数据来源：德勤《全球奢侈品力量》，华福证券研究所

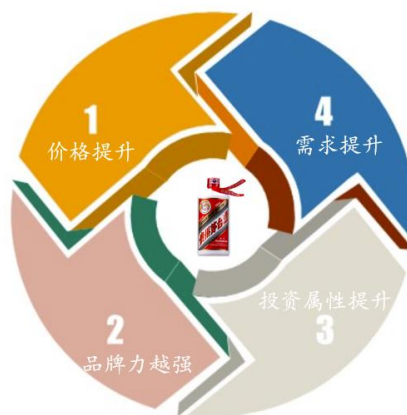
茅台是基于消费快速升级的时代机遇，叠加自身的品牌深耕和较长的渠道链条，获得了吉芬商品属性。2011 年我国人均收入增速进入下行通道，此前茅台批价增长与人均收入增长基本保持同频，此后茅台开始具备多重属性，批价与宏观经济脱钩，价格变化逐渐进入滚动正循环：价格越高→品牌力越强→投资属性提升→需求提升→价格提升。

图表 13：12 年后茅台批价与宏观经济脱钩



数据来源：茅酒快讯，同花顺，华福证券研究所

图表 14：茅台价格增长逻辑



数据来源：华福证券研究所

飞天此前提价与行业景气度整体呈正相关。复盘 21 世纪以来飞天茅台的提价历程，公司在白酒黄金十年里提价频率较高，通过 7 次提价，坚定高端策略，确立了自身的行业地位。2013 年，受“三公消费”限制影响，白酒行业遇冷，茅台控量保价，顺利度过行业深度调整期，再度提价已是近 6 年后的 2018 年。

图表 15：飞天茅台提价复盘

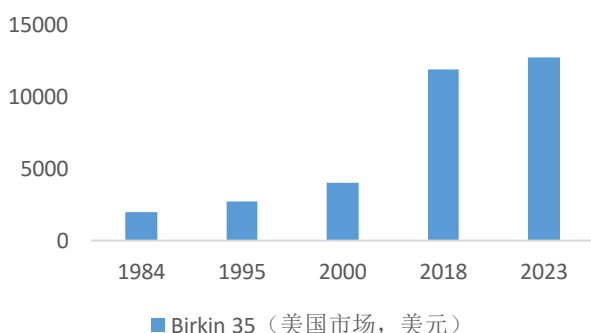
	年份	行业周期	出厂价（元）	提价幅度
1	2001年8月	衰退震荡期	218	17.80%
2	2003年10月	白酒黄金十年	268	22.94%
3	2006年2月		308	14.93%
4	2007年4月		358	16.23%
5	2008年1月		438	22.35%
6	2010年1月		499	13.93%
7	2011年1月		619	24.05%
8	2012年9月		819	32.31%
9	2018年1月	复苏阶段	969	18.32%
10	2023年11月	分化阶段	1163	20.00%

数据来源：Wind, 华福证券研究所

爱马仕经典款 Birkin：与茅台提价历程相似，价格增长基本符合全球经济走势。

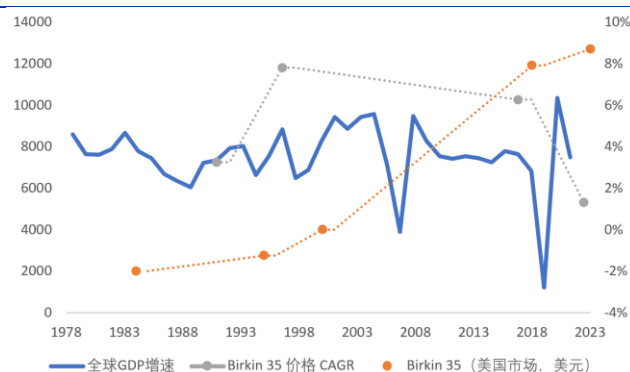
上世纪 80 年代 Birkin 问世时，Birkin 35 在美国市场的价格约为 2000 美元。随着 Birkin 不断风靡，冷战结束后，在欧美技术发展推动经济快速增长（道琼斯工业平均指数在 70 年代末为 1000 点，1999 年达到 11000 点）的背景下，90 年代 Birkin 的价格逐渐上升到 2750 美元左右，并在 2000 年左右增长至 4000 美元。进入 21 世纪，中国加入世贸组织，迅速崛起的国内高净值群体带动全球奢侈品市场持续扩容。2017 年之前，Birkin 价格平均每年增长约 14%。2018 年开始，Birkin 在美国市场的价格增长有所放缓，2018-2023 年 Birkin 35 在美国市场的价格增长约 6.7%。但由于北美与欧洲一直存在价差，在价格一直较低的欧洲市场，Birkin 35 在 2018-2023 年价格仍保持了约 20% 的增长。

图表 16：爱马仕 Birkin 价格走势



数据来源：PurseBop, 华福证券研究所

图表 17：爱马仕 Birkin 价格增速与全球经济走势



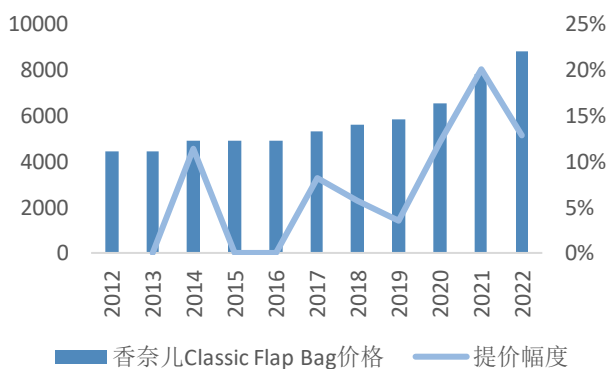
数据来源：PurseBop, Wind, 华福证券研究所

具备较高稀缺性的爱马仕 Birkin 与飞天茅台可化作有力拉动公司其他产品销售的砝码。爱马仕包括 Birkin 和 Kelly 在内的经典款产品在专卖店通常没有现货，消费者需要持续消费、达到一定的消费记录、与 Sales Associate 保持良好的关系，在 waitlist 上耐心等待才能获得购买权限，限量款包有时更是需要数年才能够买到。因

此，和飞天茅台一样，具备较高稀缺性的爱马仕的经典款成为了拉动公司其他产品销售的市场砝码。无论是爱马仕消费者希望获得预定名额，抑或是白酒经销商希望获得飞天配额，先采购品牌的其他产品，希望循序渐进等待机会，都有力拉动了公司其他产品的销售。而参考爱马仕，以核心产品作为砝码虽然会导致经销商成本提升，但在需求刚性不变的大前提下，若保持捆绑销售相对合理，核心产品价格若得以抬升，则捆绑销售策略下长期经销商的渠道利润未必会受损。

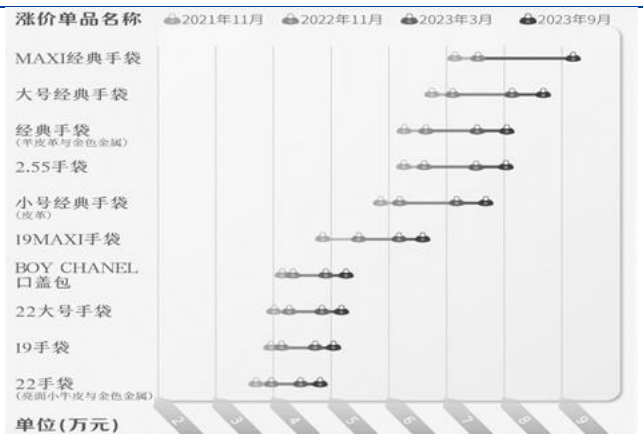
相较于爱马仕稳健的价格增长，香奈儿是过去三年涨价幅度最高的奢侈品牌之一，提价更为激进。以香奈儿 Classic Flap 为例，2016 年之前该产品的价格相对稳定，部分系其冻结了在美国市场的产品价格，通过产品的流通给国际卖家时间迎头赶上，缩短其产品在各国之间的价差，即先减少窜货的动机，保障提价的有效性。疫情以来，香奈儿提价更为激进，以经典款 Classic Flap 在美国的价格为例，2020 年之前其历年价格增幅均为个位数，2020-2022 年美国 Classic Flap 的价格分别增长了 12%/20%/13%。2023 年，香奈儿分别于 3 月初和 9 月在中国、泰国、日本、澳大利亚等市场第二次进行全球范围的产品价格上调。

图表 18：香奈儿 Classic Flap 美国市场价格走势



数据来源：BOPF，华福证券研究所

图表 19：香奈儿疫情以来持续提价（中国市场）



数据来源：澎湃有数工作室，华福证券研究所

除通胀、成本上涨以外，战略层面关注客单价，聚焦高端消费人群是涨价策略的核心驱动因素。以中国市场为例，内地个人奢侈品市场销售额经过 22 年的下滑后，2023 年同比增长 12%，反弹较好，但尚未恢复至 2021 年水平。在经济持续修复的背景下，奢侈品品牌更加关注客单价而非客户数量，加速收割高端消费人群成为产品提价的核心支撑力。根据 BCG 《中国奢侈品市场数字化趋势洞察报告（2022 年版）》，虽然中轻度奢侈品消费者的购买额有所下降，但高消费额的“重度消费者”22 年消费保持了 8.7% 的强劲增长，疫情并未削减高端消费人群的购买力。从结果上

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/797110155124006040>