

食品饮料行业

白酒资产历史回报领先，源于优异的商业模式

核心观点：

- **白酒资产近二十年回报率领先，涨幅超越中国多类资产。**中国 1998 年开始住房货币化分配，2000 年后房地产市场逐渐起步，股票市场在 90 年代刚成立发展尚不健全，2000 年后才逐渐步入正轨，因此我们认为计算 2001 年起的大类资产的回报率比较合理。2001 年以来白酒指数、茅台老酒、一线城市住宅、股票基金的收益率分别为 58 倍、26 倍、9 倍、7 倍，以名优白酒股票和茅台老酒为代表的白酒资产回报率超越中国多类资产。我们认为这主要得益于名优白酒优异的商业模式，从产品属性来看，酒精饮料的消费粘性高，保障了白酒消费基本盘稳固；从品牌属性来看，名优白酒与法国列级名庄酒类似，都具有一定的奢侈品属性，且面临新品牌冲击的风险更小，受益社会财富增长可以长期提价。
- **白酒消费行为具有高粘性，产品生命周期长于一般消费品。**酒、烟、茶、咖啡、辣椒等均是具有高粘性的消费品，产品生命周期长于一般消费品。中国白酒作为高度烈酒的一种，工艺复杂，香型、口感丰富，叠加文化传统等因素，在中国缺乏完全类似的替代品，消费基本盘长期稳固，即便未来因人口老龄化总销量会缓慢下滑，但上市公司龙头销量 CR10 仅 17%，总销量下滑对上市公司龙头影响有限。投资者长期持有白酒板块的风险是被征收重税，日本酒类龙头朝日酒税占比收入约 48%，远超中国同行，其余风险并不会对白酒的商业模式造成根本上的打击。但中国白酒企业实际控制人多为地方政府，且地处偏僻、其余产业并不发达，白酒产业对当地经济影响较大，短期看，税负风险较低。
- **名优白酒是酒类消费品中的奢侈品，高端白酒品牌最稳固。**中国名优白酒与海外列级名庄酒类似，是全球所有酒类消费品中的奢侈品。奢侈品品牌可以通过提价实现收入长期的增长，但新品牌的冲击可能破坏其永续增长的逻辑，从历史上来看，海外奢侈品行业新品牌层出不穷，除顶尖品牌如爱马仕之外，奢侈品龙头为避免被新品牌取代，需要不断的收购和培育新品牌以保持自身品牌矩阵的竞争力。而名优白酒和列级名庄酒的品牌地位均是历史、优质产区和评级等共同奠定（波尔多 1855 分级类似于中国评酒会），被新品牌取代的风险极低，海外一级名庄甚至能够穿越数个世纪长期存在。中国的高端白酒品牌可与海外一级名庄酒品牌和顶尖奢侈品品牌对标，品牌地位最为稳固，从历史回报率来看，高端白酒的股票回报率也普遍高于一般的名优白酒品牌。
- **投资建议。**建议投资者关注白酒板块的长期配置价值，建议首先关注品牌地位最稳固的高端酒龙头贵州茅台、五粮液，泸州老窖；其次关注山西汾酒、洋河股份、古井贡酒、口子窖、今世缘、水井坊等次高端龙头。
- **风险提示。**宏观经济风险；食品安全风险；买入时点估值过高的风险。

行业评级

买入

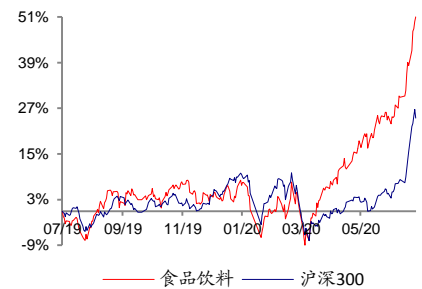
前次评级

买入

报告日期

2020-07-14

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

王文丹



SAC 执证号：S0260516110001

SFC CE No. BGA506



010-59136617



wangwendan@gf.com.cn

相关研究：

财税视角下的白酒产业：消费 2020-04-17

 税征收后移对白酒行业的影
响几何？

贵州茅台（600519.SH）：最 2020-03-01

 具代表性的中国奢侈品品
牌，未来估值中枢应在 30-
40 倍

食品饮料行业：以预收款和现 2019-04-06

 金流判断白酒行业拐点，以
ROE 判断公司竞争力

食品饮料行业：消费品投资方 2018-09-14

 方法论：用 ROE 选公司，PE
定买点

联系人：袁少州 010-59136617

yuanshaozhou@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
贵州茅台	600519.SH	CNY	1781.99	2020-06-07	买入	1,694.00	37.65	45.32	46	38	25.5	20.9	29.9	30.6
五粮液	000858.SZ	CNY	218.20	2020-06-07	买入	181.00	5.17	6.29	38	31	39	32	21.3	20.6
泸州老窖	000568.SZ	CNY	124.91	2020-04-29	买入	93.00	3.71	4.48	33	27	16.7	13.5	21.9	20.9
山西汾酒	600809.SH	CNY	163.96	2020-04-28	买入	105.00	2.63	3.36	55	43	23.3	17.4	24.2	23.6
洋河股份	002304.SZ	CNY	137.99	2020-04-29	买入	115.00	4.99	5.80	27	23	12.7	10.5	18.8	20.0
古井贡酒	000596.SZ	CNY	198.81	2020-04-27	买入	159.00	4.54	5.64	33	27	21.2	17.0	35.0	34.1
口子窖	603589.SH	CNY	55.00	2020-04-28	买入	50.00	2.91	3.37	18	16	9.4	7.8	22.2	23.0
今世缘	603369.SH	CNY	47.99	2020-05-08	买入	39.00	1.29	1.58	35	29	19.3	15.2	19.6	20.8
顺鑫农业	000860.SZ	CNY	70.46	2020-04-28	买入	66.00	1.32	1.77	53	35	22.0	17.0	11.6	13.8

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、白酒资产近二十年涨幅靠前，超越多类资产	6
（一）白酒资产近二十年涨幅靠前，自 01 年起白酒指数和茅台老酒年化复合涨幅分 别达 24%/19%.....	6
（二）高端白酒消费人群为高净值人群，高端酒业绩增速与高净值人群财富和收入 增速相关度高.....	10
二、高粘性的产品属性使得白酒消费基本盘稳固，产品生命周期长于一般消费品	13
（一）白酒消费粘性高、基本盘长期稳固，产品生命周期长于一般消费品.....	13
（二）白酒实控人多为地方政府，对当地财政收入贡献较大.....	17
三、名优白酒是酒类消费品中的奢侈品，是优质的资产之一	21
（一）名优白酒品牌是中国为数不多的奢侈品生意，名优白酒股票是优质的资产之 一	21
（二）高端白酒可与顶尖奢侈品品牌和顶尖名庄对标，地位相较一般名优品牌更加 稳固	28
四、投资建议	30
五、风险提示	30

图表索引

图 1: 01-19 年白酒指数、茅台老酒、一线城市住宅、中证股票基金指数累计涨幅分别达 58.44 倍、25.92 倍、9.40 倍、7.17 倍.....	6
图 2: 01-19 年名优白酒股票、商品年化回报率高于一线城市房地产和股票基金指数.....	7
图 3: 茅台酒存放每一年都在增值.....	7
图 4: 04-19 年中信一级行业中食品饮料涨幅 19 倍位居第一(图为涨幅前五行业).....	10
图 5: 04-19 年中信三级行业中白酒涨幅 46 倍位居第一(图为涨幅前五子行业).....	10
图 6: 01-19 年白酒上市公司中茅台涨幅 225 倍位居第一(图为涨幅前五股票).....	10
图 7: 英国 top1%收入占比走势持续提升.....	11
图 8: 美国 top1%收入占比走势持续提升.....	11
图 9: 日本 top1%收入占比走势持续提升.....	11
图 10: 美国 top1%资产占比走势持续提升.....	11
图 11: 2019 年高端酒销量约占比白酒行业销量 0.8%左右.....	12
图 12: 白酒产品具有高粘性的消费属性, 其中的名优品牌具有奢侈品属性.....	12
图 13: 白酒板块是投资者优质的资产保值工具.....	13
图 14: 全球酒精人均消耗量(升)数十年来保持平稳上行趋势.....	14
图 15: 全球烈酒年消费量保持上行, 且占据酒类饮料主流.....	14
图 16: 中国烈酒(15 岁以上)人均摄入量走势近几年已经相对平稳.....	16
图 17: 我国烈酒主力消费人口(15 至 65 岁)在成人中占比不断下降.....	16
图 18: 美国烈酒(15 岁以上)人均摄入量走势.....	17
图 19: 美国主力消费人口与占比.....	17
图 20: 日本烈酒(15 岁以上)人均摄入量走势.....	17
图 21: 日本主力消费人口及占比.....	17
图 22: 烟草行业被国家专营, 每年贡献大量税收.....	18
图 23: 日本酒精饮料巨头酒税负担较大, 近 10 年酒类税率平均为 48%, 高于中国同行.....	18
图 24: 白酒生产大省多位于川贵等西部欠发达省份.....	20
图 25: 消费大省多位于华东南等经济人口大省.....	20
图 26: 奢侈品历史上新品牌层出不穷.....	22
图 27: 单品牌奢侈品 Hugo Boss/Ralph Lauren/Prada 多年收入停滞不前.....	25
图 28: LVMH 依赖多品牌矩阵的方式保持不断增长.....	25
图 29: 雅诗兰黛依赖多品牌矩阵的方式保持不断增长.....	25
图 30: 顶尖奢侈品品牌爱马仕即便每年提价也能保持一定的增长率.....	25
图 31: 白酒板块历史年化涨幅(01-19 年), 高于 M2、人均可支配收入等指标.....	28
图 32: 2019 年白酒企业收入(亿元)排行.....	29
图 33: 高端酒股价(前复权)年化回报率普遍高于一般名优品牌酒企.....	29

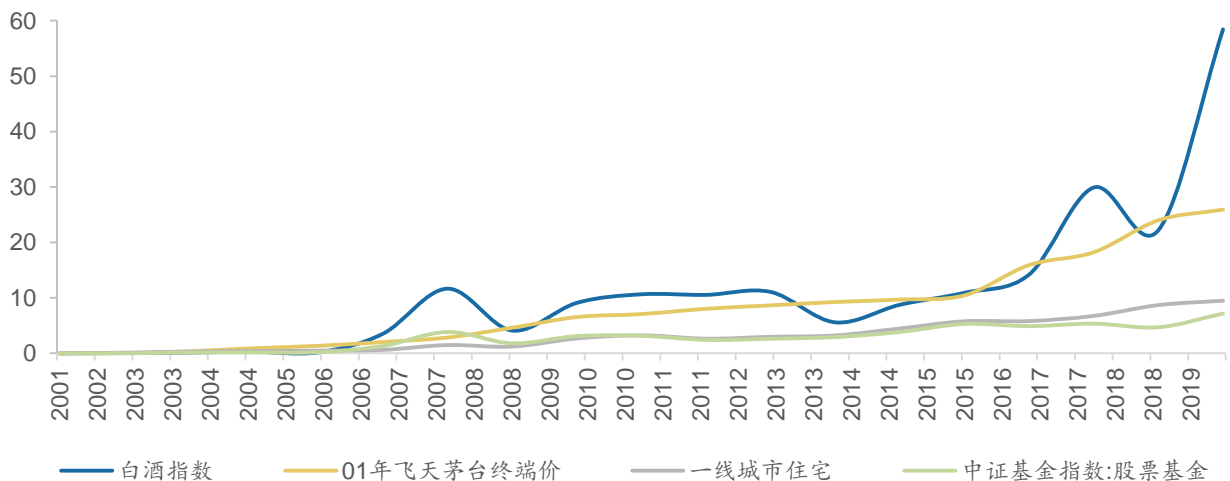
表 1: 茅台老酒和顶尖的名庄红酒、奢侈品及豪车一样可以收藏并拍卖出售	8
表 2: 从拍卖市场来看, 五粮液老酒回报率略逊色于茅台	8
表 3: A 股一级和三级行业 (中信) 指数涨幅 (04-19) 及白酒板块上市公司涨幅 (01-19)	9
表 4: 仅从产品来对比, 白酒酿造工艺更为复杂, 多种微生物参与发酵, 香气成分和口感更为丰富	14
表 5: 中国传统白酒按照香型可划分为十三种香型, 工艺各不相同	15
表 6: 日本酒税政策多变, 且课税较重	18
表 7: 中国白酒税收政策总体上也是不断趋于严格	18
表 8: 主流白酒企业实际控制人多为地方政府	19
表 9: 中国历史上对酒的政策变迁: 酒的高利润使其成为很好的财政工具	20
表 10: 白酒相较于烈酒, 代表性大单品规模更大、定价中枢更高, 是酒类中的奢侈品	21
表 11: 红酒高端单品定价中枢也较高, 和名优白酒类似, 是酒类中的奢侈品	21
表 12: 以 LVMH 为例, 其历史上不断在并购和卖出品牌	23
表 13: 即便是核心品牌 LV 和 Dior 也需要通过设计师不断更新创意和风格维持品牌力	23
表 14: 以雅诗兰黛为例, 其历史上不断在并购和卖出品牌	24
表 15: 名优白酒在历史上五次评酒会奠定, 未来不会在出现新的名酒品牌	26
表 16: 红酒中的列级名庄多是由历史沉淀而成, 虽然出现过挑战者, 但未对老品牌造成威胁	26
表 17: 波尔多地区顶尖名庄被新品牌取代的风险低, 多被私人家族买入并长期持有, 充当财富传承工具	26
表 18: 近 20 年白酒行业收入前十名变迁情况, 茅台五粮液稳居龙头地位	28
表 19: 茅台五粮液对标全球顶尖奢侈品和名庄酒, 品牌稳固性强于一般名优品牌	29

一、白酒资产近二十年涨幅靠前，超越多类资产

（一）白酒资产近二十年涨幅靠前，自01年起白酒指数和茅台老酒年化复合涨幅分别达24%/19%

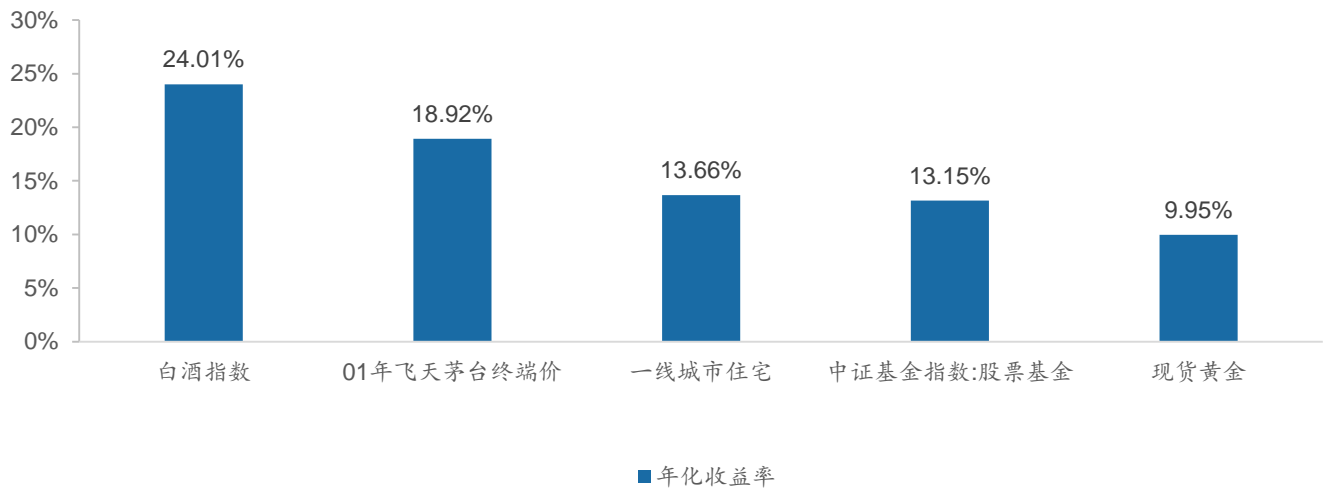
自01年起名优白酒股票和实物资产涨幅相对较高，年化涨幅跑赢多类资产。自2001年中国加入WTO以来，中国宏观经济迎来了腾飞，各类资产价格均大幅增长，我们选择自2001年起的近20年的维度来衡量各类资产的价格增幅（我们选取股票基金、房地产等一般投资者相对不太难获取的资产，我们排除掉了古玩字画、艺术品等相对门槛较高、投资人群较窄的资产）；另外考虑到中国房地产市场1998年之后才开始货币化分配，2000年后才逐渐起步；股票市场在90年代也发展不健全，因此我们认为自2001年起计算各类资产的回报相对比较合理。从资产配置的角度来看，从2001年以来无论是以名优白酒股票还是高端白酒商品的涨幅来衡量，白酒都为投资者带来了相对较高的收益。我们以白酒指数来代表名优白酒股票，以茅台老酒价格来代表名优白酒实物商品，中证股票基金指数代表股票基金，一线城市住宅价格代表房地产，2001年以来白酒指数、茅台老酒、一线城市住宅价格、中证股票基金指数的年化涨幅分别为24.01%、18.92%、13.66%、13.15%，累计收益率分别为58.44倍、25.92倍、9.40倍、7.17倍，白酒资产在各类资产中涨幅靠前。

图 1：01-19年白酒指数、茅台老酒、一线城市住宅、中证股票基金指数累计涨幅分别达58.44倍、25.92倍、9.40倍、7.17倍



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

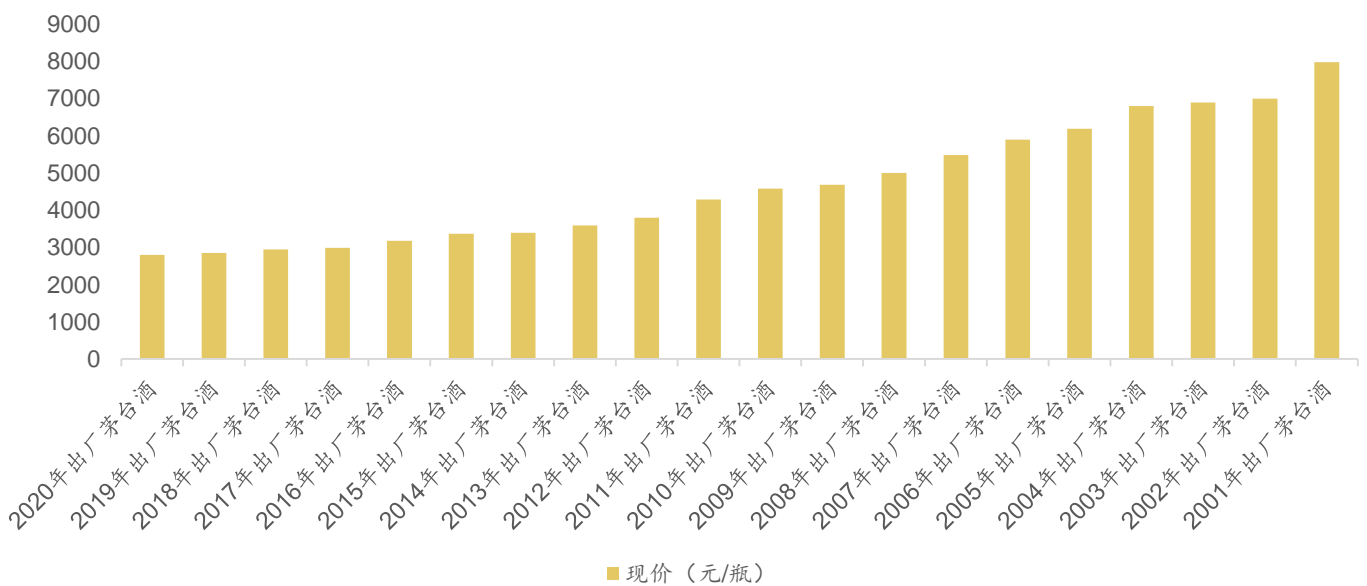
图 2: 01-19年名优白酒股票、商品年化回报率高于一线城市房地产和股票基金指数



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(1) 从白酒实物资产的角度上来看, 名优白酒的老酒和红酒、奢侈品及豪车类似均具有投资收藏价值。从历史上来看, 不仅仅茅台每一年的终端成交价在上涨, 持有茅台酒在之后的每一年也都在增值, 部分信托公司甚至将其开发成理财产品, 且目前投资者自行持有也具有退出机制, 例如华致酒行、歌德盈香等渠道商均提供老酒鉴定和回收服务(根据品相不同会有不同程度折价)。若投资者长期持有, 还可以将拍卖作为退出机制, 从拍卖市场来看, 持有茅台老酒长期看具有较高的回报率。

图 3: 茅台酒存放每一年都在增值



数据来源: 京东, 广发证券发展研究中心

表 1: 茅台老酒和顶尖的名庄红酒、奢侈品及豪车一样可以收藏并拍卖出售

年份	当时零售价	拍卖价	CAGR
1958 年	2.97 元	977500 元 (2018 年)	23.58%
1960 年	2.97 元	920000 元 (2018 年)	24.36%
1971 年	4.07 元	103500 元 (2020 年)	23.00%
1972 年	4.07 元	201600 元 (2018 年)	25.26%
1976 年	8 元	920000 元 (2018 年)	24.93%
1978 年	8 元	74750 元 (2018 年)	35.63%
1982 年	11.56 元	1005417 元 (2020 年)	34.89%
1990 年	203 元	22884 元 (2020 年)	17.06%
1995 年	240 元	17984 元 (2020 年)	18.85%
2000 年	200 元	7980 元 (2020 年)	20.24%
2005 年	500 元	5899 元 (2020 年)	17.88%
2010 年	1181 元	4288 元 (2020 年)	13.76%

数据来源: 佳士得, 茅台时空, 广发证券发展研究中心

表 2: 从拍卖市场来看, 五粮液老酒回报率略逊色于茅台

年份	当时零售价	拍卖价	CAGR
1960 年	2 元	980000 元 (2011 年)	20.27%
1978 年	7 元	433333 元 (2019 年)	14.90%
1989 年	50 元	10000 元 (2020 年)	18.64%
1991 年	60 元	8300 元 (2020 年)	18.55%
1995 年	150 元	3580 元 (2020 年)	13.53%
2000 年	180 元	3030 元 (2020 年)	15.16%

2005 年	343 元	1699 元 (2020 年)	11.26%
2010 年	782 元	1735 元 (2020 年)	8.30%

数据来源：保利，酒业网，广发证券发展研究中心

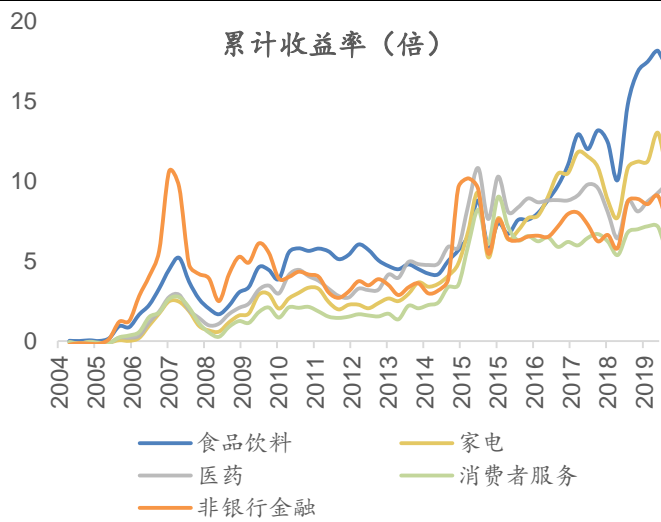
(2) 从股票投资角度来看，白酒板块15年涨幅46倍、年化回报率近30%，位居A股所有子行业第一。2004年以来，在A股所有一级行业中，食品饮料涨幅第一，15年时间涨幅19倍，年化涨幅21.77%；在A股所有三级子行业中，白酒涨幅第一，15年时间涨幅达46倍，年化涨幅29.05%；其中白酒板块涨幅第一的为贵州茅台，01年至19年间涨幅达225倍，年化涨幅35.09%。截止2020年6月30日，白酒板块合计市值约33697.81亿元，在所有三级子行业中排名第二，资金容量大。

表 3: A股一级和三级行业（中信）指数涨幅（04-19）及白酒板块上市公司涨幅（01-19）

一级行业	行业涨幅	行业年化涨幅	三级子行业	行业涨幅	行业年化涨幅	上市公司	公司涨幅	公司年化涨幅
食品饮料	1918.25%	21.77%	白酒	4583.18%	29.05%	贵州茅台	22458.89%	35.09%
家电	1405.08%	19.27%	白色家电	4052.34%	27.99%	泸州老窖	5023.18%	24.31%
医药	1026.92%	16.80%	动物疫苗及兽药	1904.47%	21.71%	五粮液	4046.95%	22.82%
非银金融	1010.48%	16.67%	医疗服务	1897.75%	21.68%	山西汾酒	3713.37%	22.24%
消费者服务	817.92%	15.04%	乳制品	1833.25%	21.40%	古井贡酒	2816.24%	20.38%
银行	806.35%	14.93%	化学制剂	1425.09%	19.38%	顺鑫农业	1431.60%	15.93%
建材	693.51%	13.78%	生物医药	1330.97%	18.84%	老白干酒	790.71%	12.17%
房地产	686.70%	13.71%	聚氨酯	1286.52%	18.57%	酒鬼酒	443.05%	8.62%
电子	617.64%	12.91%	股份制银行	1090.38%	17.27%	洋河股份	397.96%	7.98%
农林牧渔	610.10%	12.81%	黄金	1068.86%	17.11%	今世缘	311.85%	6.52%

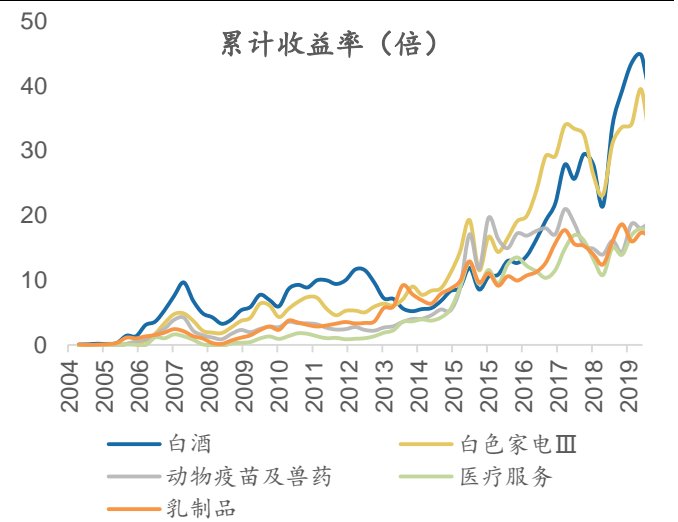
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，备注：中信指数自2004年底开始编制；今世缘、洋河、老白干酒分别从2014年、2009年、2002年计算

图 4: 04-19年中信一级行业中食品饮料涨幅19倍位居第一（图为涨幅前五行业）



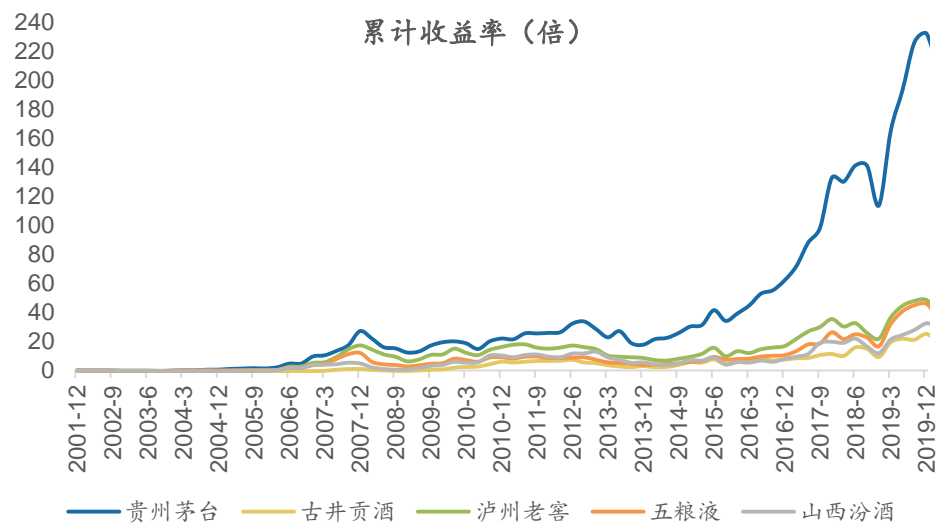
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 04-19年中信三级行业中白酒涨幅46倍位居第一（图为涨幅前五子行业）



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 01-19年白酒上市公司中茅台涨幅225倍位居第一（图为涨幅前五股票）



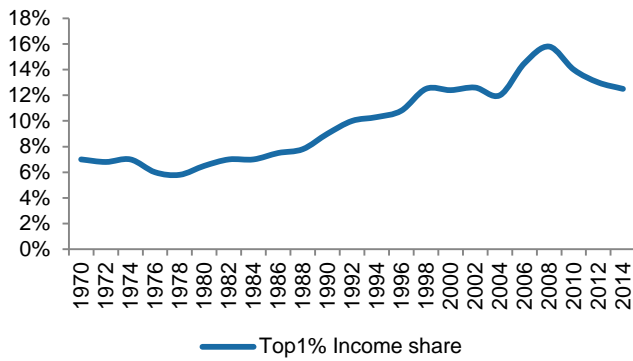
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

（二）高端白酒消费人群为高净值人群，高端酒业绩增速与高净值人群财富和收入增速相关度高

从发达国家历史来看，成熟经济体中高净值人群财富和收入增速往往快于社会平均水平。中国2019年GDP总量为14万亿美元，人口为14亿左右，世界范围内，只有美国（GDP为21万亿美元，人口为3.3亿）和欧洲（GDP为18万亿美元，人口为3.4亿）的体量和中国具有对比的价值。从美国欧洲等发达经济体来看，存量时代往往高净值人群财富和收入增长快于社会平均水平。我们从80年代开始回顾发达国家历史，

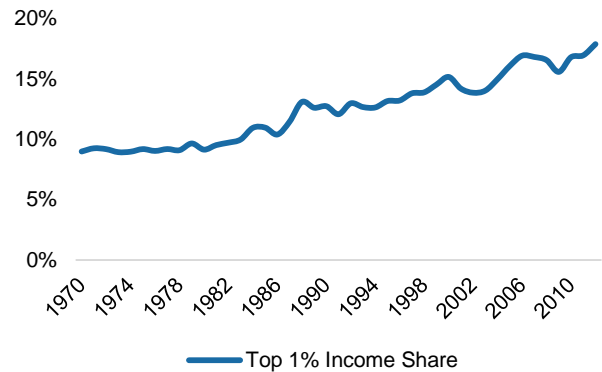
据Zucman等，发达国家“Top1%”人群无论收入和财富增速都快于社会平均水平，占比不断提升。

图 7: 英国top1%收入占比走势持续提升



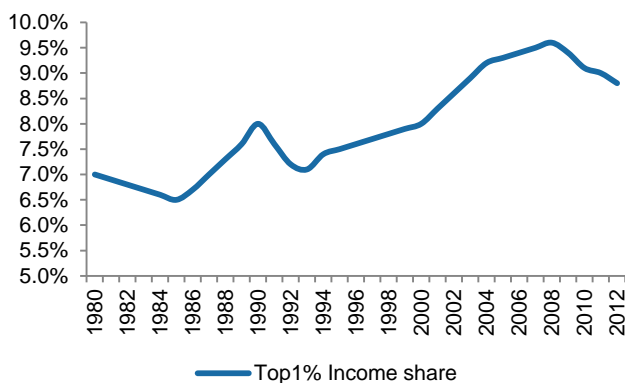
数据来源: 《Inequality: Are we really 'all in this together'?》 Gabriel Zucman, 广发证券发展研究中心

图 8: 美国top1%收入占比走势持续提升



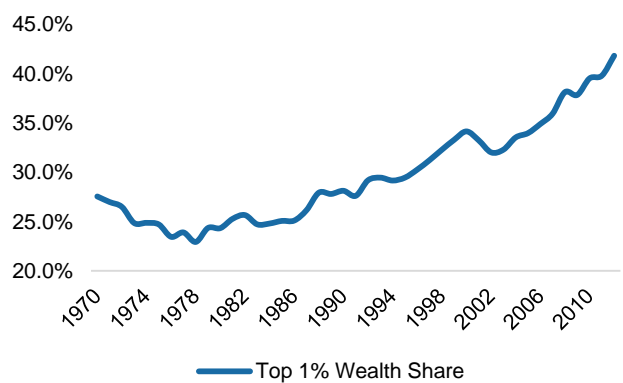
数据来源: 《Wealth Inequality in the United States since 1913》 Gabriel Zucman, 广发证券发展研究中心

图 9: 日本top1%收入占比走势持续提升



数据来源: Nomura Research Institute, 广发证券发展研究中心

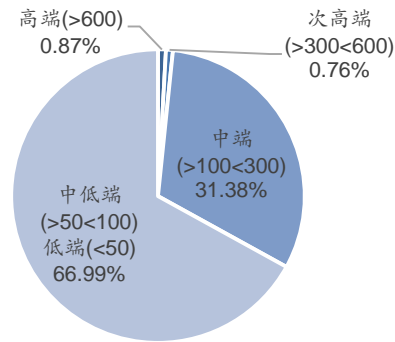
图 10: 美国top1%资产占比走势持续提升



数据来源: 《Wealth Inequality in the United States since 1913》 Gabriel Zucman, 广发证券发展研究中心

高端白酒目标客户群为中国高净值的人群，业绩增速与高净值人群的财富和收入增速相关度高。高端白酒的奢侈品属性导致其长期看提价速度与高净值人群的财富和收入增速相关度高，未来一段时间内高端酒还有放量空间，不再放量后收入基本等同于价格增速，而高端酒品牌实际上只需要一定的费用投放便能维持其品牌地位，因此其业绩增速至少不会低于提价速度。

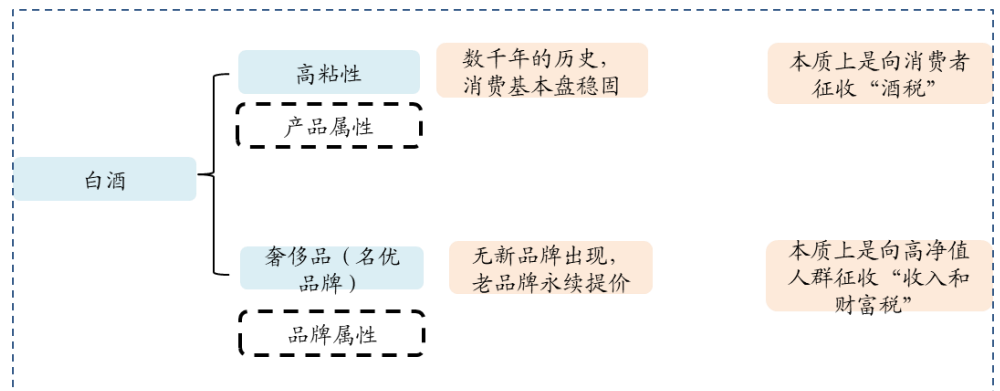
图 11: 2019年高端酒销量约占比白酒行业销量0.8%左右



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

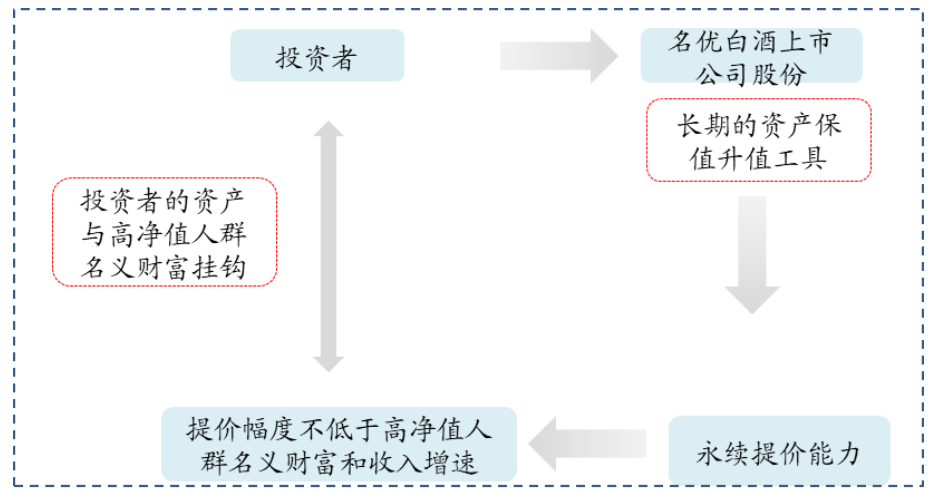
白酒的历史高回报源于特殊的产品和品牌属性，预计未来其属性会长期延续。白酒是在消费品中相对特殊的一类生意，我们认为白酒板块历史的高回报与其特色的产品和品牌属性相关度高，且预计未来其属性会长期延续。（1）从产品属性来看，酒精饮料消费者的消费行为具有高粘性，白酒作为高度酒精饮料的一种，历史悠久、工艺复杂，香气成分、口感丰富，保障了在没有外部政策（施加重税、禁酒等）的影响下，人均摄入量会保持相对平稳，总销量虽然会因人口老龄化导致的主力人口减少而下降，但上市公司龙头销量市占率仍有提升空间（2019年上市公司龙头的销量市占率CR3/5/10仅为12%/15%/17%）。（2）从品牌属性来看，名优白酒与法国列级名庄酒类似，都具有一定的奢侈品属性，和豪车、奢侈品和顶尖茶叶等一样理论上可以长期提价，且相较于一般奢侈品品牌，名优白酒与法国列级名庄酒面临新品牌冲击的风险更小，老品牌的地位均是历史、优质产区区位和评级等共同奠定。因此，名优白酒整体即便未来没有量增空间，也可以依赖提价增长。

图 12: 白酒产品具有高粘性的消费属性，其中的名优品牌具有奢侈品属性



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 白酒板块是投资者优质的资产保值工具



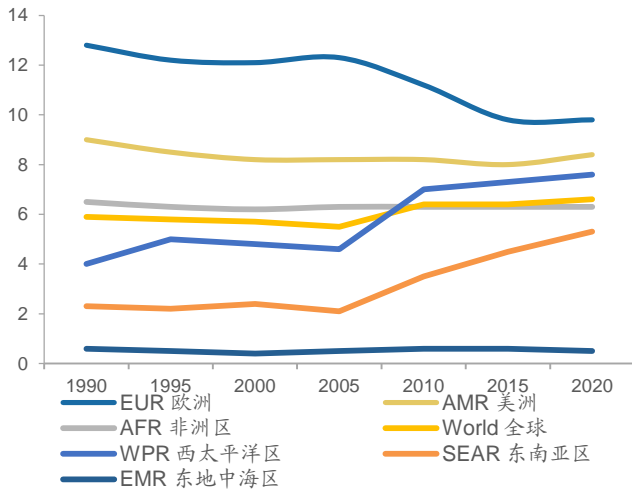
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、高粘性的产品属性使得白酒消费基本盘稳固，产品生命周期长于一般消费品

(一) 白酒消费粘性高、基本盘长期稳固，产品生命周期长于一般消费品

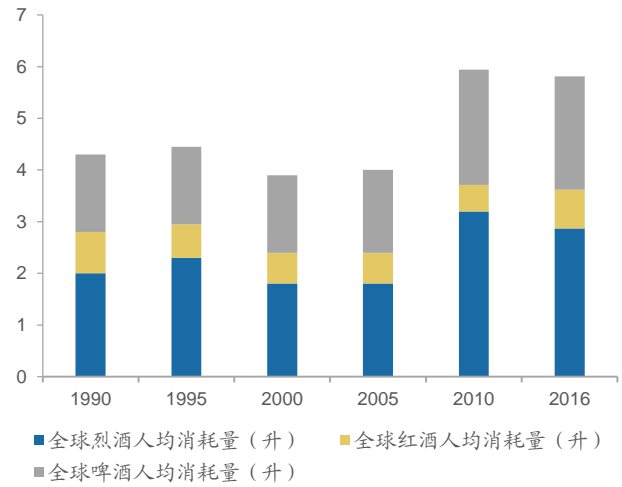
酒精饮料消费者的消费行为具有很高的粘性，消费基本盘稳固。目前具有极高消费粘性的消费品典型代表有酒、烟、茶、咖啡、辣椒等，消费者的消费行为具有很高的粘性导致其销量可预测性高。尤其是酒精和烟草。我们认为适合投资者长期持有的生意一定是商业模式稳定、消费基本盘稳固的生意。酒精饮料的高粘性，保障了在没有外部政策（施加重税、禁酒等）因素的影响下，人均摄入量会保持相对平稳，短期内不会出现大幅变化。且白酒在中国酒精饮料中相对比较独特，缺乏完全类似的替代品：白酒酒精度高于啤酒和红酒，而度数相近的只有海外烈酒，但白酒酿造工艺更复杂，相比海外烈酒的酵母发酵法，白酒采取加曲酿造法，多种微生物参与发酵，不仅香型多元，香气成分、口感、层次感更加丰富（洋酒口感则比较纯净），即便不考虑文化、消费习惯、传统等因素，仅从产品本身特点来说洋酒也很难替代白酒。因此，白酒的消费基本盘稳固，人均消费量在可预见的未来预计不会发生较大变化，总销量基本由主力消费人口决定，借鉴海外烈酒消费量趋势（主要是美日等人口和经济大国），我们预计未来白酒销量会因老龄化带来的主力消费人口下降而缓慢下降，但正如上文所述，上市公司龙头的销量市占率低，总销量下降在很长一段时间内都难以对行业龙头产生实际影响，因此总销量的下降对名优白酒龙头的投资者来说并不是真正的风险。

图 14: 全球酒精人均消耗量 (升) 数十年来保持平稳上行趋势



数据来源: WHO, 广发证券发展研究中心

图 15: 全球烈酒年消费量保持上行, 且占据酒类饮料主流



数据来源: WHO, 广发证券发展研究中心

表 4: 仅从产品来对比, 白酒酿造工艺更为复杂, 多种微生物参与发酵, 香气成分和口感更为丰富

酒类	主要香型/品类	主要原料	最少工艺时间 (从酿造起到上市)	工艺流程	酒香来源	主要类型产品
白酒	酱香型	小麦、高粱	5年	制曲、粉碎原料、下沙、糙沙、12987酿酒工艺、贮存陈年、勾兑、装瓶	原料、酒曲、多次发酵蒸馏、陈年	贵州茅台、国台酒
	浓香型	高粱、小麦、大豆、稻壳	1.5年	制曲、发酵、出窖蒸酒、陈年、勾兑、装瓶	原料、酒曲、窖池陈旧程度、酵母发酵	五粮液、泸州老窖、洋河
	清香型	高粱、大麦、豌豆	1个月	制曲、高温润糝、蒸料、发酵、蒸馏、提香、勾兑、装瓶	原料、酒曲、回糟发酵提香	山西汾酒、黄鹤楼酒、宝丰酒
烈酒	白兰地(Brandy)	糖度低酸度高弱香型的白葡萄	2年	原酒酿造、蒸馏、自然陈酿、勾兑调配、装瓶	原料、酵母发酵、陈年	X.O. V.S.O.P. V.O. V.S
	威士忌(Whisky)	麦类谷物、玉米	3年	发麦、磨碎糖化、发酵、蒸馏、入桶、陈年、装瓶	原料、酵母发酵、陈年	芝华士、尊尼获加、杰克丹尼
	琴酒(Gin)	谷物、杜松子、香菜、当归等加香植物	数周	捣碎糖化、发酵、蒸馏、加味、加水、过滤装瓶	原料、酵母发酵、加香植物	伦敦干金酒、荷兰金酒、果味金酒

	伏特加(Vodka)	淀粉类食物、红胡椒、生姜、香草等风味添加物	数周	糖化、发酵、蒸馏、稀释、添加风味、装瓶	原料、酵母发酵、风味添加物	Grey Goose、Absolut、Smirnoff
	龙舌兰酒(Mezcal/Tequila)	龙舌兰	数周	蒸煮、发酵、蒸馏、陈酿、装瓶	原料、酵母发酵、陈年	特基拉、梅斯卡尔
	朗姆酒(Rum)	甘蔗或糖蜜	0.5年	压榨、过滤、发酵、蒸馏、陈年、调配、装瓶	原料、酵母发酵、陈年	银朗姆酒、金朗姆酒、黑朗姆酒
葡萄酒	红葡萄酒	红葡萄	1至2个月	除梗破皮、浸皮与主发酵、压榨分离与再发酵、熟化、装瓶	原料、酵母发酵、陈年	罗曼尼·康帝、拉菲酒庄
	白葡萄酒	白葡萄		破碎、榨汁、澄清、发酵、熟成、装瓶	原料、酵母发酵、陈年	彼德鲁庄园、戴利葡萄bai酒
	桃红葡萄酒	红葡萄		直接压榨法、排水法、放血法、混酿	原料、酵母发酵、陈年	普罗旺斯桃红葡萄酒、桑塞尔桃红葡萄酒
	起泡葡萄酒	红葡萄或白葡萄		酒桶二次发酵起泡酒或酒瓶二次发酵	原料、酵母发酵、陈年	香槟

数据来源：《中国三大香型白酒的研究》、国标 GB11856-1997、《Le Whisky C'est Pas Sorcier》、《工艺琴酒全书》、《洋酒品鉴宝典》、Decanter《醇鉴》葡萄酒网、红酒世界，广发证券发展研究中心

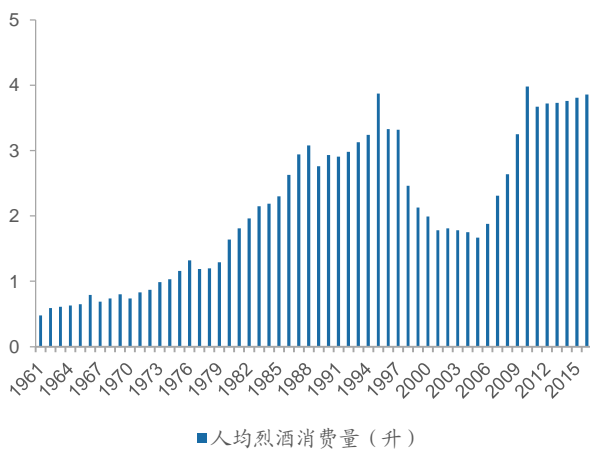
表 5：中国传统白酒按照香型可划分为十三种香型，工艺各不相同

香型	代表性品牌	特点
酱香型	茅台	属纯粮高温大曲酒，酿造技术复杂，酿造中要分两次投料、九次蒸煮、八次摊晾，七次取酒，具有酱香突出，醇香幽雅、空杯留香的特点。
浓香型	五粮液、泸州老窖、洋河	发酵使用陈年老窖，原料以高粱为主，采用混蒸续渣工艺。酒体窖香浓郁、绵柔甘冽、香味协调、入口甜、落口绵、尾净余长。
清香型	山西汾酒、黄鹤楼酒、宝丰酒	以高粱等谷物为原料，使用大麦和豌豆制成的中温大曲，采用清蒸清糟，固态地缸发酵。酒体清香纯正，醇甜柔和，自然谐调，余味爽净。
米香型	桂林三花酒	以大米为原料，属小曲香型酒，以清，甜、爽、净见长，入口醇和，饮后微甜。
馥郁香型	酒鬼酒	以多粮颗粒为原料，小曲与大曲并用，采用泥窖清蒸清烧，具有前浓、中清、后酱，一口三香的特点。

老白干香型	衡水老白干	以高粱为主要原料，采用地缸固态发酵，混蒸混烧的老五甑工艺酿造而成，酒体清澈透明，醇香清雅，甘冽丰柔，回味悠长。
药香型	贵州董酒	大曲与小曲并用，并在制曲配料中添加了多种中草药。酒体清澈透明，浓香带药香，香气典雅，酸味适中，尾净味长。
芝麻香型	景芝酒	酿造原料以高粱为主，酿造采用泥底砖窖，多微共酵。口感“酱头芝尾”，入口酱香浓郁，落口甜，绝无辛辣净，芝麻香沁人肺腑，回味无穷。
特香型	四特酒	以整粒大米为主要原料，以中高温大曲为糖化发酵剂，经传统固态法发酵而成。酒体醇厚丰满，协调和谐，入口绵甜圆润，后味爽净，无邪杂味。
豉香型	玉冰烧酒	以纯大米为原料，大酒饼为糖化发酵剂，采用边糖化边发酵的半固态发酵工艺，具有独特豉香味，入口醇滑，无苦杂味。
兼香型	口子窖	在香气和口感上兼具了浓香和酱香型白酒的风味，或浓中带酱，或酱中带浓。具有芳香优雅，酱浓协调，绵厚甜爽的特点。
凤香型	西凤酒	以高粱为原料，以中温大曲或麸曲为发酵剂，采用续楂配料，土窖发酵。酒体清而不淡，浓而不酳，融清香、浓香优点于一体。
芝兰香型	国养	以高粱、玉米、小麦、大米、糯米等九种粮食为原料，合理配料，采用三花蕴合、五种技艺进行酿造。酒幽香、舒雅、甘美、丰润、怡畅。

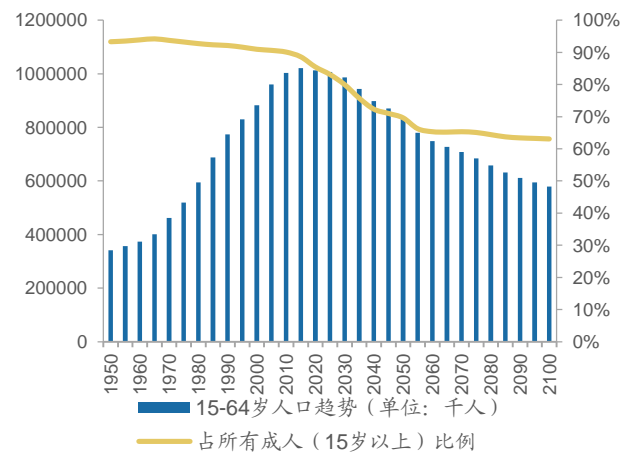
数据来源：微酒，广发证券发展研究中心

图 16: 中国烈酒（15岁以上）人均摄入量走势近几年已经相对平稳



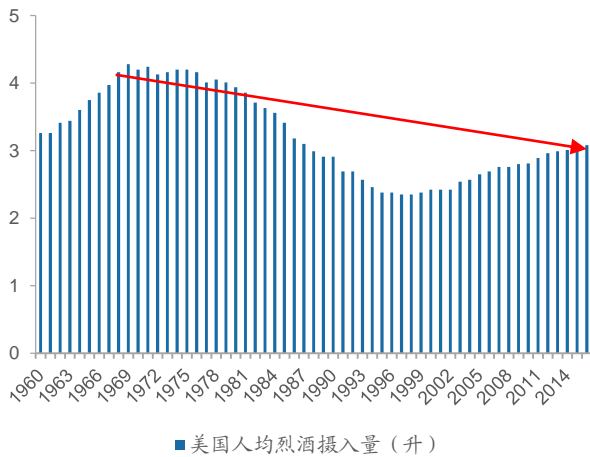
数据来源：WHO，广发证券发展研究中心

图 17: 我国烈酒主力消费人口（15至65岁）在成人中占比不断下降



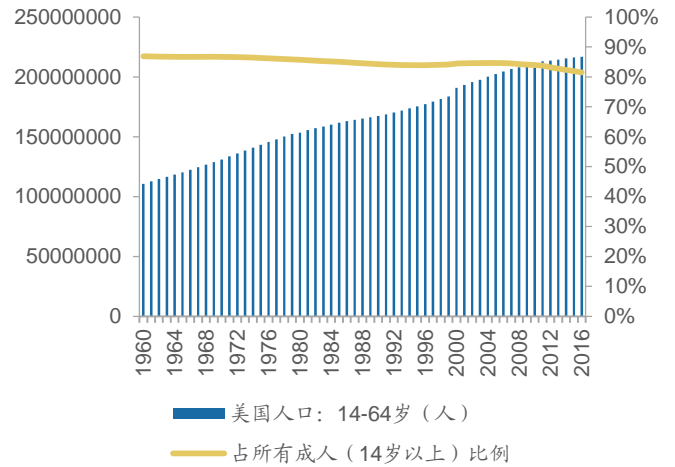
数据来源：联合国，广发证券发展研究中心

图 18: 美国烈酒（15岁以上）人均摄入量走势



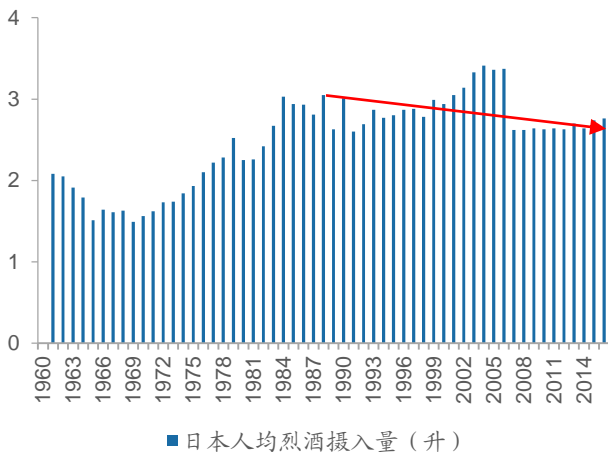
数据来源: WHO, 广发证券发展研究中心

图 19: 美国主力消费人口与占比



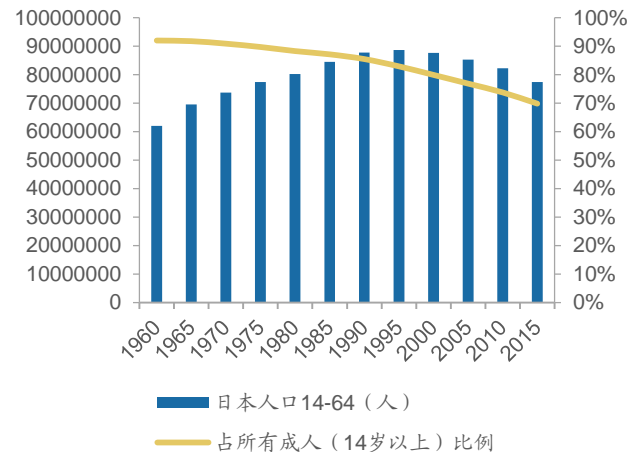
数据来源: 美国商务部普查局, 广发证券发展研究中心

图 20: 日本烈酒（15岁以上）人均摄入量走势



数据来源: WHO, 广发证券发展研究中心

图 21: 日本主力消费人口及占比

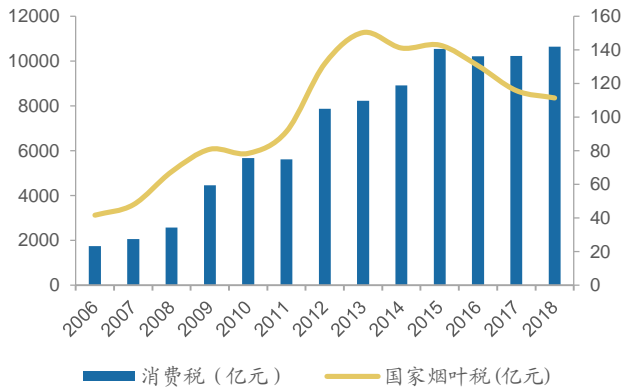


数据来源: 日本统计局, 广发证券发展研究中心

(二) 白酒实控人多为地方政府，对当地财税收入贡献较大

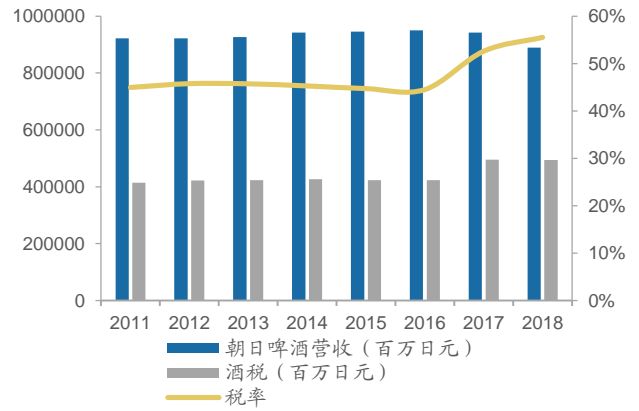
被施加重税是白酒投资者面临的**最大风险**，其他风险不会对白酒商业模式造成**根本的打击**。白酒属于高利润的行业，另外一个类似的行业是烟草行业，已被国家专营。对于投资者来说，投资白酒板块面临最大的风险是被政府抽重税的风险，其余的风险实际上并不会对白酒商业模式造成根本上的打击。例如，邻国日本对酒类课税较重，且频繁变动税收政策，其酒精饮料巨头朝日酒类税占比营收远高于中国同行。中国白酒消费税自开征以来，征收也是不断趋于严格的，因此，投资者若要长期持有白酒板块，最需要考虑的风险便是**税负风险**。

图 22: 烟草行业被国家专营, 每年贡献大量税收



数据来源: 国家统计局、Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 日本酒精饮料巨头酒税负担较大, 近10年酒类税率平均为48%, 高于中国同行



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表 6: 日本酒税政策多变, 且课税较重

酒类分布	酒精成分	税率(日元/千升)	额外费用
啤酒	-	220,000	
	麦芽成分 50%以上	220,000	
发泡酒	麦芽成分 25%以上, 50%以下	178,125	
	麦芽成分低于 25%	134,250	
其他类别发泡酒	酒精成分 10%以下	80,000	
清酒	-	120,000	
果酒	-	80,000	
其他酿造酒	-	140,000	
连续式蒸馏烧酒	酒精 21%以上	200,000	酒精度数每超过 20%vol 一度, 每千升多征收 1 万日元
单式蒸馏烧酒	酒精 21%以上	200,000	酒精度数每超过 20%vol 一度, 每千升多征收 1 万日元
原料酒	酒精 21%以上	200,000	
威士忌	酒精 37%以上	370,000	酒精度数每超过 37%vol 一度, 每千升多征收 1 万日元
白兰地	酒精 37%以上	370,000	酒精度数每超过 37%vol 一度, 每千升多征收 1 万日元
合成清酒	-	100,000	
米酒	-	20,000	
甜味果酒	酒精 13%以上	120,000	酒精度数每超过 12%vol 一度, 每千升多征收 1 万日元
烈性甜酒	酒精 13%以上	120,000	酒精度数每超过 12%vol 一度, 每千升多征收 1 万日元
杂酒	酒精 21%以上	220,000	酒精度数每超过 20%vol 一度, 每千升多征收 1.1 万日元

数据来源: 日本国税厅, 广发证券发展研究中心

表 7: 中国白酒税收政策总体上也是不断趋于严格

日期	改革内容	改革目的	对行业的影响
----	------	------	--------

1994年1月1日	酒类产品税被分解为消费税和增值税，消费税以从价税的形式对白酒征收，粮食白酒 25%，薯类白酒 15%。对白酒的出厂价进行课税，由厂家代为缴纳。	消费税设立的出发点是调节产品结构，引导消费方向，保证国家财政收入。	由于只有从价税，部分酒企开始走“民酒”低端路线。
2001年5月1日	粮食白酒和薯类白酒计税办法调整为从量定额和从价定率相结合的复合计税办法，从量征收每 500ML 白酒 0.5 元。取消以外购、委托加工酒可以扣除其购进酒已纳消费税的政策。	采取复合计税方法与国际惯例接轨，有利税收公平；避免企业通过关联交易规避消费税。	中低端酒企成本费用增加、税负加重，白酒企业向高端发展。
2006年4月1日	取消了粮食白酒和薯类白酒的差别税率，改为 20% 的统一税率。	提升了低端酒企的税负，促进行业向中高端发展，避免低端酒企避税行为。	名酒企业税负有所下降。
2009年8月1日	生产企业消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 70% 以下的，消费税最低计税价格由税务机关在其对外销售价格 50%至 70%范围内自行核定。生产规模较大、利润水平较高的企业生产的需要核定消费税最低计税价格的白酒，税务机关核价幅度原则上应选择 60%至 70%的范围内。	避免生产企业通过设立独立核算的销售公司等方法避税。白酒企业分离生产企业和销售企业，生产企业以低价将白酒卖给关联销售企业，由他们再对外进行销售来实现避税行为。	税负加重，但酒企可以通过设立多级销售单位，或地方政府通过核定较低的计税价格避税。
2017年5月1日	白酒消费税最低计税价格统一调整为 60%。对于多级销售单位的白酒生产企业、按最终一级销售单位对外销售价格进行核定。	核定方法更加规范，酒企消费税率 12%以上。	在 2009 年的基础上，统一对白酒消费税最低计税价格的规定。因此，2017 年-2018 年白酒企业的消费税逐步提升，目前多数白酒企业的消费税在 12%以上。当年酒企均通过提价以转移税负。

数据来源:国家税务总局, 广发证券发展研究中心

名优白酒企业的实控人多为西部欠发达地方政府，白酒产业对当地财税贡献较大。中国名优白酒企业多为地方政府控股，且地处偏僻（酿酒对生态环境要求较高）、其余工业不发达，白酒企业对当地经济的影响较大，考虑到经济影响，短期来看，税负风险较低。（详见2020-04-17《财税视角下的白酒产业：消费税征收后移对白酒行业的影响几何？》）

表 8: 主流白酒企业实际控制人多为地方政府

企业名称	实际控制人名称	属性
贵州茅台	贵州省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
五粮液	宜宾市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
洋河股份	宿迁市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
泸州老窖	泸州市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
山西汾酒	山西省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
古井贡酒	亳州市人民政府	地方政府
顺鑫农业	北京市顺义区人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
今世缘	涟水县人民政府	地方政府
口子窖	刘安省,徐进	个人

水井坊	Diageo Plc.	外资
迎驾贡酒	倪永培	个人
酒鬼酒	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
舍得酒业	周政	个人
老白干酒	衡水市财政局	地方政府
伊力特	新疆生产建设兵团第四师国有资产监督管理委员会	地方国资委
金徽酒	李明	个人
金种子酒	阜阳市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
剑南春	乔天明	个人

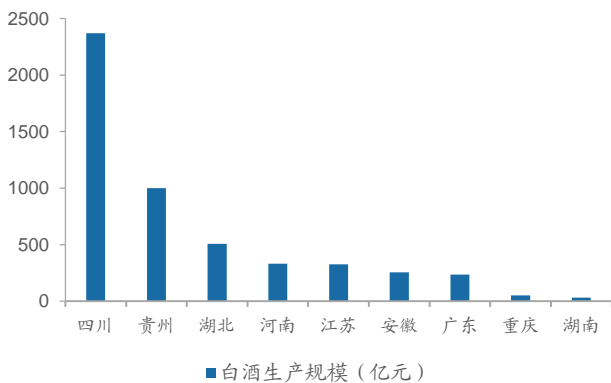
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 9: 中国历史上对酒的政策变迁: 酒的高利润使其成为很好的财政工具

征收时期	白酒政策	具体内容
先秦	禁酒	生产力落后, 为维护社会稳定, 拒绝奢靡风气
汉初	榷酒酤 (专卖)	朝廷垄断酒的产销, 本质为对富人征收消费税
汉中	税酒	允许民间酒类私营, 改征税, 实行税酒政策
隋朝	无限制	历史上唯一开放酿酒的朝代
唐朝	前期无限制 后期税酒	酒税约占财政收入 1/6, 税率约 50%
宋朝	榷酒为主, 少量税酒	税率超 50%, 成为军费重要来源
明朝	税酒	酒税划归地方所有, 收入较少
清朝	税酒	前期约 10%, 后期重税达 50%左右

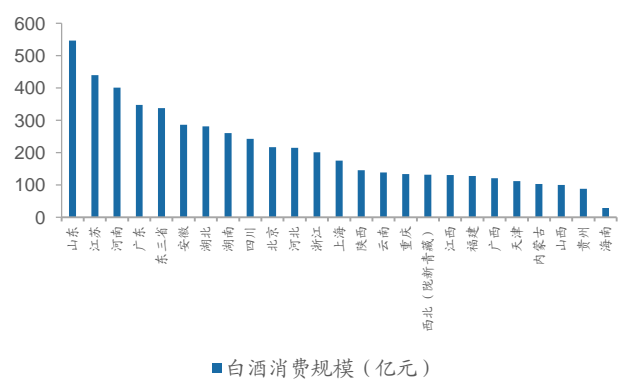
数据来源: 微酒, 广发证券发展研究中心

图 24: 白酒生产大省多位于川贵等西部欠发达省份



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 25: 消费大省多位于华东华南等经济人口大省



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

三、名优白酒是酒类消费品中的奢侈品，是优质的资产之一

(一) 名优白酒品牌是中国为数不多的奢侈品生意，名优白酒股票是优质的资产之一

名优白酒品牌与法国列级名庄酒类似，是全球所有酒类消费品中的奢侈品。全球主要的酒类消费品主要包括白酒、烈酒、红酒、清酒、黄酒等。其中啤酒、预调酒、清酒和黄酒等定价明显偏低。在主要酒类消费品中，名优白酒和法国列级名庄酒代表性大单品的定价中枢最高。从定价维度上来看，5000元以上酒类产品，主要包括了高端白酒和烈酒和红酒，规模最大的为年份茅台酒（按照人民币计算/500ML，实际成交价或零售价），按零售价计算规模约56亿元（茅台酒渠道利差过大，采用成交价计算，其他白酒按出厂价）。1000元以上5000元以下酒类产品，规模最大的为飞天茅台酒，按零售价计算体量为1600亿元左右。500-1000元最大的为五粮液，规模约390亿元。200-500元规模最大的为帝亚吉欧旗下的尊尼获加品牌。红酒尽管高端品牌较多（波尔多一级名庄酒、勃艮第特级葡萄园酒等），在酒类消费品中是与名优白酒可比性最高的行业，但供给分散、生产产区化限制了单个品牌规模（类似于中国的茶叶行业现状），导致单个品牌的规模相对于白酒和烈酒均偏小。但从定价中枢上来看，名优白酒品牌和法国列级名庄酒类似，均是全球酒类消费品中的奢侈品。

表 10: 白酒相较于烈酒，代表性大单品规模更大、定价中枢更高，是酒类中的奢侈品

定价 (元/500ML)	白酒	烈酒
5000+	年份茅台酒 (6000 元, 56 亿)	麦卡伦 25 年 (7626 元, 5.72 亿)
1000-5000	飞天茅台酒 (2200 元, 1600 亿)	百龄坛 30 年 (2070 元, 28.46 亿); 人头马 X.O (1062 元, 21.91 亿)
500-1000	五粮液 (900 元, 390 亿); 国窖 (800 元, 86 亿); 青花郎 (800 元, 30 亿+)	马爹利蓝带 (941 元, 37.04 亿)
200-500	水晶剑 (400 元, 87 亿); 梦之蓝 (300-600 元, 60 亿+); 水井坊 (300-600 元, 35 亿)	尊尼获加 (70-600 元, 719.8 亿); 格兰菲迪 12 年 (288 元, 7.15 亿); 诗路珂 (206 元, 33.56 亿); 拿破仑 XO (500 元, 9.82 亿元)

数据来源: 京东, Bloomberg, 广发证券发展研究中心, 注 1: 麦卡伦、百龄坛全部酒类产品体量分别为 5.72、28.46 亿元收入; 人头马 X.O 的 21.91 亿元为年报报表口径规模。注 2: 茅台因渠道利差过高, 采用零售口径规模, 其余白酒采用报表口径规模; 烈酒除人头马 X.O.外均采用零售口径

表 11: 红酒高端单品定价中枢也较高, 和名优白酒类似, 是酒类中的奢侈品

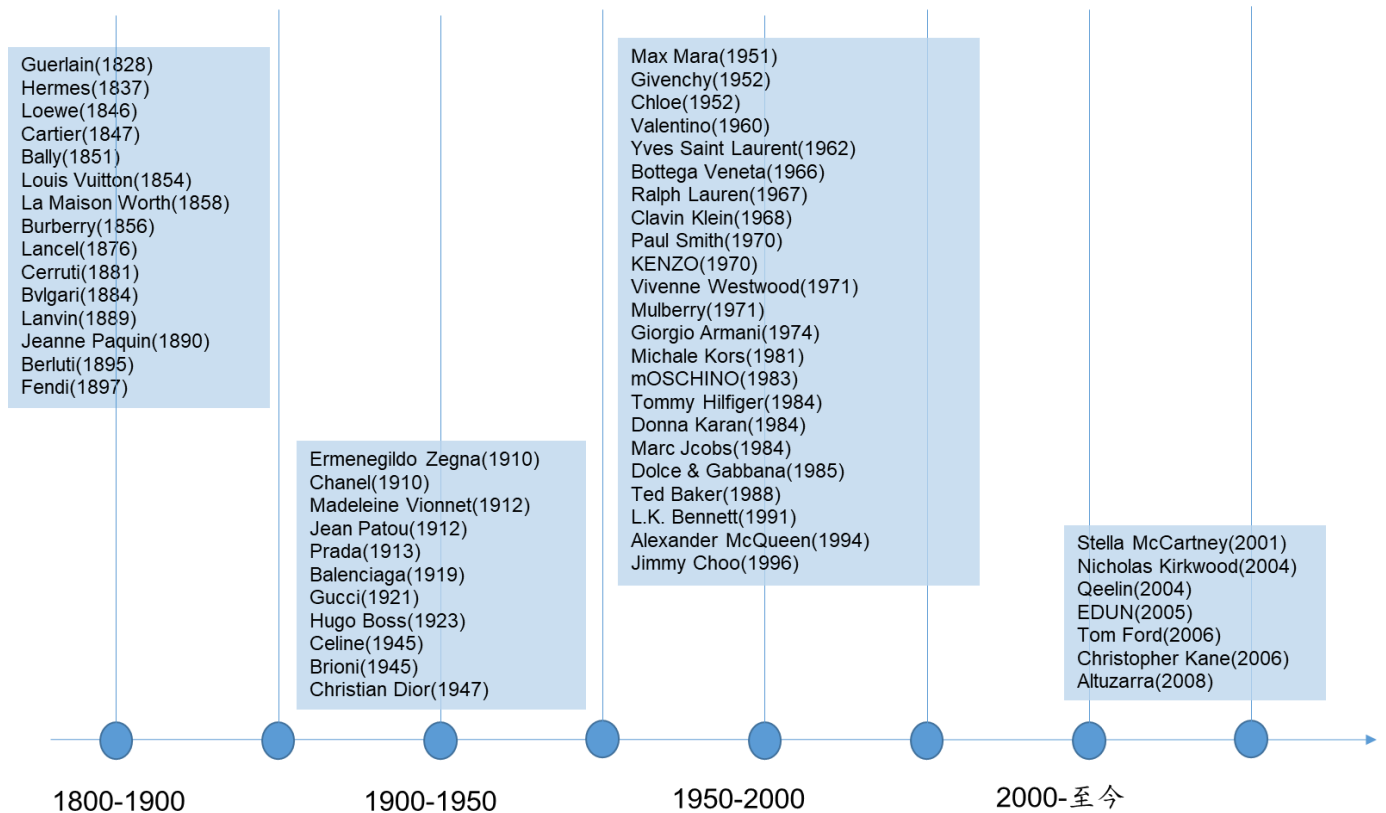
定价(元/500ML)	酒名	平均价格(元)	体量收入(亿元)
5000+	拉菲古堡	6300	9
	玛歌红酒	5005	7
1000-5000	唐·培里依桃红香槟	2013	15.16
	啸鹰干红	3558	0.14

	奔富葛兰许	2025	1.14+
500-1000	博林爵香槟	989	3.56
	千露红酒	793	37.1
200-500	哈迪斯 Hardy's	266	96.88
	杰卡斯	200-400	77.87

数据来源: 《世界百大葡萄酒庄品游及评分大全》, wineinvestment, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

奢侈品品牌可长期提价，但新品牌的冲击可能破坏其永续增长的逻辑。奢侈品品牌均具有长期提价的能力，但如果面临新品牌的冲击，原有品牌可能会被取代掉。回顾海外奢侈品行业发展历史，新品牌也层出不穷。一些奢侈品品牌龙头为了避免原有品牌被新品牌取代，需要不断的收购新品牌并培育打造。除了顶尖奢侈品品牌爱马仕之外，其他奢侈品龙头最终都在不断并购中形成了自己的品牌矩阵，并且不断的并购培育、卖出品牌以保持自身品牌矩阵的竞争力和龙头地位，典型如LVMH，而即便其核心品牌LV也需要设计师不断更新创意以吸引新一代消费者。而一些单品牌奢侈品企业，由于奢侈品行业的该特点，品牌地位并不稳固，甚至也会出现多年收入停滞不前的情况。高档化妆品龙头品牌如雅诗兰黛也是采用类似的品牌战略。

图 26: 奢侈品历史上新品牌层出不穷



数据来源: Bloomberg, 各公司官方网站, 广发证券发展研究中心

表 11: 顶尖豪车行业, 历史上也不断出现新品牌

年份	豪车品牌	国家	代表车型
1906	劳斯莱斯	英国	魅影、幻影、古斯特
1909	布加迪	法国	威龙、凯龙
1913	阿斯顿马丁	英国	DB、Vanquish、Vantage
1919	宾利	英国	欧陆、雅致、飞驰
1921	迈巴赫	德国	齐柏林 ds7、迈巴赫 Landulet
1929	法拉利	意大利	LaFerrari、California
1931	保时捷	德国	Boxster、Panamera、911
1963	兰博基尼	意大利	Milura、Countach、Lamborghini
1966	迈凯伦	英国	MP4、P1、650s
1994	柯尼塞格	瑞典	Agera、CCR

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表 12: 以LVMH为例, 其历史上不断在并购和卖出品牌

时间	收购的品牌
1993-1997	服装&化妆品: Berluti, Kenzo, Celine, Lowew, Guerlain, Marc Jacobs 零售: DES, Sephora
1999-2001	服装&化妆品: Thomas Pink, Bliss, Pucci, Fresh, Make Up Forever, Acqua Di Parma Srl, Fendi, Donna Karen(出售) 珠宝&手表: Tag Heuer, Zenith, Chaumet, Ebel
2008-2013	服装&化妆品: Nicholas Kirkwood, Loro Piana 珠宝&手表: Hublot, Bulgari
2013-至今	香水: Francis Kurkdjian 箱包: Rimowa 珠宝: Tiffany&Co

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心, 注 Marc Jacobs(持有 96%股权); Loro Piana(持有 85%股权)

表 13: 即便是核心品牌LV和Dior也需要通过设计师不断更新创意和风格维持品牌力

	主要设计师	主要贡献
LV	Marc Jacobs	任职: 1997-2013 年任 LV 设计总监 贡献: 引入成衣系列
	村上隆	任职: 2003-2015 年间合作 贡献: 跨界合作推出得 Monogram Multicolore 系列
	Nicolas Ghesquiere	任职: 2013 年接替 Marc Jacobs 成为新创意总监 贡献: 突出未来感与古典风格的结合
	Stephen Sprouse	合作: 2009 年推出 Monogram 涂鸦系列手袋 贡献: 首次使用 Monogram 帆布为包装制作材料
	草间弥生	合作: 2013 年波点系列覆盖 LV 全品类
Dior	Christian Dior	任职: 1946-1957 年创办品牌

贡献：推出“新风貌”系列，推出不对称裙子、垂直型服装、O型、A型、Y型、H型、郁金香型、箭型服装，使得巴黎女装从整体到细节都发生了耳目一新的变化；使巴黎在第二次世界大战后恢复了时尚中心的地位；培养了两名知名设计师皮尔·卡丹（Pierre Cardin）和伊夫·圣罗兰（Yves Saint Laurent）

Marc Bohan	任职：1960-1989 年任首席设计师，是 Dior 历史上任期最长的设计师 贡献：1967 推出 Miss Dior；1968 推出针织系列，1969 推出 Dior 化妆品；1973 为皮革制品在时尚界的流行开创先河
Yves Saint Laurent	任职：1957-1960 年任首席设计师 贡献：在任期间 Dior 有 1/3 的服装出自 Laurent 之手，推出经典的波西米亚风格 Trapeze 系列，被称为“克里斯汀二世”
John Galliano	任职：1996-2011 年，担任首席设计师 实现品牌年轻化：通过夸张设计和复杂剪裁展现浪漫主义风格，个性张扬实现品牌年轻化的目标

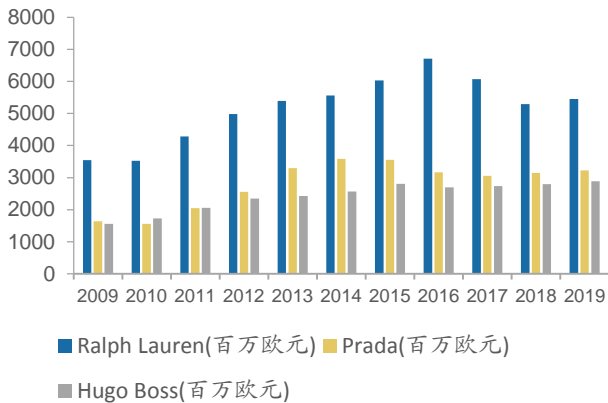
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

表 14：以雅诗兰黛为例，其历史上不断在并购和卖出品牌

时间	收购的品牌
1995	Bobbi Brown, LAMER
1997	Aveda
1998	M.A.C
1999	JO MALONE
2003	DARPHIN
2010	smashbox
2014	LELABO
2015	Editions de Parfumes Fredric Male, GLAWGLOW
2016	By Kilian, BECCA, Too Faced

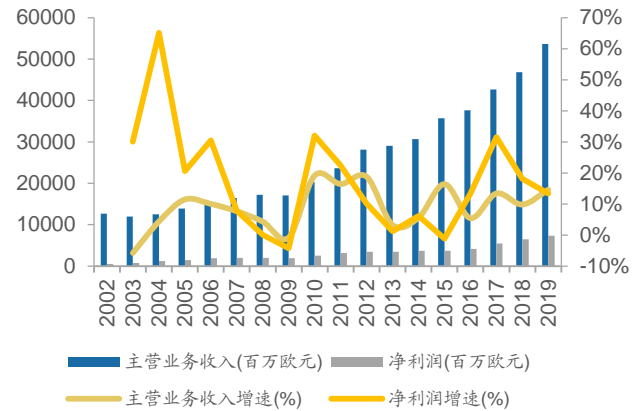
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 27: 单品牌奢侈品Hugo Boss/Ralph Lauren/Prada多年收入停滞不前



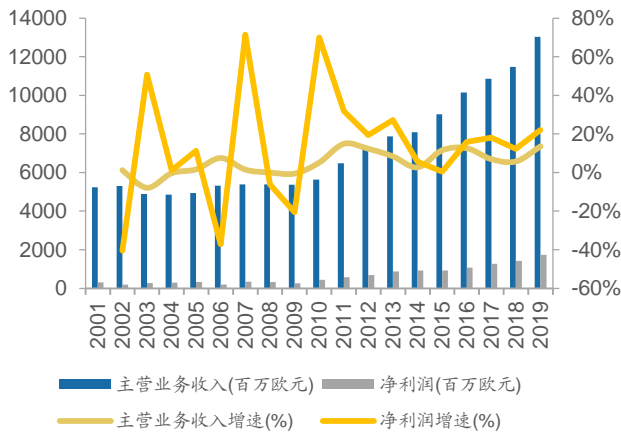
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 28: LVMH依赖多品牌矩阵的方式保持不断增长



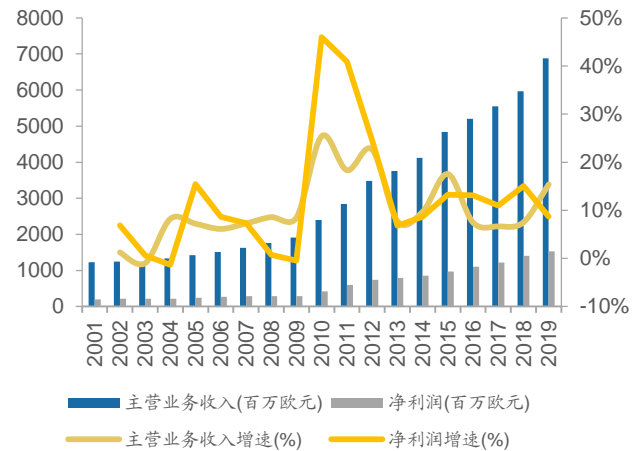
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 29: 雅诗兰黛依赖多品牌矩阵的方式保持不断增长



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 30: 顶尖奢侈品品牌爱马仕即便每年提价也能保持一定的增长率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

名优白酒品牌不可再生、被新品牌取代的风险极低。作为一个整体来看,名优白酒只有十余家企业、不可再生,由于白酒品牌越老越能体现其品牌底蕴,且行业不存在任何的时尚潮流因素(详见2019-04-06《以预收款和现金流判断白酒行业拐点,以ROE判断公司竞争力》),因此与其他高端消费品品类相比,如奢侈品和高端化妆品,新品牌出现并取代老品牌的概率极低。白酒在中国社交品的用途也导致行业外被取代的风险也极低(甚至有可能取代部分烈酒和红酒在中国的份额,详见2020-03-01《贵州茅台:最具代表性的中国奢侈品品牌,未来估值中枢应在30-40倍》)。与名优白酒品牌相类似的是列级名庄红酒品牌,老品牌的地位均是历史、优质产区区位和评级等共同奠定(1855分级类似中国白酒历史上的评酒会),即便

从历史上看红酒排名有过变化，偶尔出现过新品牌（如后起之秀—波尔多“酒王”帕图斯），但并未对老品牌造成很大的威胁。总体上看，名优白酒和列级名庄红酒品牌在奢侈品品类中被新品牌取代的风险较低。尤其其中的顶尖品牌，能够穿越数个世纪长期存在。

表 15: 名优白酒在历史上五次评酒会奠定，未来不会在出现新的名酒品牌

排名	历届名酒评选榜单				
	第一届（1952年）	第二届（1963年）	第三届（1979年）	第四届（1984年）	第五届（1989年）
1	茅台酒	五粮液	茅台酒	茅台酒	茅台酒
2	汾酒	古井贡酒	汾酒	汾酒	汾酒
3	泸州大曲酒	泸州老窖特曲	五粮液	五粮液	五粮液
4	西凤酒	全兴大曲	剑南春	洋河大曲	洋河大曲
5		茅台酒	古井贡酒	剑南春	剑南春
6		西凤酒	洋河大曲	古井贡酒	古井贡酒
7		汾酒	董酒	董酒	董酒
8		董酒	泸州老窖特曲	西凤酒	西凤酒
9				泸州老窖特曲	泸州老窖特曲
10				全兴大曲酒	全兴大曲酒
11				双沟大曲	双沟大曲
12				特制黄鹤楼酒	特制黄鹤楼酒
13				郎酒	郎酒
14					武陵酒
15					宝丰酒
16					宋河粮液
17					沱牌曲酒

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 16: 红酒中的列级名庄多是由历史沉淀而成，虽然出现过挑战者，但未对老品牌造成威胁

时间	历史事件
1855	波尔多葡萄酒分级制度成立，其中一级酒庄为拉菲古堡、拉图城堡、玛歌酒庄、侯伯王庄园
1925	1925年艾德蒙罗芭夫人从帕图斯酒庄前任庄主购得酒庄，帕图斯酒庄得辉煌历程才由此开启；另外法国波尔多地区1855得酒庄评级只针对梅多克区，并将帕图斯酒庄所处得波美侯地区包括在内，因此帕图斯酒庄迟迟未得到官方得肯定
1973	木桐酒庄从二级酒庄荣升到一级酒庄，结合其他四大酒庄，统称为法国红酒五大酒庄
1976	“巴黎审判”的盲品大赛发生在1976年5月24日，美国纳帕谷葡萄酒战胜了法国酒，但即便如此也并未动摇法国顶尖名庄的地位

数据来源: 红酒世界网, 广发证券发展研究中心

表 17: 波尔多地区顶尖名庄被新品牌取代的风险低，多被私人家族买入并长期持有，充当财富传承工具

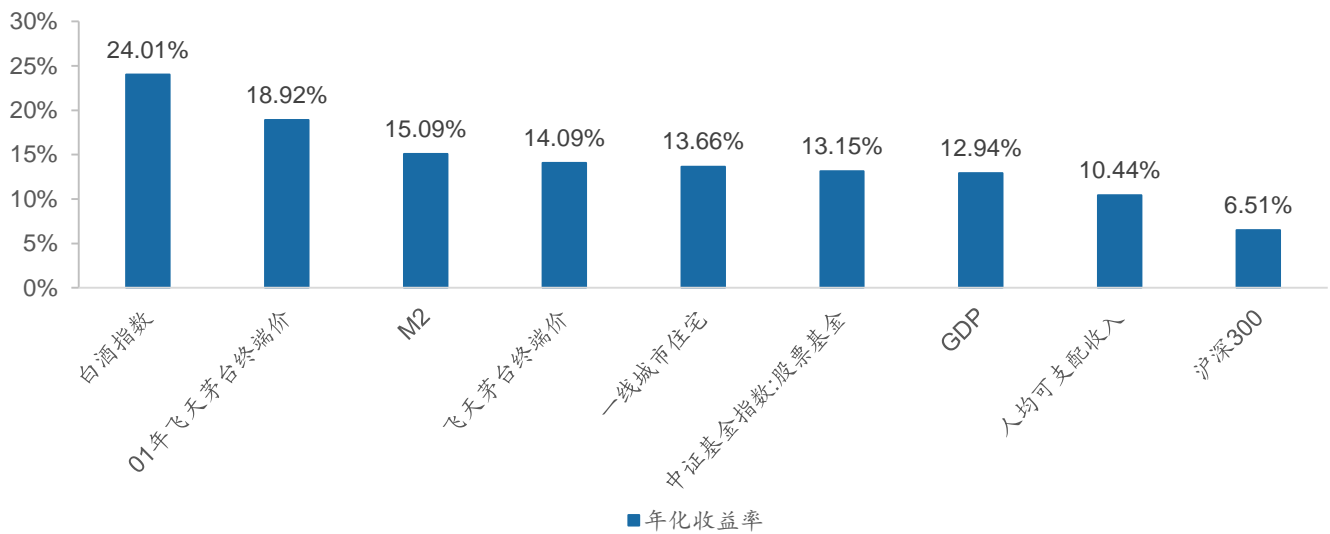
分级	酒庄	控制人	历史庄主（实控人）的变迁过程	体量收入(亿)
1855 分级一级酒庄	拉菲古堡(Chateau Lafite Rothschild)	赛斯吉娅·罗斯柴尔德 (Saskia de Rothschild)	1234年，属于 Gombaude Lafite 1716年，被 Segur 家族收购 1868年，被 Baron James Mayer Rothschild 收购	9

		1868年, 由 Baron 的三个儿子 Alphonse, Gustave 和 Edmond Rothschild 继承	
		1974年, 由 Eric Rothschild 掌管	
		1571年, 由 Mullet 家族拥有并开始生产红酒	
		1670年, 被 Chavannes 家族收购	
		1677年, 因婚姻关系转给 Clausel 家族	
		1695年, 因婚姻关系转给 Segur 家族	
拉图城堡(Chateau Latour)	开云集团 (Kering)	1716年, Segur 家族收购了拉菲古堡	8
		1963年, 由 Harveys of Bristol 和 Pearson Group 收购了75%的股份, 随后 Harveys of Bristol 被 Allied Lyons 收购	
		1989年, Allied Lyons 花费两亿美元将剩余股份全部买下	
		1993年, 由巴黎春天百货(开云)老板 Francois Pinault 收购	
		1816年, 由 Marguis De La Colonilla 家族完工建成	
		1836年, Marguis De La Colonilla 家族出售了玛歌酒庄	
玛歌酒庄(Chateau Margaux)	科琳娜·门泽普洛斯 (Corinne Mentzelopoulos)	1934年, 由 Ginestet 家族收购	7
		1977年, 由 Andre Mentzelopoulos 家族收购	
		1980年, 由 Corinne Mentzelopoulos 继承至今	
		1987年, 与 Agnelli 合并	
木桐酒庄(Chateau Mouton Rothschild)	罗斯柴尔德 (Rothschild) 家族	1720年, Joseph Brane 开辟葡萄园, 确定 Mouton 的领地权	
		1853年, 由 Nathaniel Rothschild 收购	10
		1922年, 由 Philippe Rothschild 继承接管	
		1533年, 由 Jean de Pontac 收购	
侯伯王庄园 (Chateau Haut-Brion)	克兰斯帝龙酒业 (Domaine Clarence Dillon)	1836年, 巴黎银行家 Joseph-Eugene Larrieu 在拍卖中买下	
		1935年, 美国金融家 Clarence Dillon 收购	5
		1958年, Dillon 家族成立控股公司 Domaine Clarence Dillon	

数据来源: 《世界百大葡萄酒庄品游及评分大全》, 红酒世界, 广发证券发展研究中心

名优白酒品牌具有长期提价的能力, 会持续受益社会财富的增加和居民收入的增长。白酒作为具有消费粘性的消费品之一, 保障了长期人均摄入量的稳定性。而名优白酒作为中国为数不多的本土奢侈品, 具有长期提价的能力, 无论是通过直接提价还是结构升级变相提价。因此名优白酒的价格增幅是酒企至少能获得的一个底线收入增长率, 当然, 在近几年行业总销量下滑、行业龙头销量市占率提升的大背景下, 名优白酒也存在一定的量增空间(当相较于2012年之前的成长期, 量增速度也在放缓)。名优白酒提价的幅度与居民名义收入的增速、M2的增速相关性较高, 进一步, 其业绩增速也与M2和居民名义收入增速相关性高。从历史上来看也是如此, 白酒只是涨幅和茅台老酒涨幅均高于M2、一线城市住宅价格、人均可支配收入、名义GDP等指标的涨幅, 核心原因在于名优品牌数目有限, 供给不增加, 持续受益社会财富的增加和居民收入的增长。

图 31: 白酒板块历史年化涨幅 (01-19年), 高于M2、人均可支配收入等指标



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心, 备注: GDP 为名义值

(二) 高端白酒可与顶尖奢侈品品牌和顶尖名庄对标, 地位相较一般名优品牌更加稳固

白酒中的高端白酒品牌可以与顶尖奢侈品品牌和顶尖名庄酒对标, 地位更加稳固。自1988年国家放开名酒价格管控后, 90年代白酒企业均开始了迅速的市场化运营。自90年代之后, 白酒行业中品牌地位也发生过较大变化, 除了茅五的高端品牌地位一直较为稳固之外, 其余白酒品牌地位不断变化, 因此, 虽然名优白酒品牌作为一个整体确实不会被新品牌取代, 但其中的除了茅五之外的其余名优白酒品牌地位却在不断变化, 很难简单的像茅五这种顶尖品牌一样只依赖提价和少量的品宣费用维护就可以保持持续增长。白酒行业中不乏老名酒没落的案例, 如董酒、西凤酒、黄鹤楼、武陵、宝丰、宋河等已经与其他名酒拉开差距。也不缺少品牌力稍弱的名酒迅速做大的案例, 如洋河、郎酒前两届并未入选, 但2012年体量就达到百亿以上, 青花郎经过近几年的运作挤入高端行列后品牌力也超出了一般次高端品牌。也存在并未入选名酒但收入排名却靠前、品牌势能在不断提升的酒企, 如习酒、今世缘等。可见, 茅五这类品牌可与爱马仕等顶尖奢侈品品牌、拉菲等一级名庄酒品牌对比, 但其余品牌如国窖、青花郎, 以及次高端的品牌梦之蓝、剑南春等可能只能够与其余奢侈品龙头和高档化妆品龙头对标。反应在投资回报率上, 高端酒股票的投资回报率也普遍高于一般名优品牌。

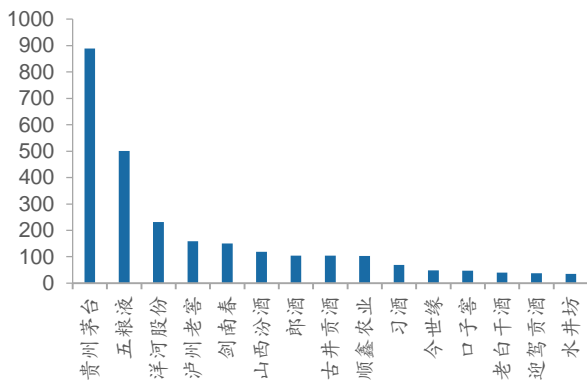
表 18: 近20年白酒行业收入前十名变迁情况, 茅台五粮液稳居龙头地位

收入排名	2005	2010	2012	2019
1	五粮液	五粮液	五粮液	贵州茅台
2	贵州茅台	贵州茅台	贵州茅台	五粮液
3	剑南春	洋河股份	洋河股份	洋河股份
4	泸州老窖	郎酒	泸州老窖	泸州老窖

5	山西汾酒	泸州老窖	郎酒	剑南春
6	舍得酒业	剑南春	剑南春	山西汾酒
7	金种子酒	山西汾酒	山西汾酒	郎酒
8	洋河股份	古井贡酒	古井贡酒	古井贡酒
9	古井贡酒	水井坊	迎驾贡酒	顺鑫农业
10	水井坊	顺鑫农业	顺鑫农业	习酒

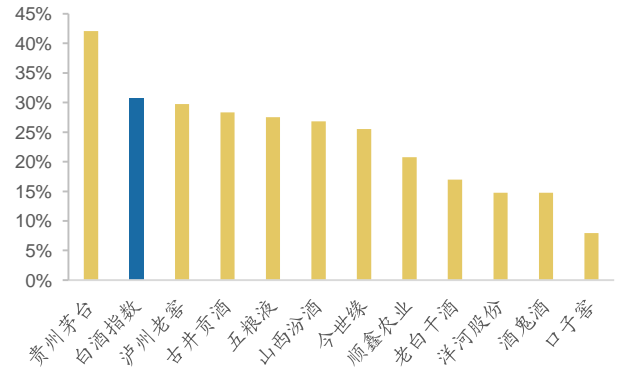
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 32: 2019年白酒企业收入(亿元)排行



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 33: 高端酒股价(前复权)年化回报率普遍高于一般名优品牌酒企



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心, 注: 洋河、今世缘、口子窖分别从 10、14、15 年起算

表 19: 茅台五粮液对标全球顶尖奢侈品和名庄酒, 品牌稳固性强于一般名优品牌

证券简称	主营业务概述	可比海外企业
贵州茅台	茅台、系列酒	爱马仕、法拉利、拉菲、帕图斯
五粮液	普五、系列酒	爱马仕、LVMH、玛歌、啸鹰
泸州老窖	国窖 1573、系列酒	LVMH、开云、历峰、雅诗兰黛
郎酒	青花郎、红花郎、郎牌特曲、小郎酒	LVMH、开云、历峰、雅诗兰黛
剑南春	水晶剑、系列酒	开云、历峰、欧莱雅
洋河股份	海、天、梦	开云、历峰、欧莱雅、帝亚吉欧
山西汾酒	青花、老白汾、玻汾	开云、历峰、欧莱雅、帝亚吉欧
习酒	窖藏 1988	保乐力加、人头马君度
古井贡	年份原浆	保乐力加、人头马君度
今世缘	国缘、今世缘	保乐力加、人头马君度
口子窖	口子窖年份酒	保乐力加、人头马君度

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

四、投资建议

根据我们上文的论述，白酒板块历史回报率较高，主要得益于其优异的商业模式，而其商业模式长期来看并不会发生改变，因此我们建议投资者关注白酒板块的长期的配置价值。建议首先关注品牌地位最稳固的高端白酒龙头贵州茅台、五粮液，泸州老窖，我们认为其可以与全球顶尖的奢侈品品牌和一级名庄对标；其次关注山西汾酒、洋河股份、古井贡酒、口子窖、今世缘、水井坊等次高端龙头。

五、风险提示

宏观经济增速低于预期；食品安全风险；行业竞争加剧；买入时点估值过高的风险。

广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名。

王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，5年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。

刘景瑜：高级分析师，统计学硕士，3年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。

袁少州：研究助理，经济学硕士，2年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。