

商贸零售行业深度报告

品牌系列深度 3：为什么烟和酒都有强品牌，茶没有？

增持（维持）

2024 年 06 月 17 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书：S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

投资要点

■ 烟，酒，茶，在中国的消费文化中，有“三大嗜好品”之称。逢年过节，烟酒茶都做为常见消费品&嗜好品，有很好的市场。而茶叶作为三大嗜好品之一，一直缺乏类似“茅台酒”，“中华烟”这样的高溢价，清晰认知的终端品牌。为什么会产生这样的现象呢？

■ 消费品品牌形成需要持续的稳定输出。根据我们“品牌计分板”理论，品牌的形成，是品牌长期与消费者互动，消费者认知的堆积形成的，有好印象，有坏印象，所有印象的堆积形成品牌。而这个过程，我们认为是【稳定输出】——【形成特色】——【聚集认知】——【品牌形成】几个环节，即首先，该品牌的产品，需要输出稳定产品特性（质量）的产品，然后逐渐形成有特点的产品特色，这个产品特色，经过积年累月的销售和消费，在消费者中，逐渐形成共识，然后品牌形成之后，又在不断自我加强特色。

■ 消费品品牌大多数工业品：工业品能够输出稳定特性，而农产品大多数时候不行。在消费品品牌计分的过程中，最初一步【稳定输出】中，工业品更能输出稳定的产品特色，而农产品输出的产品，其质量和稳定性是不能保证的，所以我们所看到的消费品品牌，大多是工业品，而农业品很少见到消费品品牌，本质就是因为其输出不稳定。

■ 烟和酒可以说是工业品，其核心产品特性其实主要来自于工业生产和加工，使得其可以输出稳定的产品和品牌特色并加以积累。但茶的产品特性基本上是农业品，不同区位，不同时间，不同批次的茶，无法稳定输出产品特色和质量，所以茶无法形成不同批次间稳定质量和特色的产品，进而无法积累成品牌，也缺乏统一的行业标准，这不仅是茶，也是很多农产品品类共同存在的情况。

■ ——因此，类似“卷烟和白酒”这样能够持续通过产品积累品牌力的品牌，才能持续打造强品牌力。

■ 期待：中国具有世界级消费品供应链，有望出现“超级日用品品牌”——看好名创优品。中国的轻工业消费品供应链是世界领先的，不论是质量还是研发还是规模优势，都具备领先优势，这也使得中国被称为“世界工厂”。这些供应链以“地区产业带”的形式聚集，如南通的家纺产业带，泉州的鞋产业带，顺德的家电产业带，汕头的内衣产业带等。在日用品这个赛道，中国是有望出现一个以“日用品”为核心的超级品牌的，在供应链上是有这个基础的。名创优品具备稳定的产品质量输出，持续积累品牌力。目前海外业务已经成为名创优品的重要成长驱动，2023/2024Q1 海外收入同比增长 47%/53%，海外收入占比达 34%/ 33%；未来通过品牌定位升级，利润率仍有进一步提升空间。我们预计公司 FY2024-2026 的 Non-IFRS 归母净利润预测为 26.0/32.7/ 38.3 亿元，同比+42%/ +26%/ +17%，对应 6 月 14 日收盘价为 18/14/ 12 倍 P/E。

■ 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不及预期，品牌出海相关风险等。

行业走势



相关研究

《出行数据整体持续呈较快增速趋势，关注 OTA 平台等方向》

2024-06-16

《名创优品出海近况梳理：强品牌、强供应链，品牌出海标杆》

2024-06-11

内容目录

1. 现象：为什么烟酒茶里面，烟和酒都有强品牌溢价，茶没有？	5
2. 思考：为什么会有“品牌溢价”	7
3. 复盘：烟-酒-茶，品牌的积累过程是怎样的？	10
3.1. 消费品的品牌计分是如何形成的？	10
3.2. 为什么工业品容易产生品牌，农业品却缺乏品牌？	12
3.3. 烟-酒-茶，其生产流程和其品牌形成上有何关联？	14
3.3.1. 白酒生产流程：工业化程度较高，多种香型品牌特色强	14
3.3.2. 香烟生产流程：高工业化特性，品牌产品具有区分度	16
3.3.3. 茶生产流程：主要体现的是农产品的特色，无法通过工业化的方式输出稳定的产品特色	19
4. 思辨：饮用水品牌为何可以形成？	21
5. 讨论：什么样的品类产生强品牌——消费者愿意怎样特性的消费品支付溢价？	23
6. 期待：中国强大的供应链体系下——看好名创优品	24
6.1. 中国具有世界级消费品供应链，有望出现“超级日用品品牌”	24
6.2. 名创优品品牌力积累优势在哪里？	26
6.3. 淘品牌&抖品牌为什么鲜有形成强品牌？	29
7. 投资建议：名创优品——超级品牌的品牌化之路	31
8. 风险提示	35

图表目录

图 1: 烟, 酒, 茶在中国消费文化中, 被称为“三大嗜好品”	5
图 2: 中国卷烟市场销售规模过万亿级	6
图 3: 中国白酒市场销售规模过万亿级	6
图 4: 香烟与白酒均有诸多知名品牌, 而茶叶缺乏认知明确的品牌	7
图 5: 东吴商社-“品牌三要素”研究范式	8
图 6: 东吴商社-“品牌计分板”理论	9
图 7: 企业毛利率(%): 2023 年品牌商毛利率约为 50-70%, 供应商毛利率约为 15-30%, 渠道商毛利率约为 20%	9
图 8: 一件消费品的价格, 很大程度上由其品牌决定的, 而并非制造成本	10
图 9: 消费品品牌计分如何形成?	11
图 10: 工业品更容易形成品牌, 而农业品不容易	12
图 11: 白酒品牌的计分形成路径	13
图 12: 牛肉为什么没有形成稳定的品牌?	13
图 13: 白酒产业链环节图	14
图 14: 白酒生产主要原料	15
图 15: 白酒酿造类型	16
图 16: 白酒酿造工艺流程	16
图 17: 香烟的主要生产工艺流程	17
图 18: 水槽式烟梗回潮机	18
图 19: 加香滚筒机	18
图 20: 茶叶生产工艺工序	19
图 21: 饮用水行业有着很多知名品牌	21
图 22: 农夫山泉瓶装水生产流程	22
图 23: 农夫山泉包装工厂实景	22
图 24: 农夫山泉经典饮用水单品	23
图 25: 品牌溢价的核心属性“文化性”和“功能性”	24
图 26: 南通叠石桥家纺产业链集群实景	24
图 27: 汕头内衣产业链集群实景	25
图 28: 汕头内衣产业链集群实景	25
图 29: 名创优品的核心品类都是具备很强产品属性的工业品	26
图 30: 名创优品的在产品规划上, 持续打磨	26
图 31: 名创优品是作为一个“品牌整体”在持续不断加强品牌力	27
图 32: 名创优品美国尔湾门店实景, 门店特色突出	27
图 33: 名创优品有多维度的 IP 产品合作	28
图 34: 2023 年底名创优品雇员构成	28
图 35: 此前著名的“淘品牌”七格格	29
图 36: 抖音的“流媒体”特性使得其认知聚集程度较为分散	30
图 37: 名创优品收入及增速	31
图 38: 名创优品利润及增速	31
图 39: 名创优品海外收入高增	31
图 40: 2023 年名创优品海外收入占比已达 30%以上	31
图 41: 名创优品海外门店快速增长	32
图 42: 公司北美和欧洲 GMV 快速增长	32

图 43: 目前名创优品境外门店主要在亚洲和亚美..... 32

图 44: 公司海外 TOP10 国家门店数 32

图 45: 名创优品各线城市门店数分布..... 33

图 46: 名创优品国内门店数..... 33

图 47: 中国中大型购物中心数量（个） 33

图 48: 名创优品利润率呈增长趋势..... 34

图 49: 名创优品件单价增长..... 34

图 50: 名创优品历史估值 PE-TTM BAND（截至 2024-06-14 收盘） 34

1. 现象：为什么烟酒茶里面，烟和酒都有强品牌溢价，茶没有？

烟，酒，茶，在中国的消费文化中，有“三大嗜好品”之称。逢年过节，烟酒茶都做为常见消费品&嗜好品，有很好的市场。

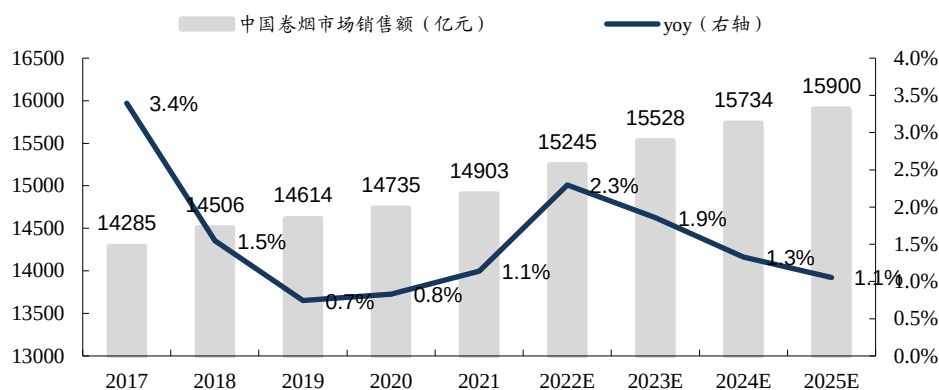
图1：烟，酒，茶在中国消费文化中，被称为“三大嗜好品”



数据来源：今日头条，东吴证券研究所

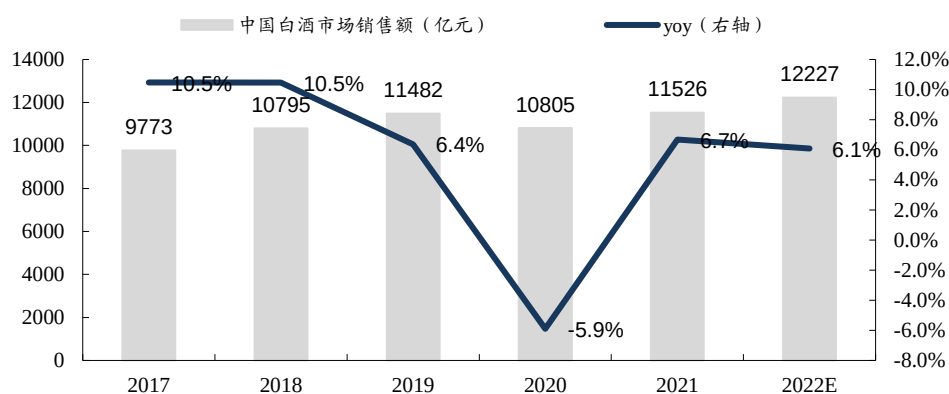
而“烟酒茶”通常并列作讨论，但销售形式上来看，中国卷烟和白酒，都具备相当多的知名品牌和市场规模，但茶却不同，根据 Euromonitor 以及 Ipsos 的数据，中国每年的卷烟和白酒的市场销售规模都超万亿级。

图2: 中国卷烟市场销售规模过万亿级



数据来源: Ipsos, 东吴证券研究所

图3: 中国白酒市场销售规模过万亿级



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

卷烟与白酒，均有丰富的品牌，而茶叶却缺乏足够的品牌。而卷烟与白酒，均有着丰富的具有高溢价的，消费者终端认知清晰的品牌，如白酒的贵州茅台牌白酒，五粮液牌白酒，卷烟的中华牌香烟，利群牌香烟等等，但茶叶一直以来，是缺乏明确终端认知的消费者品牌的，所谓“黄山毛峰”，“安吉白茶”等，这些并非“茶叶品牌”，而是“茶叶品类”，类似于“四川浓香酒”，“贵州酱香酒”这种分类，而茶叶作为三大嗜好品之一，一直缺乏类似“茅台酒”，“中华烟”这样的高溢价，清晰认知的终端品牌。茶叶的市场，包括市场规模，市场组成，一直处于较为模糊的状态，这个和香烟和白酒有很大的差别。

图4：香烟与白酒均有诸多知名品牌，而茶叶缺乏认知明确的品牌



数据来源：东吴证券研究所绘制

想明白“为什么烟酒有强品牌，而茶没有强品牌”对理解在于“什么样的品类和渠道是塑造品牌力的”有重要意义。下文我们将会论述，“为什么卷烟和白酒有明确的清晰认知的品牌，而茶叶中比较缺乏”，进而推导出“在怎样的环境下才会塑造认知清晰的高溢价品牌？”并去分析，目前我们常见的新业态中，哪些业态属于持续塑造品牌力的业态，这也会在我们对于消费品业态的投资分析中起到重要作用。

2. 思考：为什么会有“品牌溢价”

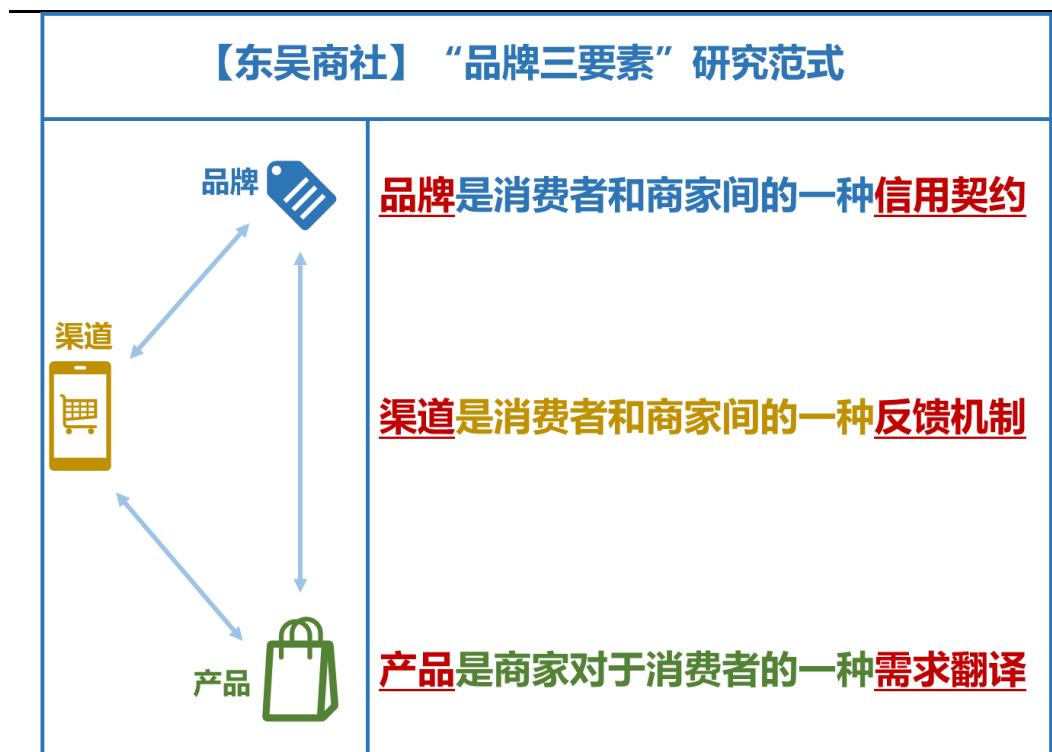
品牌的商品为什么会有溢价？要讨论为什么“烟酒茶”里面只有茶没有强品牌，就需要先讨论“品牌的商品为什么会有溢价？”，即买到一个商品的时候，你很明确的知道，原料成本+渠道流转成本没有这么高，但最终品牌商品的价格是更高的，且消费者愿意支付这个溢价。在这个复杂问题上，我们提出“品牌三要素”的研究范式，即

——**品牌是消费者和商家间的一种信用契约：**品牌是常年累月积累出的一种信用契约，消费者和商家通过多年的互动，形成的这种契约最终构筑起品牌的溢价。

——**渠道是消费者和商家间的一种反馈机制：**渠道不仅仅是商品流通的方式，更重要的是消费者和商家之间的一种反馈机制，最终也会加强品牌的信用契约，渠道的价值，很大程度上，在于其赋能品牌的能力。

——产品是商家对于消费者的一种需求翻译：品牌是积累出来的，而产品是品牌积累品牌力的重要手段，总体而言，产品是消费者和商家间的一种交互媒介，消费品通过产品的使用体验，来理解品牌，和形成品牌印象，而商家其实是不断在研究消费者的需求的，那么产品就是商家对于消费者的一种需求翻译。

图5：东吴商社-“品牌三要素”研究范式

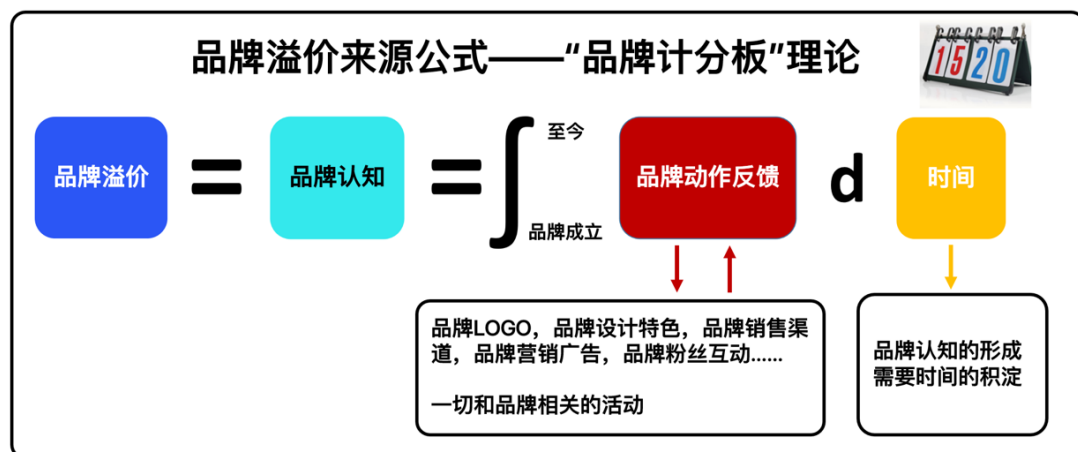


数据来源：东吴证券研究所绘制

“品牌计分板理论”——品牌的溢价来自于品牌动作反馈在时间上的积分。总的来说，渠道与产品，都是不断形成品牌认知的一些交互方式，而我们在 2021 年提出“品牌计分板”这个理论，来论述品牌溢价的来源。“品牌计分板理论”，即品牌的溢价，是来自于品牌的认知的堆积，而品牌的认知，是品牌所有动作反馈（LOGO,设计特殊，每次销售，营销，售后等）在时间上的积分，类似于篮球比赛中的得分计分板。

品牌计分的方式就是产品和渠道：品牌计分板理论，说明一个具有稳定溢价的品牌，是需要通过长期品牌动作反馈积累出来的。而我们在上文“品牌三要素”中讲到，产品和渠道就是品牌计分积累的方式。总体而言，品牌是需要积累的，而一些稳定输出的核心特点，才能使得该品牌持续积累。

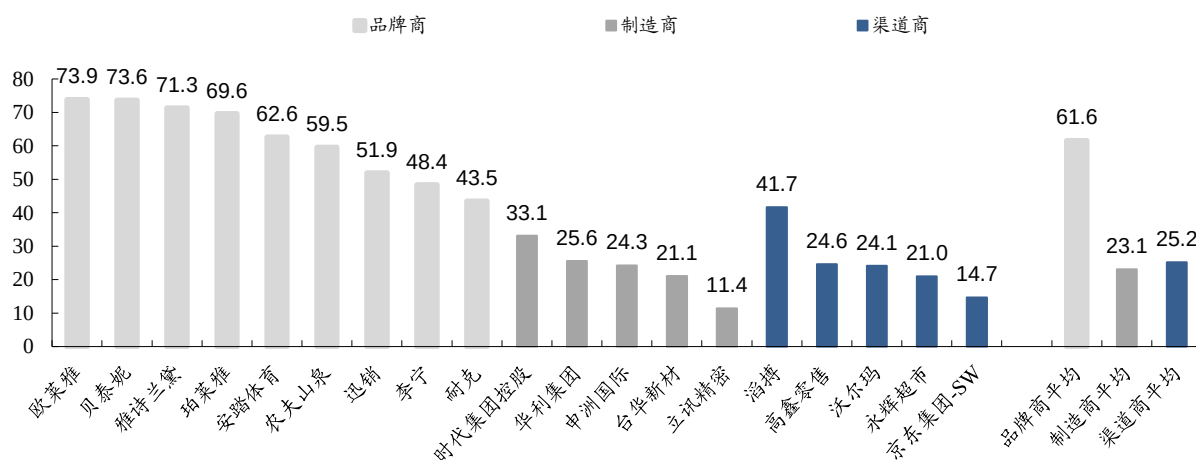
图6: 东吴商社-“品牌计分板”理论



数据来源：东吴证券研究所绘制

消费品的定价，是市场和品牌认知决定的，而不是成本决定的，所以品牌在消费品中至关重要。消费品的定价不同于制造、资源、流通等行业，并非简单的“供需”决定，产品也不是“同质化”的，所以其定价，很大程度上“成本”在里面占比因素并不大，服装，美妆等行业，如开云，欧莱雅等著名品牌公司集团，在如此大的品牌规模下，毛利率都在 70%+，即便迅销（优衣库）等平民品牌，毛利率也是近 60%。而同比而言，消费品的流通，制造等环节，其毛利率就主要是在 20-30%之间。当消费者在看见一件衣服的时候，他其实是无法根据外观和成本原料来判断其价格的，而最终决定“该消费者心中这件衣服价格”的，是其品牌，而并不是制造成本。不论是阿玛尼，还是 ZARA，还是电商平台上没有品牌的衣服，都会让消费者在这件衣服的价格，有一个大概的感观。所以对于消费品来，其定价和盈利的核心，来源于品牌，所以“某个商业业态能否形成高溢价，强认知的品牌”，这件事至关重要，也是我们本文核心讨论的内容。

图7: 企业毛利率(%): 2023 年品牌商毛利率约为 50-70%，供应商毛利率约为 15-30%，渠道商毛利率约为 20%



数据来源：wind，东吴证券研究所

图8：一件消费品的价格，很大程度上由其品牌决定的，而并非制造成本



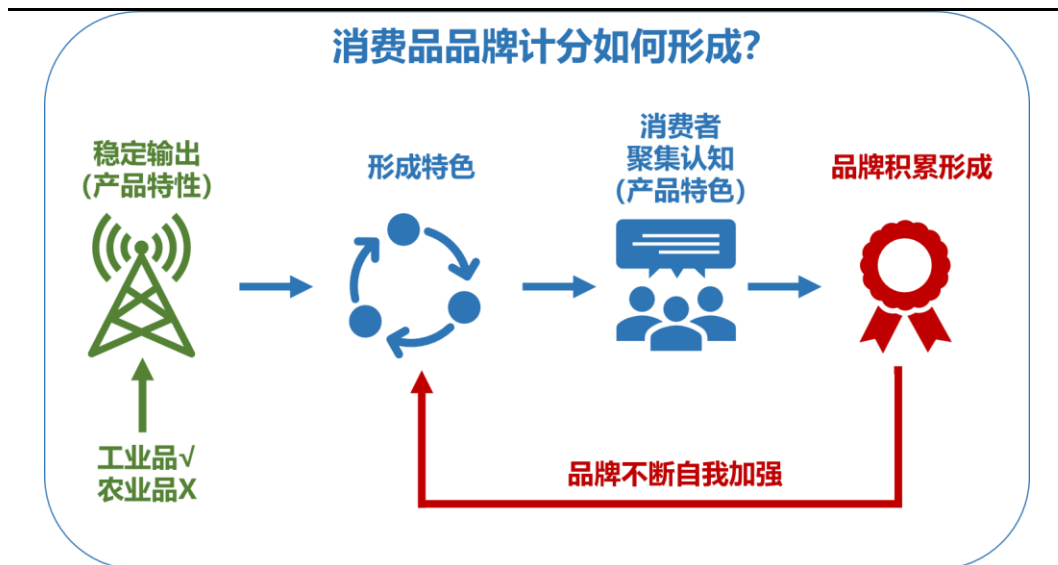
数据来源：Bing，东吴证券研究所

3. 复盘：烟-酒-茶，品牌的积累过程是怎样的？

3.1. 消费品的品牌计分是如何形成的？

消费品品牌形成需要持续的稳定输出。根据我们“品牌计分板”理论，品牌的形成，是品牌长期与消费者互动，消费者认知的堆积形成的，有好印象，有坏印象，所有印象的堆积形成品牌。而这个过程，我们认为是【稳定输出】——【形成特色】——【聚集认知】——【品牌形成】几个环节，即首先，该品牌的产品，需要输出稳定产品特性（质量）的产品，然后逐渐形成有特点的产品特色，这个产品特色，经过积年累月的销售和消费，在消费者中，逐渐形成共识，然后品牌形成之后，又在不断自我加强特色。

图9：消费品品牌计分如何形成？



数据来源：东吴证券研究所绘制

消费品品牌大多数工业品：工业品能够输出稳定特性，而农产品大多数时候不行。在消费品品牌计分的过程中，最初一步【稳定输出】中，工业品更能输出稳定的产品特性，而农产品输出的产品，其质量和稳定性是不能保证的，所以我们所看到的消费品品牌，大多是工业品，而农业品很少见到消费品品牌，本质就是因为其输出不稳定。如飘柔洗发水，海飞丝洗发水，碧浪清洁产品，吉列剃须刀，这些均为知名品牌，而这些品牌产品，都是工业品。另一方面，如牛肉等产品，虽然每年消耗量也很大，但其没有成规模的高认知度的大品牌，其是农业产品。

工业产品的产品，可以保证稳定质量输出，且保持周期长，而农业产品产品质量输出不稳定，且保持周期短。形成品牌，需要稳定产品特性的积累，同时也需要长时间的保质，这也是工业产品的特点，而农业产品，不仅难以形成稳定的产品特性输出，同时其保质期较短，导致其实际上农产品是“短腿产品”，只能短途运输，这样对品牌的形成是不利的。所以我们看到，农业产品，无法像工业产品一样，形成大范围的强品牌，但会有一些“地区品牌”，比如【安吉白茶】，【内蒙牛肉】等等。

图10：工业品更容易形成品牌，而农业品不容易



数据来源：东吴证券研究所绘制

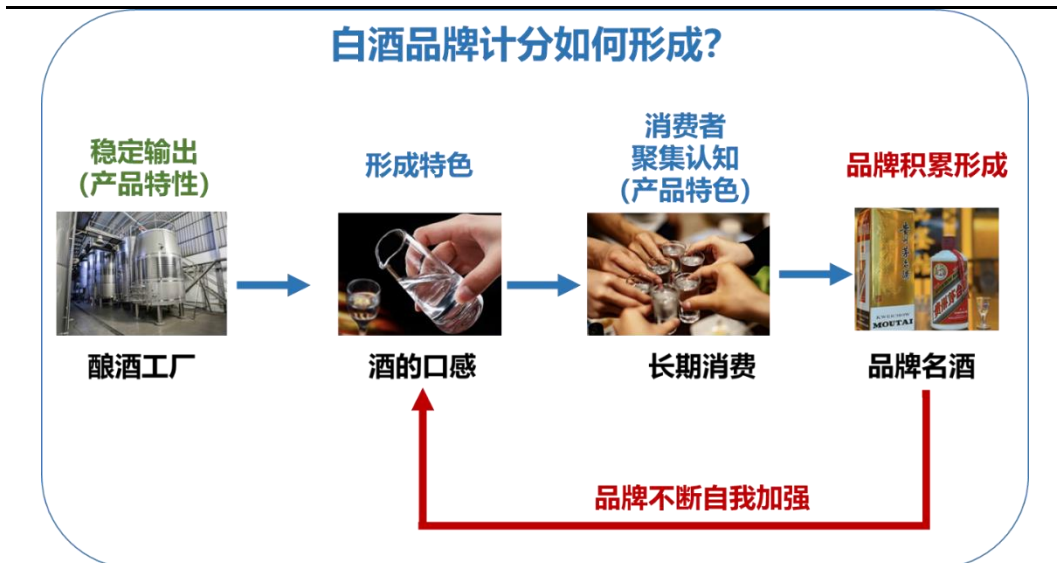
品牌的积累，需要具有持续稳定的输出产品特色的能力，进而累积认知，成为品牌。上文中，我们可以看到，产品需要持久地稳定输出产品特色，经过时间的积分，形成品牌认知，最后形成品牌。工业品，如洗发水，剃须刀等都形成了大的品牌，但农业品，尽管消费量很大，但很少有农业品形成大的品牌，因为工业品更能够持续输出产品特色。而延伸来看，若一种商业业态，他的产品能不断稳定输出质量，最后才能完成：形成特色-聚集认知-品牌形成-自我加强的路径，而如果这个商业业态，无法输出稳定质量的产品，那么其形成品牌，进而形成品牌溢价的能力就会比较差。

3.2. 为什么工业品容易产生品牌，农业品却缺乏品牌？

上文中，我们提到了，品牌是通过持续的品牌动作反馈的，而常见的消费品品牌基本上都是工业品，农业品缺乏强认知的品牌。为什么会出现这样的情况？本节我们以白酒（工业品）和牛肉（农业品）做一个例子来进行分析——为什么工业品容易产生品牌，而农业品缺乏品牌？

白酒是典型的强品牌产品，具有很多高溢价的品牌。以白酒为例，白酒由酿酒工厂，根据不同的严格工艺，通过工业化发酵，能够输出具有稳定质量的白酒产品，因为其是工业化生产的，所以可以使得不同批次的白酒产品，有着相同的稳定的特色，具体产品特色体现为酒的口感，酒精烈度，酒的香气等等。而这个不同批次都一样稳定的产品特色，经过长时间的消费，消费者的认知聚集，经过口碑积累，时间积淀，最终形成了具有高溢价，强认知的白酒品牌，如茅台牌白酒，五粮液牌白酒等。白酒能够形成品牌，有个重要的点，在于白酒工厂是工业化发酵的，其产生的产品，质量和产品特色是稳定输出的，得符合这个条件，才能积累出相应的品牌。

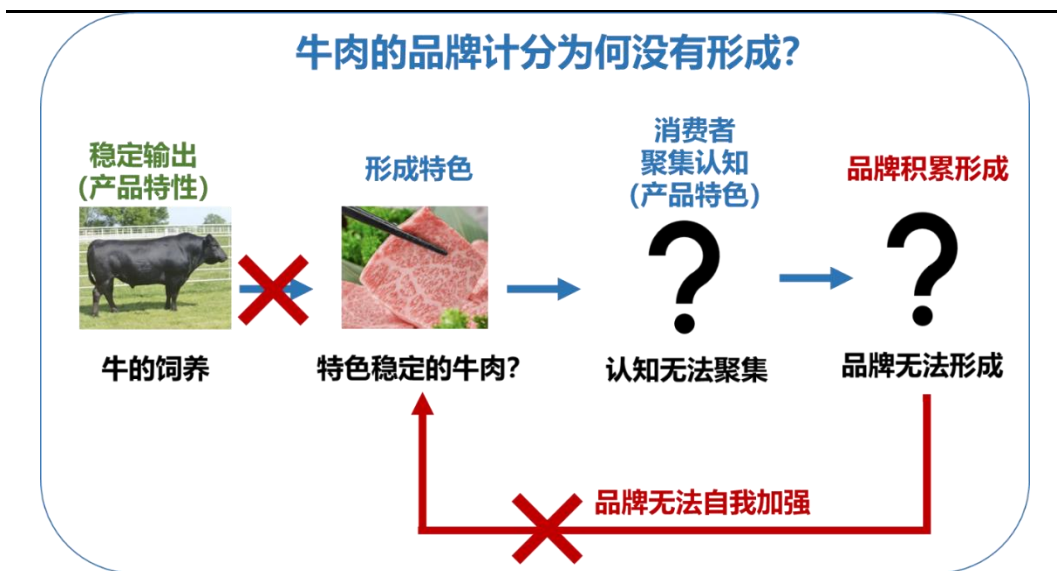
图11：白酒品牌的计分形成路径



数据来源：东吴证券研究所绘制

同样消费量很大的牛肉，就没有产品强认知品牌。以牛肉为例，牛肉作为一个消耗量非常大的消费品品种，但并没有太多强认知的品牌，也谈不上品牌溢价，很大程度上，牛肉被认为是同质化的消费品，也难以做出品牌和产品特色。而沿用【稳定输出】-【形成特色】-【聚集认知】-【品牌形成】这个品牌形成的框架来看，牛肉从第一步，就不具备“稳定输出的产品特性”，不同地方饲养的牛肉，很难形成一个稳定输出的质量和特色，不同批次的牛肉，更是难以聚集相同的产品特色认知，那就更谈不上聚集认知，积累成品牌，因为牛肉产品本身就没有稳定的产品特性，所以无法通过时间的积淀聚集成品牌。而牛肉没有强认知高溢价的品牌，我们认为核心原因在于，牛肉本身是农产品，没有经过复杂的工业加工工序，难以输出具有稳定特色的产品。

图12：牛肉为什么没有形成稳定的品牌？



数据来源：东吴证券研究所绘制

通过白酒和牛肉的例子，我们可以看到，同样作为消费量很大的消费品，若你的产品能够持续输出稳定的产品质量，并形成产品特色，那才有可能形成品牌，而工业品具备这个能力，农业品则无法稳定输出产品特色，故目前我们看到的主要消费品品牌，都是以工业品为主的。

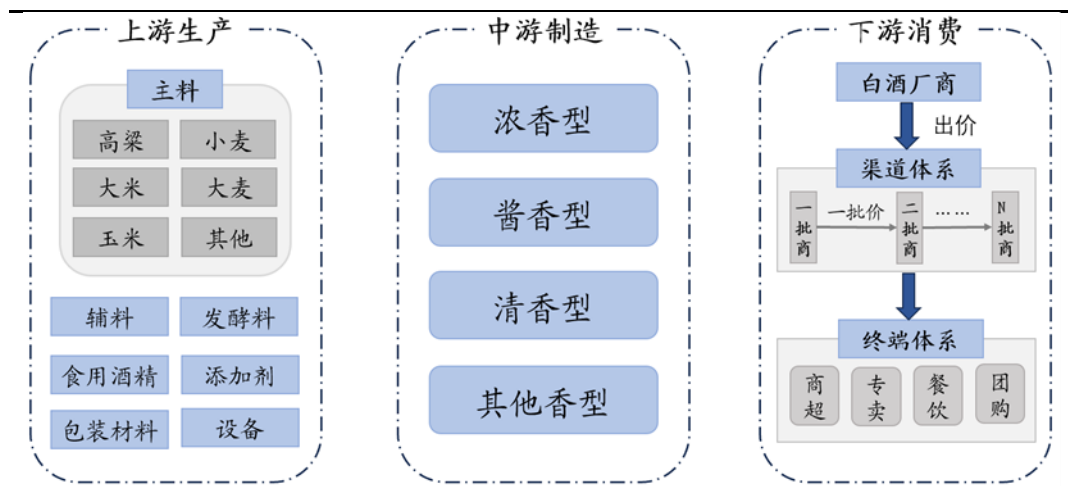
3.3. 烟-酒-茶，其生产工艺流程和其品牌形成上有什么关联？

烟-酒-茶中，为什么只有茶没有大品牌的答案。本质上，形成高溢价，强认知的品牌，需要你的产品不断输出稳定的产品特色，与其他产品区分，并加以积累，长期才能形成品牌溢价。烟和酒可以说是工业品，其核心产品特性其实主要来自于工业生产和加工，使得其可以输出稳定的产品和品牌特色并加以积累。但茶的产品特性基本上是农业品，不同区位，不同时间，不同批次的茶，无法稳定输出产品特色和质量，所以茶无法形成不同批次间稳定质量和特色的产品，进而无法积累成品牌，也缺乏统一的行业标准，这不仅是茶，也是很多农产品品类共同存在的情况。

3.3.1. 白酒生产工艺流程：工业化程度较高，多种香型品牌特色强

白酒行业产业链看，上游主要为生产原材料，包括高粱、大米、小麦等谷物。此外，包装材料、设备、发酵料等也属于产业链上游；中游主要指白酒生产企业，目前我国白酒大致可分为浓香型、酱香型、清香型以及其他香型等多个品种；下游是消费市场，我国白酒主要以直销或经销的形式通过各种渠道销售至大众消费者手中。

图13：白酒产业链环节图



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

白酒行业上游原料生产标准化规模化，种植环境的需求较低：白酒的主要原料为高粱、大米、玉米等粮食谷物，对环境条件的要求相对较低，整体产量相对稳定。而我们目前看到，白酒下游品牌，并没有特别强调白酒的上游原材料来源，说明上游原料，在品牌形象中，整体影响占比较小。

图14：白酒生产主要原料

原料	外观	酿酒特点
高粱		高粱酿出的酒香味醇厚，出酒率高。高粱含有丰富的淀粉颗粒，外有一层由蛋白质及脂肪等组成的胶粒层，易受热分解。还含有适量的单宁及花青素，经发酵能赋予白酒特殊的芳香。
大米		大米所含的淀粉含量十分高，蛋白质以及脂肪的含量比较少，有利于低温缓慢发酵，蒸馏出来的成品酒酒质较纯净。大米酿制的白酒口感细腻，酒体清澈，酒香醇厚。
玉米		玉米在蒸煮时不糊也不粘，有利于发酵。含有丰富的淀粉和糖分，是酿制白酒的好原料。酿制的白酒口感醇甜，酒体饱满。
小麦		小麦除了是制曲的原料外，还可用于酿酒。小麦蛋白质的组成以麦胶蛋白和麦谷蛋白为主，麦胶蛋白以氨基酸为多，这些蛋白质通过发酵可形成白酒特殊的香味。
大麦		大麦是制曲的原料，在白酒酿造中用量相对较少。大麦的主要成分除了淀粉之外，还有蛋白质、脂肪、纤维素等。经过微生物的利用，还可以产生香兰素，赋予白酒特殊的香味。

数据来源：东吴证券研究所整理绘制

白酒中游制造流程标准化，可以稳定输出具有特色的产品质量：白酒的生产过程包括糖化、发酵、蒸馏、陈酿等多个环节，工艺流程标准化，复制性强，可保证产品的一致性和品质。比如酱香型代表贵州茅台的生产工艺流程，主要分为制曲、制酒、储存勾兑、包装四个大的工序，一瓶普通茅台酒从投料至产品出厂经过30道工序、165个工艺环节的锤炼，酿酒生产工序成熟。其他香型的酒，如浓香，清香型酒，也都有

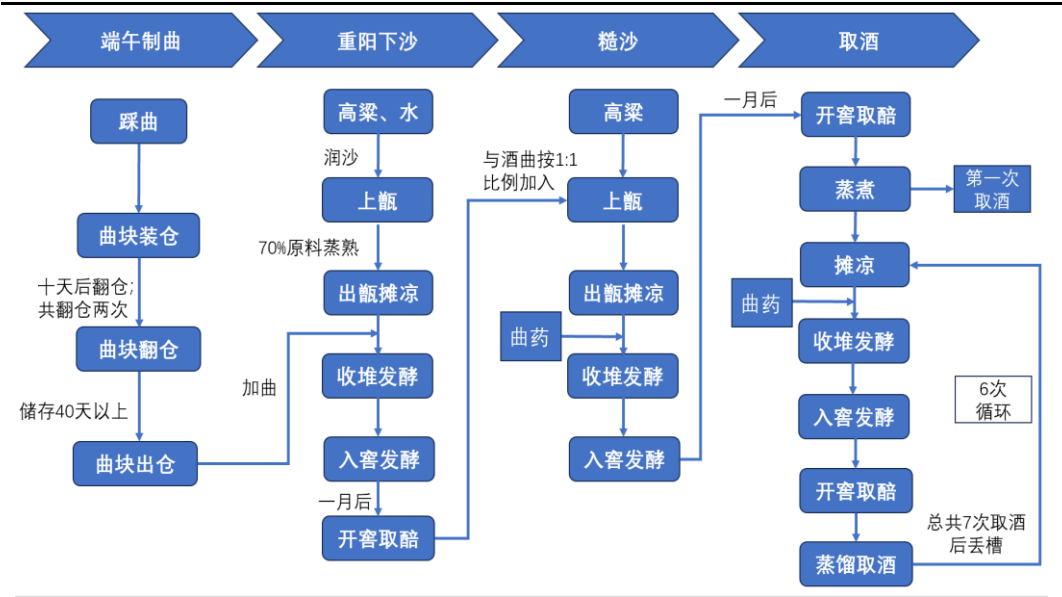
其稳定且有辨识度的产品特色。且智能化，数字化的白酒酿造系统，使得白酒的品质，可以进一步稳定输出，形成差异化产品特色，并假以时日积累成品牌特色。

图15：白酒酿造类型

香型	特点	代表
浓香型	窖香浓郁，香味协调、尾净香长	五粮液、泸州老窖等
酱香型	酒体醇厚，回味悠长，清澈透明，色泽微黄	贵州茅台等
清香型	清香纯正，醇甜柔和，自然谐调，余味爽净	山西汾酒等

数据来源：东吴证券研究所整理

图16：白酒酿造工艺流程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3.2. 香烟生产工艺流程：高工业化特性，品牌产品具有区分度

烟草产业链的附加值集中在其加工与制造的过程中。烟草产业链由烟叶种植、烟叶购销、烟叶加工与卷烟制造、卷烟批发、卷烟零售五个主要环节构成。在我国，这条产业链的中间三个环节是完全国有资本经营，构成通常意义上所说的“烟草行业”，首尾两头则以分散的个体经营为主。

图17: 香烟的主要生产工艺流程



数据来源：东吴证券研究所绘制

烟叶采摘后在种植加工场会被工人进行筛选、烘烤。这一过程主要目的是将烟叶烤黄、烤香，所产生的烟叶被称为初烤烟。现代烟叶烘烤环节以电烤房为主，取代污染较重的煤炉烘烤。烘烤后的初烤烟会被送上分级打包流水线，流水线根据烟叶的各项指标对烟叶进行评级分类，最后打包成箱，由烟草专卖局收购，运往制烟厂。

烟叶加工制造工序的工业化、机械化程度高。烟叶的加工和卷烟的制造的主要工艺流程为制丝工艺和卷接包装工艺，流程中涉及回潮机、加香机、切丝机及卷烟机等多个重要工业仪器，加工全程在自动化程度高的现代工厂中进行。

制丝工艺即将初加工的烟叶制作成烟丝的过程。制烟厂制丝车间会将运输来的香烟放置两到三年等待其自然发酵，这一过程也叫醇化。将醇化后的烟叶开箱、切割后，会进行制丝工艺的第一道工序：烟叶回潮。其基本目的是增加烟叶的水分和温度，提高其柔韧性、松散性，减少后续损耗。回潮后的烟丝会经过人工和机器传送带的双重筛选，去除不合规的烟叶。合规烟叶则会传送至加料滚筒进行调味处理，分为加料和加香两个步骤。加料是将烟叶和料液充分混合，作用于烟丝内部，这里的料液一般由对人体无害的白糖、红糖、食醋等混合而成。而加香则是将香精喷洒于烟叶表面，使其带有某些特定的气味如薄荷味、西瓜味等。调味处理后的烟叶会进行切丝、烘丝处理，成为我们熟悉的定型丝状。

图18: 水槽式烟梗回潮机



数据来源: 昆明船舶设备集团有限公司, 东吴证券研究所

图19: 加香滚筒机



数据来源: 昆明船舶设备集团有限公司, 东吴证券研究所

卷接包装流程包括制作滤嘴、烟支以及最后的包装过程。滤嘴成型机将醋酸纤维压缩并抽成条状, 制成滤嘴。而卷接机则将烟丝包裹成为烟卷, 与滤嘴对接并切好长度, 最后烟支经自动包装机包装入盒, 完成一盒香烟的制作。

总结: 在香烟的生产工艺流程中, 最重要的, 能决定香烟口感的, 实际上是其工业化的深加工环节的工业设置和原材料烟叶的配比选择, 具有稳定输出具有特色卷烟产品的能力, 使得同样是中华牌香烟, 其在湖北制造生产的和在河南制造生产的, 有着相似的可辨识的口感。而不同的香烟品牌, 采取具有特色的工艺和原料配方, 稳定输出具有可辨识特色的卷烟产品, 在长期的积累下, 形成不同的香烟品牌。

3.3.3. 茶生产工艺流程：主要体现的是农产品的特色，无法通过工业化的方式输出稳定的产品特色

茶叶生产的工序，包括采摘-晒青-炒青-烘焙等，工业相关流程较少。茶叶的主要生产流程如下图所示，包括采摘-晒青-凉青-摇青-杀青-炒青-萎凋-揉捻-烘焙等。但我们看到，茶叶产品其中大部分的工序，只是针对农产品的水分等的物理加工，并没有通过工业手段，实现工业化规模化的加工。总体来说，茶产品的生产，因为工业化程度不高等原因，实际上不同地区的茶叶，差异较大，不同批次的产品，也差异较大，无法输出稳定的产品特色，所以茶叶我们经常看到【西湖龙井】，【安吉白茶】，【黄山毛峰】等以产地形成的茶叶品类，但很少看到【XX 牌茶叶】（这和【中华牌香烟】【茅台牌白酒】很不同）核心原因还是因为茶叶没有稳定的质量积累，形成强认知，高溢价的品牌。茶叶目前没有像卷烟一样做到“湖北产的中华牌香烟和河南产的中华牌香烟味道差不多，且可辨识”，因为卷烟生产加工中，工业化环节影响其口感程度大，而茶叶整体来说还是农业化产品为主要特性。

图20：茶叶生产工艺工序

工序	制作工艺	图示
采摘	采摘过程有人工采摘和机器采摘，机器采摘通常由三人操作，两人控制采摘机，一人整理采摘袋。	
晒青	是萎凋方式的一种，将茶青均匀的摊放在竹箴或晒青布上，通过日光照射和吹风萎凋的方式，使茶青散失部分水分。也有茶厂在室内玻璃瓦或塑料瓦下晒青，可以防止降水等天气变化造成的进度减缓，但也可能造成晒青不充分。	
凉青	将晒青后的茶叶翻松薄摊后移入凉青间，使鲜叶中的各部位水分重新分布均匀，散发叶间热量，降低失水和化学变化速度。	

摇青/做青	工人将凉青后的茶叶倒入滚筒中，使叶片边缘破损，并让叶片更多接触空气，加速多酚类物质氧化，实现红边绿叶的效果。	
杀青	常见的杀青方法包括蒸青和烘青。蒸青是将新鲜茶叶置于高温高湿的环境中，利用蒸汽使茶叶迅速杀青。烘青则是将茶叶置于高温的烘干设备中进行杀青，通常会伴随着茶叶的轻微滚动和翻动，以均匀地加热茶叶。	
炒青	通常是通过高温炒制茶叶来实现的，使用的工具可以是铁锅、炒锅或炒青机。茶农会不断翻动和搅拌茶叶，使其均匀受热，同时控制炒制的时间和温度，以达到理想的炒青效果。	
萎凋	茶叶在一定的温度、湿度条件下均匀摊放，使其萎焉、散发水分的过程。图中机器震动使茶叶分布更加均匀疏松，再放入架中自然萎凋。	
揉捻	图中机械槌绕轴转动，将盘中茶叶充分揉捻，并从盘中央的小孔漏出，机械的揉捻使茶叶紧卷成条，并使茶叶细胞破裂挤出部分茶汁，提高茶汤浓度。	
烘焙	在热力的作用下，使茶叶蒸发水分、紧结外形、发展香气，以便固定茶叶品质；烘焙包括初烘、复烘、足干等。	

数据来源：东吴证券研究所整理绘制

4. 思辨：饮用水品牌为何可以形成？

饮用水行业涌现了大量强认知，高溢价的品牌。农夫山泉，百岁山，怡宝，娃哈哈等饮用水品牌，均为强认知的大规模高溢价品牌，以农夫山泉为例，2023 年其饮用水销售年收入超过 200 亿人民币，整体公司毛利率约 60%，可以说盈利能力和规模兼具，是典型的强品牌。

图21：饮用水行业有着很多知名品牌



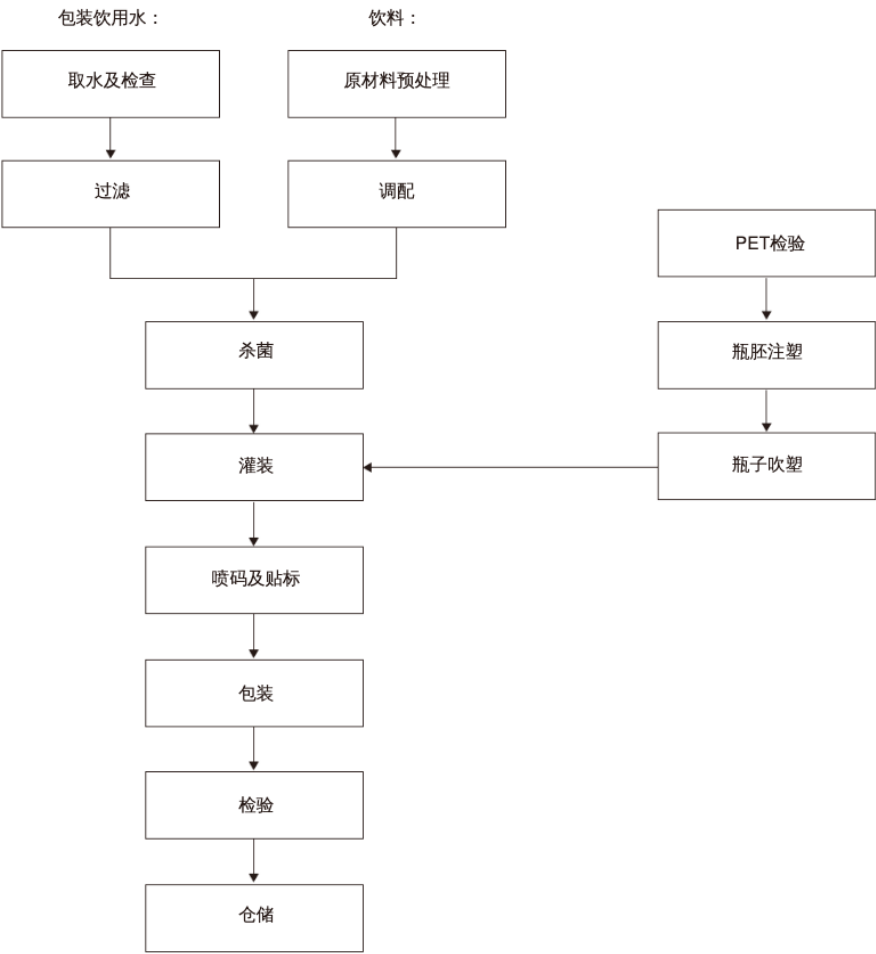
数据来源：品牌官网，东吴证券研究所

饮用水品牌本质上是“瓶装水的品牌”，而不是“水的品牌”。瓶装水的生产工艺大概如下图所示，大概有【取水及检查】-【过滤和杀菌】-【灌装阶段】-【喷码及贴标】-【包装阶段】几个阶段，而其实比起“水的口感”，农夫山泉品牌中更具有代表性的是其包装，LOGO，形象等，加之渠道的持续强化，积累品牌，最终形成强品牌。

“水”本身更多的属性是农产品，但“瓶装水”这个瓶装的工业过程，使得其具备了稳定输出的产品特色，所以如农夫山泉等品牌，其核心的品牌品类是“瓶装水”，而不是“水”。

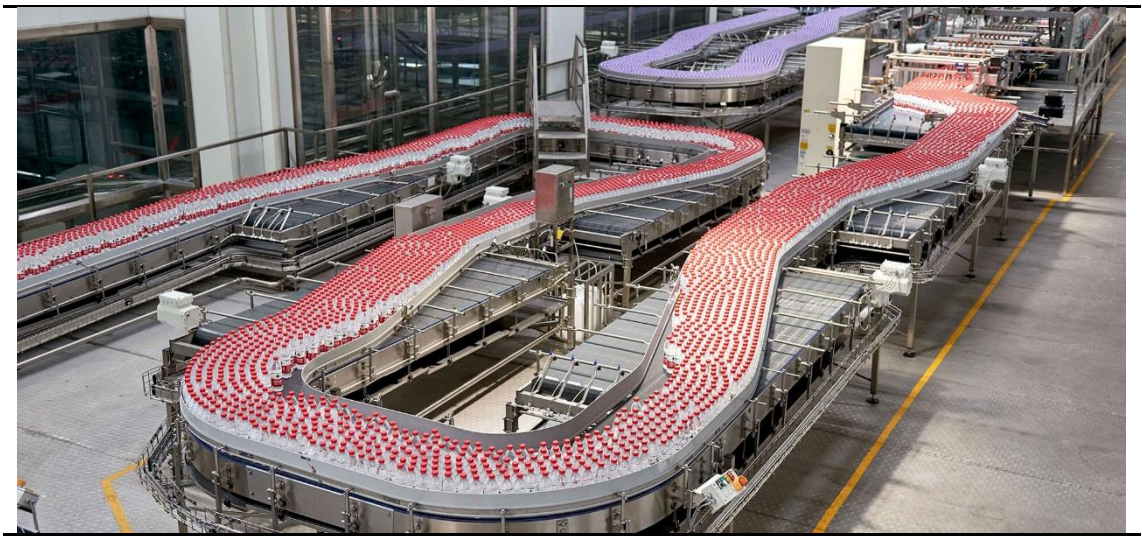
图22：农夫山泉瓶装水生产流程

下表概述了包装饮用水产品及饮料产品生产流程的主要步骤。



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图23：农夫山泉包装工厂实景



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图24：农夫山泉经典饮用水单品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

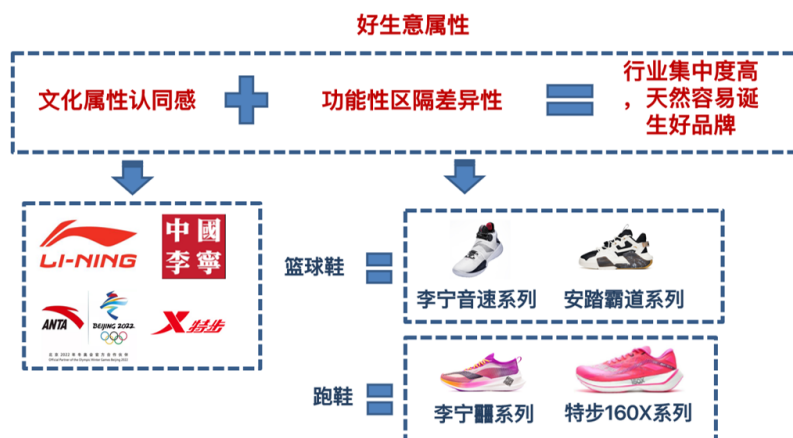
5. 讨论：什么样的品类产生强品牌——消费者愿意怎样特性的消费品支付溢价？

为什么有的品类，所产生的品牌溢价会强，有的品类溢价则相对偏弱？不同的品类，有的能形成强品牌，有的则无法聚集认知，未能形成强品牌。烟-酒-茶这三个品类在品牌的形成上就具备显著的差异性。而形成品牌之后，有的品牌溢价能力强，有的品牌则相对弱，比如彩电行业，就发生过非常激烈的价格战，但白酒行业却没有，同样作为服装行业，国内运动装就出现了很多强品牌，而女装行业却没有，为什么会产生这样的现象？我们在下文就将进行论述。

显著的文化性和功能性是形成强品牌的两个最重要的属性。我们认为，文化性是“社交场景中，能够稳定输出文化特色的”属性，而功能性指的是一种可衡量的“不可逆性”或者“安全性”，具备较强文化性和功能性的产品，就有可能产生高溢价强品牌。我们以服装行业为例，服装行业中，目前规模的最大的细分品类之一是运动服装品类，运动服装品类兼具“文化性”与“功能性”的特点。在文化性上，运动装是和消费者广泛喜爱的运动员，体育赛事等结合起来的，也包括国家队等凸显民族文化的属性，其具备较强的文化属性，而功能性上，鞋是运动服饰中最大的品类之一，核心因素就是鞋若不够好可能会导致崴脚，运动成绩不佳等不可能的风险，所以鞋的功能性上有相当强的属性溢价。类似的，化妆品中，护肤比彩妆的品牌力更强，主要出于其功能性的考虑，家装中硬装（插座，厨电）则比沙发，床品等品类品牌力更强，也是功能性（不可逆性）差异上的结果。**显著的文化性和功能性是形成强品牌的两个最重要的属性。**我们认为，文化性是“社交场景中，能够稳定输出文化特色的”属性，而功能性指的是一种可衡量的“不可逆性”或者“安全性”，具备较强文化性和功能性的产品，就有可能产生高溢价强品牌。

图25：品牌溢价的核心属性“文化性”和“功能性”

图：好生意 = 文化属性认同感 + 功能性区隔差异性



数据来源：东吴证券研究所绘制

6. 期待：中国强大的供应链体系下——看好名创优品

6.1. 中国具有世界级消费品供应链，有望出现“超级日用品品牌”

中国具有世界领先的轻工业消费品供应链体系，“日用品”这个赛道有望出现一个**超级品牌**。中国的轻工业消费品供应链是世界领先的，不论是质量还是研发还是规模优势，都具备领先优势，这也使得中国被称为“世界工厂”，中国消费品供应链的优势领域包括化妆品，家电，服装，饰品，日用品，玩具，电子产品，而这些供应链以“地区产业带”的形式聚集，如南通的家纺产业带，泉州的鞋产业带，顺德的家电产业带，汕头的内衣产业带等。在日用品这个赛道，中国是有可能出现一个以“日用品”为核心的超级品牌的，在供应链上是有这个基础的。

图26：南通叠石桥家纺产业链集群实景



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

图27: 汕头内衣产业链集群实景



数据来源: 实地拍摄, 东吴证券研究所

图28: 汕头内衣产业链集群实景



数据来源: 实地拍摄, 东吴证券研究所

6.2. 名创优品品牌力积累优势在哪里？

类似“卷烟和白酒”这样能够持续通过产品积累品牌力的品牌，才能持续打造强品牌力。高溢价，强认知的品牌，是消费品公司追求的方向。但想要打造这样的强品牌，需要能稳定地输出产品特色，通过产品的长时间积累，形成品牌力。所以一个品牌若要积累品牌力，需要有稳定输出且积累产品特色的能力，并不仅仅是渠道销售。

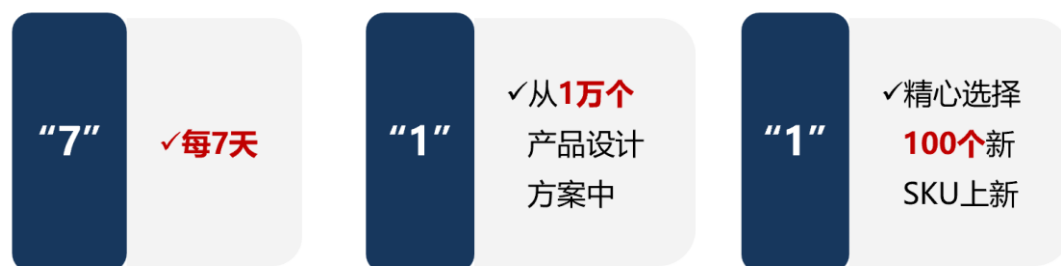
名创优品具备稳定的产品质量输出，持续积累品牌力。从我们上文的“品牌形成的路径”可以看到，名创优品的核心品类，如美妆，玩具，配件，个护等，均为产品质量可持续输出的工业产品，且背靠中国的强大的消费品供应链。同时，名创优品具有较重的运营体系，2023年底公司拥有9500个核心SKU，根据消费者的反馈大数据，2023H2平均每月上新超过900个新SKU，不断迭代。所以，名创优品的“产品力”是具备很强的特色的，那么如我们上文所描述，名创优品是靠“产品的反馈，不断积累品牌力”的。

图29：名创优品的核心品类都是具备很强产品属性的工业品



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图30：名创优品的在产品规划上，持续打磨



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所绘制

图31: 名创优品是作为一个“品牌整体”在持续不断加强品牌力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图32: 名创优品美国尔湾门店实景，门店特色突出



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

IP 合作推出特色产品。除了商品质量上的“功能性”的稳定输出和质量保证外。在“文化性”上，名创优品也有很多重要的产品特色。名创优品与诸多知名 IP 联合推出相关 IP 合作产品，如 MINISO X CHIIKAWA 等，与之合作的 IP 包括美漫，日漫，流行 MEME 等多种领域，在年轻人中有较强号召力，名创优品有约 20-40% 的产品，是 IP 合作相关产品，加上强的供应链质量管理，能够持续积累产品特色，并进一步形成认知聚集，强化品牌。

图33: 名创优品有多维度的 IP 产品合作



数据来源：公司业绩会 PPT，东吴证券研究所

深入的供应链管理与运营管理。名创优品的供应链管理与运营管理是深入的，重运营与重供应链，名创优品有近 1000 名员工是负责供应链和产品开发的，而有近 3000 名员工，是负责运营相关工作的，对于产品本身的开发和门店相关的运营，都是品牌形成的重要环节，而在这些环节上的重点投入，也代表着名创优品对于品牌打造的重要布局方向。

图34: 2023 年底名创优品雇员构成

Function 職能	Number of Employees 僱員人數
Product Development and Supply Chain Management 產品開發與供應鏈管理	938
General and Administrative 一般及行政	487
Operations 運營	2,948
Sales and Marketing 銷售及營銷	137
Technology 技術	202
Business Development 業務發展	148
Logistics 物流	104
Total 合計	4,964

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6.3. 淘品牌&抖品牌为什么鲜有形成强品牌？

淘品牌难出强品牌。中国的消费品制造供应链是领先的，而 2008 年-2015 年，不断的有“淘品牌”，试图通过淘宝这个平台，组织起中国的优质供应链，形成大的“淘品牌”，试图完成“从线上开始的品牌建设”，如“七格格”等就属于典型的淘品牌，但这些品牌鲜有形成强品牌的。我们认为，其主要原因是，淘品牌的核心运营是“流量运营”，而其产品本身的特色，输出质量，也是高度不稳定的，就使得淘宝上的销售，有销售额，但销售额没有按照我们“品牌计分板”理论下，积累起持续稳定的品牌特色，形成聚集认知，也就谈不上“品牌自我强化”了。淘品牌的大部分做法是通过爆款冲量，但其流量的走势是很不稳定的，2008-2015 年的淘品牌，基本上很难谈的上有稳定的产品特色和品牌形象特色。

图35：此前著名的“淘品牌”七格格



数据来源：亿邦动力网，东吴证券研究所

抖品牌的销售模式决定其对品牌的关注度是分散的。抖音因其鲜活而高互动的视频模式和直播模式，2020-2024 年间，其电商业务一直保持的高速的增长，而销售产品不仅有美妆，服装等传统品类，也有很多此前淘宝上并不多见的生鲜，农产品等。也有很多商家，试图在抖音的快速增长中，借助中国强大的消费品供应链，在线上打造大的“抖品牌”，但从逻辑上来说，抖品牌也不容易形成强品牌，我们认为主要原因是抖音的流媒体属性，使得消费者的关注点是分散的，而分散的关注点，使得品牌特色无法持续输出，进而也无法形成认知聚集并形成强品牌。所以实际上目前抖音上看到表现较为强势的品牌，是“本身就有较强品牌力”的品牌，而不是“从抖音上长出来的新抖品牌”。

图36: 抖音的“流媒体”特性使得其认知聚集程度较为分散



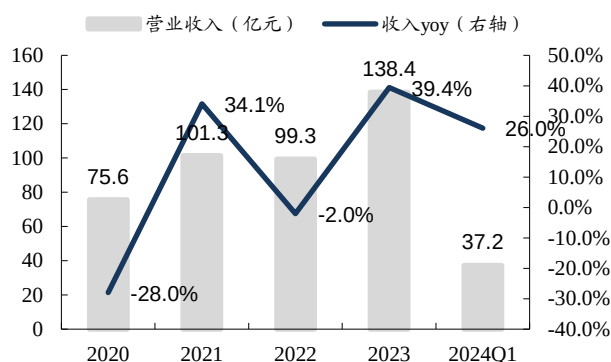
数据来源：抖音截图，东吴证券研究所

如名创优品这样的强品牌的形成环境是稀缺的。如上文所述，2008-2015 的淘品牌，和 2020-2024 的抖品牌，鲜有出现能够形成稳定品牌特色和认知聚集的强品牌。如名创优品这样，以线下为核心的，品牌形象特色鲜明的品牌是稀缺的，而我们认为这也意味着其高壁垒所在，未来有望持续实现品牌力的强化。

7. 投资建议：名创优品——超级品牌的品牌化之路

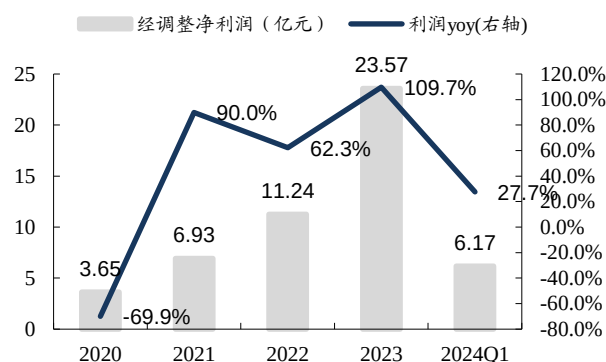
名创优品作为供应链品牌化+消费品出海的标杆企业，2023 年以来收入及利润均实现高速增长。2023 和 2024Q1，公司收入同比+39%/ +26%，经调整净利润同比+110%/ +28%。未来收入的主要增长驱动在于①海外扩张，②国内下沉开店及店效提升；利润的主要增长驱动主要来自品牌升级和规模效应带来的利润率提升。

图37：名创优品收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

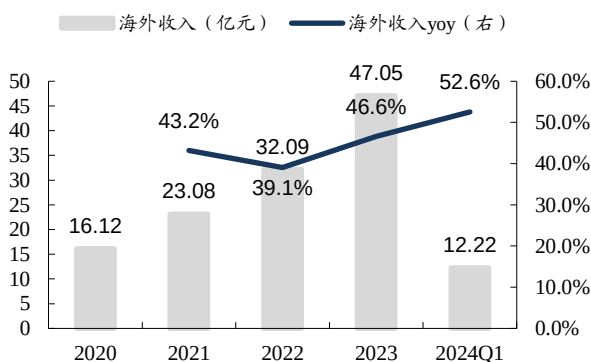
图38：名创优品利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

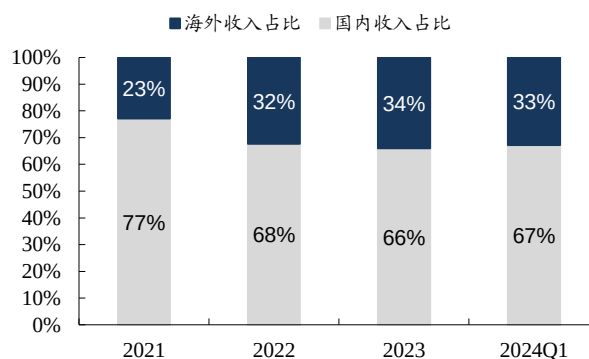
展望未来，名创优品海外业务将是收入增长的主引擎，这符合中国消费品供应链出海的大趋势。公司 2024Q1 海外业务收入 12 亿元，同比+53%，2024Q1 公司海外收入占比达到 33%。考虑到 Q1 是海外的相对淡季，2024 年公司海外收入占比或比 33% 更高。

图39：名创优品海外收入高增



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

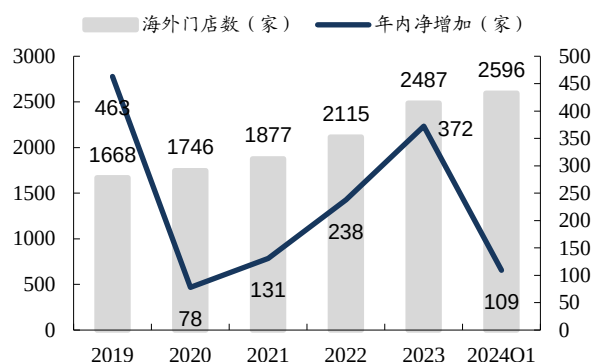
图40：2023 年名创优品海外收入占比已达 30%以上



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

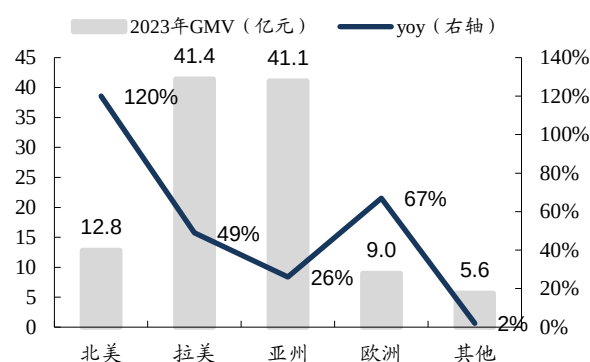
名创优品此前海外业务以亚太、拉美等地区为主，2023 年在欧美发达地区正在实现突破。消费品出海并不只是“在发达国家实现价格优势”，名创优品海外业务的第一曲线其实是在东南亚、拉美等传统发达国家之外的地区，满足当地的中高端消费需求。2023 年，在拉美、亚洲仍保持较快 GMV 增速的情况下，名创优品在欧洲、北美地区取得突破，GMV 分别同增 67%、120%。尤其是北美主要以直营门店的形式经营，对公司整体业绩的增益大于传统第三方模式，未来随着直营国家 GMV 的快速增长，有望通过规模效应实现收入和利润率的同步增长。

图41：名创优品海外门店快速增长



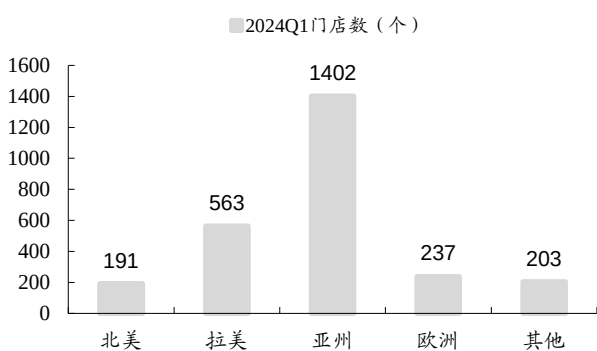
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图42：公司北美和欧洲 GMV 快速增长



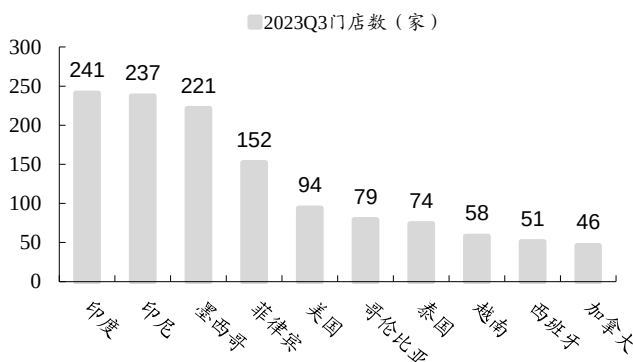
数据来源：公司业绩会 PPT，东吴证券研究所

图43：目前名创优品境外门店主要在亚洲和南美



数据来源：公司业绩会 PPT，东吴证券研究所

图44：公司海外 TOP10 国家门店数

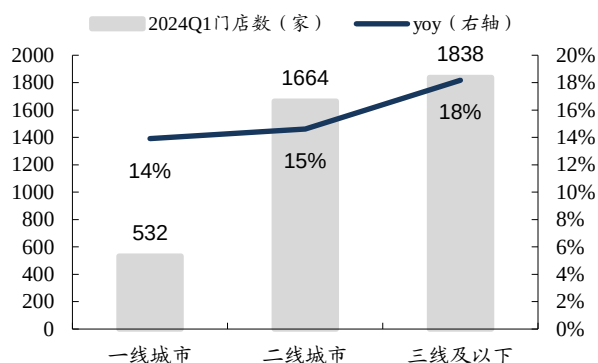


数据来源：公司业绩会 PPT，东吴证券研究所

国内仍有约一倍左右的下沉开店空间，并大店+旗舰店+IP 产品等方式提升现有门店的店效。至 2024Q1，名创优品拥有 4034 家国内门店，同比+651 家，其中一线/二线/三线及以下门店占比为 13%/41%/46%。随着公司下沉战略的推进，目前三线及一下城市是公司门店数量占比最高且增速最快的区域，但考虑店效差异，公司国内大部分收入或主要来自二线城市。

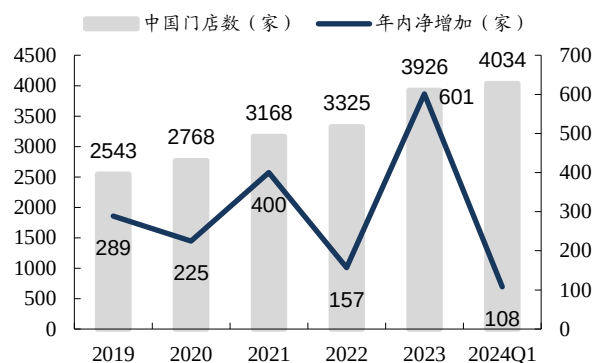
未来我们认为公司在国内最高还有一倍左右开店空间，名创优品主要开在购物中心（我们线下观察预计公司购物中心门店数量占总门店数约 80%左右），未来随着公司进驻更多的购物中心、探索购物中心之外的店址、我国购物中心数量的进一步扩张、单店店效改善后加盟商开店意愿增强，我们预计公司在国内仍然有一倍左右的开店空间。

图45：名创优品各线城市门店数分布



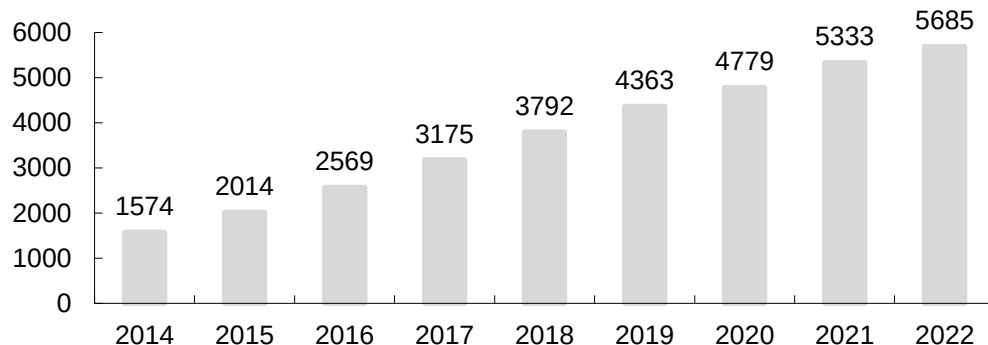
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图46：名创优品国内门店数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

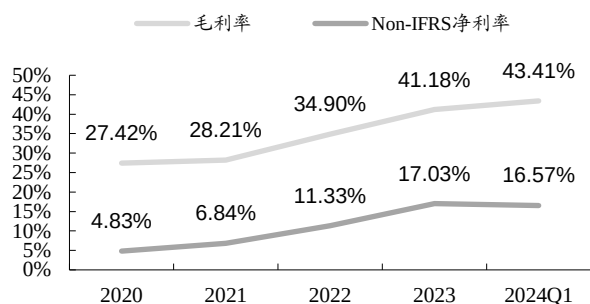
图47：中国中大型购物中心数量 (个)



数据来源：赢商网，东吴证券研究所；注：仅统计面积≥3万方的商业体

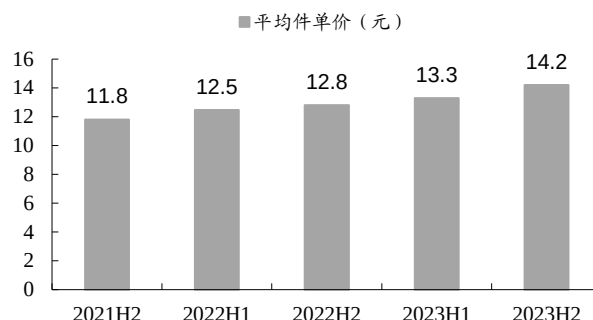
随着品牌升级的推进，名创优品不断兑现其盈利能力，利润率持续提升。作为一个品牌公司，名创优品具备定价能力。随着公司品牌不断升级、价格带提升、以及持续优化供应链，名创优品的利润率持续增长。2024Q1 公司毛利率达到 43%，经调整净利率达到 16.6%。

图48: 名创优品利润率呈增长趋势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所
 注: 数据口径均为自然年

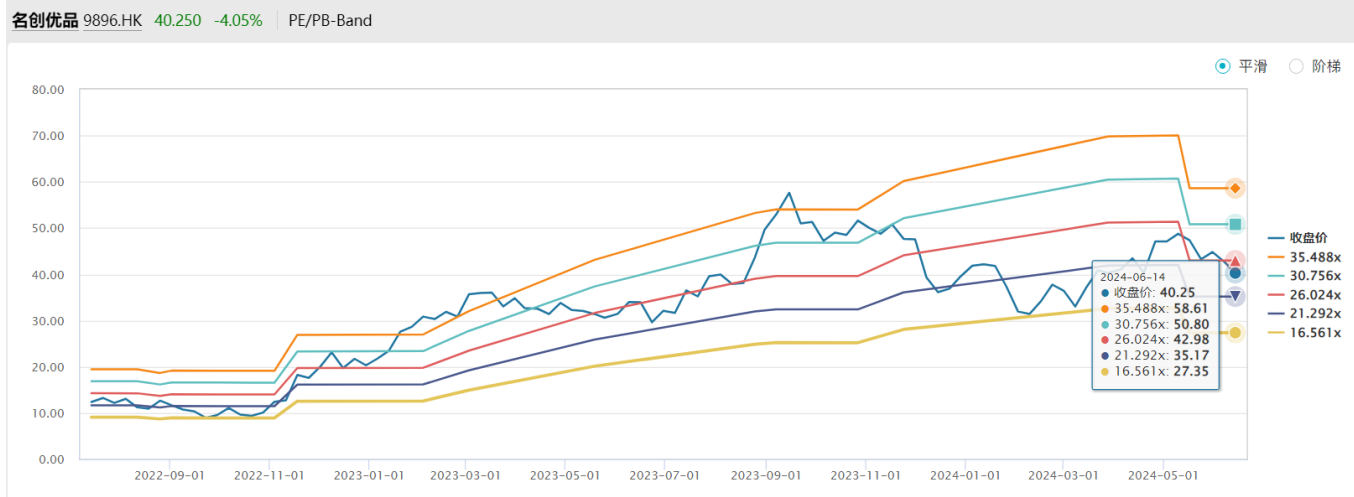
图49: 名创优品件单价增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所
 注: 数据口径均为自然年

推荐标的名创优品。我们预计公司 FY2024-2026 的 Non-IFRS 归母净利润预测为 26.0/ 32.7/ 38.3 亿元, 同比+42%/ +26%/ +17%, 对应 6 月 14 日收盘价为 18/ 14/ 12 倍 P/E, 处于上市以来估值中枢附近。名创优品是中国优质供应链品牌化+消费品出海的标杆企业, 我们看好其国内业务稳中有增, 海外业务进一步打开成长天花板。

图50: 名创优品历史估值 PE-TTM BAND (截至 2024-06-14 收盘)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

8. 风险提示

行业竞争加剧，若消费品公司之间的竞争加剧，可能产生价格战等，影响企业盈利。

消费需求不及预期，若消费终端需求不及预期，将影响企业销售额和业绩。

品牌出海相关风险等。品牌出海是消费品企业发展的重要方向，但海外经营可能会遇到供应链链条过长带来的经营效率问题、海外经营相关法律法规问题、汇兑风险、海运运价涨跌风险、乃至地缘政治风险等。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>