

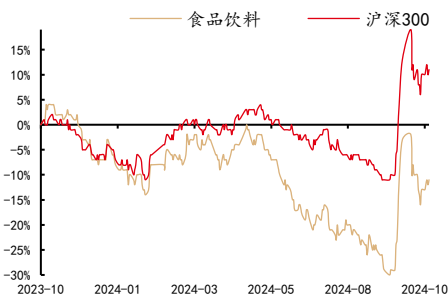
行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	17948.45
52周最高	21096.68
52周最低	14118.56

行业相对指数表现(相对值)



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：蔡雪昱  
SAC 登记编号：S1340522070001  
Email: caixueyu@cnpsec.com  
分析师：张子健  
SAC 登记编号：S1340524050001  
Email: zhangzijian@cnpsec.com

近期研究报告

《回调不改信心，东鹏业绩大超预期  
助力细分板块上涨》 - 2024.10.14

从精神消费的维度，看茅台定价权和长期增长中枢

● 投资要点

茅台是精神性商品定价模式，价格随着消费者购买力不断提升。精神性商品价格形成机制是供应者选择消费者，消费者通过举牌报价的方式竞争买入，价高者优先，因此精神性商品的价格取决于消费者的购买力。茅台属于精神性商品，因其历史上屡次出现在国宴和外交等重要场合，是在国人心中代表着最高敬意和情感的白酒。精神性商品的属性使得茅台价格能够随着消费者购买力不断提升，根据 iFinD，2001-2023 年茅台（53 度/500ml）出厂价复合增速 7.57%，茅台酒整体吨价复合增速 9.80%，与人均可支配收入复合增速 9.19% 相当。

爱马仕和喜诗糖果是精神性商品代表，价格能够维持长期增长。爱马仕和喜诗糖果是国外资本市场中经营精神性商品的公司，其中爱马仕满足了人对社会分层的精神需求，喜诗糖果在加州代表幸福和爱情。爱马仕：根据公司年报，1999-2023 年爱马仕营收复合增速 11.78%，其中销量复合增速约 6%-7%，价格复合增速约 5%-6%。喜诗糖果：根据《巴菲特致股东的信》，1972-2007 年喜诗糖果营收复合增速 7.41%，其中销量复合增速 1.74%，价格复合增速 5.58%。两者长期价格增速均明显高于同期通胀水平，与消费者购买力的提升速度相当。

通过复盘爱马仕和喜诗的成长底层逻辑，我们站在更长时间维度的视角去看茅台的增长中枢及量价贡献。预计未来十年茅台吨价有望复合增长 5%+，销量复合增长 5% 左右。价：按国家二十大报告发展目标，2023-2035 年我国人均 GDP 复合增速应不低于 5.81%。以 0.5pct 的差值来计算，对应人均可支配收入复合增速为 5.31%。同时还要考虑茅台酒出厂价和批价之间的提价安全垫以及酒厂产品结构升级和直营渠道占比提升对价格的贡献，因此我们预计未来十年茅台酒整体吨价有望复合增长 5%+。量：根据酒厂规划至 2030 年茅台基酒产量为 10 万吨，我们预计对应 2034 年 8.19 万吨茅台酒理论销量，则 2023-2034 年茅台酒销量理论复合增速为 6.23%。2003-2013 年茅台酒销量复合增速 13.07%，2013-2023 年 9.23%，考虑到白酒消费量整体呈下降趋势，为维持稀缺性我们预计未来十年茅台酒销量复合增速或略低于理论值，在 5% 左右。估值：爱马仕长期利润复合增速 16%，历史最低估值为 22 倍 PE，喜诗糖果长期利润复合增速 9%，巴菲特收购估值为 11.9 倍 PE，茅台具备安全边际的买入估值水平或可参考两者。

● 风险提示：

茅台定价模式改变；人均收入增速不达预期；茅台销量不及预期。

## 目录

1 茅台是精神性商品定价模式，价格会随着消费者购买力不断提升.....	4
2 爱马仕和喜诗糖果是精神性商品代表，价格能够维持长期增长.....	7
2.1 爱马仕：量价双轮驱动，长期量增 6%-7%，价增 5%-6%.....	7
2.2 喜诗糖果：价格为主要驱动，长期价增 5%+，量增 2%.....	12
3 预计未来十年茅台吨价有望复合增长 5%+，销量复合增长 5%左右.....	16
3.1 茅台未来价格增速取决于消费者购买力的提升，销量增速取决于产能的提升.....	16
3.2 从企业拥有者的角度看具有安全边际的估值水平.....	18
4 风险提示.....	18

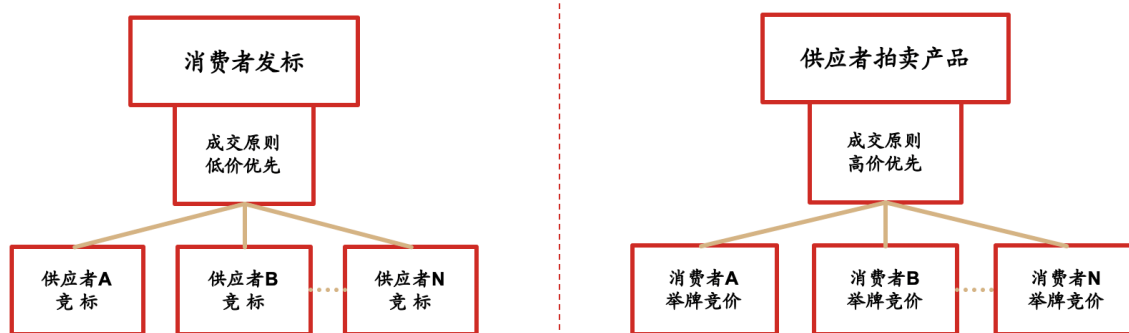
## 图表目录

图表 1: 物质性商品和精神性商品的两种招标定价模式 .....	4
图表 2: 物质性商品和精神性商品的两种消费者选择过程 .....	4
图表 3: 茅台屡次出现在国宴和外交等重要场合, 代表的是最高的敬意和感情 .....	5
图表 4: 茅台价格能够随着消费者购买力不断提升 .....	5
图表 5: 价格提升带动茅台毛利率和净利率也不断提升 .....	6
图表 6: 茅台酒整体吨价受益于结构升级和直销渠道占比提升, 复合增速较飞天出厂价更快 .....	6
图表 7: 1999-2023 年, 爱马仕收入复合增长 11.78%, 利润复合增长 16.13% .....	7
图表 8: 1994-1998 年, 爱马仕收入复合增长 10.08%, 利润复合增长 19.07% .....	8
图表 9: 2023 年爱马仕皮革制品收入占比 4 成 .....	8
图表 10: 1984-2020 年爱马仕 Birkin 包的售价复合增长 5.38% .....	8
图表 11: 1963-2020 年爱马仕 Kelly 包的售价复合增长 7.23% .....	8
图表 12: 2023 年爱马仕各地区收入占比 .....	9
图表 13: 1998-2023 年爱马仕各地区收入复合增速 .....	9
图表 14: 价格提升带动爱马仕毛利率和净利率不断提升 .....	9
图表 15: 爱马仕成本增速 .....	10
图表 16: 1994-2023 年爱马仕销售管理费用率不断下滑 .....	10
图表 17: 爱马仕 ROE 常年维持在 20%+ .....	10
图表 18: 过去二十余年爱马仕权益乘数稳定, 总资产周转率呈下滑趋势 .....	10
图表 19: 爱马仕分红率维持在 30% 左右 .....	11
图表 20: 爱马仕经营活动产生的现金流量净额/净利润常年维持在 1 以上 .....	11
图表 21: GUCCI 近年来销售表现疲软 .....	11
图表 22: 喜诗糖果发展历史, 也是其品牌塑造历程 .....	12
图表 23: 喜诗糖果经营数据 .....	13
图表 24: 1972-2007 年喜诗税前利润复合增长 8.86% .....	13
图表 25: 1972-2007 年喜诗税前利润率提升了 8.01pct .....	13
图表 26: 喜诗糖果经营回顾 .....	14
图表 27: 喜诗糖果收购价格及估值水平 .....	15
图表 28: 2023 年中等发达国家平均人均 GDP 为 2.48 万美元 .....	16
图表 29: 2013-2023 年城镇居民人均可支配收入复合增长 6.95%, 人均 GDP 复合增长 7.47% .....	16
图表 30: 茅台基酒转化率 .....	17
图表 31: 未来十年白酒饮用人口数量稳定 .....	17
图表 32: 茅台酒销量 .....	17
图表 33: 金融危机和国际突发事件带来爱马仕具有安全边际的估值买点 .....	18
图表 34: 喜诗糖果收购的估值水平 .....	18

## 1 茅台是精神性商品定价模式，价格会随着消费者购买力不断提升

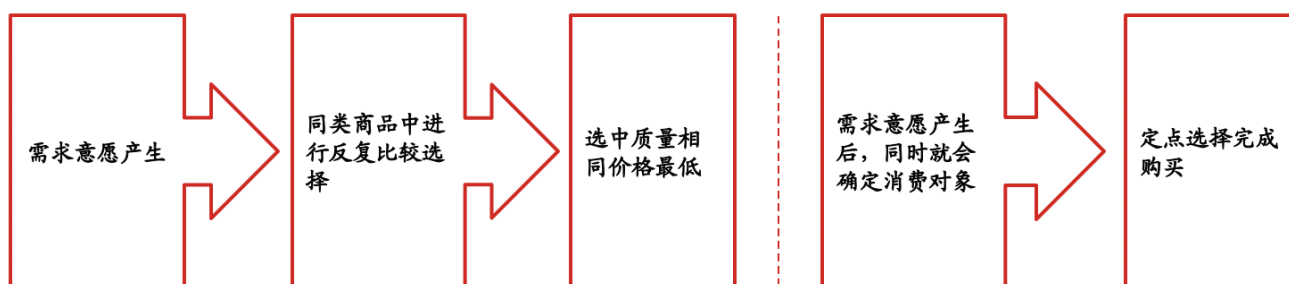
精神性商品的定价取决于消费者的消费能力，且其消费选择过程存在排他性。消费品可以分为物质消费和精神消费两大类。物质性商品的价格形成机制是消费者选择供应者，供应者为了争取消费者不断的报出低价进行竞争，成交原则是低价优先，因此商品价格与成本强相关。精神性商品价格形成机制是供应者选择消费者，消费者需要通过举牌报价的方式竞争买入，价格高者优先购买，因此精神性商品的价格取决于消费者的消费能力，与商品的成本无关。从竞争的角度来看，生产物质性商品的厂家始终处在激烈的竞争环境中，竞争格局大都会走向寡头垄断，且其盈利水平最终会被限制在社会平均利润率左右。精神性商品的消费往往具有定向选择的特点，不需要进一步的竞争机制来产生供应者，因此其竞争环境往往是较为缓和的。

图表1：物质性商品和精神性商品的两种招标定价模式



资料来源：凌通盛泰，中邮证券研究所

图表2：物质性商品和精神性商品的两种消费者选择过程



资料来源：凌通盛泰，中邮证券研究所

茅台属于是精神性商品，代表了最高的敬意和感情。根据《茅台酒厂志》，国务院、外交部以茅台酒作为招待外国贵宾的指定用酒，1954年的日内瓦会议、万隆会议和1956年中缅芒市联欢会议上，周总理均以茅台酒来招待国际友人。1972年尼克松访华，茅台作为中国国礼被赠予尼克松，得到尼克松的认可。1972年田中角荣访华以及1984年里根访华均对茅台留下了深刻的良好印象。历史上茅台屡次出现在国宴和外交等重要场合，因此在国人心中被锁定为代表着最高敬意和最高情感的白酒，同时也代表着中国文化。

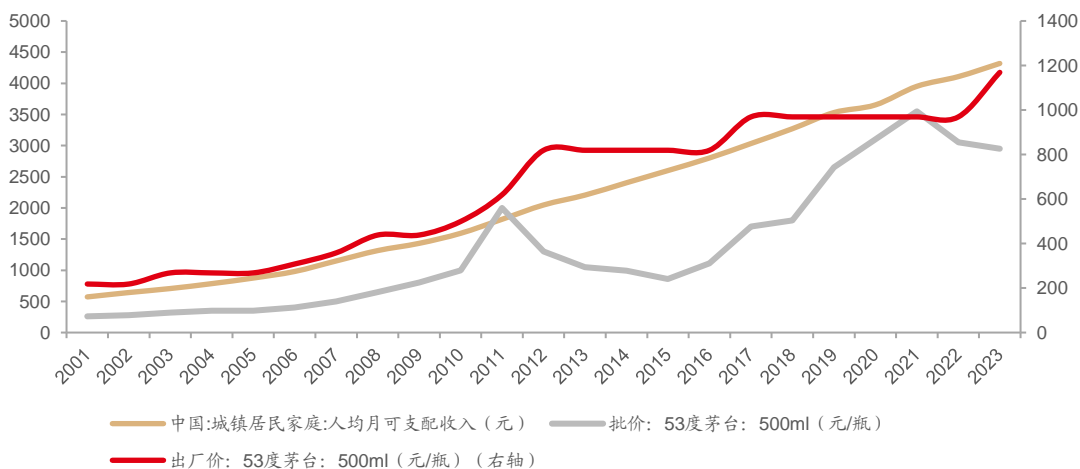
**图表3：茅台屡次出现在国宴和外交等重要场合，代表的是最高的敬意和感情**

时间/事件	具体表现
20世纪30年代红军长征	在红军四渡赤水河时，当地百姓用茅台酒给红军消毒疗伤
1973年毛泽东赠礼	毛泽东送给金日成茅台酒作为个人的礼物
1954年日内瓦会议	周恩来曾说“在日内瓦会议上帮助我们成功的有“两台”，一台是茅台，一台是戏剧《梁山伯与祝英台》
1955年万隆会议	每次宴请国外宾客，都要品尝茅台酒
1972年尼克松访华	茅台受到尼克松的认可和尊敬
1972年田中角荣访华	誉称茅台酒是“美酒”
1984年里根访华	在钓鱼台国宾馆品尝茅台，并产生了深刻的良好印象

资料来源：《茅台酒厂志》，中邮证券研究所

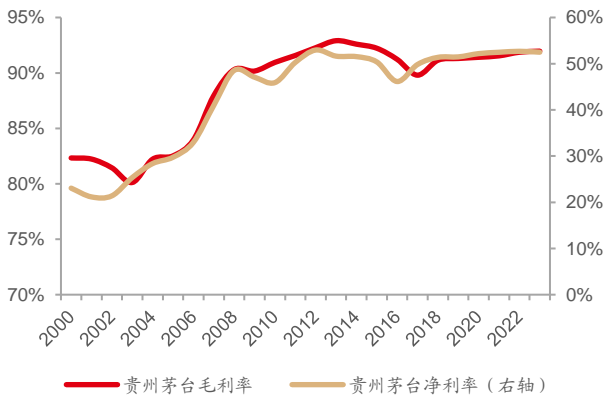
精神性商品的属性使得茅台价格能够随着消费者购买力不断提升，盈利能力也不断提升。结合我们前文提到的定价模式，茅台的价格取决于其主流消费人群的竞标价格，因此茅台的价格能够随着主流消费群体购买力的提升而不断提升。这里我们以茅台出厂价和中国城镇居民人均月可支配收入做对比，实际情况中茅台的消费群体可支配收入高于平均，我们仅在此说明茅台的价格和消费者购买力的关系。根据 iFinD，2001-2023 年中国城镇居民人均月可支配收入从 572 元提升至 4318 元，年均复合增速 9.19%；茅台（53 度/500ml）出厂价从 218 元/瓶提升至 1169 元/瓶，年均复合增速 7.57%；茅台（53 度/500ml）批价从 260 元/瓶提升至 2950 元/瓶，年均复合增速 11.14%；茅台酒吨价从 38.46 万元/吨提升至 300.62 万元/吨，年均复合增速 9.80%（整体吨价的提升包括直接提价、结构升级和直销渠道占比提升的贡献）。茅台（53 度/500ml）批价的提升速度明显高于出厂价，除了投资属性等原因之外，更本质的原因是茅台出厂价格提升速度明显落后于消费者的购买力提升速度。由于茅台原材料（高粱、小麦等）和人工等成本增速低于茅台价格增速，因此茅台的毛利率和净利率在过去二十余年整体呈现出不断提升的趋势。根据 iFinD，2000-2023 年茅台毛利率和净利率分别从 82.33%和 23.05%提升至 91.96%和 52.49%。

**图表4：茅台价格能够随着消费者购买力不断提升**



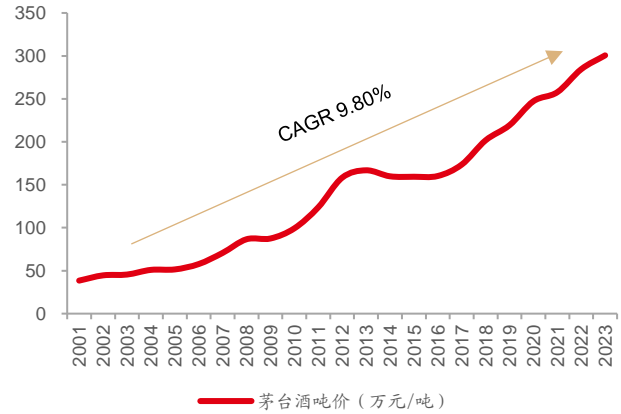
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表5：价格提升带动茅台毛利率和净利率也不断提升



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6：茅台酒整体吨价受益于结构升级和直销渠道占比提升，复合增速较飞天出厂价更快



资料来源：iFinD，中邮证券研究所



## 2 爱马仕和喜诗糖果是精神性商品代表，价格能够维持长期增长

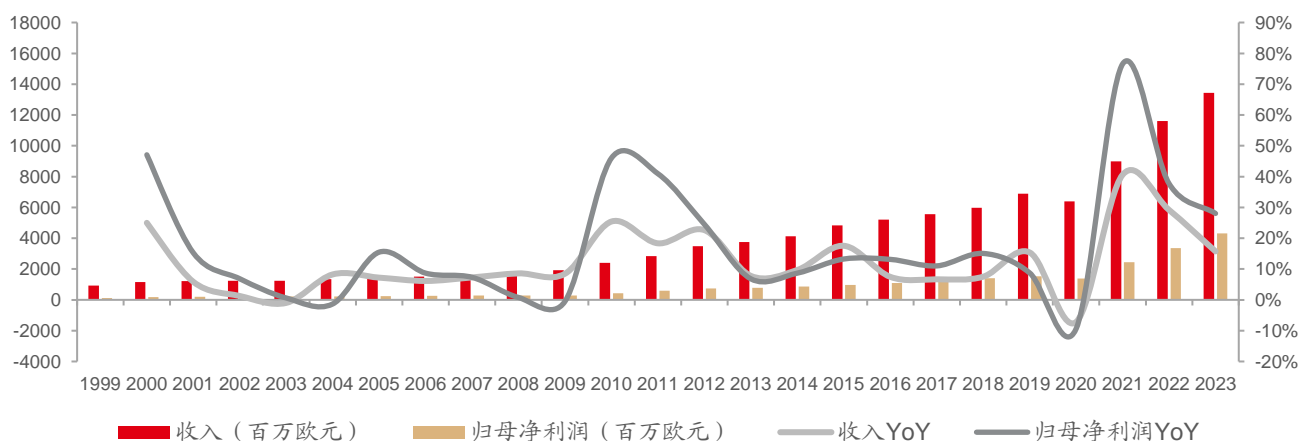
对比来看，国外资本市场中也有经营精神性商品的公司，且其可追溯的财务数据时间维度更长，相对茅台公司处在更加成熟的发展阶段。通过复盘这些公司的财务数据，我们试图去总结精神性商品增长的一般规律。具体而言，我们找到的精神性商品公司包括爱马仕和喜诗糖果，其所代表的精神属性和茅台也不完全一致。爱马仕：根据《奢侈品战略》，奢侈品满足的是人对于社会分层的精神需求，这意味着每个人都可以在一定程度上依据自己的梦想重新定位自己的层次，同时也满足了自身心理上的享受。喜诗糖果：在美国西海岸，尤其是加州，喜诗糖果代表着幸福和爱情，适合作为家庭以及情侣之间互赠的礼品，其销售主要集中在圣诞节，喜诗糖果所满足的是人对幸福和爱的精神需求。

### 2.1 爱马仕：量价双轮驱动，长期量增 6%-7%，价增 5%-6%

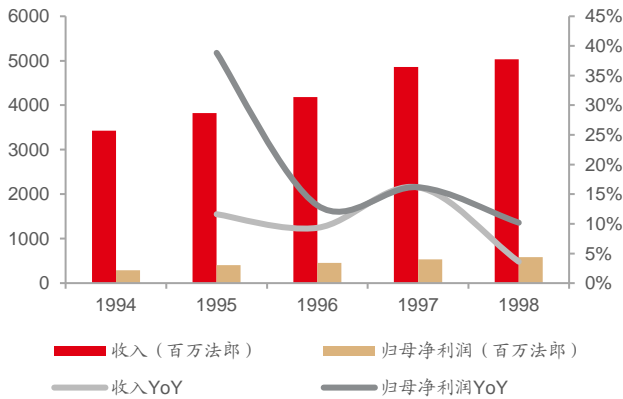
爱马仕营收维持长期双位数增长，利润增速略高于收入。根据公司年报，1994-1998 年以法郎计价，爱马仕营收复合增速 10.08%，利润复合增速 19.07%；1999-2023 年以欧元计价，爱马仕营收复合增速 11.78%，利润复合增速 16.13%，综合来看过去 29 年的时间里，爱马仕营收复合增速基本在 12% 左右，利润增速 16% 左右，略高于收入。

金融危机和国际突发事件会显著影响爱马仕的业绩表现。复盘过去 29 年时间里，有三个时期爱马仕的收入/业绩增速出现了明显的放缓甚至负增长：**2002-2004 年**。2002-2004 年爱马仕的收入和业绩增速分别为 1.26%、-0.99%、8.24% 和 6.84%、0.60%、-1.34%，收入和业绩增速放缓预计主要受到互联网泡沫、“911”事件以及非典的影响。**2008-2009 年**。2008-2009 年爱马仕的收入和业绩增速分别为 8.58%、8.48% 和 0.76% 和 -0.48%，业绩表现疲软主因毛利率下滑，预计主要受到金融危机的影响导致价增乏力。**2020 年**。2020 年爱马仕的收入和业绩增速分别为 -7.18% 和 -9.37%，预计主要受到新冠疫情的影响。此外，由于爱马仕的业务全球化布局，因此个别年份欧元的走强也会影响到公司的收入和业绩表现。

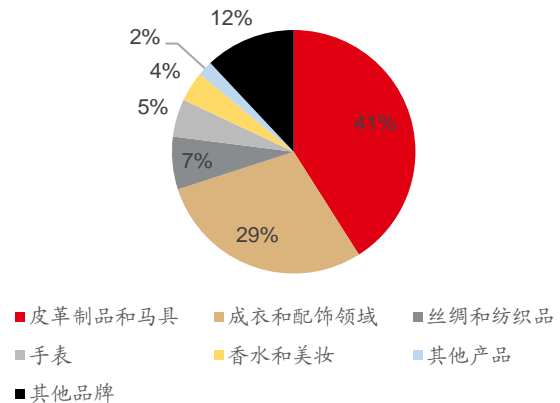
图表 7：1999-2023 年，爱马仕收入复合增长 11.78%，利润复合增长 16.13%



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

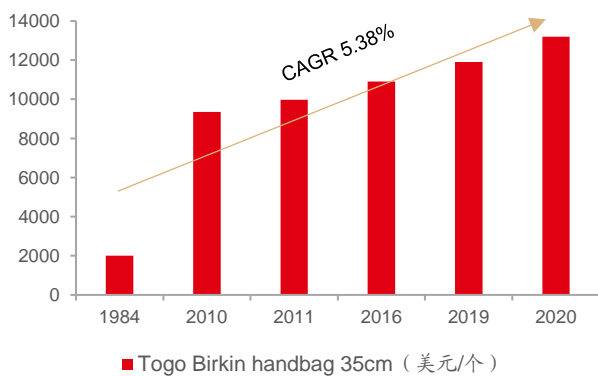
**图表8：1994-1998年，爱马仕收入复合增长10.08%，利润复合增长19.07%**


资料来源：公司年报，中邮证券研究所

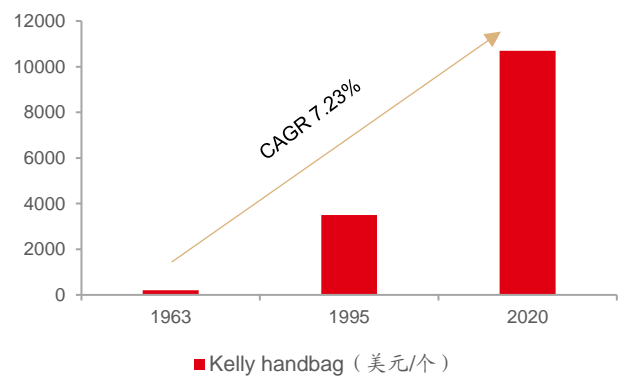
**图表9：2023年爱马仕皮革制品收入占比4成**


资料来源：公司年报，中邮证券研究所

**量价双轮驱动，估计爱马仕长期量增6%-7%，价增5%-6%。**从量价拆分的角度来看，公司没有直接给出过去量和价分别的增长情况，我们推断如下：量方面，管理层在交流中提到，公司的皮革业务产能未来将继续维持年化6%-7%的扩产速度；价方面，公司皮革业务中的核心单品 Birkin 包过去三十余年的售价复合增长5.38%，Kelly 包过去五十余年的售价复合增长7.23%。考虑到皮革业务是公司的核心业务，2023年收入占到公司总营收的4成，同时 Birkin 和 Kelly 包又是公司皮革业务中的核心单品，其售价变化起到指向标的作用。因此我们推断从量价拆分的角度来看，爱马仕过去29年12%左右的营收复合增速中，量贡献了约6%-7%，价格贡献了约5%-6%。

**图表10：1984-2020年爱马仕 Birkin 包的售价复合增长5.38%**


资料来源：savespendsplurge，中邮证券研究所

**图表11：1963-2020年爱马仕 Kelly 包的售价复合增长7.23%**


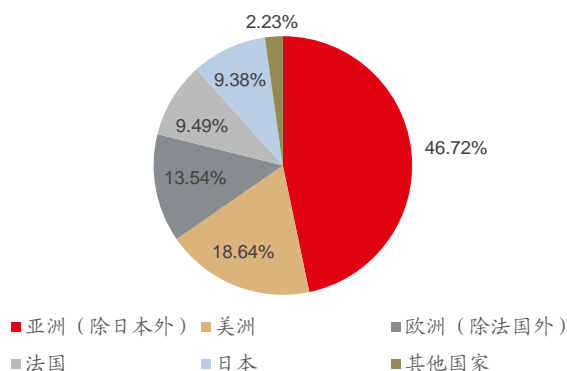
资料来源：savespendsplurge，中邮证券研究所

**新兴市场与经济增速较快的市场中爱马仕营收增速更高。**分地区来看，爱马仕亚洲（除日本外）、美洲、欧洲（除法国外）、法国、日本、其他国家的营收占比分别为46.72%、18.64%、13.54%、9.49%、9.38%、2.23%，1998-2023年爱马仕亚洲（除日本外）、美洲、欧洲（除法国外）、法国、日本、其他国家的收入复合增速分别为19.12%、13.17%、10.63%、7.46%、8.07%、8.78%。考虑到爱马仕基本是全球统一调价（部分时期可能受到汇率和成本影响），因此其不同地区的营收增速差别应主要体现在量而不是价格上。对比来看，爱马仕在新兴市场



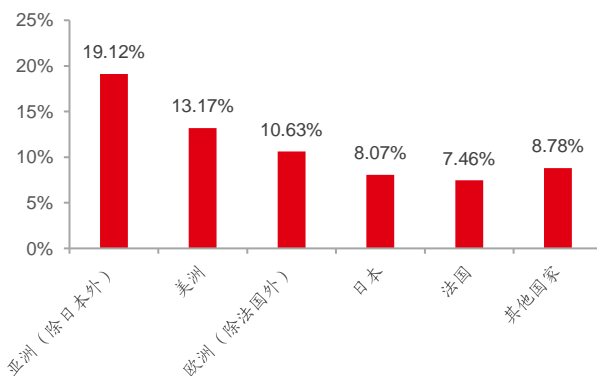
与经济增速较快的市场中营收增速更快，其中主要包括亚洲（除日本外）、美洲和欧洲（除法国外），渗透率的提升和居民财富增长下目标群体的扩容是该三个地区增速表现相对更快的主要原因。法国和日本本身体量较大渗透率高，且经济增速相对缓慢，因此收入增速相对落后。其他国家虽为新兴市场，但经济增速较慢的原因导致目标群体扩容缓慢，因此收入增速也相对落后。从量价拆分的角度来看，若考虑到爱马仕的长期价格增速在 5%-6%，则法国和日本两大成熟市场的销量长期复合增速分别维持在 1%-2%和 2%-3%。

图表12：2023 年爱马仕各地区收入占比



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

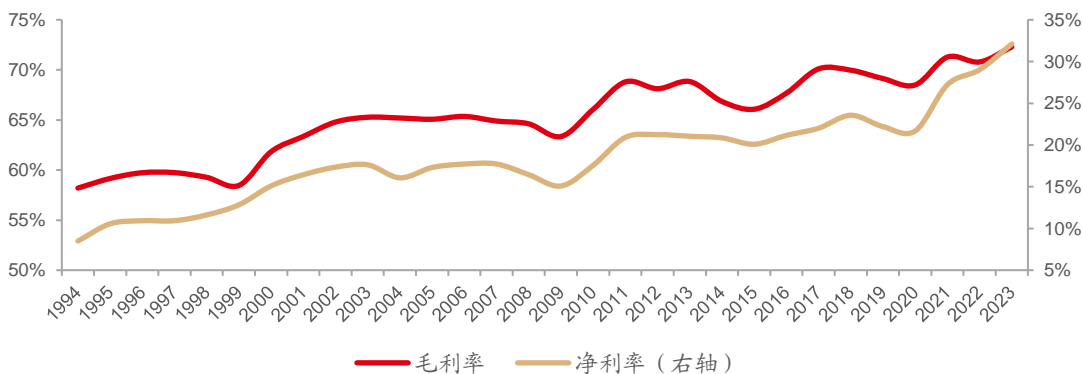
图表13：1998-2023 年爱马仕各地区收入复合增速



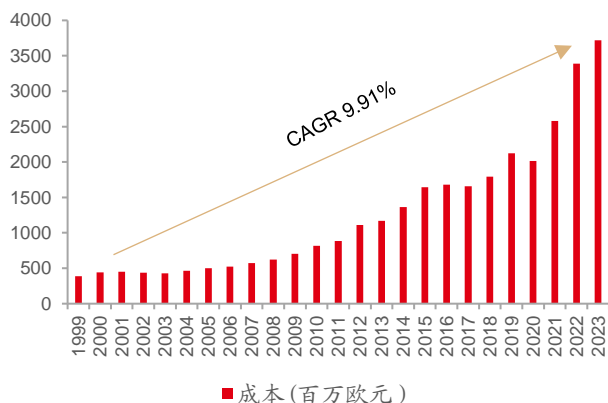
资料来源：公司年报，中邮证券研究所

爱马仕的定价模式决定了其价格增速长期高于成本增速，净利率能够不断提升。前文提到，精神性商品是拍卖定价模式，其价格取决于主流消费群体的消费能力而非商品的成本。从成本端来看，1999-2023 年爱马仕成本的复合增速为 9.91%，根据上文我们推断爱马仕长期量增 6%-7%可知，爱马仕的单位成本复合增速应在 3%-4%，低于其价格增速 5%-6%。在价格增速长期领先于成本增速的情况下，爱马仕的毛利率从 1994 年的 58.20%提升至 2023 年的 72.29%。前文提到，精神性消费往往是定向消费，弱化了自由竞争。从费用端来看，1994-2023 年爱马仕销售管理费用率从 37.15%下降至 23.60%，销售和管理费用的绝对值仍在增长，但并未同收入等比例放大，本质上是由于爱马仕所处的竞争环境并不是完全自由竞争。毛利率的提升和费用率的下降共同带动了爱马仕净利率的提升，1994-2023 年爱马仕的净利率从 8.49%提升至 32.11%。

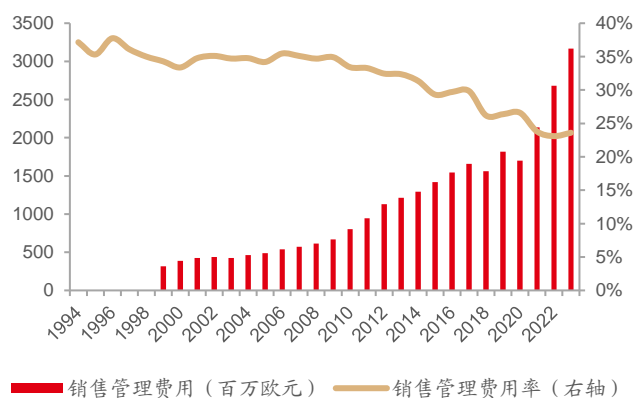
图表14：价格提升带动爱马仕毛利率和净利率不断提升



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

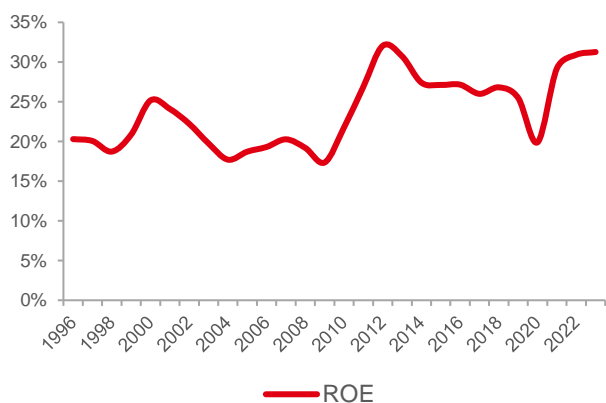
**图表15: 爱马仕成本增速**


资料来源: 公司年报, 中邮证券研究所

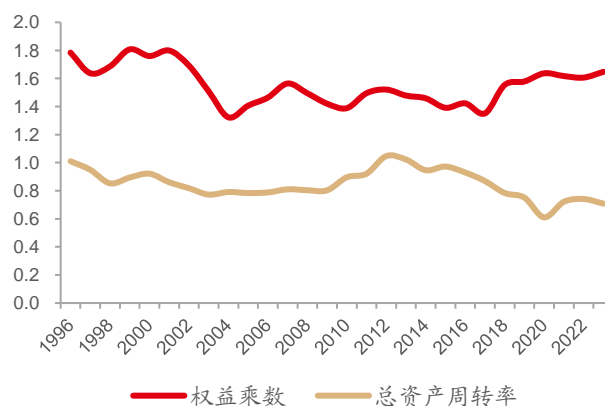
**图表16: 1994-2023 年爱马仕销售管理费用率不断下滑**


资料来源: 公司年报, 中邮证券研究所

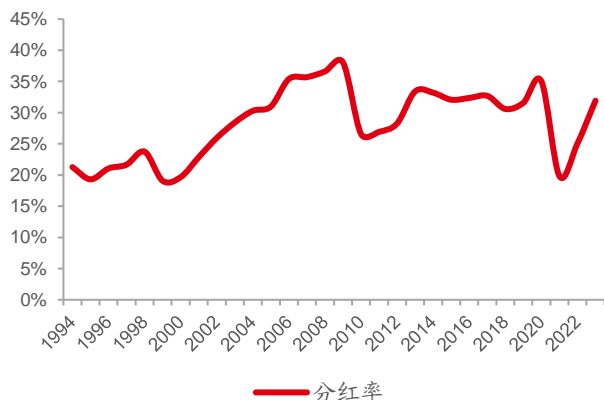
**爱马仕 ROE 常年维持在 20%+, 分红率 30%左右, 投资的复利效应明显。**1996-2023 年间爱马仕 ROE 基本维持在 20%+, 杜邦拆分来看, 爱马仕净利率持续提升, 权益乘数基本稳定, 总资产周转率略有下滑, 主因留存收益增速长期高于收入增速。爱马仕的分红率水平中等, 常年维持在 30%上下, 该分红率水平下公司 ROE 维持在 20%+, 即意味着每年产生的留存利润可以在公司中参与 20%+ 的复利增长, 长期来看投资的复利效应明显。从现金流的表现来看, 爱马仕经营活动产生的现金流量净额/净利润常年维持在 1 以上, 且比较稳定, 公司现金收入能力较强。

**图表17: 爱马仕 ROE 常年维持在 20%+**


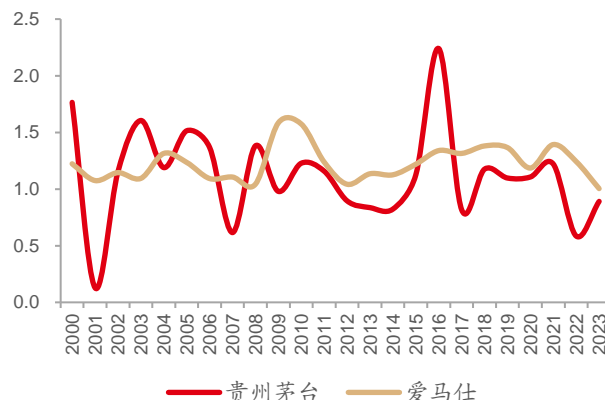
资料来源: 公司年报, 中邮证券研究所

**图表18: 过去二十余年爱马仕权益乘数稳定, 总资产周转率呈下滑趋势**


资料来源: 公司年报, 中邮证券研究所

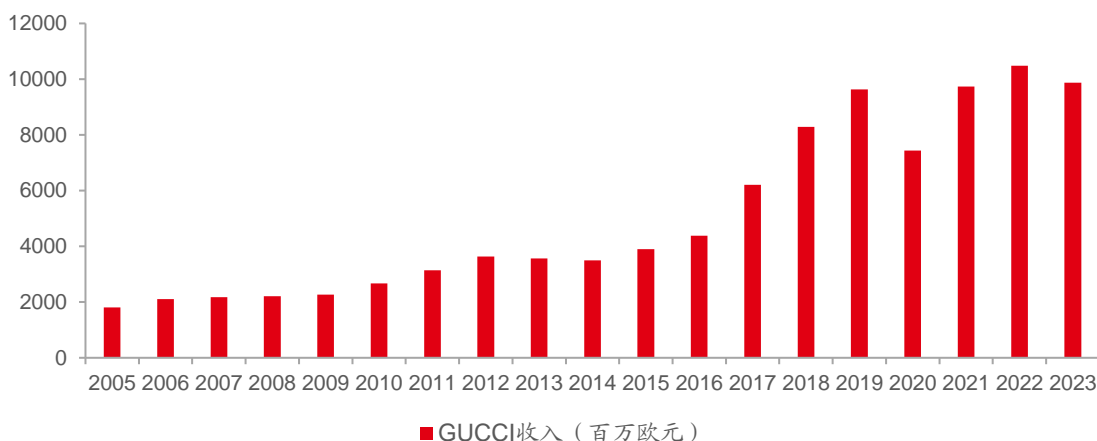
**图表19：爱马仕分红率维持在 30%左右**


资料来源：公司年报，中邮证券研究所

**图表20：爱马仕经营活动产生的现金流量净额/净利润常年维持在 1 以上**


资料来源：公司年报，中邮证券研究所

奢侈品满足的是人对于社会分层的精神需求，短期高增长会透支奢侈品重建社会分层的作用。由于奢侈品满足的是人对于社会分层的精神需求，人们需要找到体现社会层次和差异化的符号，因此奢侈品的受众是小范围而不是大众化的，大众化体现不出层次和差异化。从过去较长的时间维度来看，爱马仕的收入一直维持着较为稳定的中速增长，客观上来看是因为爱马仕的皮包都是纯手工制作，培养工匠提高产能需要一定时间，更深层次的原因我们认为是爱马仕在主动维护其对于推动消费者社会分层的作用和效果，避免因短期消费者人数增长过快带来的对于这种作用的透支和伤害。比较来看，开云集团旗下的品牌 GUCCI 在 2015-2019 年间收入复合增长 25.37%，短期高增长透支了其重建社会分层的作用，影响了品牌增长的核心动力，2019-2023 年间 GUCCI 收入复合增速仅有 0.63%。LVMH 集团旗下的品牌 Loro Piana 则表现的更加克制，管理层在交流中提到该品牌 2023 年的增长速度过高，公司需要对这种高速增长踩刹车，以保证品牌的吸引力。

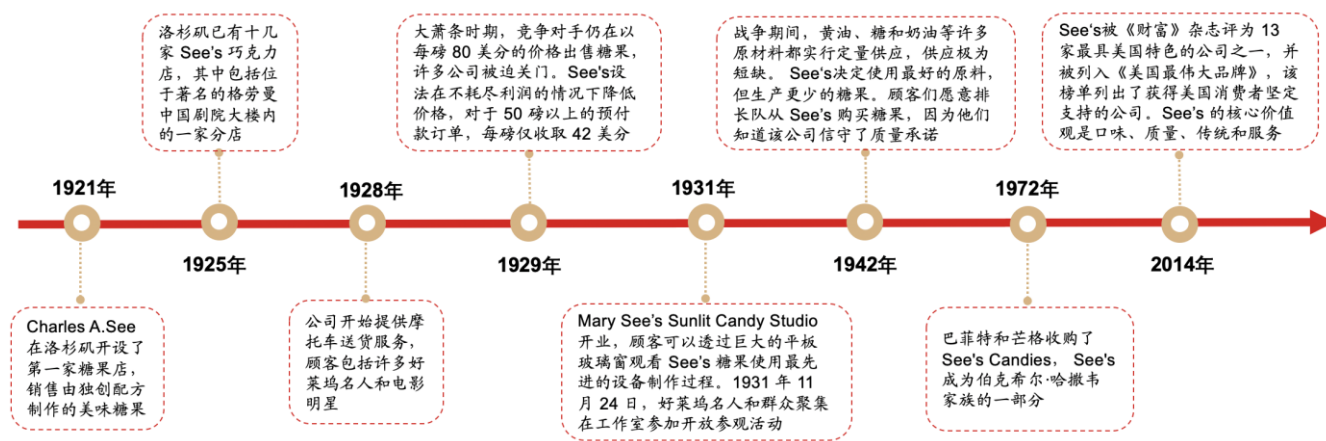
**图表21：GUCCI 近年来销售表现疲软**


资料来源：公司年报，中邮证券研究所

## 2.2 喜诗糖果:价格为主要驱动, 长期价增 5%+, 量增 2%

根据公司官网, 喜诗糖果成立于 1921 年, 在洛杉矶开设了第一家糖果店。凭借着大萧条时期薄利多销的策略以及战争期间(原料短缺时期)对产品品质的坚守, 在加利福尼亚州口碑极佳, 享有一流品质的悠久美誉。1972 年巴菲特和芒格收购了喜诗糖果, 喜诗成为伯克希尔家族的一部分。2014 年喜诗被《财富》杂志评为 13 家最具美国特色的公司之一, 并被列入《美国最伟大品牌》的榜单。喜诗目前在全美拥有超过 200 家直营门店, 其中大部分位于加利福尼亚州, 喜诗糖果在加州有着广泛的知名度和影响力。

图表 22: 喜诗糖果发展历史, 也是其品牌塑造历程



资料来源: 公司官网, 中邮证券研究所

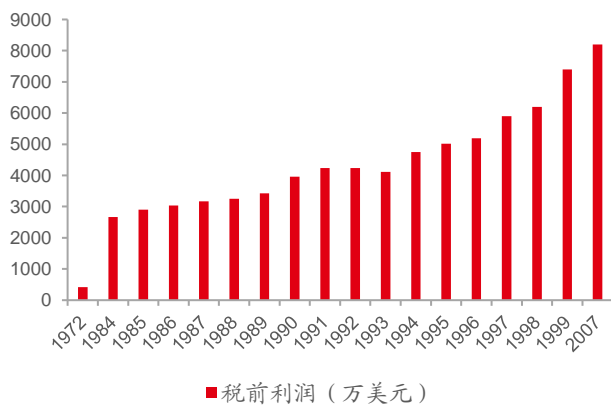
**价格为主要驱动, 长期价增 5%+, 量增 2%。**喜诗糖果是非上市公司, 其部分经营数据的获取来源主要是《巴菲特致股东的信》。根据《巴菲特致股东的信》, 1972-2007 年喜诗糖果营收从 31.34 百万美元增长至 383.00 百万美元, 35 年的复合增速为 7.41%。拆分量价来看, 1972-2007 年喜诗糖果销量从 1695.40 万磅增长至 3100 万磅, 复合增速为 1.74%; 均价从 1.85 美元/磅增长至 12.35 美元/磅, 复合增速为 5.58%, 价格为公司增长的主要驱动力。从盈利水平来看, 1972-2007 年喜诗糖果税前利润从 420 万美元提升至 8200 万美元, 复合增长 8.86%, 增速略高于收入; 税前利润率从 13.40% 提升至 21.41%, 提升了 8.01pct。进一步划分阶段来看, 我们发现中后期喜诗的均价增长出现了一定的放缓迹象, 1972-1984 年喜诗的均价提升速度较快, 复合增速达到 9.50%, 1984-2007 年均价复合增速下降至 3.59%。均价增速的放缓也直接反应在了利润指标上, 1972-1984 年喜诗的税前利润增长较快, 复合增速达到 16.64%, 税前利润率提升了 6.20pct; 1984-2007 年税前利润复合增速下降至 5.01%, 接近收入增速 4.61%, 税前利润率仅提升了 1.81pct。

喜诗中后期均价增长放缓我们认为主要有两个原因: (1) **主流消费群体购买力提升速度放缓。**喜诗的主力消费群体在美国西海岸, 尤其是大本营加州。1972-1984 年, 加州地区居民收入复合增长 8.99%, 1984-2007 年复合增长 4.43%, 前文我们提到精神性商品的定价跟随着主流消费群体的购买力而增长, 因此喜诗中后期均价增长放缓的主要原因是主流消费群体的购买力增长放缓。(2) **喜诗的精神性护城河可能有所削弱。**喜诗的定价权来源于满足了人们对幸福和爱的表达, 由于中后期喜诗的定价能力相对减弱, 我们推断对于其主流消费群体而言, 可能出现了类似于喜诗的、同样能作为礼品来表达幸福和爱的精神性商品, 因此喜诗的精神性护城河有所削弱, 定价能力也受到一定影响。

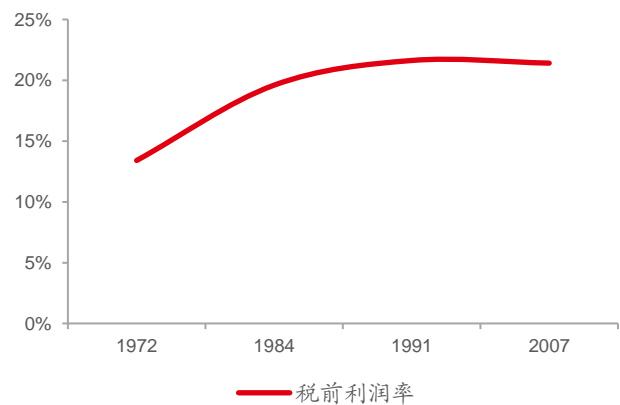
**图表23：喜诗糖果经营数据**

年份	销售收入（百万美元）	销量（万磅）	均价（美元/磅）
1972	31.34	1695.40	1.85
1973	35.05	1781.30	1.97
1974	41.25	1788.30	2.31
1975	50.49	1913.40	2.64
1976	56.33	2055.30	2.74
1977	62.89	2092.10	3.01
1978	73.65	2240.70	3.29
1979	87.31	2398.50	3.64
1980	97.72	2406.50	4.06
1981	112.58	2405.20	4.68
1982	123.66	2421.60	5.11
1983	133.53	2465.10	5.42
1984	135.95	2475.90	5.49
1991	196.00	2600.00	7.54
2007	383.00	3100.00	12.35
1972-1984CAGR	13.01%	3.21%	9.50%
1984-2007CAGR	4.61%	0.98%	3.59%
1972-2007CAGR	7.41%	1.74%	5.58%

资料来源：《巴菲特致股东的信》，中邮证券研究所

**图表24：1972-2007年喜诗税前利润复合增长8.86%**


■ 税前利润（万美元）

**图表25：1972-2007年喜诗税前利润率提升了8.01pct**


— 税前利润率

资料来源：《巴菲特致股东的信》，中邮证券研究所

资料来源：《巴菲特致股东的信》，中邮证券研究所

**战争、经济衰退、加税等负面因素并没有影响到喜诗长期增长的内在逻辑。**喜诗从被收购至今已过去五十余年，期间经历了战争、经济衰退、加税等多个负面因素的影响。根据《巴菲特致股东的信》中巴菲特对于喜诗经营情况的回顾，1990年科威特战争导致西部商场的客流量下降影响公司销量；1991年美国的经济衰退叠加加利福尼亚州实施“零食税”，对公司业务产生明显影响。从后视镜的视角来看，这些负面因素并没有影响到喜诗长期增长的内在逻辑，即



精神性护城河。正如巴菲特提及的“人们今天购买喜诗而不是其他品牌的原因和上个世纪 20 年代喜诗创建时几乎没有变化”。

**图表26：喜诗糖果经营回顾**

年份	具体表现
1984	See's 的业务每年都趋向于更具季节性。在圣诞节前的四周内，我们的销量占全年销量的 40%，利润占全年利润的 75%左右。我们在复活节和情人节期间也赚得了可观的收入，但一年中其他时间的业绩基本停滞不前。
1987	See's 的季节性因素变得更加极端，1987 年，我们大约 85% 的利润是在 12 月获得的。据我们所知，除了 See's 之外，几乎没有人近年来从经营糖果店中获得可观的利润。
1988	See's 的业务继续变得更加集中于圣诞节。1988 年，该公司 12 月份完成了全年利润的 90%。
1990	科威特战争后，西部商场的客流量下降。圣诞节期间，我们的磅数略有下降，但由于价格上涨 5%，我们的美元销售额有所上升。
1991	See's 近 80% 的销售额来自加利福尼亚州，我们的业务明显受到了经济衰退的影响，该衰退在去年年底对该州造成了特别严重的打击。然而，另一个消极因素是，加利福尼亚在年中实施了一个 7%-8%（取决于涉及的县）的“零食税”，该税适用于我们的糖果。
1996	所有企业都会在某种程度上发生变化。今天的 See's 在许多方面与我们 1972 年购买时不同：它提供不同种类的糖果，使用不同的机器设备，并通过不同的分销渠道销售。但人们今天购买礼盒装巧克力的原因，以及为什么他们选择从我们这里购买而不是从其他地方购买，与上个世纪 20 年代企业创建时几乎没有变化。此外，这些购买动机在未来 20 年甚至 50 年内也不太可能发生变化。
2007	See's 糖果它所在的盒装巧克力行业并不令人兴奋：美国人均消费量极低，且没有增长。许多曾经重要的品牌已经消失，过去四十年中只有三家公司获得了可观的利润。尽管 See's 的大部分收入来自少数几个州，但其利润几乎占据了整个行业的一半。
2014	相对于其适度的资本需求，See's 创造了巨大的收益。我们很想明智地使用这些资金来扩大我们的糖果业务，但我们这样做的多次尝试大多都是徒劳的。

资料来源：《巴菲特致股东的信》，中邮证券研究所

**便宜的价格收购精神性定价商品，实现超预期回报。**从喜诗的经营数据以及巴菲特对喜诗的经营回顾中我们能总结出喜诗这门生意的几个特点：（1）量增乏力。喜诗糖果所在的糖果赛道在美国人均消费量极低，且没有增长，是一个非常成熟的行业。（2）区域经营。巴菲特曾尝试扩张糖果业务，结果并不理想，喜诗的经营区域仍主要集中在加州地区，是一门有一定区域限制的生意。（3）季节性集中。喜诗的销售主要集中在圣诞节期间，其他时间的业务量占比极低。从这三个特点来看，喜诗并不具备显著的成长性，即缺乏销量增长和区域扩张的逻辑。主要依靠精神性护城河带来的定价权，喜诗实现了营收长达 35 年复合 7.41% 的增长。根据《巴菲特致股东的信》，1972 年喜诗的税后利润为 210 万美元，有形净资产 800 万美元，巴菲特当时的收购价格为 2500 万美元，即对应着 11.90 倍 PE 和 3.13 倍 PB 的估值水平。3.13 倍 PB 估值的收购价格不同于捡烟蒂的投资模式，巴菲特为收购喜诗支付了一定的成长性溢价。2011 年喜诗的税前利润达到 8300 万美元，如果采用同样的 11.90 倍市盈率，使用现在更为



普遍的公司所得税率 21% 计算，喜诗糖果 2011 年的估值为 7.80 亿美元，超出了最初购买价格的 31 倍。除了利润的增长外，喜诗糖果资本支出低且现金流充沛的特点为后续伯克希尔收购其他的企业也提供了很大的帮助。

**图表27：喜诗糖果收购价格及估值水平**

指标	
收购价格	2500 万美元
税后利润	210 万美元
有形净资产	800 万美元
PE	11.90
PB	3.13

资料来源：《巴菲特致股东的信》，中邮证券研究所

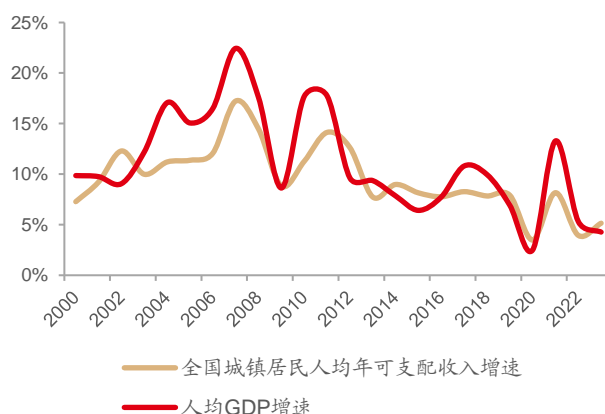
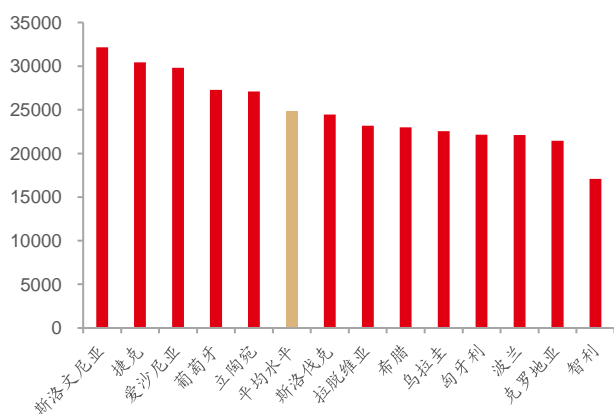
### 3 预计未来十年茅台吨价有望复合增长 5%+, 销量复合增长 5%左右

#### 3.1 茅台未来价格增速取决于消费者购买力的提升, 销量增速取决于产能的提升

精神性护城河使得爱马仕和喜诗糖果的价格能够跟随消费者购买力长期增长。前文我们提到精神性商品的价格取决于消费者的消费能力, 与商品的成本无关。爱马仕价格维持 29 年复合 5%-6% 的增长, 喜诗糖果价格维持 35 年复合 5%+ 的增长, 其价格增速均明显高于同期的通胀水平, 与消费者购买力的提升速度相当。其中爱马仕面对的是全球消费者, 同时期全球 GDP 的复合增速为 4.69% (以 GDP 增速近似替代消费者购买力增速), 喜诗糖果面对的是美国加州地区的居民, 同时期美国加州居民的年收入复合增速为 5.97%。受益于价格长期保持高于通胀水平的增长, 这两家公司的盈利水平也在不断提升。

**预计未来十年茅台酒整体吨价有望复合增长 5%+。**根据国家二十大报告明确的 2035 年我国发展的目标任务, 至 2035 年我国人均国内生产总值将达到中等发达国家水平。2023 年我国人均 GDP 为 1.26 万美元, 同期其他中等发达国家的平均人均 GDP 约为 2.48 万美元, 按照这一标准, 则 2023-2035 年未来十二年我国人均 GDP 复合增速不能低于 5.81%, 该测算过程没有考虑人民币汇率变化以及人口结构变动, 实际达到中等收入国家的真实增速可能会有所差异。过去十年我国城镇居民人均可支配收入复合增长 6.95%, 人均 GDP 复合增长 7.47%, 人均可支配收入复合增速低于人均 GDP 复合增速约 0.5pct。若该差值继续保持稳定, 以我国未来十二年人均 GDP 复合增速 5.81% 来计算, 对应的则是 5.31% 的人均可支配收入复合增速。根据精神性商品的定价原理, 茅台标品 (53 度/500ml) 出厂价格未来十二年的理论复合增速应在 5% 左右, 和人均可支配收入增速相当。在此基础上, 对于茅台酒整体吨价提升, 我们还可以考虑三个可探讨的实施路径: (1) 当前飞天标品的真实成交价格明显高于零售价格, 这个价差构成了未来酒厂提价的安全垫, 经销渠道的飞天出厂吨价仍有提升空间; (2) 飞天零售指导价上调、向真实成交价格靠近, 从而提升直营/类直营渠道出厂吨价; (3) 除了直接提价外, 酒厂还能够通过提升产品结构和直营渠道占比的方式来提升整体吨酒价。据此, 我们认为未来十年茅台酒整体吨价有望复合增长 5%+。

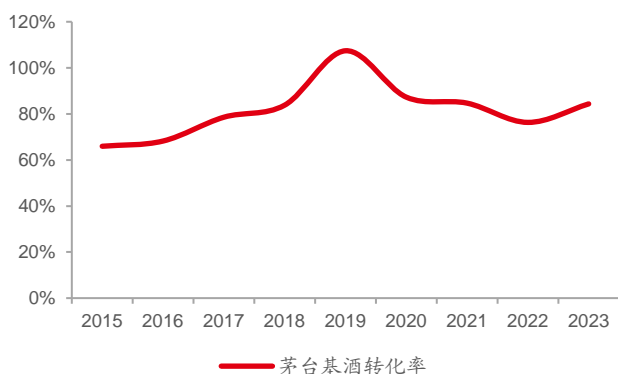
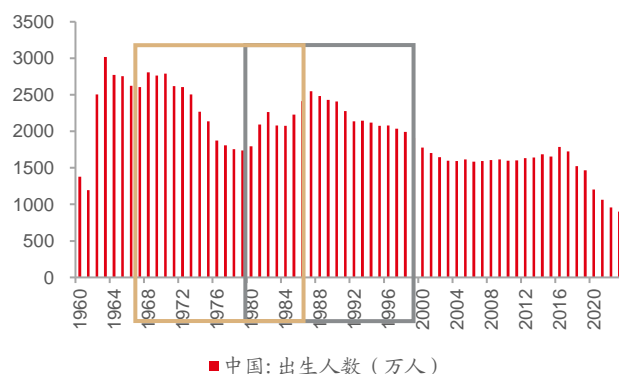
图表28: 2023 年中等发达国家平均人均 GDP 为 2.48 万美元  
 图表29: 2013-2023 年城镇居民人均可支配收入复合增长 6.95%, 人均 GDP 复合增长 7.47%



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

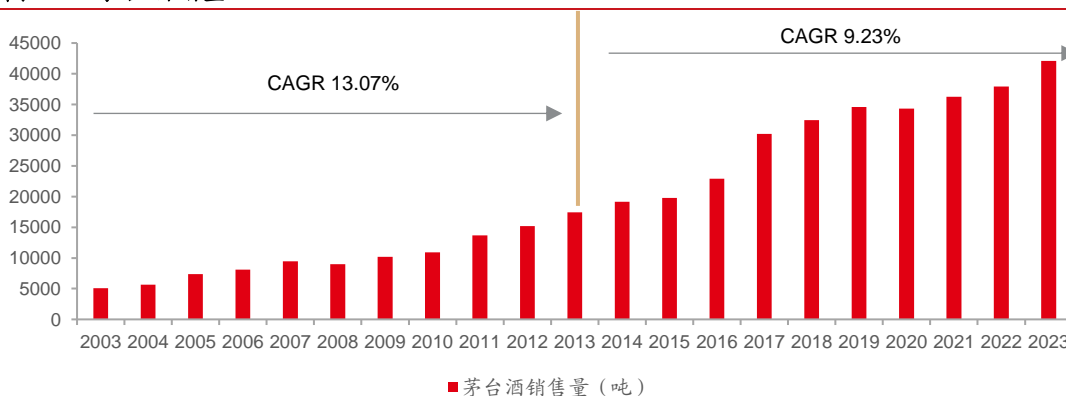
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

预计未来十年茅台酒整体可销售量复合增长 5%左右。根据《贵州茅台酒中长期发展规划》，至 2030 年茅台酒厂基酒产量为 10.0 万吨。工艺原因茅台酒当年销量与 4 年前基酒产量存在一定比例关系。2011-2019 年茅台基酒产量总计 35.47 万吨，2015-2023 年茅台酒销量总计 29.05 万吨，转化率为 81.90%。若以 81.90%的转化率来计算，2030 年 10.0 万吨茅台基酒产量则对应 2034 年 8.19 万吨茅台酒销量，2023 年茅台酒销量 4.21 万吨，则 2023-2034 年茅台酒销量复合增速为 6.23%。在此有两点需要注意：(1) 历史上来看茅台的基酒转化率并不固定，公司会根据供需情况通过成品酒跨期调配和改变年份酒投放量等方式来调节；(2) 公司产能从实际建设的角度来看是非线性增长的，新建产能在投产后公司的产量短期可能会有较大幅度的增长。我们认为公司会平衡好转化率和新建产能的关系，保证市场供给和需求的相对平衡，6.23%是理论上公司能够释放的销量复合增速。考虑到白酒消费量整体呈下降趋势，为维持一定稀缺性我们认为公司实际释放的销量增速会略低于理论值，2003-2013 年茅台酒销量复合增速 13.07%，2013-2023 年复合增速 9.23%，我们预计未来十年或在 5%左右。参考前文爱马仕和喜诗糖果在成熟市场的销量长期复合增速 2%左右，略高于当地 GDP 增速，预计茅台未来长期销量复合增速也将保持略高于我国 GDP 增速的水平，以此推断该增速也应在 5%左右。2023 年中国酒业协会统计白酒行业总产量 629 万吨，茅台酒销量占比为 0.67%，从出生人口来看未来十年白酒饮用人口数量基本稳定，人均饮酒量或略有下滑，以 5%的增速测算，预计 2034 年茅台酒占白酒总消费量的比例约为 1.5%左右，占比仍然较低不影响其稀缺性。

**图表30：茅台基酒转化率**

**图表31：未来十年白酒饮用人口数量稳定**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

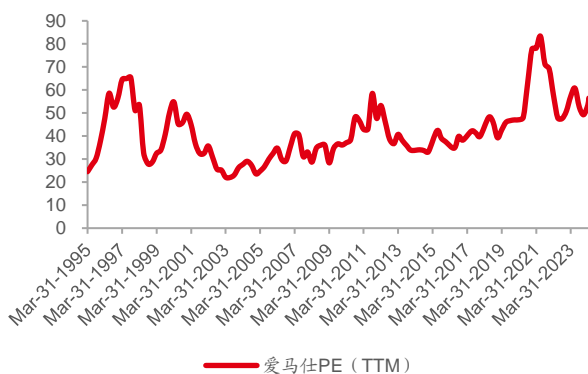
**图表32：茅台酒销量**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

### 3.2 从企业拥有者的角度看具有安全边际的估值水平

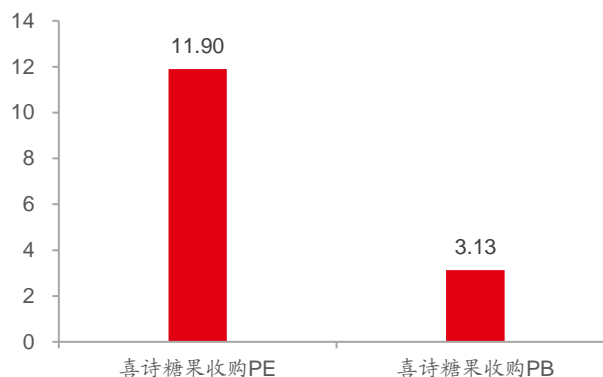
**精神性商品的投资同样需要具有安全边际的估值水平。**按照市场先生理论，估值的变化受到市场先生的影响，具有很强的不可预测性。若不考虑未来估值的变动，从企业拥有者的角度来计算投资回报率，核心是看未来利润的变化。以 10 年 10% 的年化预期投资回报率为例，10 倍 PE 买入利润零增长的企业即可实现 10 年 10% 的年化投资回报率，同理 15 倍 PE 买入则需要企业实现 10 年年化 7% 的复合增速，20 倍 PE 买入需要 10 年年化 12% 的复合增速，25 倍 PE 买入需要 10 年年化 16% 的复合增速。从后视镜的视角来看，爱马仕的利润实现了常年（超过 10 年）16% 的复合增速，若投资者的预期年化回报率为 10%，则对应 25 倍 PE 估值，考虑到一定安全边际，实际买入估值应低于 25 倍 PE，历史上来看爱马仕的最低估值为 22 倍 PE；喜诗糖果的利润实现了常年（超过 10 年）9% 的复合增速，若投资者的预期年化回报率为 10%，则对应 16 倍 PE 估值，考虑到一定安全边际，实际买入估值应低于 16 倍 PE，巴菲特的收购估值为 11.9 倍 PE。爱马仕和喜诗的案例或许同样适用于其他的精神性商品投资。

**图表33：金融危机和国际突发事件带来爱马仕具有安全边际的估值买点**



资料来源：iFind，中邮证券研究所

**图表34：喜诗糖果收购的估值水平**



资料来源：《巴菲特致股东的信》，中邮证券研究所

## 4 风险提示

**茅台定价模式改变的风险。**茅台精神性商品的定价模式导致其价格会随着消费者购买力的提升而不断提升，若定价模式发生改变，公司的长期盈利能力将受到影响。

**人均收入增速不达预期的风险。**茅台价格的增长与人均可支配收入相关，若未来我国人均可支配收入增速大幅放缓，公司盈利的增长将受到影响。

**茅台销量不及预期的风险。**为了保证产品稀缺性，茅台的实际销量或与我们的预测有差异。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。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，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048