

分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

国内奢侈品及高档白酒消费变化

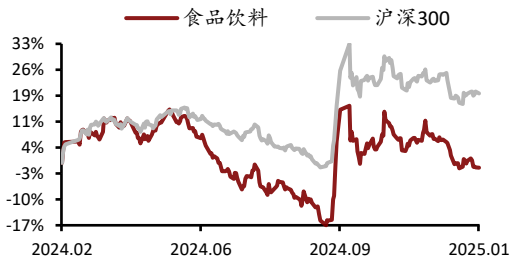
——食品饮料行业深度分析

证券研究报告-行业深度分析

同步大市(维持)

食品饮料相对沪深300指数表现

发布日期：2025年02月07日



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《食品饮料行业月报：逻辑缺位，行情掉头，量缩价降显著》 2025-01-03

《食品饮料行业年度策略：2025年食品饮料行业投资策略》 2024-12-17

《食品饮料行业月报：板块微幅反弹，行情呈上下拉锯状》 2024-12-02

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路10号18楼

地址：上海浦东新区世纪大道1788号T1座22楼

投资要点：

- 据贝恩咨询公司估计：自2008年以来，中国从一个利基市场发展成为全球第二大奢侈品消费市场：美国第一，中国第二，全球线上市场第三，西欧第四，这是截至2020年的消费排名。在2020年之前，中国的奢侈品销售额每年增长20%以上，这是全球范围内增长率最高的市场。2020至2021年，尽管全球奢侈品市场受到新冠疫情的严重冲击，但中国境内奢侈品消费却逆势上扬，显示出强劲的增长势头。但是，2022、2023年中国的奢侈品消费经历了系统性衰落，我们认为这一趋势将会延续。
- 国际高档酒在中国市场的价格近年呈下降趋势，表明国际高档酒在中国市场的消费正在走弱。自2020年以来国内各品牌下的高档白酒的销售增长都有所回落，而2024年以来这种回落势头在加剧，不过增长尚未转负。尽管销售额的增长在放缓，但是2020年以来国内高档白酒的销售均价却稳步上升，意味着针对更小的受众人群而获取更大的利润成为高档白酒新的价格策略。
- 2021年之后中低档白酒的销售增长加快，在销售规模中的占比也同步升高，但这种增速在2024年之后同高档白酒一起回落。从高档酒抬升的价格及中低档酒增长的销售趋势来看，目前白酒的消费升级与降级并存于市场。被归类为奢侈品的高档白酒，其受众群体尽管收窄，但是留存客群更为稳固、支持力强，容纳了高档消费的进一步升级。而中低档白酒具备广大的客群基础，其场景消费又具有刚需特征，它的增长并没有受到经济下行的显著冲击，反而由于消费下移而扩大了市场容量。
- 2020年之后全球奢侈品对于广告领域的支出持续增加，伴随着广告支出增长的是奢侈品全球销售额的持续快速增长。但是，国内高档白酒销售增长放缓，导致厂商缩减了对广告和渠道等领域的支出，市场营销由攻势转为守势。
- 尽管销售费率下降，但是白酒厂商的各项营销支出仍在显著增加，包括人员工资福利、促销、广告等。上述费用中，促销费用的增长高于其它，也说明相比广告和人员投入促销是更为有效的营销途径。
- 整体看，全球奢侈品消费仍会如期增长，但是就国内消费市场而言，2023年以来高档消费的走弱趋势仍会延续。这一结论建立在社会投资、社会就业、商品房价格和居民存款等一系列的宏观数据之上。高档白酒作为奢侈品或准奢侈品，除了受到居民财富效应的负面影响，还要经受社会投资和商务活动减少的额外冲击。
- 目前来看，白酒上市公司的基本面和增长性仍好于其它。板块连续下跌源于市场预期不断下降，而给予高档消费和社交消费更低的估值。我们给予白酒板块“同步大市”的投资评级。

风险提示：白酒市场整体的系统性风险较大，受到宏观经济的冲击和掣肘，白酒厂商的营收将会持续受到影响；白酒消费的降级幅度超过升级幅度，导致厂商利润率下降；资本市场的负面预期和风险偏好变化也会影响白酒二级市场的估值。

1. 中国奢侈品消费

通过搜集“知乎”上的集思广益，可以给奢侈品一个合适的定义：奢侈品是超出人们生存和发展需要的，具有独特、稀缺、珍奇等特点的特殊消费品。奢侈品的定义并不局限于其高昂的价格，更在于其精湛的工艺，对精神需求的特别满足，及其所沉淀的悠久的历史和文化。皮具、珠宝、游艇、服饰、酿酒，等等，均有可能成为“奢侈品”。欧洲是奢侈品品牌的发源地，奢侈品品类中，欧洲贡献了多数代表性品牌。独属于中国文化的奢侈品，白酒当位列其中，中国的高档白酒完全符合奢侈品的定义和特征。

1.1. 第二大奢侈品消费市场

据贝恩咨询公司估计：自 2008 年以来，中国从一个利基市场发展成为全球第二大奢侈品消费市场：美国第一，中国第二，全球线上市场第三，西欧第四，这是截至 2020 年的消费排名。在 2020 年之前，中国的奢侈品销售额每年增长 20% 以上，是全球范围内增长率最高的市场。

奢侈品在中国的发展壮大体现在多方面：

中国奢侈品市场与中国经济是同步增长的。根据统计局数据，中国 1998 年的国内生产总值约为美国的 13%；至 2008 年该比例增长至 35%，2020 年增长至 75%。中国的物价普遍较低，因此当以购买力平价计算时，中国经济在 2017 年、2018 年便已成为世界最大的经济体。

中国富人的财富获得了极大的跃升。根据 2021 年《财富》杂志，在世界 500 强排行榜中美国已跌至第二位，有 122 家公司跻身榜单；而在该年排行榜中，中国位居第一，有 143 家企业赫然在列。

与欧美的情况相同，当下中国的奢侈品消费由千禧一代和 Z 世代推动。根据消费者研究公司 Bomoda 的数据，80% 的中国奢侈品消费者年龄在 25 至 44 岁之间。2021 年，中国奢侈品消费者的年龄中位数是 37 岁，比美国奢侈品消费者的年龄中位数低 10 至 15 岁。这一群体主要通过社交媒体平台了解品牌，并喜欢网上购物。

当然，中国的奢侈品消费行为与西方社会仍存有一定的差异，包括：

国人对“平奢”和“轻奢”概念较为陌生。当下，欧美市场中关于平价奢侈品的理念已经相当成熟，影响着当地的消费行为。而中国消费者对于平价奢侈品的认知相对较浅——中国消费者寻求的或是实惠型或是奢侈型商品，而不是介于两者之间的选择。

在中国，网购在零售总额中所占的比例比任何国家都高，奢侈品也不例外；西方社会无法接受的奢侈品网络营销，在中国市场却格外有效果。

中国商务部报告称，2020 年中国网购交易额为 10 万亿元人民币，年内增长了 17%；同年，美国的网购销售额是 6100 亿美元，年增长率为 14%。以阿里巴巴的中国零售平台为例(包括淘宝和天猫)，移动月活用户达到 7.57 亿，其中以千禧一代和 Z 世代消费者为主。时尚公司的报

告称，线上推广和网红带货影响了 90% 的中国网购交易。截至 2020 年，阿里巴巴平台上有 115 个奢侈品牌入驻，包括纪梵希、范思哲、托德斯、斯特拉·麦卡特尼、葆蝶家、杰尼亚、华伦天奴、亚历山大·麦昆、雨果·博斯、博柏利等奢侈品大牌。2023 年，奢侈品牌在中国的线上业务获得 17% 的增长，达到 2574 亿元人民币，中国奢侈品市场线上销售额占比达到 42%。

西方社会无法接受奢侈品由网络来营销和推广，而这招在中国却有效果。2018 年，古驰成为第一个将超过 50% 的营销预算用于数字媒体和网红带货的西方奢侈品品牌，此后更多的奢侈品品牌也加入其中。

1.2. 奢侈品与经济下行

2020 至 2021 年，尽管全球奢侈品市场受到新冠疫情的严重冲击，但中国境内奢侈品消费却逆势上扬，显示出强劲的增长势头。

根据贝恩咨询的报告《中国奢侈品市场》：

2020 年，中国奢侈品市场规模达到 3460 亿元，同比增长 48%。其中，珠宝首饰占据较大的市场份额，当年增长率达到 80%；箱包和鞋类紧随其后，增长率分别为 70% 和 50%；服装和手表的增长率分别为 40% 和 25%。Z 世代消费者在联名款、限量款的消费金额激增了 300% 至 400%。海南离岛免税促进国内奢侈品消费自海外回流以及 Z 世代年轻消费者的崛起，构成了 2020 年最突出的特征。

2021 年，尽管被限制出境，中国人的奢侈品消费额仍达到了 4710 亿元，较 2020 年再增长 36%，较 2019 年的规模接近翻番。2021 年，中国奢侈品的线上渗透率达到 26%。然而，增长形势自 2021 年下半年逆转：上半年各品类增势迅猛，但下半年销售增速开始大幅下跌。

2022、2023 年中国的奢侈品消费经历了系统性衰落，我们认为 2024 年这一趋势将会延续且加速。此外，财富和奢侈品消费的集中度也较高：五百万高净值财富人口贡献超过八成的奢侈品销售额。

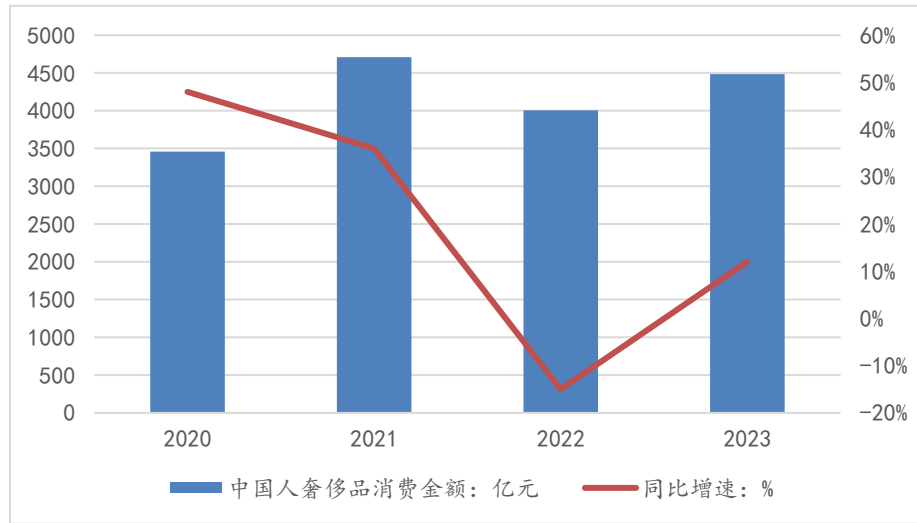
根据贝恩咨询的报告：

2022 年，全球奢侈品市场获得 17% 的高速增长，市场规模达到 2.55 万亿元人民币。同年，中国境内奢侈品市场首次出现负增长，降幅达到 15%，连续五年的高增长被中断。经核算，2022 年中国境内奢侈品消费额降至 4003.5 亿元。此外，财富和消费的集中度较高：根据要客研究院发布的数据，2022 年，净资产在 1000 万元以上的中国高端消费者有 500 万人，占总人口的千分之三，但贡献了奢侈品销售额的 82%。此外，围绕着高端消费的社会消费零售规模为 11 万亿元，贡献了中国社会消费零售总额的 25%。

2023 年，全球奢侈品市场规模达到 2.72 万亿元人民币，同比增长 7%。同年，中国境内奢侈品市场较 2022 年增长 12%，恢复至 4483.92 亿元人民币。尽管增长仍快于全球范围，但较 2021 年减少了 5%。中国人的奢侈品消费正在经历某种程度上的增长回落，与境内资产价格下跌，收入预期下降，就业不稳定等因素关联较大。并且，我们认为这一趋势仍将会在一个时

期内延续。

图 1：2020 年之后中国境内奢侈品消费变化



资料来源：中原证券研究所 贝恩咨询

最后，中国人奢侈品消费由境外向境内回流显著。2020 年以来，政府在促进奢侈品消费回流国内方面做了较多的工作，包括建设海南岛等多地的离岛免税区，至 2023 年，中国人在境内的奢侈品消费占比从 1% 升至 58%，同年在境外的消费占比降至 42%。（要客研究院《2023 年中国奢侈品报告》）

2. 高档白酒的消费减少了吗

2.1. 国际高档酒

大体来看，国际高档酒在中国市场的价格近年呈下降趋势，表明国际高档酒在中国市场的消费正在走弱。

以尊尼获加蓝牌为例，2018、2019、2020 年期间该酒在电商平台的均价维持在 1099 元/750ml 上下，经过疫情阶段的价格起伏，至 2023 年价格跌至 910 元/750ml，至 2024 年进一步跌至 899 元/750ml，即 2024 年的价格相较 2019 年下跌了 18.2%。

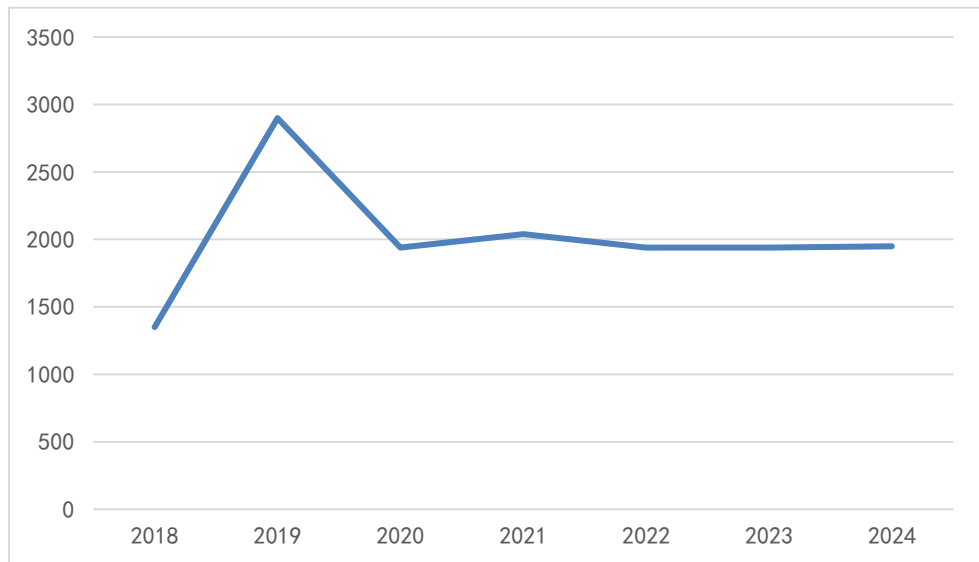
以 Martell 干邑白兰地为例，2019 年该酒在电商平台的报价一度飙涨至 2899 元/700ml，2023 年价格降至 1940 元/700ml，2024 年略回升至 1950 元/700ml，但趋势上看仍较 2019 年高点下跌了 32.74%。

再以轩尼诗 X0 为例，该酒在中国市场的价格经历了飙涨期和平台期。上世纪八十年代，轩尼诗刚刚引入中国时的价格为 500-600 元/瓶，至九十年代涨至 800-1000 元/瓶，至 2000 年飙涨至 2000 元/瓶。2020 至 2024 年期间，该酒的价格稳定在每瓶 1200 至 2000 元区间，与 2000 年时的价格相比变化不大，进入价格平台期。

在考虑价格变化时，我们仍要联系 2024 年中国商务部对欧洲白兰地发起的反倾销调查的事

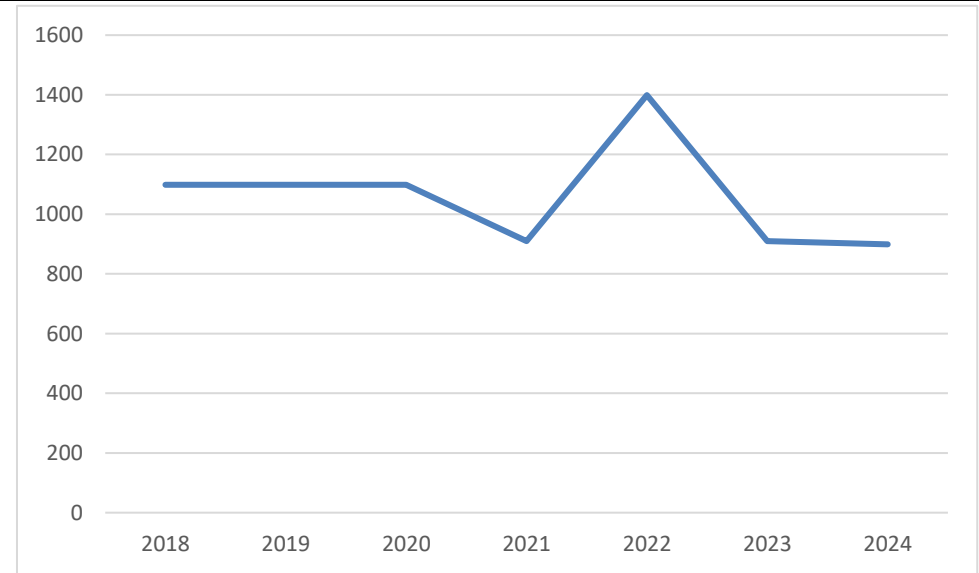
实。2024年1月5日，中国商务部发布公告，决定对原产于欧盟的进口白兰地进行反倾销立案调查。根据商务部的后续公告，自2024年11月15日起，进口经营者在被调查产品时，应向中国海关提供规定比率的保证金，其中涉及自欧盟进口的白兰地。反倾销调查和保证金要求并没有激起高档白兰地在中国市场的价格飙升，也暗示需求一方的力量并不强劲。

图 2: Martell 干邑白兰地的价格变化 (元/700ml)



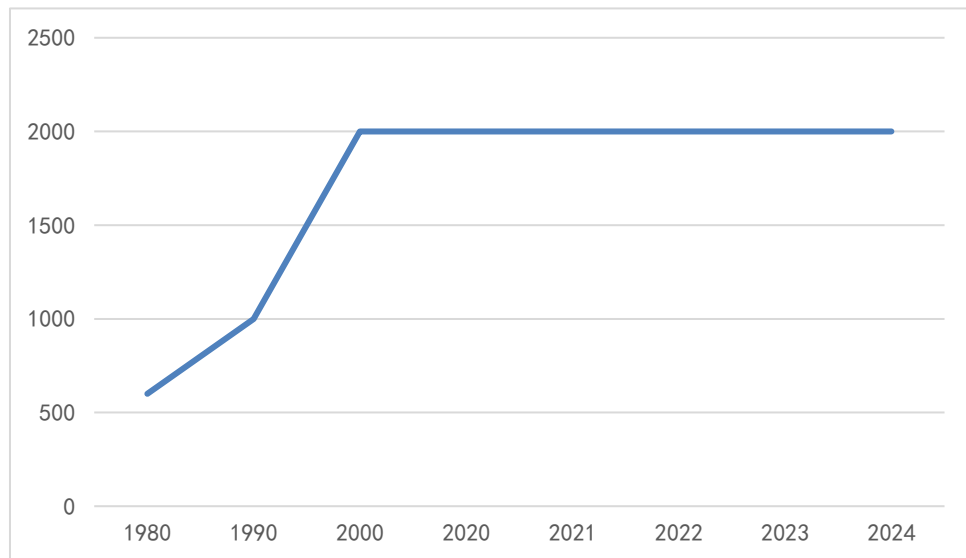
资料来源：中原证券研究所 京东

图 3: 尊尼获加蓝牌的价格变化 (元/750ml)



资料来源：中原证券研究所 京东

图 4：轩尼诗 X0 的价格变化（元/瓶）



资料来源：中原证券研究所 美酒帮 雪球

2.2. 国内高档酒

2.2.1. 从销售额口径来看

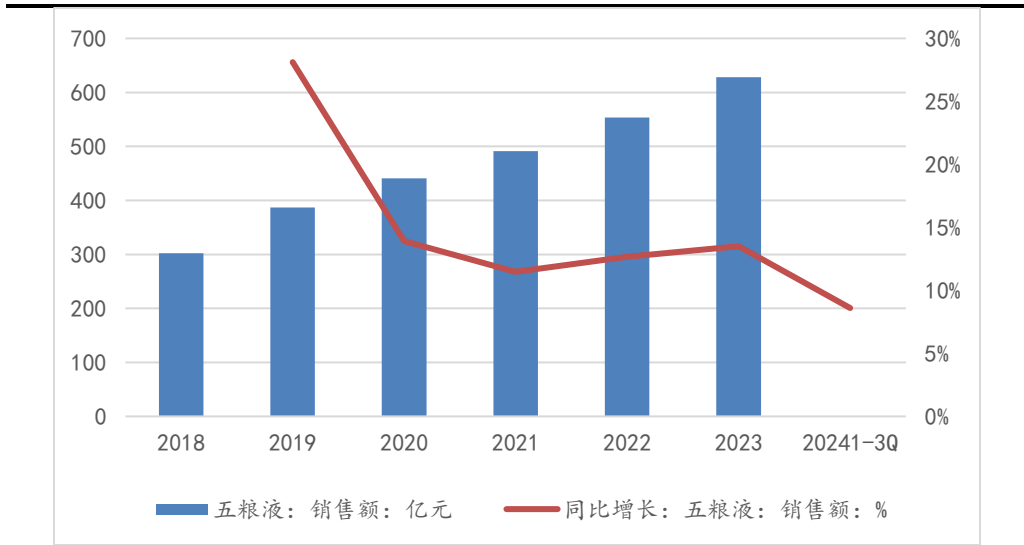
自 2020 年以来各品牌下的高档白酒的销售增长都有所回落，而 2024 年以来这种回落势头在加剧，不过增长尚未转负。

我们以白酒上市公司作为观察对象，选取其高档或中高档产品，以便观察作为奢侈品的高档白酒在国内市场中的消费变化。其中，2019 至 2023 年的增长数据均为高档或中高档酒的相关数据，2024 年前三季度的是上市公司整体收入的增长数据——由于高档或中高档产品在白酒上市公司收入中的占比往往高达 80%至 90%，所以我们认为该数据也具备足够的说明意义。

趋势上看，自 2020 年以来各品牌下的高档白酒的销售增长都有所回落，而 2024 年以来这种回落势头在加剧。比如，2024 年前三季度，五粮液的销售增长较 2019 年低 19.51 个百分点，较 2020 年低 5.32 个百分点；泸州老窖的高档白酒较 2019 年、2020 年分别低 12.04 和 54.86 个百分点；汾酒较 2020 年、2021 年分别低 5.39 和 24.65 个百分点；今世缘特 A 类较 2019 年、2021 年低 17.69 和 9.74 个百分点。可见，2019 年以来多数品牌下的高档酒的销售增长均出现趋势性放缓。但是，贵州茅台由于其稀缺性和独特性，作为奢侈品仍保持了稳定的高增长：2024 年前三季度，茅台销售额增长 16.95%，相较 2019 年、2020 年的 15.75%和 11.91%仍有些微提升。

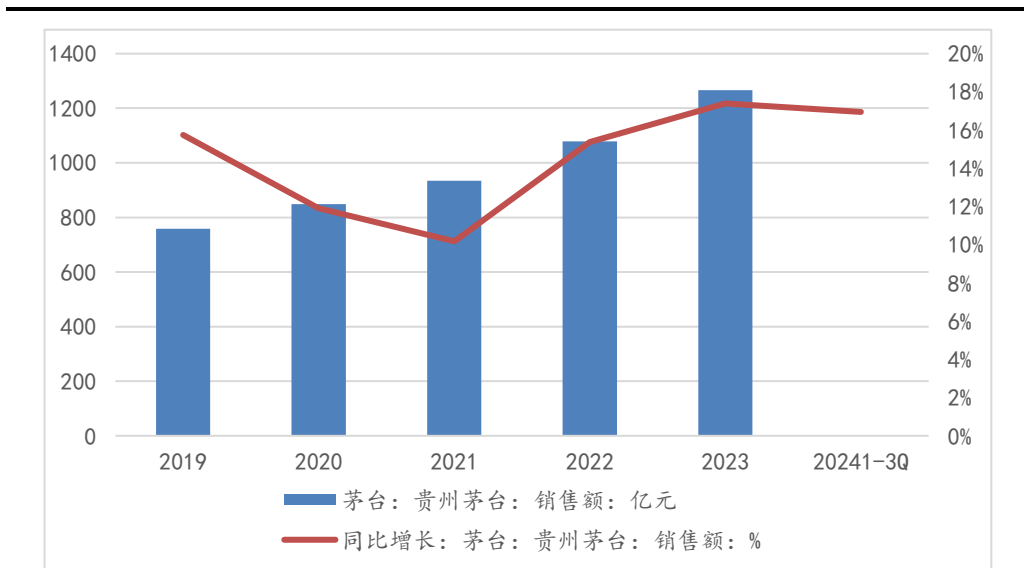
2024 年以来，高档白酒的增长回落速度有所加快。比如，2024 年前三季度：五粮液的销售规模增长 8.6%，相比 2023 年全年少增 4.9 个百分点；泸州老窖的销售增长了 10.76%，相比 2023 年全年少增 10.51 个百分点；汾酒的销售增长了 17.25%，相比 2023 年全年少增 5.31 个百分点；今世缘特 A 销售增长了 18.86%，相较 2023 年全年少增 9.71 个百分点；古井贡酒销售增长了 19.53%，相较 2023 年全年回落 7.14 个百分点。但是，尽管增长进一步回落，但是目前来看高档白酒的消费尚未转负。

图 5：五粮液销售额及其增长



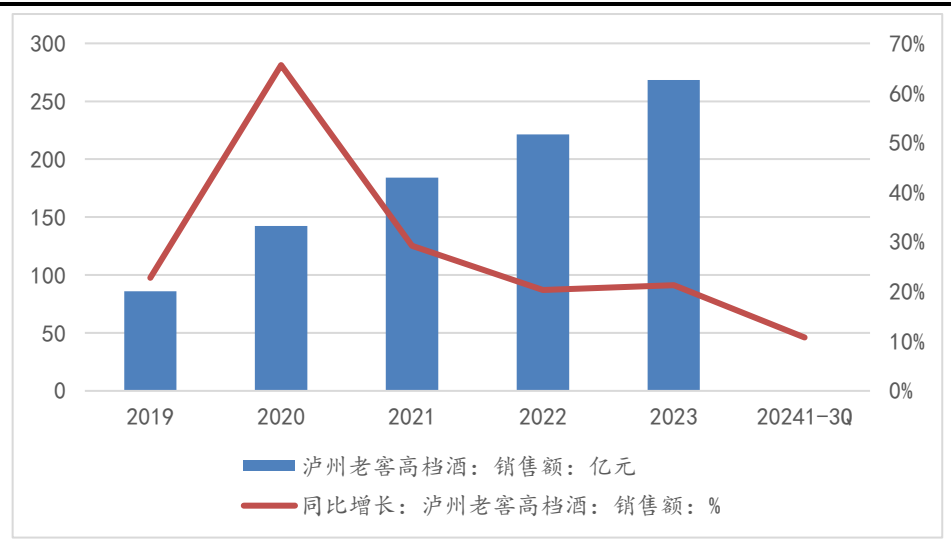
资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 6：贵州茅台销售额及其增长



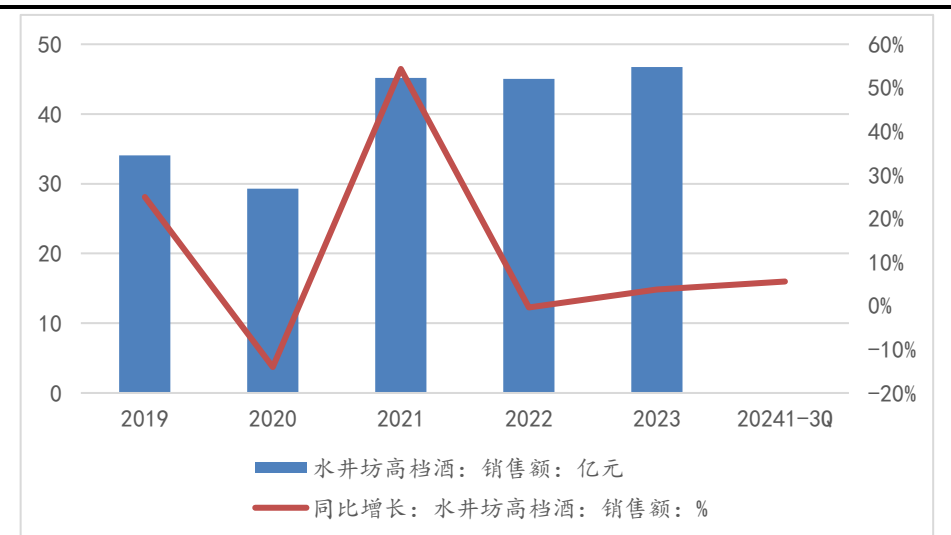
资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 7：泸州老窖销售额及其增长



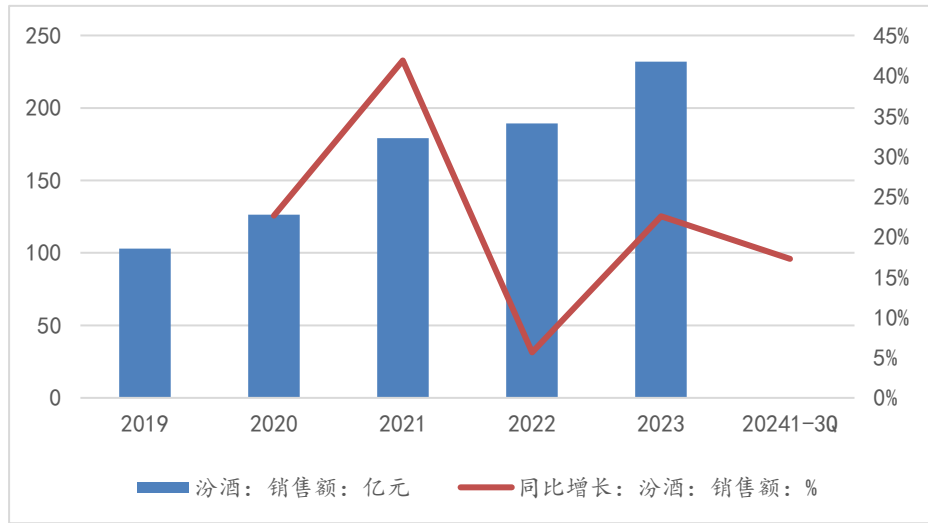
资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 8：水井坊销售额及其增长



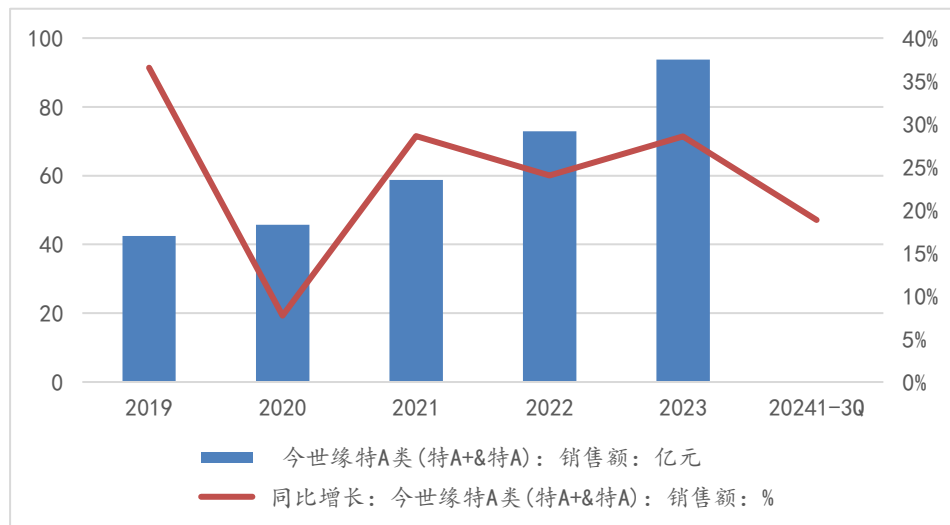
资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 9：汾酒销售额及其增长



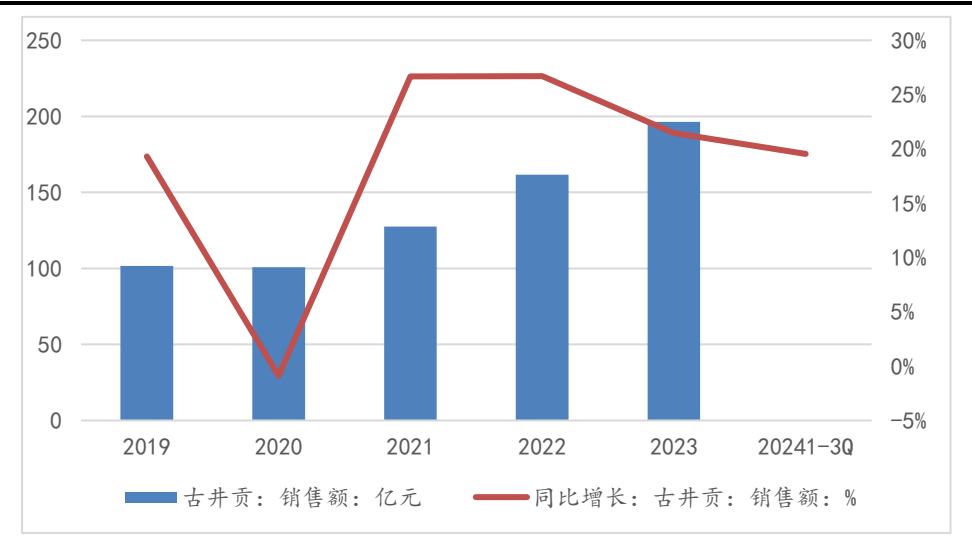
资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 10：今世缘销售额及其增长



资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 11：古井贡酒销售额及其增长



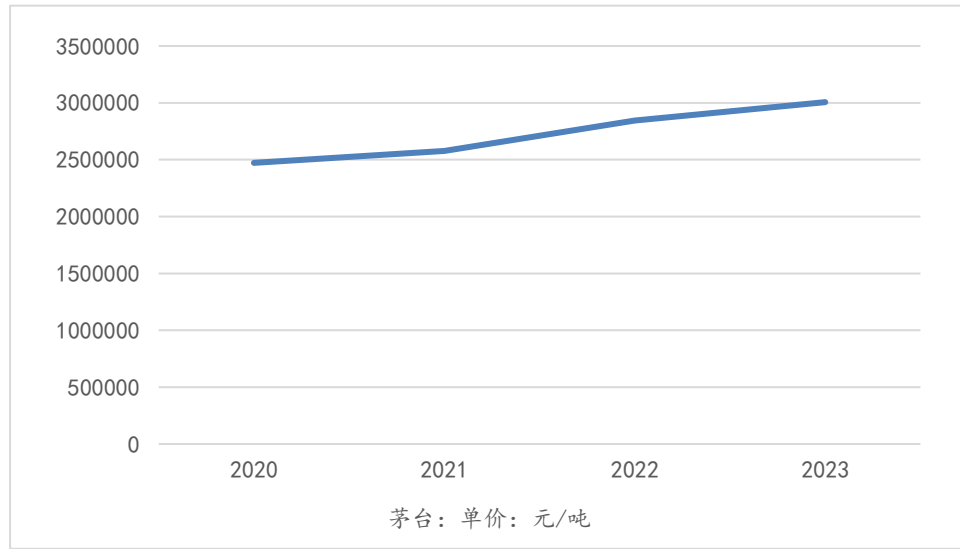
资料来源：中原证券研究所 IFIND

2.2.2. 从价格口径来看

尽管销售额的增长在放缓，但是 2020 年以来国内高档白酒的销售均价却稳步上升，意味着针对更小的受众人群而获取更大的利润成为高档白酒新的价格策略。

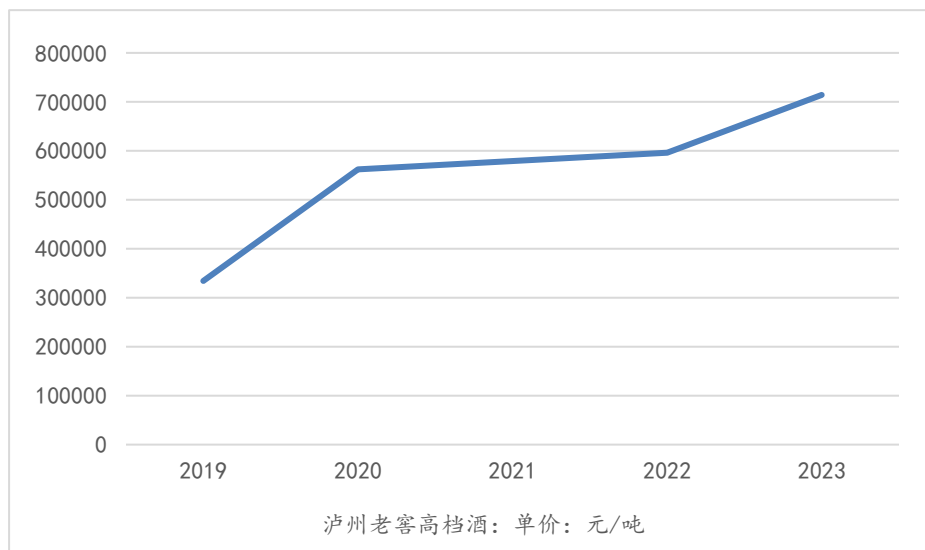
我们提取了高档白酒每年的销量和收入并粗略相除，尽管获取的并非精确的出厂价格，但是足以观察价格的变化趋势。茅台、泸州老窖高档酒（包括国窖 1573、窖龄和特曲）、水井坊高档酒、今世缘、洋河、古井贡等，2020 年之后的平均价格都显现出稳步上行的趋势。比如，2023 年的茅台均价较 2020 年升高 22%，泸州老窖的高档酒升高 27%，水井坊的高档酒升高 12%，今世缘升高 34%。趋势的变化说明，2020 年之后多数全国名品和区域名品的价格结构获得了较大的抬升。考虑到同期高档白酒的销售额增长正在较大幅度放缓，结构抬升便可弥补销量增长方面的不足，也暗示厂商针对收窄的受众群体通过价格策略获取更多的利润。

图 12：茅台的价格变化



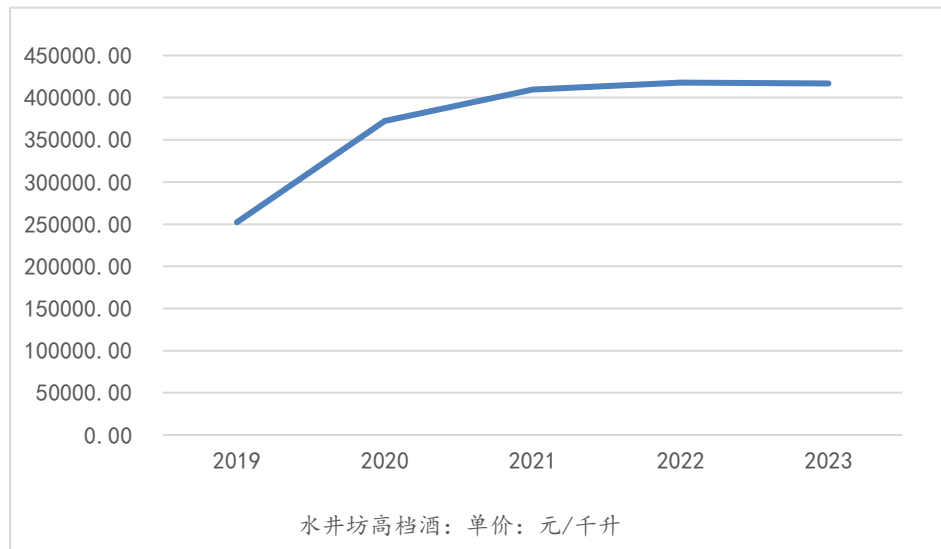
资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 13：泸州老窖高档酒的价格变化



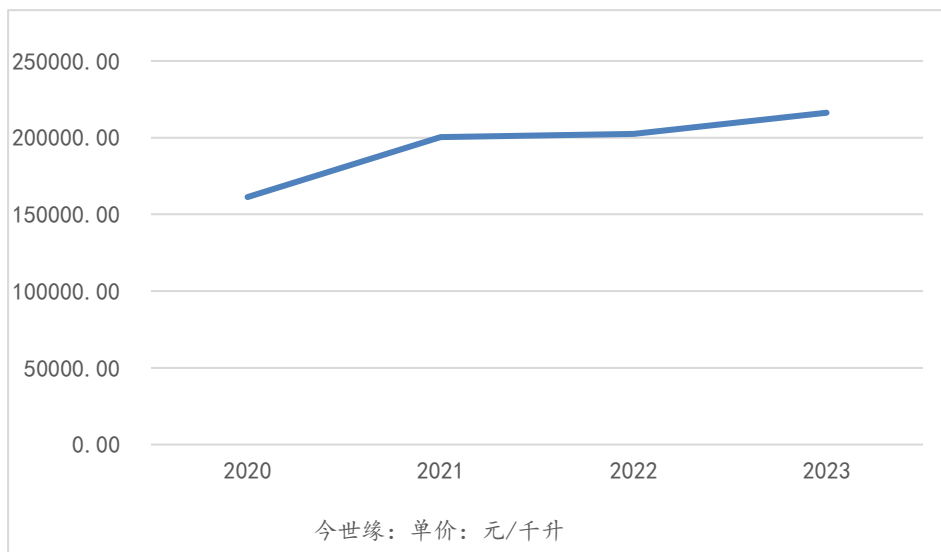
资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 14：水井坊高档酒的价格变化



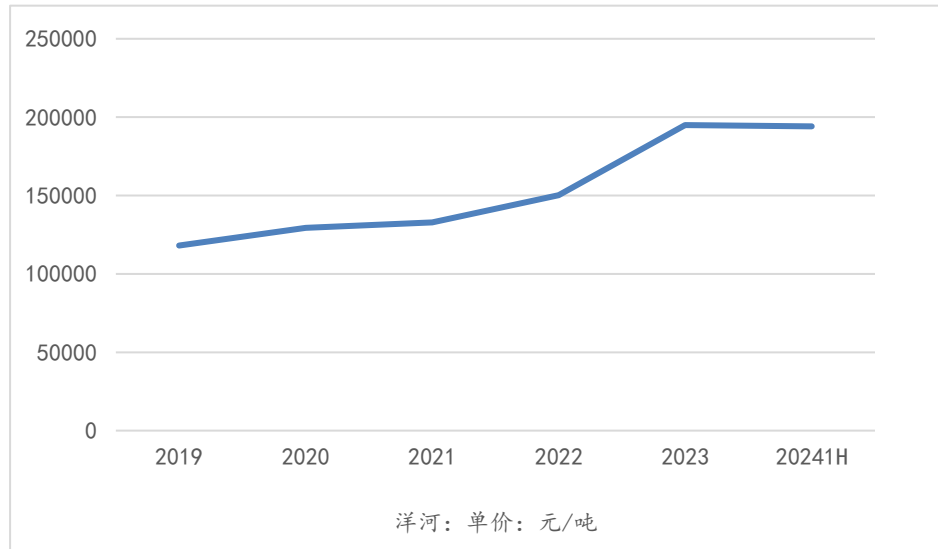
资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 15：今世缘的价格变化



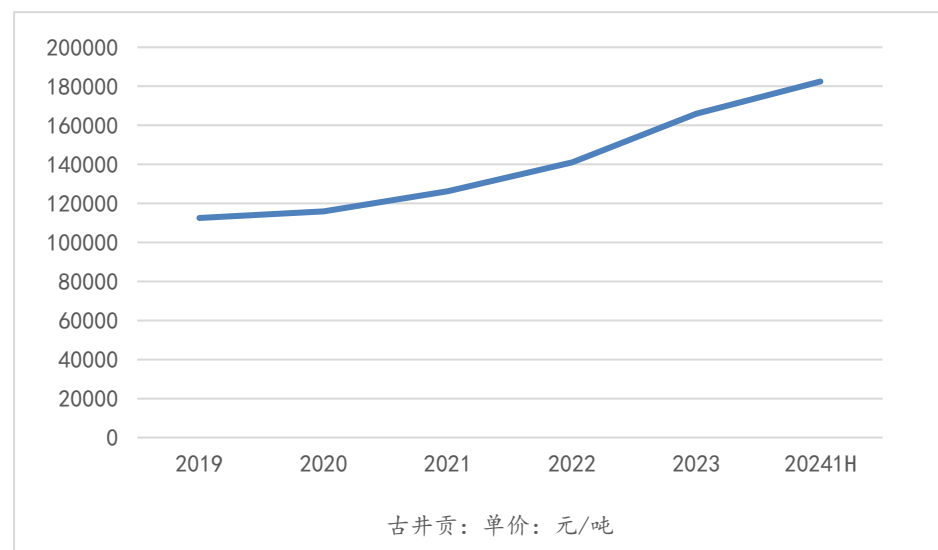
资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 16：洋河的价格变化



资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 17：古井贡的价格变化



资料来源：中原证券研究所 IFIND

3. 中低档白酒消费增加了吗？

整体来看，2021年之后中低档白酒的销售增长加快，在销售规模中的占比也同步升高，但这种增速在2024年之后同高档白酒一起回落。

比如，今世缘的中档白酒，主要指价格在50至100元区间的产品，其销售额在2021至2024年期间平均增长了16.51%，较高档白酒的增长明显更好。低档白酒，主要指价格在20至50元区间的产品，其销售额在2022至2023年期间平均增长7.6%，扭转了之前连续两年负增长的局面。上述增长数据部分为季度数据，以表明趋势为盼，下同。

伊力特的低档白酒，其销售额在2021至2024年期间平均增长32.65%，而同期销售额仅增7.35%，低档白酒的销售占比也从4.31%升至7.57%。

口子窖的低档白酒在2021至2024年期间的销售额年增19.55%，高于同期营收增长9.13个百分点。

此外，名酒的系列酒销售增长也较快。

比如，茅台系列酒，包括茅台王子酒、茅台1935酒、汉酱酒和赖茅酒，其销售额在2021至2024年期间年均增长26.6%，高于同期整体17.16%的增速。系列酒在收入中的占比也从2020年10.2%升高至2024年第三季度的15.75%。

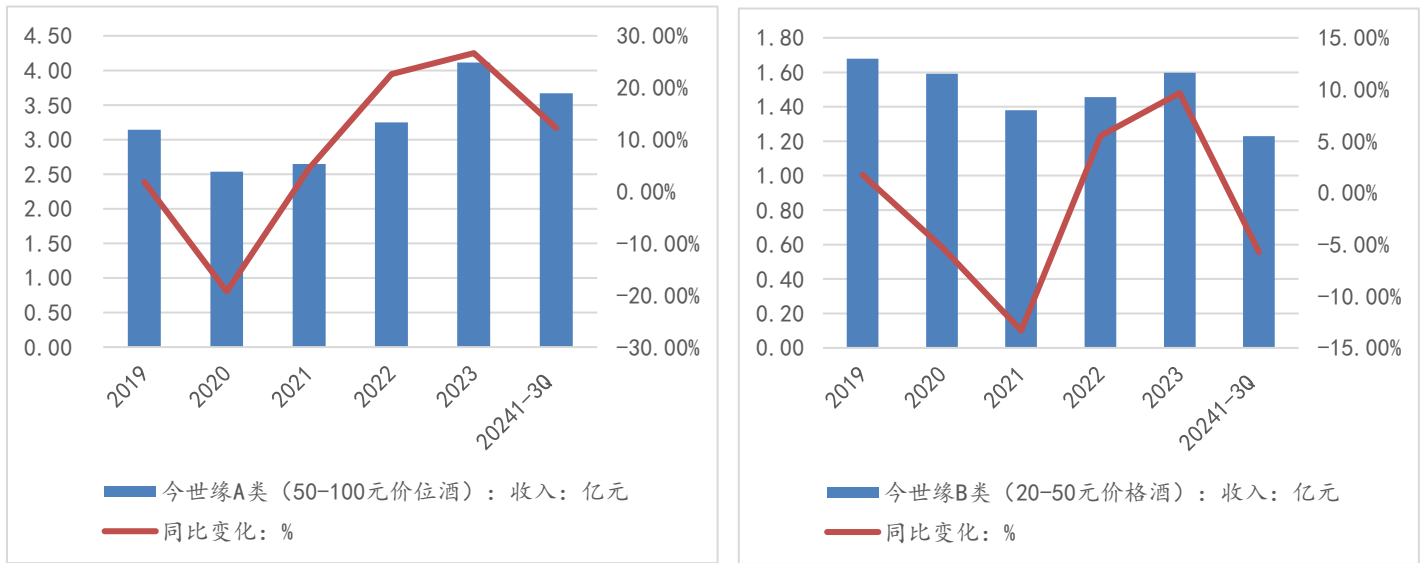
泸州老窖的低档酒，即每瓶价格低于150元的产品，主要包括头曲和黑盖，其在2021至2024年的销售额平均年增12.88%，也实现了双位数增长。

水井坊的中档酒，即天号陈和系列酒，其在2021至2024年期间的销售额年均增40.42%，较同期收入高出23.78个百分点。中档酒在收入中的占比从2020年的2.53%升高至2024年第三季度的5.17%。

百元上下的中低档白酒，其应用场景主要在民间的宴席、自饮和亲朋聚会，具有日常和高频的特点。在高档白酒销售额增幅回落时，中低档产品的增长都有所加快，说明白酒的消费结构正在下沉，市场消费对百元上下产品的关注度和集中度提升，也说明与高端市场相比基层市场仍相对活跃。此外，随着酿造技术日趋精湛，所谓中低档白酒的工艺也随之提升，口感、香气和体验也能够满足日常的消费需求。最后，在经济增量受限的发展阶段，部分高端消费者向下做选择，也将会促进中低档消费的崛起。

从高档酒抬升的价格及中低档酒增长的销售趋势来看，目前白酒的消费升级与降级并存于市场。被归类为奢侈品的高档白酒，其受众群体尽管收窄，但是留存客群更为稳固、支持力强，容纳了高档消费的进一步升级。而中低档白酒具备广大的客群基础，其场景消费又具有刚需特征，它的增长并没有受到经济增速回落的显著冲击，反而由于消费下移而扩大了市场容量。

图 18：今世缘中低档白酒的销售及增长



资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 19：茅台系列酒的销售及增长

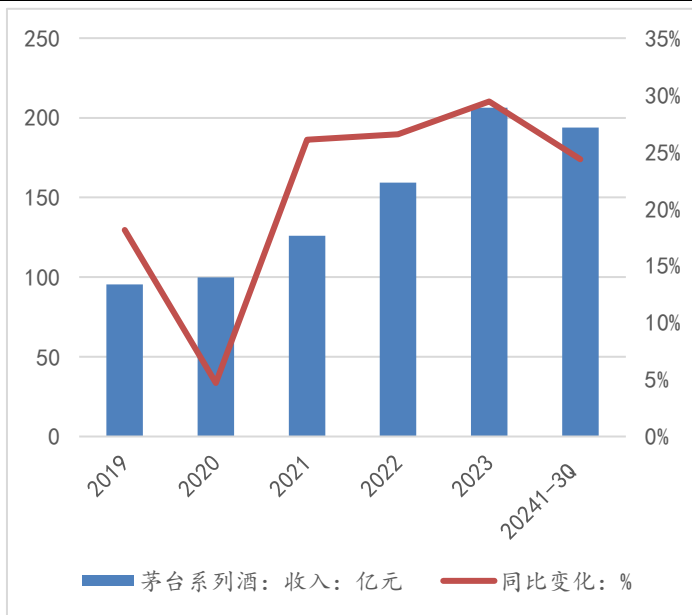
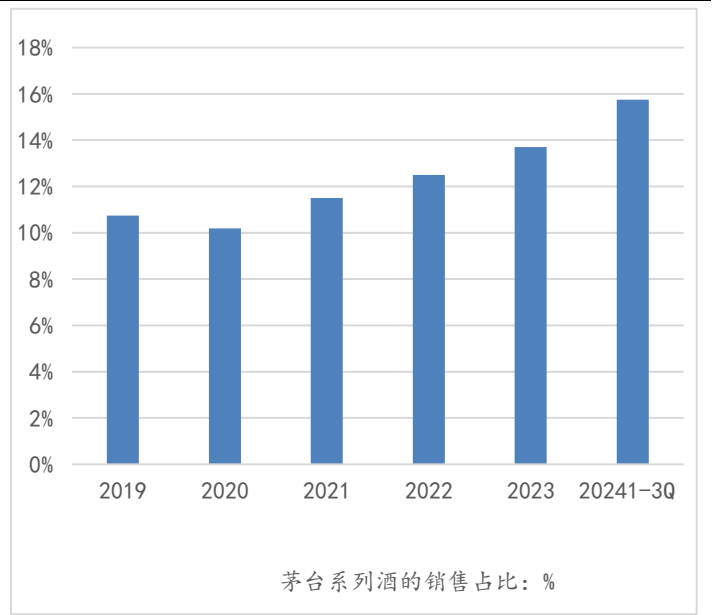


图 20：茅台系列酒的销售占比



资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 21：水井坊中档白酒的销售及增长

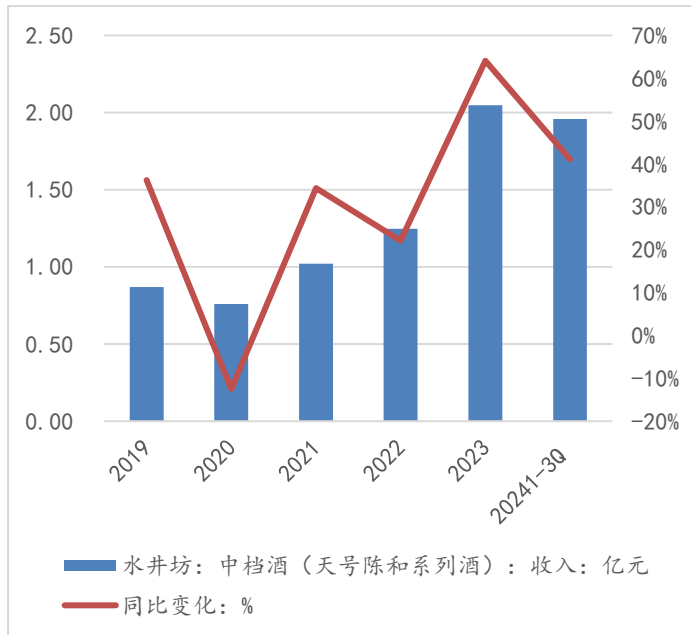
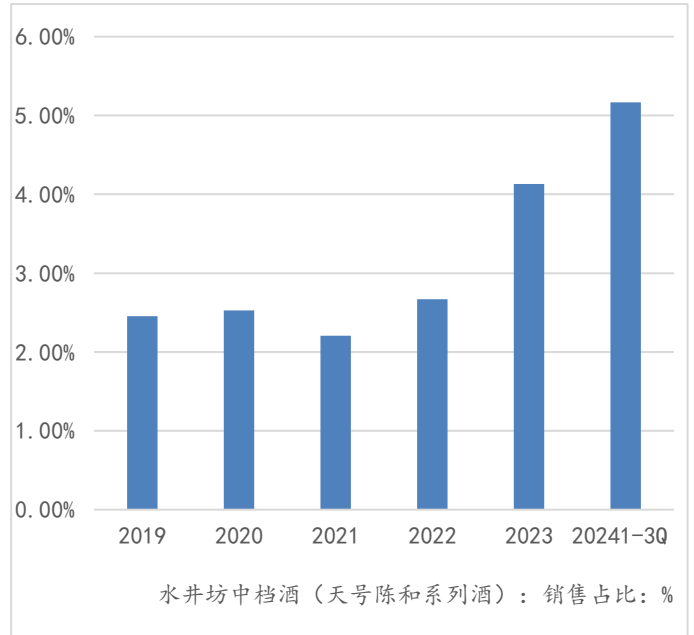
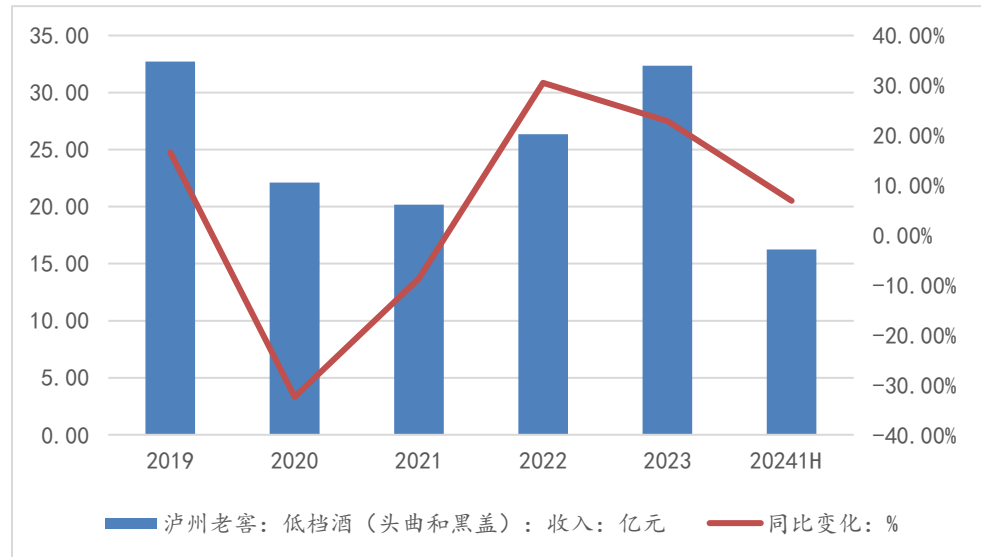


图 22：水井坊中档白酒的销售占比



资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 23：泸州老窖低档白酒的销售及占比



资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 24：伊力特低档白酒的销售及增长

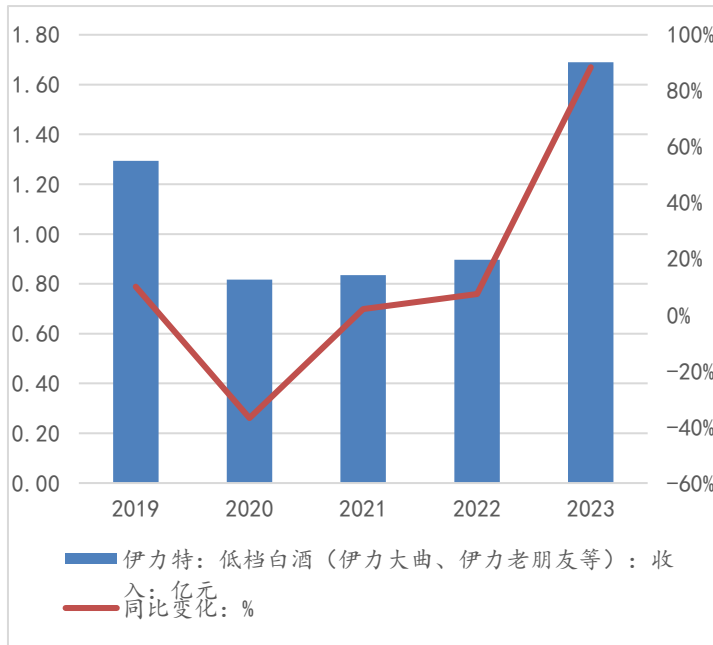
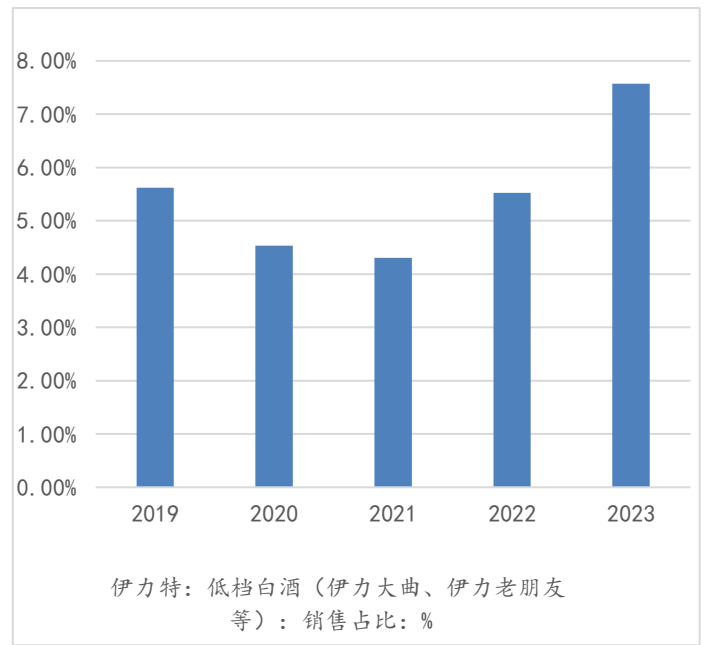
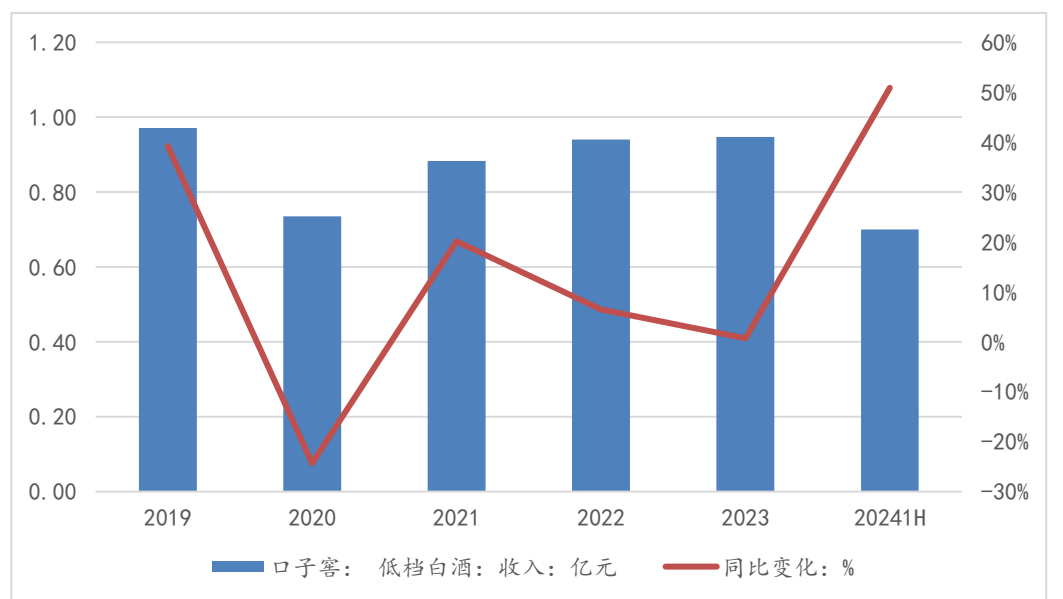


图 25：伊力特低档白酒的销售占比



资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 26：口子窖低档白酒的销售及增长



资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 27：迎驾贡普通白酒的销售及增速

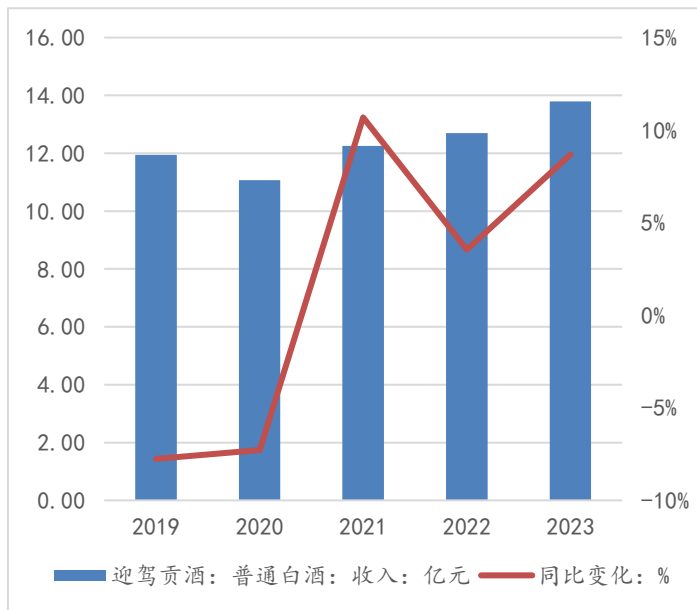
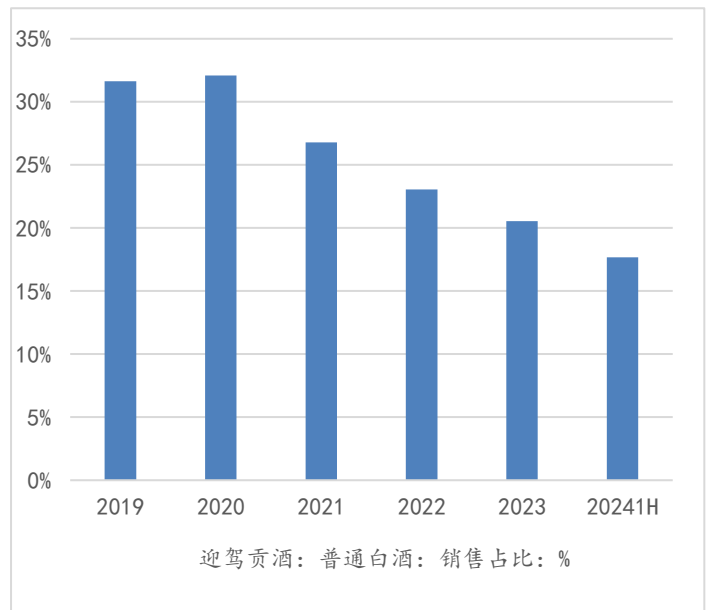


图 28：迎驾贡普通白酒销售占比



资料来源：中原证券研究所 IFIND

4. 高档白酒消费减少对营销支出的影响

4.1. 全球奢侈品集团加大广告支出

2020 年之后全球奢侈品对于广告领域的支出持续增加。

根据《广告时代》2021 年 12 月刊的数据，2021 年全球奢侈品经营集团历峰、路易威登和科林在广告领域的支出同比增长 44%。

根据群邑数据，2022 年奢侈品行业的广告支出在收入中的占比中位数升至 8%，高于 2017 年的 7.3% 和 2019 年的 6.2%。

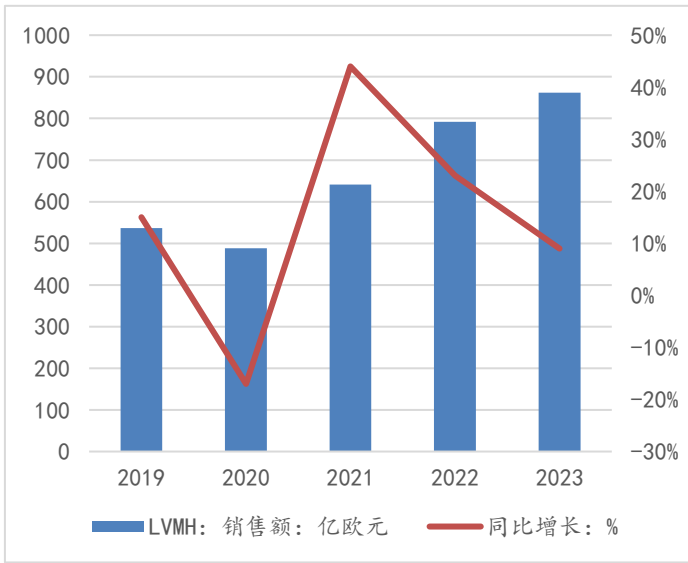
根据《2023 年奢侈品行业网络营销监测报告》，2023 年 1 至 5 月奢侈品行业的展示类广告投放同比增长 10.1%，恢复至 2019 年的 97.6%。

伴随着广告支出增长的是奢侈品全球销售额的持续快速增长。

以 LVMH 集团为例，该集团旗下拥有诸多奢侈品品牌如路易威登、爱马仕、轩尼诗、迪奥、娇兰、纪梵希等等。根据集团财报，集团在 2021、2022、2023 年的全球销售额分别同比增长 44%、23% 和 9%，销售额从 2019 年的 537 亿欧元增至 2023 年的 862 亿欧元，在后疫情时期经历了快速发展。

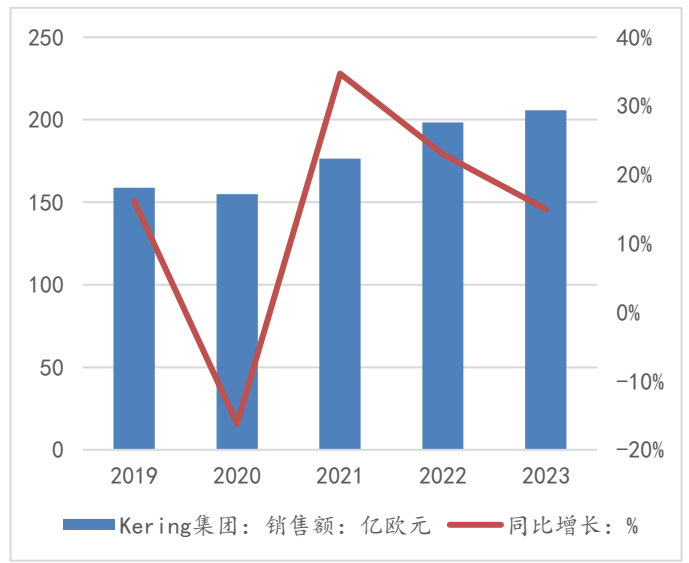
以 KERING 集团为例，该集团旗下经营着 Gucci、圣罗兰、葆蝶等奢侈品品牌。根据集团财报，集团在 2021、2022、2023 年的全球销售额分别同比增长 34.7%、23% 和 15%，销售额从 2019 年的 158.8 亿欧元增至 2023 年的 205.7 亿欧元，在后疫情时期也同样经历了快速发展。

图 29: LVMH 集团的全球销售额及增长



资料来源: 中原证券研究所 LVMH 集团财报

图 30: KERING 集团的全球销售额及增长



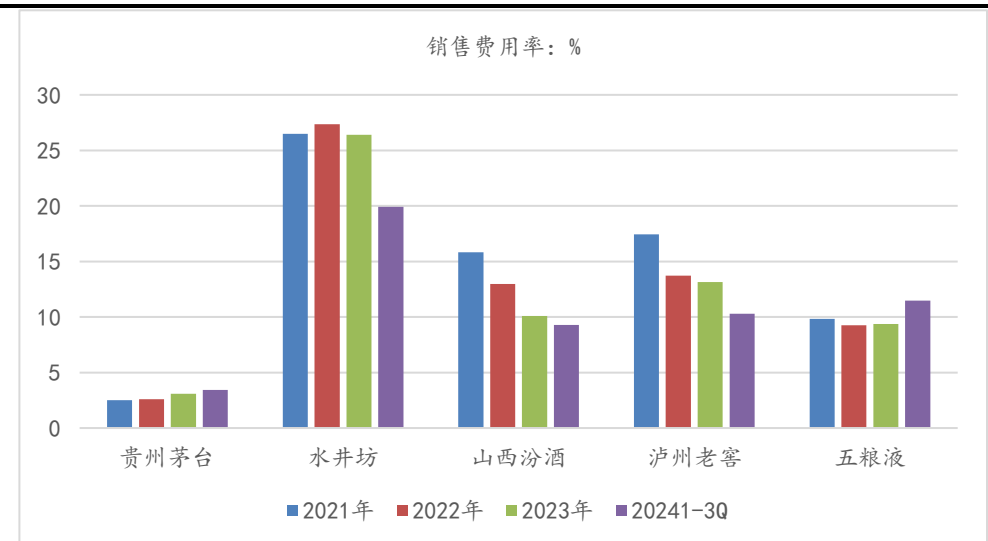
资料来源: 中原证券研究所 KERING 集团财报

4.2. 高档白酒消费减少对营销支出的影响

高档白酒销售增长放缓对厂商的经营行为也产生了影响，厂商缩减了对广告和渠道等领域的支出，市场营销由攻势转为守势。除了贵州茅台，多数一线白酒的销售费率均呈下滑态势。

我们提取了 2021 年至 2024 年前三季度全国一线白酒品牌的销售费率数据，发现除了贵州茅台的销售费率稳步向上，五粮液、水井坊、泸州老窖和山西汾酒的销售费率均呈下滑态势。销售费用中包含的主要项目有：促销费用、销售人员工资和福利、广告支出、仓储物流费用等等。销售费率下降意味着针对每一份销售额厂商愿意支付的营销费用减少了，其中包含了两种预期：一种是，厂商预见到未来市场的竞争将会趋缓；另一种是厂商认为销售增量减少是系统性问题，并不会因为多投入而改变，此时厂商更乐于收缩营销比例以保证利润。我们倾向于认为，厂商的销售费率趋势下行是出于对市场偏负面的预期，为了保证利润而紧缩营销支出。

图 31: 高档白酒的销售费率普遍下行



资料来源: 中原证券研究所 IFIND

尽管销售费率下降，但是白酒厂商的各项营销支出仍在显著增加，包括人员工资福利、促销、广告等。

2021 年以来，样本白酒厂商的促销费用显著增加：仅就上半年看，2024 年较 2021 年增长了 73.89%；就全年来看，2023 年较 2021 年增加了 40.63%。

2021 年以来，样本白酒厂商的广告支出增加：仅就上半年看，2024 年较 2021 年增长了 44.04%；就全年来看，2023 年较 2021 年增加 24.44%。

上述费用中，促销费用的增长高于其它，也说明相比广告和人员投入促销是更为有效的营销途径。2024 年上半年，样本白酒厂商的促销费用陡增，也佐证了白酒动销进一步放慢的事实。

2023、2024 年以来，多数厂商对广告支出采取谨慎态度，广告方面的支出增长放缓甚至转负。

图 32：2021-2023 样本白酒厂商的促销费用

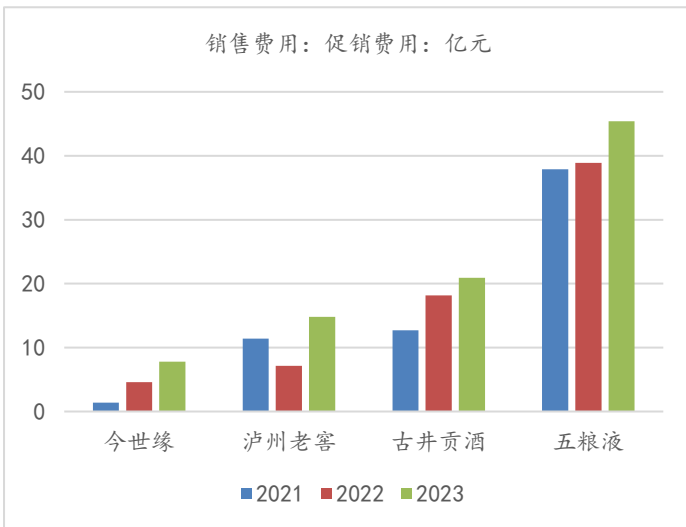
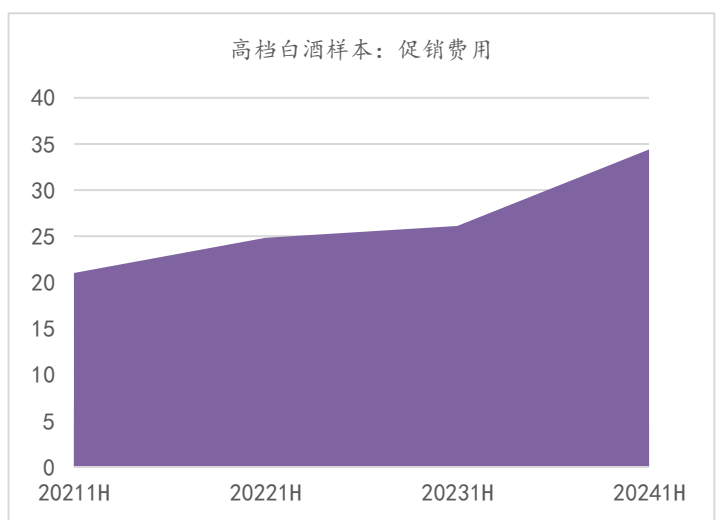


图 33：2021H-2024H 样本白酒厂商的促销费用



资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 34：2021-2023 样本白酒厂商的广告支出

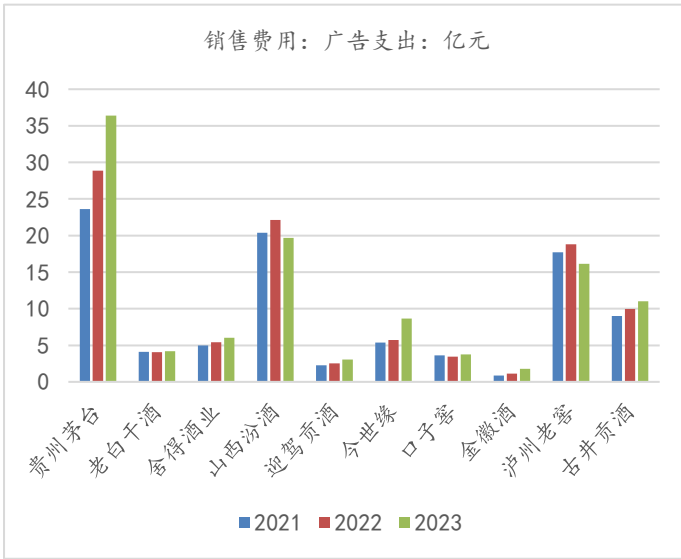
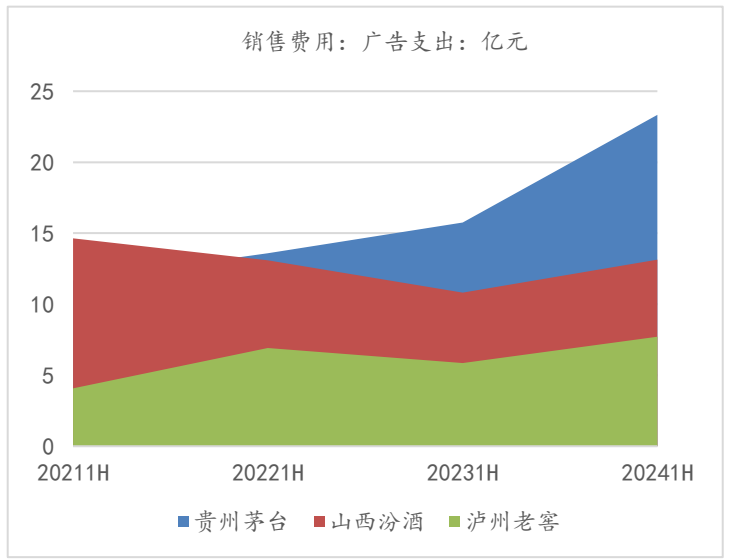


图 35：2021H-2024H 样本白酒厂商的广告支出



资料来源：中原证券研究所 IFIND

5. 对未来的判断

整体看，全球奢侈品消费仍会如期增长，但是就国内消费市场而言，2023 年以来高档消费的走弱趋势仍会延续。这一结论建立在社会投资、社会就业、商品房价格和居民存款等一系列的宏观数据之上。

根据 IFIND 的数据，中国房地产开发投资增速自 2022 年 4 月以来连续负增长，2024 年全年同比再减少 10.6%，跌幅探底。房地产是中国经济的支柱产业之一，房地产投资拉动了沿产业链各个行业的创收和就业，包括钢铁、水泥、建筑、装修、家居、家电等行业均会受到房地产投资持续减少的冲击。此外，社会投资活动减少后，从业企业的商务活动也会相应减少，以高档白酒为代表的社交消费频次也由此减少。

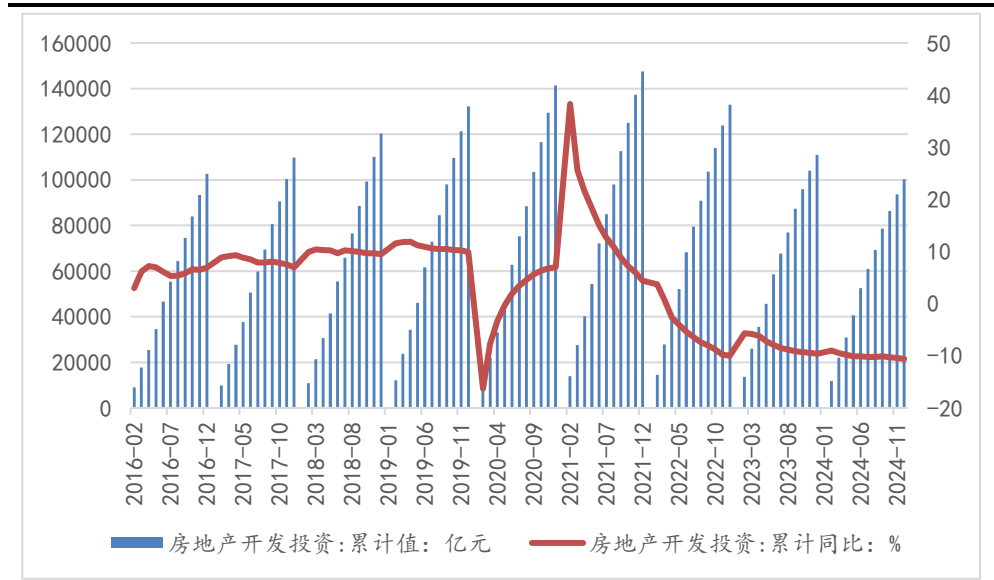
从社会就业来看：根据 IFIND 的数据，2023 年就业人数为 7.4 亿人，较 2022 年减少 0.94%。根据 IFIND，截至 2024 年 12 月全国城镇调查失业率为 5.1%。

房价和存款是居民资产财富和现金财富的重要指标。根据 IFIND 的数据，房价拐点在 2019 年 4 月，之后新建与二手商品住房价格指数持续下行，至 2024 年 12 月价格指数的跌幅双双达到 15%。住户存款自 2022 年之后已经连续两年减少，截至 2024 年 12 月为 14.26 万亿元，较 2022 年减少 20%。房产市值是居民的资产财富，在流动性好的市场条件下是可变现的财富；住户存款是居民的在手现金，也是最主要的财富来源。

根据中国中免（601888）2024 年业绩快报，做为国内最重要的奢侈品运营商，其 2024 年的销售收入同比减少 16.36%，扣非净利润同比减少 37.68%，而 2023 年的两项增长指标还分别高达 24.08%和 35.71%。

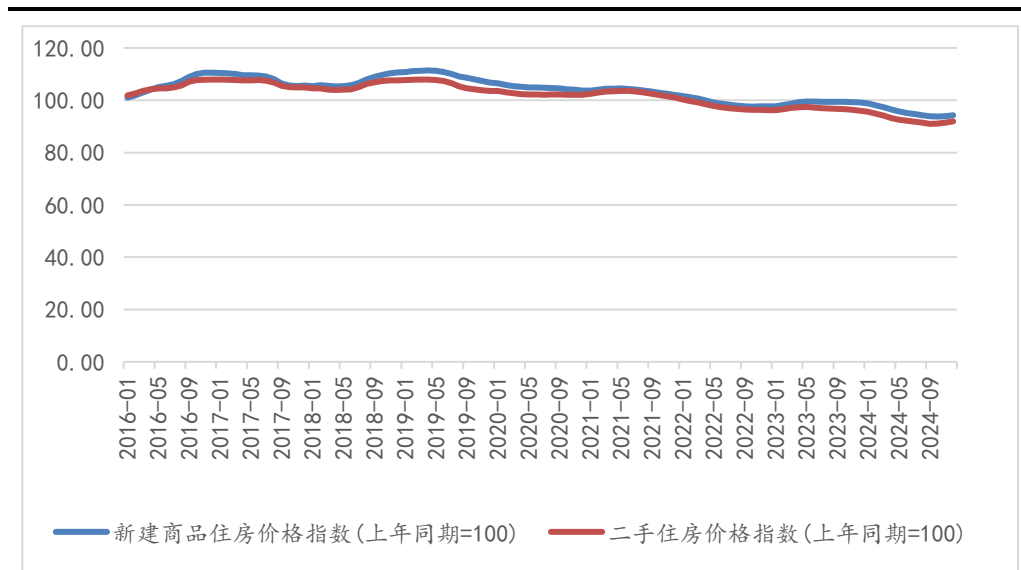
综上，我们认为中国居民在奢侈及高档商品领域的消费增长将会放缓。高档白酒作为奢侈品或准奢侈品，除了受到居民财富效应的负面影响，还要经受社会投资和商务活动减少的额外冲击。

图 36：中国房地产投资及增速



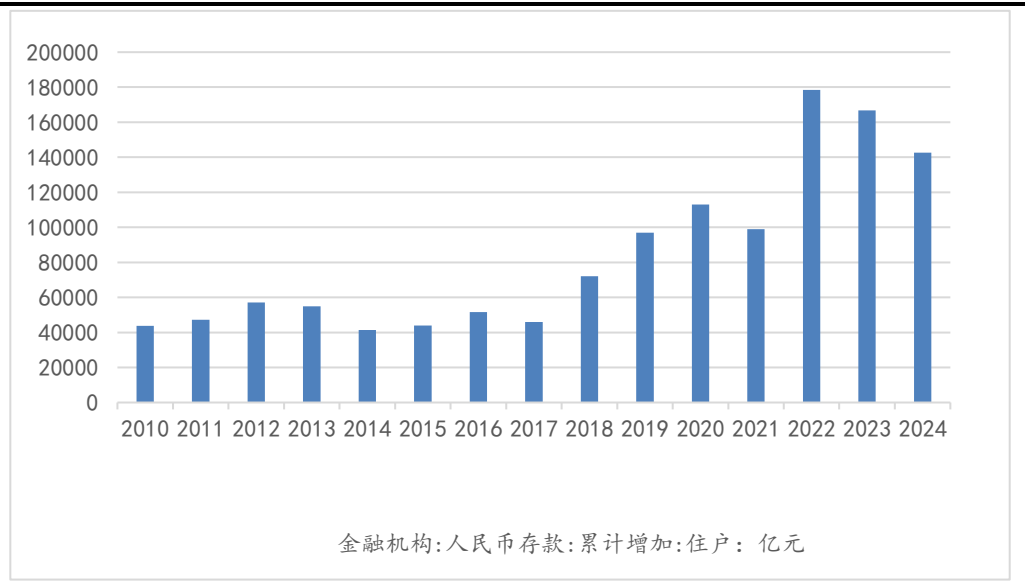
资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 37：新建商品住房及二手住房价格指数



资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 38：中国住户存款累计增加值



资料来源：中原证券研究所 IFIND

6. 投资建议及风险提示

6.1. 投资建议

板块连续下跌源于市场预期的不断下降，而给予高档消费和社交消费更低的估值。A 股白酒板块自 2021 年之后展开连续三年的下跌，截至 2025 年 1 月 23 日板块累计下跌 30.24%。目前来看，白酒上市公司的基本面和成长性仍好于其它：根据 IFIND，2024 年前三季度，白酒上市公司的合计营业收入同比增 9.27%，达到 3400.63 亿元；合计营业利润同比增 10.62%，达到 1806.71 亿元。板块连续下跌源于市场预期的不断下降，而给予高档消费和社交消费更低的估值。

我们给予白酒板块“同步大市”的投资评级。

6.2. 风险提示

白酒市场整体的系统性风险较大，受到宏观经济的冲击和掣肘，白酒厂商的营收将会持续受到影响；白酒消费的降级幅度超过升级幅度，导致厂商利润率下降；资本市场的负面预期和风险偏好变化也会影响白酒二级市场的估值。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。