

贵州茅台(600519)/饮料制造

升维品牌战略, 做锐意进取的先行者

评级: 买入(维持)

市场价格: 1103.00

分析师: 范劲松
执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师: 龚小乐
执业证书编号: S0740518070005

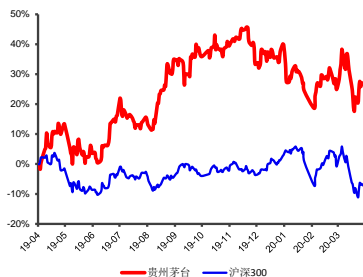
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

研究助理: 房昭强

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,256
流通股本(百万股)	1,256
市价(元)	1103.00
市值(百万元)	1385368
流通市值(百万元)	1385368

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 贵州茅台(600519.SH)_公司点评: 又到战略配置时
- 2 贵州茅台(600519.SH)_公司点评: 后千亿时代, 夯实基础再出发
- 3 贵州茅台(600519.SH)_三季报点评: 体系梳理不易, 稳增长仍可期

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	61,063	77,199	89,015	99,628	114,515
增长率 yoy%	52.07%	26.43%	15.31%	11.92%	14.94%
净利润	27,079	35,204	40,883	46,891	54,903
增长率 yoy%	61.97%	30.00%	16.13%	14.70%	17.09%
每股收益(元)	21.56	28.02	32.54	37.33	43.71
每股现金流量	17.63	32.94	43.29	47.33	54.93
净资产收益率	29.61%	31.20%	30.86%	30.07%	29.94%
P/E	51.17	39.36	33.89	29.55	25.24
PEG	2.53	2.46	0.97	1.46	1.58
P/B	15.15	12.28	10.46	8.89	7.56

备注:

投资要点

- **核心观点:** 我们认为茅台是符合巴菲特所言的最好生意标准, ROE 长期稳定在 25% 以上, 品牌价值这类无形资产构建的核心壁垒固若金汤, 从茅台文化向文化茅台的战略升级将进一步扩宽深厚的品牌护城河; 茅台渠道价差足够大, 对外在冲击具有强抗风险能力, 股价调整正是配置良机。从过去 20 年资产表现来看, 茅台股票收益率完胜一线房产、黄金、国债等大类资产; 在新掌门带领下, 我们看好后千亿时代的茅台, 作为锐意进取的先行者, 未来 5 年实现高质量发展大踏步前进, 依旧具备超额收益机会, 估值体系亦有望向国际奢侈品巨头看齐, 未来逐步站稳 35 倍, 持续重点推荐。
- **核心壁垒:** 足够宽的品牌护城河, 茅台文化向文化茅台的战略升级将强化品牌优势。我们认为茅台就是巴菲特所说的最好的生意类型, ROE 长期保持在 25% 以上, 宽广的护城河源自深厚历史底蕴塑造的品牌力以及对品牌内涵的深度挖掘能力, 如茅台的国酒文化、红色文化、外交文化等深入人心。2017 年茅台集团提出“文化茅台”建设战略, 致力于将茅台发展成为中国文化的标志性符号, 如同美国的可口可乐、迪士尼等, 是文化价值观和国家精神的代表。目前相关战略正在积极推进, 如全球“茅粉节”已举办三届, 目前已培育出大批“茅粉”, 针对海外市场也有走进系列产品推出。
- **抗风险性强:** 高端酒高景气, 茅台渠道价差大安全垫高。首先, 高端酒是白酒价格带中增速最快的赛道, 核心消费者是较为稳定的高收入群体, 近几年终端销售额复合增速超过 40%, 远超市场传统认知, 高景气度可以有效对冲外在不确定性。其次, 茅台经销商渠道利润丰厚, 现金流充沛, 如过去 2 年一批商渠道利润率均超过 100%, 商家积累了大量财富, 因此渠道安全垫足够厚, 目前来看厂家二季度回款较为顺利。最后, 白酒作为精神消费和面子消费的载体, 产品没有保质期且越陈越香, 使得供给量十分稀缺的茅台具备良好的收藏价值, 如过去 20 年飞天茅台现货价格年复合涨幅高达 21.3%, 保值增值属性显著。
- **成长性:** 全年收入实现 10% 增长确定性较高, 未来 5 年收入复合增速有望达 15%。短期来看, 春节期间疫情管控对茅台影响很小, 节后公司提出任务不变、目标不改变策略, 努力实现开门红; 后续基建加码亦将带动高端酒需求, 我们认为全年收入实现 10% 增长目标确定性较高, 结合近期发货和打款进度, 一季度业绩表现有望更为靓丽。当前茅台渠道价差的幅度和持续时间, 均满足历史提价条件, 节后批价小幅回落更有助于企业顺利实施

提价。中长期来看，我们认为茅台供需紧平衡格局不会改变，未来5年仍将处于卖方市场，结合量价关系估算，预计2024年茅台酒收入为2018年的2.6倍，收入复合增速达17%，考虑系列酒增速可能略慢，预计2018-2024年公司收入复合增速有望达15%。

- **估值水平：茅台历史回报率超越多数大类资产，未来估值有望站稳35倍。**
首先，对比2000-2019年各类资产的收益率，发现近20年茅台股票、茅台现货、一线城市房价（北京）、黄金、上证综指复合收益率分别为33.7%、21.3%、11.7%、9.1%、4.1%，茅台股票收益率完胜其他大类资产；目前中国10年期国债收益率接近2.7%，茅台具备很强的永续经营能力，对应估值理应达到35倍甚至以上。其次，近几年茅台估值已持续超越全球烈酒巨头帝亚吉欧，本质上是资本逐利带来的价值发现和认知结果。纵观全球消费品企业，我们认为茅台与爱马仕的商业模式最为相近，堪称奢侈品中的顶级生意，过去5年爱马仕利润复合增速约15%（茅台复合增速24%），估值基本在45倍以上，近期海外股市大跌后其估值仍在40倍以上，我们认为未来茅台估值水平有望逐步向国际奢侈品巨头看齐，站稳35-40倍。
- **投资建议：重申“买入”评级，持续重点推荐！**茅台深厚的文化底蕴塑造了强势品牌力，其护城河足够宽，并且处在白酒价位里增速最快的赛道，渠道价差充足和良好的收藏增值属性，使其受本次疫情影响很小，全年收入10%增长确定性较高，且存在超预期可能。展望未来5年，茅台仍处于卖方市场，公司具备持续提价能力，我们预计公司收入复合增速有望达15%以上，依旧是稀缺的核心资产。目前对应2020年估值接近30倍，2021年估值25倍，短期外在冲击带来配置良机，建议积极配置。我们预计公司2019-2021年营业总收入分别为890/996/1145亿元，同比增长15%/11%/15%；净利润分别为409/469/549亿元，同比增长16%/15%/17%，对应EPS分别为32.54/37.33/43.71元。
- **风险提示：高端酒动销和业绩不及预期、疫情持续扩散带来全球经济下行风险、样本有限存在的偏差、食品安全事件风险。**

内容目录

核心壁垒：足够宽的品牌护城河，文化茅台升级品牌战略	- 6 -
茅台工艺：酿造周期长，工匠精神突出.....	- 7 -
茅台文化：深厚历史底蕴和故事挖掘，成就宽阔的品牌护城河.....	- 8 -
文化茅台：将茅台建设成为中国文化的标志性符号.....	- 9 -
抗风险性强：高端酒高景气，茅台渠道价差大且具备收藏属性	- 11 -
高端酒景气度高，茅台仍处于卖方市场.....	- 11 -
渠道价差足够大，经销商现金流充沛.....	- 12 -
茅台具有收藏属性，凸显保值增值优势.....	- 13 -
成长性：全年业绩增长有保障，未来 5 年收入复合增速有望达 15%	- 17 -
短期：基建加码有望拉动高端酒需求，茅台具备提价基础.....	- 17 -
中长期：量价齐升将持续，未来 5 年收入复合增速有望达 15%.....	- 21 -
估值：茅台历史回报率突出，未来估值有望站稳 35 倍	- 24 -
对比大类资产：近 20 年茅台收益率远超房产和黄金.....	- 24 -
对标海外巨头：参照奢侈品爱马仕，茅台未来估值有望达到 35 倍.....	- 25 -
投资建议：重申“买入”评级	- 26 -
风险提示	- 27 -

图表目录

图表 1：巴菲特投资的企业均长期维持高 ROE	- 6 -
图表 2：茅台 ROE 长期稳定在 25%以上	- 6 -
图表 3：1957-2003 年美股回报率最高的 10 只股票	- 6 -
图表 4：茅台上市近 20 年股价涨幅高达 209 倍	- 6 -
图表 5：2014-2018 年茅台酒三种香型产量及占比情况	- 7 -
图表 6：艳阳下的茅台全景	- 7 -
图表 7：茅台酿酒车间	- 7 -
图表 8：三大香型白酒酿酒工艺对比	- 8 -
图表 9：茅台蝉联五届名酒评选	- 8 -
图表 10：茅台文化是铸造品牌的核心壁垒	- 9 -
图表 11：茅台的收藏文化	- 9 -
图表 12：茅台见证了新中国成立以来的许多历史性大事	- 9 -
图表 13：茅台文化和文化茅台的区别	- 10 -
图表 14：中国和美国文化象征产品对比	- 10 -
图表 15：全球茅粉节活动	- 10 -
图表 16：茅台走进系列产品	- 11 -
图表 17：文化茅台·多彩贵州一带一路行	- 11 -

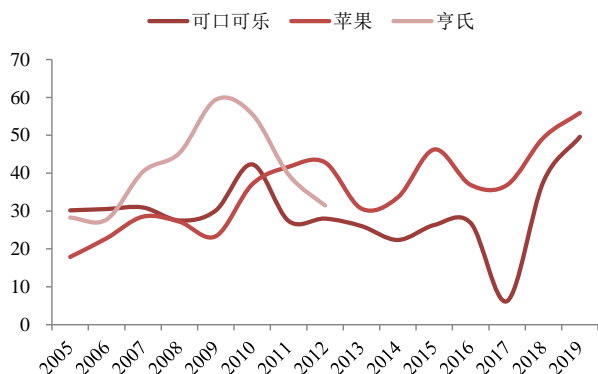
图表 18: 2016 年以来一线白酒收入增速最为强劲.....	- 11 -
图表 19: 15-18 年高端酒终端销售额 CAGR 超 40%.....	- 11 -
图表 20: 2016 年以来国内收入分化明显加剧.....	- 12 -
图表 21: 飞天茅台仍处于供需紧平衡状态.....	- 12 -
图表 22: 飞天茅台经销商渠道利润率大幅提升.....	- 13 -
图表 23: 飞天茅台经销商利润率远超其他品牌.....	- 13 -
图表 24: 茅台经销商资金实力十分雄厚.....	- 13 -
图表 25: 2000 年以来茅台部分老酒拍卖情况梳理.....	- 14 -
图表 26: 中国老酒市场规模发展趋势.....	- 14 -
图表 27: 茅台年份酒将社交场景精细化、刻度化.....	- 14 -
图表 28: 茅台酒具有较强的投资属性.....	- 15 -
图表 29: 过去 20 年茅台年份酒价格大幅上涨.....	- 15 -
图表 30: 建国以来飞天茅台价格梳理.....	- 15 -
图表 31: 茅台酒的价格体系.....	- 16 -
图表 32: 茅台酒最新价格.....	- 16 -
图表 33: 茅台酒的产品体系.....	- 17 -
图表 34: 2003 年和 2009 年固投增速均出现跃升.....	- 18 -
图表 35: 多数省市提高了 2020 年重大项目计划投资额.....	- 18 -
图表 36: 2020 年新增专项债规模进一步提高.....	- 19 -
图表 37: 新增专项债用途分布.....	- 19 -
图表 38: “新基建”是我国今年重要的新增投资手段.....	- 19 -
图表 39: 2003 年非典后一年高端酒跑出显著超额收益 (%).....	- 20 -
图表 40: 2008 年金融危机后一年高端酒多数时间收益率超出大盘 (%).....	- 20 -
图表 41: 过去一年普飞一批价稳定在 2000 元以上.....	- 21 -
图表 42: 茅台渠道利润率达到 40%后提价动力足.....	- 21 -
图表 43: 高端酒产量占比仅不足 1%.....	- 21 -
图表 44: 我国高净值人群保持快速增长.....	- 22 -
图表 45: 麦肯锡对我国中产阶级发展趋势的预测.....	- 22 -
图表 46: 经济学人对我国中产阶级发展趋势的预测.....	- 22 -
图表 47: 产业信息网对我国中产阶级发展趋势预测.....	- 22 -
图表 48: 根据产能推算 2024 年茅台酒产量将达到 4.6 万吨.....	- 23 -
图表 49: 40%-60%是茅台零售价与居民月收入比值的合理区间.....	- 23 -
图表 50: 2024 年间接提价将增厚利润约 118 亿元.....	- 24 -
图表 51: 茅台股票收益率远跑赢其他大类资产.....	- 24 -
图表 52: 目前中国 10 年期国债收益率仅 2.6%.....	- 25 -

图表 53: 估值角度茅台更具性价比	- 25 -
图表 54: 茅台盈利能力和成长性比帝亚吉欧更优	- 25 -
图表 55: 帝亚吉欧估值稳定在 20-25 倍	- 25 -
图表 56: 茅台与爱马仕数据对比	- 26 -
图表 57: 爱马仕动态估值水平仍保持在 40 倍以上	- 26 -
图表 58: 重点公司盈利预测表	- 26 -
图表 59: 贵州茅台三大财务报表预测 (单位: 百万元)	- 28 -

核心壁垒：足够宽的品牌护城河，文化茅台升级品牌战略

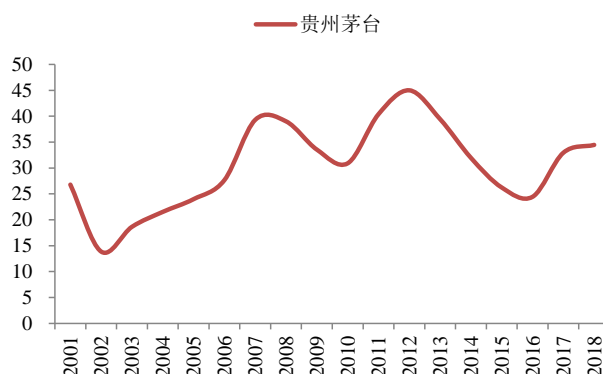
- 巴菲特说过：“优秀的管理层可以强化企业的核心竞争力，但放眼百年以上企业，很难保证管理层一直很优秀，最好的生意是具备足够宽的护城河，以致于无须再去考虑管理层的波动，这种生意非常少。我们要寻找的生意，是在稳定行业中具有长期竞争优势的公司，需要避免的是那种收入增长虽然迅速，但需要大量投资来维持增长的公司。一家真正伟大的公司必须要有一道护城河来保护投资获得很好的回报”。
- 巴菲特所定义的护城河，反映到财务指标上，核心就是拥有长期稳定的高 ROE，比如其重仓持有的苹果、可口可乐、卡夫亨氏等企业 ROE 均长期维持在 20% 甚至 30% 以上（根据伯克希尔 19Q3 披露数据显示，美股二级市场总市值 2154 亿美元，其中苹果 557 亿美元、可口可乐 217 亿美元、卡夫亨氏 90 亿美元）。我们认为中国的茅台就是最好的生意之一，过去 20 年 ROE 基本都在 25% 以上，企业持续赚大钱，其他企业也进不来这个市场，并且管理层波动对其影响很小。

图表 1：巴菲特投资的企业均长期维持高 ROE



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 2：茅台 ROE 长期稳定在 25% 以上



来源：WIND、中泰证券研究所

- 海外市场显示消费品里出牛股最多，茅台上市以来股价涨幅超过 200 倍。根据杰里米西格尔《投资者的未来》一书，显示 1957-2003 近 50 年时间美国股市回报率最高的 10 只股票，年化收益率均在 15%-20% 之间，其中消费行业公司有 5 家，占了一半，其次是医药公司有 4 家，还有 1 家制造业公司，说明发达国家发展过程中消费品也是牛股最多的行业。从中国市场来看，茅台作为国内消费品里最强的企业，自 2001 年底上市以来，股价上涨接近 209 倍，年化收益率超过 30%，超额收益显著。

图表 3：1957-2003 年美股回报率最高的 10 只股票

公司	行业	年收益率%	每股收益增长率%	平均市盈率	股息率%
菲利普·莫里斯	消费	19.75	14.75	13.13	4.07
雅培实验室	医药	16.51	12.38	21.37	2.25
百时美施贵宝	医药	16.36	11.59	23.52	2.87
小脚趾圈	消费	16.11	10.44	16.8	2.44
辉瑞	医药	16.03	12.16	26.19	2.45
可口可乐	消费	16.02	11.22	27.42	2.81
默克	医药	15.9	13.15	25.32	2.37
百事可乐	消费	15.54	11.23	20.42	2.53
高露洁棕榄	消费	15.22	9.03	21.6	3.39
克瑞	制造	15.14	8.22	13.38	3.62

来源：杰里米西格尔《投资者的未来》、中泰证券研究所

图表 4：茅台上市近 20 年股价涨幅高达 209 倍



来源：WIND、中泰证券研究所

茅台工艺：酿造周期长，工匠精神突出

- 茅台酒酿造工艺独特+生产周期最长，凸显工匠精神。**被誉为“酱香之父”的李兴发，在1955年至1986年担任茅台酒厂技术厂长，1964年他首次发现茅台酒的酱香、醇甜、窖底三种典型体，轰动白酒界，1965年全国第一次白酒大会将这一发现正式命名为酱香型白酒，三种典型体的发掘为茅台特殊的工艺以及茅台酒越存口感越好奠定了基础。赤水河一带是酱香型白酒酿造的黄金地带，生态环境和气候条件独一无二，富含大量满足酿造需要的微生物。茅台酒是采用优质高粱、小麦和水为原料，在不添加任何外来物质的前提下，采用纯粮发酵、自然酿造。一般是端午制曲、重阳下沙，经过两次投料、九次蒸煮、八次发酵、七次蒸馏，生产周期长达一年，然后基酒再贮存三年，最后多种酒体勾调后再贮存一年，让酒质更加醇香厚重。茅台酒生产周期长达5年，是所有香型中最长的，工艺的坚守和传承成就民族品牌的工匠精神。

图表 5：2014-2018 年茅台酒三种香型产量及占比情况

2014—2018 年茅台酒三种香型产量及占比情况							
年份	合格率	酱香产量（吨）	占比	窖底产量（吨）	占比	醇甜产量（吨）	占比
2014年	99.87%	4592	11.85%	7	0.02%	34097	88.00%
2015年	99.78%	2509	7.80%	7	0.02%	29591	91.96%
2016年	99.91%	4431	11.27%	9	0.02%	34837	88.61%
2017年	99.96%	5293	12.61%	3	0.01%	37357	87.22%
2018年	99.97%	5793	11.66%	2	0.00%	43863	88.31%

来源：茅台集团年报、经销商渠道、中泰证券研究所

图表 6：艳阳下的茅台全景


来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 7：茅台酿酒车间


来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 8: 三大香型白酒酿酒工艺对比

	酱香型	浓香型	清香型
代表企业	茅台、郎酒	五粮液、泸州老窖	汾酒
酒曲	高温大曲	中高温大曲	低温大曲
发酵次数	8次	1次	2次
酿造周期	1年	1.5-2个月	1.5-2个月
贮存时间	3年	3-6个月	1年
取酒次数	7次	1次	2次
出酒率	20%	30%	40%
窖池	石窖	泥窖	地缸

来源: WIND、公司年报、中泰证券研究所

茅台文化: 深厚历史底蕴和故事挖掘, 成就宽阔的品牌护城河

- 品牌力是高端酒核心竞争力, 历史底蕴和品牌挖掘均不可或缺, 茅台品牌力遥遥领先。**茅台宽广的护城河源自深厚历史底蕴积淀塑造的品牌力以及对品牌力的持续挖掘能力, 历史底蕴决定品牌先天出身, 而对品牌的持续挖掘是品牌力长盛不衰的关键。1) **深厚历史底蕴:** 茅台连续蝉联历史五届名酒评选, “国酒文化”、“红色文化”、“外交文化”早已深入人心, 这种与生俱来的历史底蕴是企业先天优势, 二三线酒在底蕴方面则略逊一筹, 因此后者的高端化之路比较曲折。2) **对品牌的持续投入挖掘:** 公司一直在大力传播茅台文化, 把讲好品牌故事作为非常核心的工作, 比如对工匠精神的传播, 精英文化的打造, 收藏属性的塑造和推广, 茅台记录着中国的变化以及历史的大事情, 几乎从未间断; 相比之下, 剑南春、西凤酒、董酒等前些年由于品牌挖掘力度相对欠缺, 从而没能及时抓住向高端酒跃迁的历史机遇。近些年名酒管理层在大型会议上多次谈到白酒的文化自信, 弘扬和传播传统文化尤其关键, 无论是对国内年轻消费者还是国外潜在消费群体, 文化的深层次认知和认同都是必要的, 也是作为社交价值的灵魂, 茅台则首当其冲。

图表 9: 茅台蝉联五届名酒评选

评酒会	时间	入选名酒
第一届	1952	茅台、泸州大曲、汾酒、西凤酒
第二届	1963	茅台、五粮液、泸州老窖特曲、汾酒、古井贡酒、全兴大曲酒、西凤酒、董酒
第三届	1979	茅台、五粮液、泸州老窖特曲、汾酒、古井贡酒、剑南春、洋河大曲、董酒
第四届	1984	茅台、五粮液、泸州老窖特曲、汾酒、古井贡酒、剑南春、洋河大曲、董酒、西凤酒等
第五届	1989	茅台、五粮液、泸州老窖特曲、汾酒、古井贡酒、剑南春、洋河大曲、董酒、西凤酒等

来源: 糖酒快讯、中泰证券研究所

图表 10: 茅台文化是铸造品牌的核心壁垒



来源: 中泰证券研究所

图表 11: 茅台的收藏文化



来源: 中泰证券研究所

图表 12: 茅台见证了新中国成立以来的许多历史性大事



来源: 中泰证券研究所

文化茅台: 将茅台建设成为中国文化的标志性符号

- 认清“文化茅台”与“茅台文化”的区别和联系。1) 内涵不同: 文化茅台是将茅台当做一种文化符号, 是以茅台在长期经营过程中形成的价值观念为核心的精神文化, 是企业三观的集中体现, 表现为茅台在消费者心智中所代表的文化因素; 茅台文化是企业经营文化理念体系, 主要反映企业的使命和愿景。2) 视角不同: 文化茅台是从消费者视角出发,

表达的是企业外部如何看待茅台；茅台文化则是从企业内部视角出发，反映的是企业内部行为方式和价值观念。**3) 作用对象不同：**文化茅台建设主要是以茅台展现出的文化价值观念和人文精神去感召和影响广大消费者，实现和消费者的心灵沟通，获取消费者的认同和信任，进而产生情感共鸣，增加消费者的期望价值。茅台文化建设的作用主要是凝聚企业内部的各种力量，按照企业的理念和期望，追求发展目标、使命和愿景的实现。虽然两者本质上有区别，但两者之间相关也是紧密的，可以说茅台文化是“文化茅台”建设的基础，“文化茅台”是茅台文化的升华。从营销学角度讲，“文化茅台”建设是将用于凝聚企业内部力量的茅台文化升级为营销战略，作为茅台开展文化营销和人文精神营销的重要途径。

图表 13: 茅台文化和文化茅台的区别

理念	内涵	视角	作用对象
茅台文化	作为一种企业文化而存在的，以企业愿景、使命、价值观三要素为核心的企业经营文化理念体系。	是一个基于以企业内部视角的概念，反映的是企业内部的行为方式和价值观念。	凝聚企业内部的各种力量，按照企业希望的行为价值规范履行企业的经营价值观念，追求企业发展目标、使命和愿景的实现。
文化茅台	把茅台作为一种文化符号来看待，它是茅台在长期的经营实践中形成的事业信念和价值观念为核心的精神文化，是茅台人的世界观、人生观、价值观的集中体现。	是一个从消费者视角提出的概念，表达的是企业外部如何看待茅台。	以茅台展现出的文化价值观念和人文精神去感召和影响广大消费者，实现和消费者的心灵沟通，获取消费者的认同、接受、信任，进而产生情感共鸣，增加消费者的期望价值。

来源：中泰证券研究所

- 从“茅台文化”战略升级到“文化茅台”定位，是品牌价值的更高维度体现，致力于打造中国文化的标志性企业，品牌护城河持续加厚。**在营销学上，消费者对品牌蕴涵的文化和精神的认同、依恋和崇拜被品牌学者视为品牌资产的核心，对一个品牌和企业的可持续发展具有重要的战略意义。2017年茅台集团提出“文化茅台”建设战略，正是提升茅台品牌资产的重要战略措施，致力于将茅台发展成为中国文化的标志性符号，如同美国的可口可乐、迪士尼、好莱坞等，是文化价值观和美国精神的代表，可以被世界人民所接受推广。近几年茅台已积极开展相关建设工作，比如2017年第一届全球“茅粉节”正式举办，目前已培育出大批“茅粉”，针对海外市场也有走进系列产品推出，标语为：“让世界爱上茅台，让茅台飘香世界”。

图表 14: 中国和美国文化象征产品对比

国家	代表产品	类别	象征内容
中国	中国瓷器、中国丝绸、中餐	品类为主	中国文化的标志性符号
美国	可口可乐、迪士尼、好莱坞	企业或品牌	美国文化价值观和美国精神的代表

来源：中泰证券研究所

图表 15: 全球茅粉节活动


来源：中泰证券研究所

图表 16: 茅台走进系列产品



来源: 中泰证券研究所

图表 17: 文化茅台·多彩贵州一带一路行



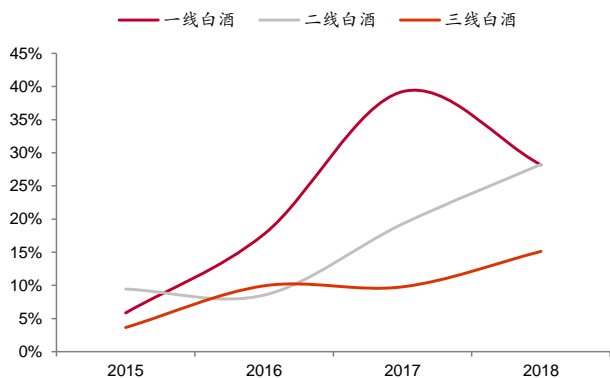
来源: 搜狐网、中泰证券研究所

抗风险性强: 高端酒高景气, 茅台渠道价差大且具备收藏属性

高端酒景气度高, 茅台仍处于卖方市场

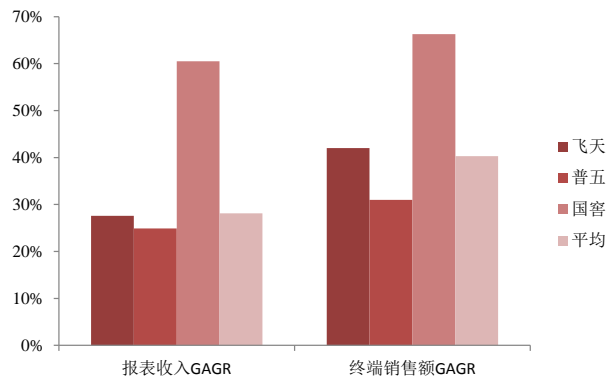
- 高端酒是白酒行业中增速最快的价格带, 近几年终端销售额复合增速超过 40%, 远超市场传统认知。2016-2018 年, 一、二、三线白酒营收的复合增长率分别为 34%、24%、12%, 依次递减, 表明一线高端白酒复苏势头最为强劲。从报表端收入来看, 2015-2018 年, 飞天、普五、国窖收入 CAGR 分别为 27.6%、24.9%、60.5%, 高端酒板块整体收入 CAGR 为 28.1%; 从终端销售口径来看, 2015-2018 年, 飞天、普五、国窖终端销售额 CAGR 分别为 42.0%、31.0%、66.3%, 高端酒整体终端销售额 CAGR 为 40.3%。过去几年高端酒的终端销售情况要远好于报表体现, 远远超出了市场对于白酒成长性的传统认知水平, 背后差异主要来自渠道价差的显著提升, 尤其是飞天茅台渠道利润率得到大幅提升。展望未来高端酒发展前景, 我们继续看好茅台酒未来 5 年增长潜力, 具体内容参考本文第三部分成长性分析内容。

图表 18: 2016 年以来一线白酒收入增速最为强劲



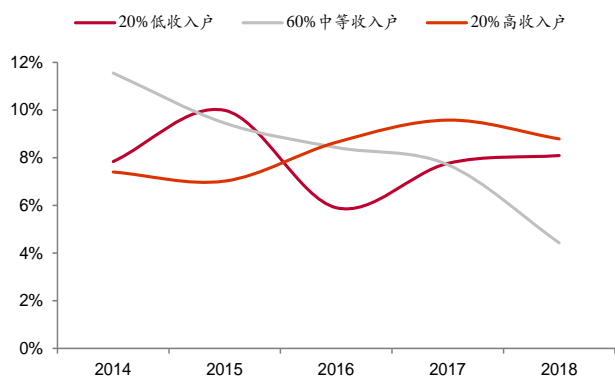
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 19: 15-18 年高端酒终端销售额 CAGR 超 40%

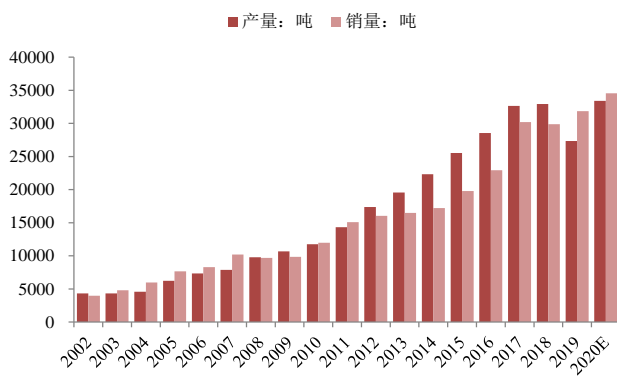


来源: WIND、公司年报、中泰证券研究所

- 收入分化加剧是高端酒需求爆发的本质原因，这一很难改变的趋势使得高端酒可以有效对冲部分外在的不确定性。** 高端酒作为消费品里的类奢侈品，主要是做富人群体的生意，纵观全球经济发展史，贫富差距加大的趋势均比较难解决，国内也不例外。如果将我国居民划分为低收入组、中等收入组、高收入组，分别占全国居民的 20%、60%、20%，那么我们可以看到，中等收入组和高收入组的收入增速水平近年来分化明显，2016 年高收入组收入增速首次超过中等收入组，2018 年高收入组收入同比增长 8.8%，更是达到了中等收入组的两倍。这表明，2016 年以来我国居民收入分化明显加剧，高收入群体收入增长更快，有效的拉动了高端酒的蓬勃发展。从供需关系来看，茅台更是处于典型的卖方市场，抗风险能力则更强。

图表 20: 2016 年以来国内收入分化明显加剧


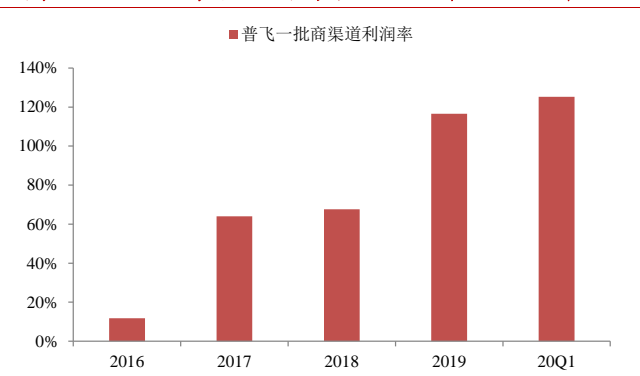
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 21: 飞天茅台仍处于供需紧平衡状态


来源: 公司年报、经销商渠道、中泰证券研究所

渠道价差足够大，经销商现金流充沛

- 茅台经销商渠道利润丰厚，现金流充沛，因此渠道安全垫够厚。** 2016 年以来，随着飞天茅台一批价的持续上涨，经销商渠道利润率一路上扬，由 2016 年的 12% 大幅提升至目前的 125%，可以说近 5 年经销商在茅台上赚了很多钱，且聚焦主业的理念也比上一轮周期要强，保持了充沛的现金流，且在回款方面经销商也可以从下游二批商或者核心终端筹集资金，经销商对下游的溢价能力也较强。在疫情的外在冲击下，经销商的抗风险能力强于其他品牌渠道商，从厂家 20Q2 回款政策和进度可见一斑，目前茅台经销商已打 4-5 月货款，五粮液经销商刚开始打款但有承兑汇票支持，其他名酒基本未开始二季度打款任务，仍以去渠道库存为主。

图表 22: 飞天茅台经销商渠道利润率大幅提升


来源：经销商渠道、中泰证券研究所

图表 23: 飞天茅台经销商利润率远超其他品牌

产品	一批商渠道利润率	Q1库存水平	Q2回款进度
飞天茅台	100%以上	1个月以下	4-5月已打款
普五	3%-5%	1个月	正在打款
国窖1573	5%-10%	2个月	未通知
梦之蓝	10%-15%	1.5个月	未通知
水井坊	8%-10%	2个月	未通知
汾酒青花	10%左右	2个月	未通知

来源：经销商渠道、中泰证券研究所

- **量化测算渠道利润显示经销商的强劲资金实力。**我们根据过去 5 年飞天茅台渠道利润率来测算不同体量经销商的盈利能力，2016-2020 年经销商每卖 1 吨茅台酒（相当于 $354*6=2124$ 瓶）利润分别为 20、111、139、240、258 万元，近 5 年合计 768 万元。目前茅台酒大概有 1500 家经销商，平均每家经销商约 13 吨配额，过去 5 年每家利润合计接近 1 亿元。

图表 24: 茅台经销商资金实力十分雄厚

体量：吨	飞天茅台	2016	2017	2018	2019	2020E	5年合计
	出厂价：元	819	819	969	969	969	
	一批价：元	915	1343	1624	2098	2183	
	渠道利润率	12%	64%	68%	117%	125%	
1	渠道利润：万元	20	111	139	240	258	768
5	渠道利润：万元	102	556	696	1199	1289	3842
10	渠道利润：万元	204	1113	1391	2398	2579	7685
20	渠道利润：万元	408	2226	2782	4796	5157	15369
30	渠道利润：万元	612	3339	4174	7194	7736	23054
40	渠道利润：万元	816	4452	5565	9592	10314	30739
50	渠道利润：万元	1020	5565	6956	11990	12893	38423

来源：WIND、经销商渠道、中泰证券研究所

茅台具有收藏属性，凸显保值增值优势

- **茅台具备良好的收藏属性，核心来自高品质的坚守和丰富的文化底蕴以及长期持续传播的品牌故事。**白酒没有保质期，作为国人精神消费和面子消费的载体，品牌溢价效应非常强。茅台作为高端酒第一品牌，由于供给量十分有限，酱香稀缺属性较强，首先，酱香酒储存时间越长酒体呈现微黄特性，可以很好的识别和品鉴；其次，茅台在红色文化和国酒文化方面影响深远，品牌文化挖掘和传播的足够深和广，以符合高层次消费者需求，这是其他名酒在品牌战略上所欠缺的。过去 20 年，茅台一直在给消费者灌输“酒越陈越香”的特性，再上 5 年生产周期长于其他香型白酒，使得茅台具备突出的收藏价值，茅台也是最早推出年份酒

产品进行差异化定价的企业,近 20 年茅台老酒多数拍出高价,比如 2011 年汉帝茅台酒拍出了惊人的 998 万元天价,更是强化了茅台的收藏属性。

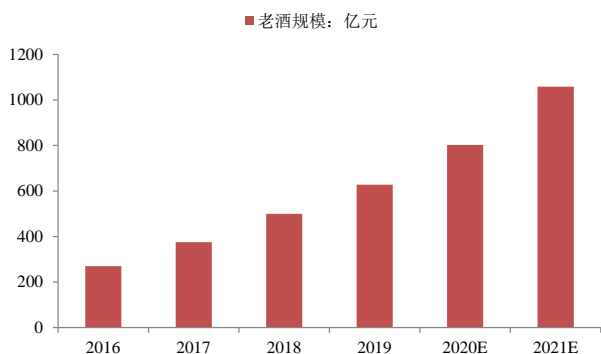
图表 25: 2000 年以来茅台部分老酒拍卖情况梳理

时间	地点	产品	拍卖价
2004年10月	上海	“葵花牌”茅台酒	10万元
2006年12月	杭州	1966年出厂的“飞天牌”茅台酒	51万元
2007年5月	深圳	1997年纪念香港回归茅台酒	18万元
2007年12月	贵阳	1957年生产的茅台酒	138万元
2010年5月	北京	1963年生产的茅台酒	109万元
2016年6月	北京	1959年生产的“五星牌”茅台酒	103万元
2011年4月	贵阳	汉帝茅台酒	998万元

来源:《茅台酒收藏》、中泰证券研究所

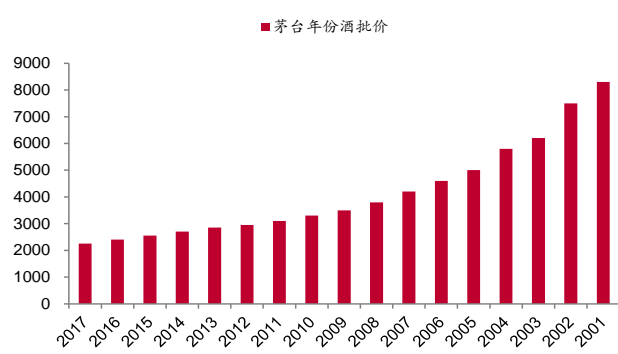
- 老酒市场发展如火如荼,标准化体系逐步形成。**2019 年 9 月 6 日,中国首部《陈年白酒收藏评价指标体系》正式颁布,定义老酒是中华人民共和国合法酒类企业生产,灌装出品并经过一段时间的贮存,未经任何人为的外观改变,具有较高收藏价值和经济价值的白酒。根据中国酒业协会发布的《中国老酒市场指数》报告显示,2013 年以来茅台、五粮液、汾酒、泸州老窖等品牌老酒市场规模快速增长,近几年收入复合增速超过 30%,2018 年达到 500 亿元,预计 2021 年老酒市场规模将超过千亿元,老酒发展如火如荼。不同于手表、古字画和艺术品等收藏品,老酒在京东、天猫上形成了价格体系的标准化和规范化,我们认为清晰的价格梯度是推动老酒市场快速发展的一大核心原因。

图表 26: 中国老酒市场规模发展趋势



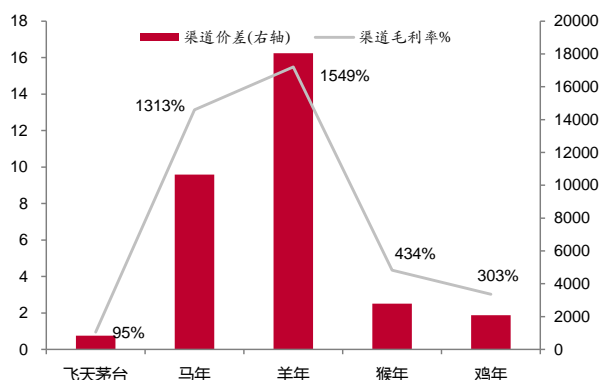
来源:中国酒业协会、中泰证券研究所

图表 27: 茅台年份酒将社交场景精细化、刻度化

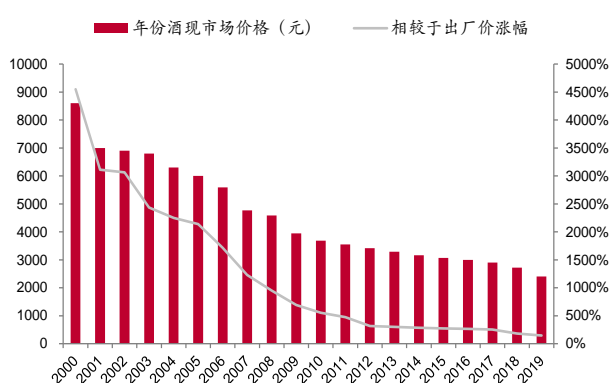


来源:经销商渠道、中泰证券研究所

- 老酒市场兴起抬升茅台收藏价值,保值增值属性愈加凸显。**近些年随着社交场景化的演变,老酒需求火热,茅台老酒的价格更是一路上涨,生肖酒等小众产品价格也是持续受到核心消费者的追捧。过去 20 年(2000 年-2019 年),飞天茅台价格从 220 元上涨至 8600 元,复合收益率高达 21.3%,远超黄金(288 元上涨至 1517 元)的 9.1%收益率。

图表 28: 茅台酒具有较强的投资属性


来源: 经销商渠道、中泰证券研究所

图表 29: 过去 20 年茅台年份酒价格大幅上涨


来源: 经销商渠道、中泰证券研究所

图表 30: 建国以来飞天茅台价格梳理

年份	出厂价	零售价	年份	出厂价	零售价	年份	出厂价	零售价
1952	1.28	2.84	1975	6.2	8	1998	—	168
1953	1.28	2.84	1976	6.2	8	1999	—	168
1954	1.28	2.84	1977	6.2	8	2000	185	220
1955	1.28	2.84	1978	6.2	8	2001	218	260
1956	1.28	2.84	1979	6.2	8	2002	218	280
1957	1.79	2.97	1980	6.2	8	2003	268	320
1958	1.79	2.97	1981	8.4	18	2004	268	350
1959	1.79	2.97	1982	8.4	18	2005	268	350
1960	1.79	2.97	1983	8.4	18	2006	308	400
1961	2.5	4.07	1984	8.4	18	2007	358	500
1962	2.5	4.07	1985	8.4	18	2008	439	650
1963	2.5	4.07	1986	9.54	—	2009	439	650
1964	2.5	4.07	1987	14	—	2010	499	1000
1965	2.5	4.07	1988	—	100	2011	619	1500
1966	2.5	4.07	1989	—	106	2012	819	2000
1967	2.5	4.07	1990	—	106	2013	819	1519
1968	2.5	4.07	1991	—	106	2014	819	1000
1969	2.5	4.07	1992	—	128	2015	819	850
1970	2.5	4.07	1993	—	128	2016	819	950
1971	2.5	4.07	1994	—	150	2017	819	1350
1972	2.5	4.07	1995	—	150	2018	969	1700
1973	2.5	4.07	1996	—	168	2019	969	2100
1974	6.2	8	1997	—	168	2020	969	2200

来源: 茅台时空、中泰证券研究所

图表 31: 茅台酒的价格体系

产品	整箱	其它
2020年飞天	2080-2100	撕码: 2050-2080
2019年飞天	2100-2200	散: 2180
2018年飞天	2480-2580	散: 2400-2480
2017年飞天	2600-2680	散: 2580-2600
2016年飞天	2700-2780	散: 2680
2015年飞天	2800-2880	
2014年飞天	2950-3000	
43度飞天	810	散: 800
鼠年生肖	2630-2680	散: 2580
猪年生肖	2480-2600	散: 2560-2600
狗年生肖	2600-2650	散: 2550-2600
鸡年生肖	2700	
猴年生肖	暂无报价	
羊年生肖	19500	
马年生肖	暂无报价	
15年茅台	4800	散: 4600
30年	11000-12000	散: 10300
50年	18000	

备注: 以上报价是茅台江浙沪以及贵州等地3月31日的报价

来源: 经销商渠道、中泰证券研究所

- **价格梯队清晰, 满足各式需求。**除了大家经常讲的老酒市场外, 茅台的产品还包括走进系列, 生肖酒, 年份酒, 定制酒以及其他的种类, 满足各类需求, 价格梯队也拉的很开。

图表 32: 茅台酒最新价格

品种 (500ml)	合同价	零售指导价
43度	729	829
新43度	739	839
53度飞天	959	1489
新53度飞天	969	1499
15年	3929	4359
30年	8999	10089
50年	15259	16349
80年	89999	99999

来源: 集团年报、经销商渠道中泰证券研究所

图表 33: 茅台酒的产品体系

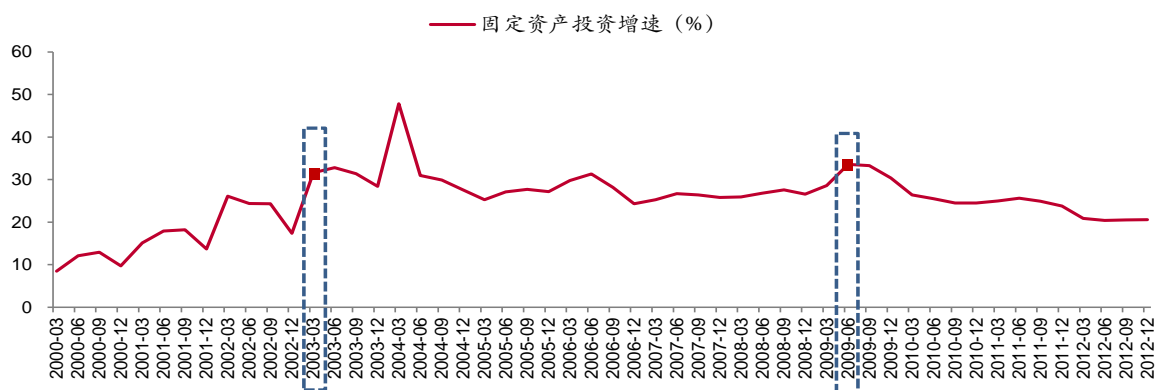


来源: 经销商渠道、中泰证券研究所

成长性: 全年业绩增长有保障, 未来 5 年收入复合增速有望达 15%

短期: 基建加码有望拉动高端酒需求, 茅台具备提价基础

- 固投发力驱动白酒消费场景增加, 固投增速是白酒景气度的先行指标。积极的财政政策是刺激白酒消费的最直接手段之一, 其背后逻辑在于固定资产投资驱动下的商务社交活动是白酒需求的重要来源。这里对应的先行指标主要是固投增速, 可以看到 2003 年和 2009 年开启的两轮白酒景气周期均与固投增速提升密切相关:
 - 1) 2003 年开启的景气周期: 我国固投增速从 2002Q4 的 17.4% 跃升至 2003Q1 的 31.6%, 此后一直保持在 25% 以上, 驱动白酒行业高速增长;
 - 2) 2009 年开启的景气周期: 我国固投增速从 2009Q1 的 28.6% 跃升至 2009Q2 的 33.6%, 主要是 08 年底国家国家出台 4 万亿刺激经济计划, 随后各地政府跟随推出投资计划, 市场信心得以提振, 消费潜力受到大力激发。

图表 34: 2003 年和 2009 年固投增速均出现跃升


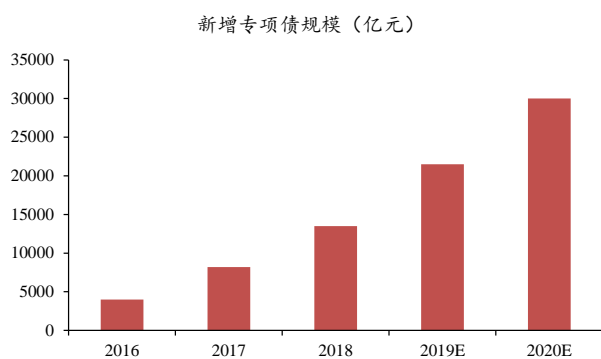
来源: WIND、中泰证券研究所

- 全年公司收入实现 10% 增长确定性较高, 后续基建加码有望拉动高端酒需求。**由于茅台基本在节前购买完毕, 春节期间疫情管控对茅台影响很小, 节后公司提出任务不变、目标不政策略, 努力实现开门红, 结合近期发货和打款进展, 我们认为全年收入实现 10% 增长目标确定性较强, 一季度业绩增速有望更为靓丽。2020 年是全面建设小康的决战年, 根据近期中央会议来看, 全年经济目标要保证实现, 以基建为代表的投资端政策陆续在加码, 随着二三季度地方政府基建等项目加快落地, 有望大幅增加相关商务活动的频次, 参考 2003 年和 2008 年类似刺激政策, 茅台作为高端接待的刚需品, 需求有望迎来明显提升。

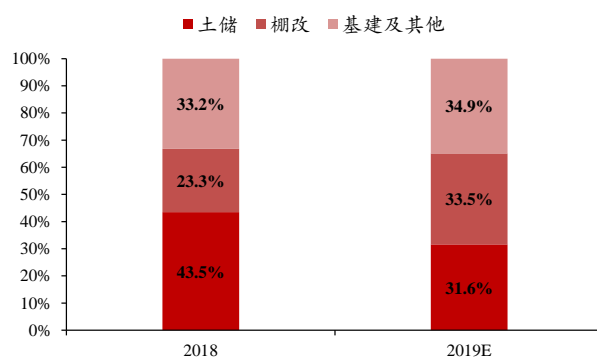
图表 35: 多数省市提高了 2020 年重大项目计划投资额

省份	2020年	2019年
北京	100项基础设施项目计划投资624亿; 100项民生改善项目计划投资1330亿; 100项高精尖产业项目计划投资546亿	100个基础设施项目计划完成建安投资538亿; 100个民生改善项目计划完成建安投资475亿; 100个高精尖产业项目, 计划完成建安投资230亿
上海	重大工程全年投资额超过 1500亿	重大项目全年投资1462.3亿
广东	重点项目投资计划7000亿	重点项目年度计划投资6500亿
江苏	重大项目240个, 年度计划投资5410亿	226个重大项目完成投资5400亿
浙江	重大项目总投资超2万亿, 计划投资约3000亿	重点建设总投资26112亿, 计划投资 3900亿
山东	321个省重大项目、500个首批新旧动能转换优选项目和200个“双招引”重点签约项目三大名单, 总投资 2.9万亿	山东省重点建设项目名单出炉, 确定了120个省重点项目, 总投资6130亿
河北	重点项目计划总投资18833亿, 年计划投资2402亿	重点项目总投资19523.6亿, 年计划投资2109.3亿
福建	省重点项目总投资3.84万亿, 年度计划投资5005亿	省重点项目总投资3.85万亿, 年度计划投资4577亿
四川	重点项目计划总投资约4.4万亿, 年度预计投资6000亿以上	重点建设项目计划总投资超4.6万亿, 年度预计投资超5700亿
重庆	重大项目总投资2.6万亿, 年度计划完成投资3476亿	总投资约2.2万亿, 预计年度完成投资3459亿
陕西	重点项目600个, 总投资33826亿; 重点建设项目500个, 年度投资5014亿; 188项新开工省级重点建设项目, 总投资达8620亿	重点项目年度计划共600项, 续建项目262项, 总投资17087亿; 新开工项目123项, 总投资7787亿

来源: 发改委、中泰证券研究所

图表 36: 2020 年新增专项债规模进一步提高


来源: WIND、中泰证券研究所

图表 37: 新增专项债用途分布


来源: WIND、中泰证券研究所

- 新基建有望成为白酒需求的新增贡献力量。**除传统基建投资之外，政治局会议还提出要加大试剂、药品、疫苗研发支持力度，推动生物医药、医疗设备、5G 网络、工业互联网等加快发展，近期三大运营商以及各地也纷纷提出要加快 5G 建设，“新基建”成为新的投资手段。我们认为，无论“老基建”还是“新基建”，都能够直接增加白酒消费场景，新基建的加码将成为白酒需求的新增贡献变量。

图表 38: “新基建”是我国今年重要的新增投资手段

主体	具体规划
中国联通、中国电信	中国联通决定加快5G建设，上半年与中国电信力争完成47个地市、10万基站的建设任务，三季度力争提前完成全年25万基站建设任务，信息基建全面提速。
中国移动	中国移动表示已全面完成5G一期工程，在50个城市实现5G商用。近期已全面启动5G二期工程设备测试和采购等工作，力争2020年底5G基站数达到30万，确保2020年内在全国所有地级以上城市提供5G商用服务
广东	广东今年将加快5G发展，基本实现珠三角中心城区连续覆盖，粤港澳大湾区实现县区以上覆盖，所有地级市实现5G网络覆盖，该省计划建设5G基站5万座，累计总数超10万座
浙江	发布《关于加快推进5G产业发展的实施意见》，明确到2020年，建成5G基站3万个；到2022年，建成5G基站8万个，实现县城及重点乡镇以上5G信号全覆盖
上海	到2021年，累计建设3万个5G基站，实现5G网络在全市深度覆盖，打造5G网络建设先行区
江苏	加快5G通信网络和车联网先导区建设，大力发展数字经济，以新产业、新业态、新模式为高质量发展增添新动能
河南	5G网络在超高清视频、智慧医疗等领域开始应用。工业机器人、新能源汽车、锂离子电池等新产品产量快速增长。

来源: 发改委、中泰证券研究所

- 财政政策刺激背景下，茅台有望跑出超额收益。**1) 2003 年：疫情结束后四个季度高端酒涨幅大幅跑赢大盘。在 2003 年二季度结束后，03Q3-04Q2 连续四个季度茅台和五粮液的区间涨幅超过白酒板块、食品饮料以及沪深 300 指数，相对收益显著，这里考虑到国窖上市时点较晚，尚未形成较大体量，业绩波动较大，未将其纳入高端酒平均涨幅核算。2) 2008 年：高端酒多数时间跑赢大盘。2009 年的四个季度里，高端酒跑赢沪深 300 指数 3 个季度，具备相对收益，但是未跑赢申万白酒指数，主

要是这个阶段次高端酒迎来爆发增长期，涨幅更高所致。参考 2003 年和 2008 年类似刺激政策，茅台作为高端接待的刚需品，2020 年下半年需求有望迎来明显提升，高端酒有望获得超额收益。

图表 39: 2003 年非典后一年高端酒跑出显著超额收益 (%)

证券简称	03Q1	03Q2	03Q3	03Q4	04Q1	04Q2
贵州茅台	2	-4	-6	20	38	-3
五粮液	-1	2	-4	19	26	-12
泸州老窖	-5	10	-21	1	18	-16
申万白酒指数	1	-3	-9	4	31	-17
食品饮料指数	5	-3	-8	-4	20	-26
沪深300	10	-0	-7	6	16	-22
上证综指	11	-2	-8	10	16	-20
茅五VS申万白酒	-1	2	4	16	1	10
茅五VS食品饮料	-4	2	3	23	12	18
茅五VS沪深300	-9	-1	2	13	16	14

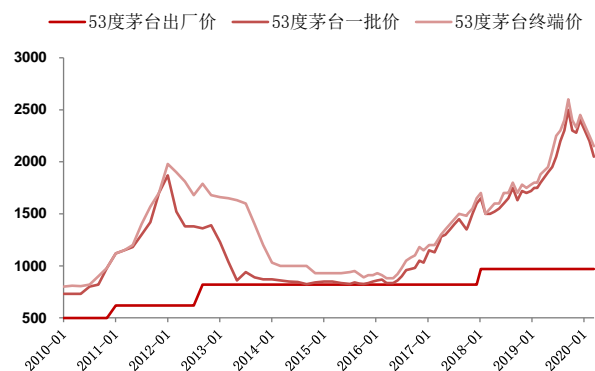
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 40: 2008 年金融危机后一年高端酒多数时间收益率超出大盘 (%)

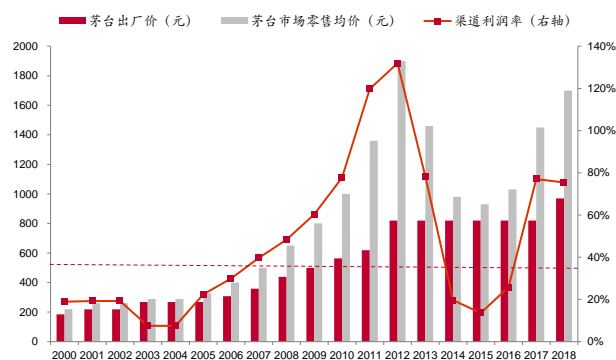
证券简称	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
贵州茅台	-5	-18	6	29	12	3
五粮液	-8	-20	19	24	6	51
泸州老窖	-14	-30	18	37	2	33
申万白酒指数	-10	-20	14	31	9	24
食品饮料指数	-16	-14	20	28	8	26
沪深300	-20	-19	38	26	-5	19
上证综指	-16	-21	30	25	-6	18
茅五VS申万白酒	1	-3	-0	-1	-3	5
茅五VS食品饮料	7	-9	-6	2	-1	4
茅五VS沪深300	11	-4	-24	4	12	10

来源: WIND、中泰证券研究所

- 当前茅台渠道价差已具备充分提价基础，节后批价小幅回落更有助于企业实施提价策略。复盘茅台过去 20 年提价史，我们发现每当一批商渠道利润率达到 40%，该渠道价差维持 1 年左右时间后，飞天茅台均成功实施提价。回顾本轮白酒行业景气周期，2016 年开始飞天茅台一批价不断走高，在 2017 年渠道利润率超过 60%，2018 年初随即提价 18%，2019 年渠道利润率更是超过 100%，这一渠道价差已维持 1 年时间，目前茅台已具备充分的提价基础。2020 年春节突发新冠疫情，使得节后飞天茅台一批价小幅回落至 2000 元左右水平，我们认为这一外在冲击不仅帮助企业更好的调控价格回归合理水平，而且为后续提价创造了有利条件。

图表 41: 过去一年普飞一批价稳定在 2000 元以上


来源: WIND、经销商渠道、中泰证券研究所

图表 42: 茅台渠道利润率达到 40% 后提价动力足


来源: WIND、经销商渠道、中泰证券研究所

中长期: 量价齐升将持续, 未来 5 年收入复合增速有望达 15%

- 当前高端酒产量占比不足 1%, 未来提升空间广阔。**2018 年我国白酒产量约 871 万吨, 而茅五泸三家高端酒企加起来仅不足 6 万吨, 占比不足 1%。因此, 当前高端酒销量在行业中占比极低, 未来随着行业进入结构性繁荣时代, 优势品牌将尽享消费升级带来的品牌集中红利, 高端酒占有率提升空间十足。参考 2008 年和 2012 年外在冲击后的表现, 我们认为本次疫情冲击有望加速行业品牌集中度的提升, 高端酒将率先受益。

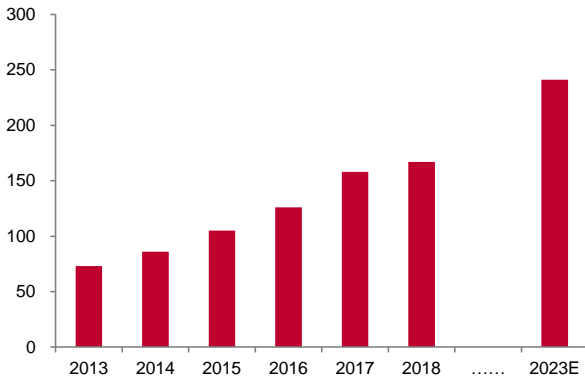
图表 43: 高端酒产量占比仅不足 1%

价格带	档次	代表品牌	产量 (万吨)	产量占比	规模 (亿元)	规模占比	CR3
700+	高端	茅台、五粮液、老窖	6	1%	1100	18%	95%
300-700	次高端	汾酒、水井、洋河、今世缘	15	2%	500	8%	50%
100-300	中高端	古井、口子	100	12%	2200	37%	10%
100 以下	低端	顺鑫	700	85%	2200	37%	5%

来源: 公司年报、中泰证券研究所

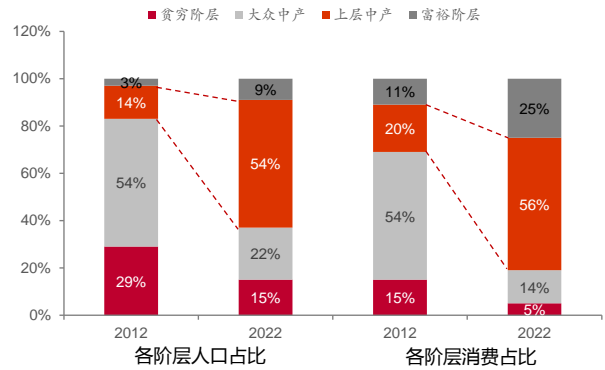
- 高收入群体扩容是高端酒需求的最有力支撑, 当前需求潜力仍有很大释放空间。**我们认为高收入群体的快速扩容是高端酒需求增长的最直接支撑因素, 通过以下两种方式简单测算当前高端酒的需求潜力:
 - 按中产阶级:** 高端酒的消费群体以中产阶级为主, 近年来我国中产阶级快速增长, 据中国收入分配研究院预计, 到 2025 年中国中产阶层占比将超过 50%, 若以 14 亿总人口计算, 2025 年中产阶层人数将达到 7 亿以上, 而 2018 年这一数字约为 4 亿人, 2018 年高端酒消费量约为 6 万吨, 以此计算 2025 年高端酒需求将达到 10.5 万吨, 相较于现在仍有很大增长空间;
 - 按家庭消费:** 根据茅台董事长李保芳书记, 中国目前有 3.5 亿至 4.5 亿家庭, 若每个家庭就在大年三十除夕之夜喝一瓶, 当前茅台酒产量仅能满足 6000 多万个家庭。我们以此计算, 当前三家高端酒总产量也仅能满足 1.3 亿多个家庭, 仅占我国 4 亿家庭的 33%, 且大众消费仅占白酒总消费的约 40%, 可见当前高端酒需求仍有很大潜力待释放。

图表 44: 我国高净值人群保持快速增长



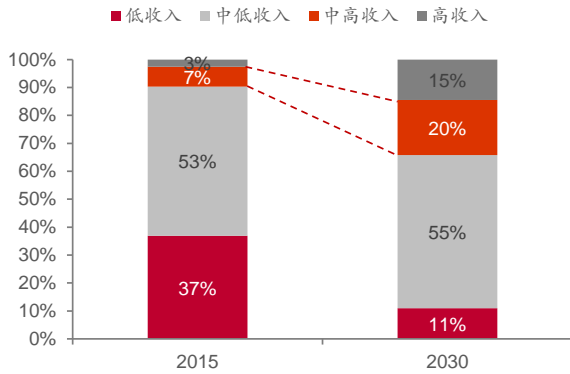
来源: BCG《中国私人银行 2019》、中泰证券研究所; 单位: 万人

图表 45: 麦肯锡对我国中产阶级发展趋势的预测



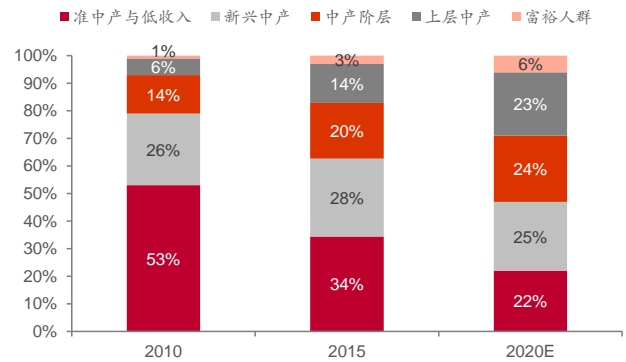
来源: 麦肯锡《中产阶级重塑中国消费市场》、中泰证券研究所

图表 46: 经济学家对我国中产阶级发展趋势的预测



来源: 经济学人智库《中国消费者 2030 年面貌前瞻》、中泰证券研究所

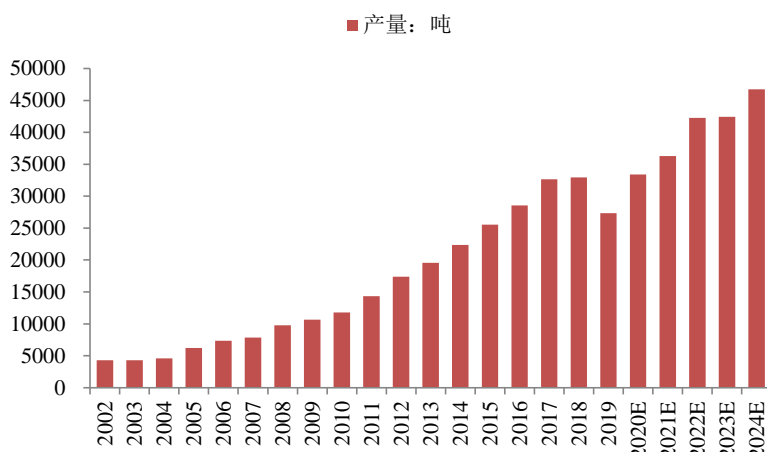
图表 47: 产业信息网对我国中产阶级发展趋势预测



来源: 中国产业信息网、中泰证券研究所

- 关于茅台未来 5 年的量价增长测算, 我们在此做简要阐述, 预计 2024 年, 飞天收入为 2018 年的 2.6 倍, 整体收入 CAGR 达 17%, 考虑系列酒增速可能略慢, 预计 2018-2024 年收入复合增速有望达 15%。详细内容可参考之前发布的高端酒行业深度报告《登高而望远, 来者犹可追》。
- 1、销量: 2024 年茅台销量约是 2018 年的 1.5 倍。我们在上文已说明茅台处于卖方市场, 未来长期将处于供需紧平衡状态, 因此供给决定需求。根据产能规划情况, 2020 年茅台酒将达到 5.6 万吨产能, 按照成品酒 0.8-0.85 的换算比例, 对应 2024 年产量和销量将达到 4.6 万吨左右, 即为 2018 年销量的 1.5 倍, 对应 2018-2024 年, 飞天茅台销量 CAGR 为 7%。

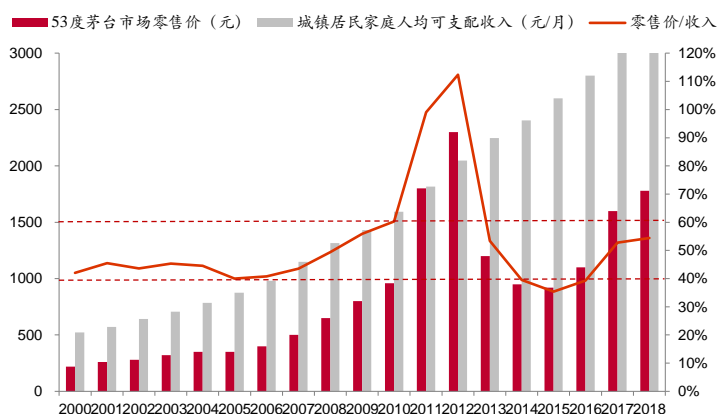
图表 48: 根据产能推算 2024 年茅台酒产量将达到 4.6 万吨



来源: 公司年报、经销商渠道、中泰证券研究所

- 2、价格: 2024 年茅台吨价约是 2018 年的 1.67 倍。**茅台一方面可以通过提出厂价的方式直接提价, 另一方面可以通过增加直营比重的方式间接提价。我们分别进行测算: **1) 直接提价: 保守预计 2024 年茅台出厂价为 1500 元, 相对于 2018 年直接提价 55%。**我们发现, 历史上茅台零售价与居民月收入之间的比值基本维持在 40%-60%, 该比例区间是茅台内在价值的购买力体现。我们假设 2018-2024 年居民月可支配收入复合增速为 6.5%(参考 2018 年), 则 2024 年居民每月可支配收入达 4773 元, 对应零售价合理区间应位于 1909-2864 元, 按照渠道利润率 40%的合理水平, 对应出厂价区间为 1363-20146 元, 我们认为 2024 年茅台出厂价水平有望达到 1500 元。**2) 间接提价: 2024 年间接提价幅度约 8%。**公司已逐渐加大直营比重, 这将使得渠道利润逐步回流, 因此相当于间接提价。我们对此进行测算: 当前公司直营比例仅约为 6%, 假设到 2024 年这一比例达到 30%, 那么直营增量将达到 1.1 万吨 ($4.6 \times 0.24 = 1.1$)。根据上文假设, 我们按出厂价 1500 元, 市场指导价 2000 元来计算的话, 那么 1.1 万吨的直营增量 (按照 2000 元销售) 对应增厚的利润约为 118 亿元, 相当于总收入和吨价再提升约 8% ($118/1502=8\%$)。综合来看, 我们保守估计, 到 2024 年茅台吨价相对于 2018 年共提升约 67% ($1.55 \times 1.08 = 1.67$), 若考虑产品结构提升, 这一比例有望更高。

图表 49: 40%-60%是茅台零售价与居民月收入比值的合理区间



来源: WIND、中泰证券研究所

图表 50: 2024 年间接提价将增厚利润约 118 亿元

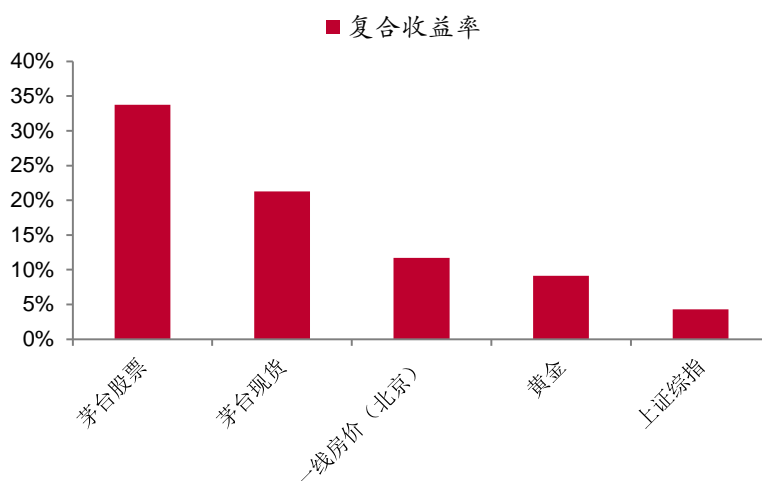
	渠道	比重	配额 (万吨)	价格 (元/瓶)	收入 (亿元)	两者差额 (亿元)
方案一	经销	94%	4.32	1500	1384	118
	直营	6%	0.28	2000	118	
	加总	100%	4.6	...	1502	
方案二	经销	70%	3.22	1500	1031	
	直营	30%	1.38	2000	589	
	加总	100%	4.6	...	1620	

来源: WIND、中泰证券研究所

估值: 茅台历史回报率突出, 未来估值有望站稳 35 倍

对比大类资产: 近 20 年茅台收益率远超房产和黄金

- 近 20 年茅台股票和现货收益率显著跑赢其他大类资产。我们对 2000-2019 年各类资产的收益率, 发现茅台股票、茅台现货、一线城市房价(北京)、黄金、上证综指复合收益率分别为 33.7%、21.3%、11.7%、9.1%、4.1%, 可见茅台股票和茅台现货收益率远跑赢其他资产, 因此具备避险属性, 具备良好的长期配置价值。茅台复合收益率之高本质上是商业模式好, 可以说是消费品里最好的一门生意, 强定价权、充沛现金流、收藏增值属性是多数企业不具备的, 而且茅台作为中国文化的名片之一, 永续经营的能力很强。

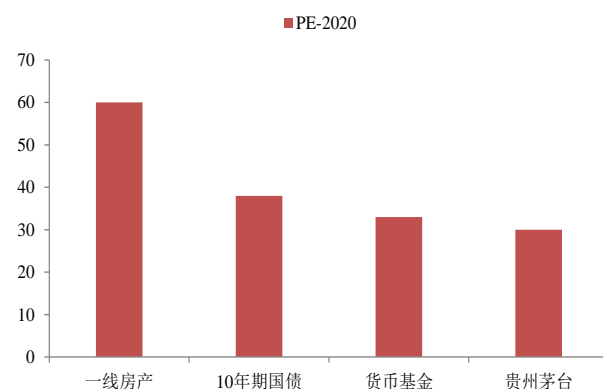
图表 51: 茅台股票收益率远跑赢其他大类资产


来源: WIND、中泰证券研究所

- 相对于一线地产和国债, 茅台估值便宜。目前一线房产、10 年期国债、货币基金估值分别为 60、37、33 倍, 均高于茅台的 30 倍, 茅台估值性价比凸显。考虑到永续经营的较强能力, 长期来看茅台的业绩确定性类似于国债, 目前中国 10 年期国债收益率接近 2.6% (38 倍), 与之对应茅台的估值理应达到 35 倍甚至以上。

图表 52: 目前中国 10 年期国债收益率仅 2.6%


来源: wind、中泰证券研究所

图表 53: 估值角度茅台更具性价比


来源: WIND、中泰证券研究所

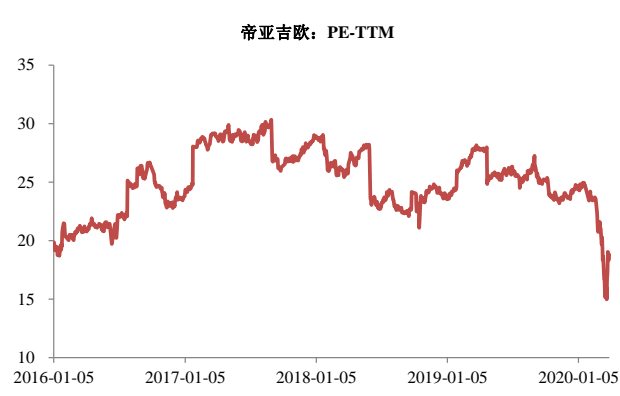
对标海外巨头: 参照奢侈品爱马仕, 茅台未来估值有望达到 35 倍

- **茅台盈利能力和成长性完胜帝亚吉欧, 估值体系已有体现。**近几年茅台估值已持续超越全球烈酒巨头帝亚吉欧, 我们认为本质上这是资本逐利带来价值发现和认知的结果。无论从竞争格局, 还是业绩成长性, 茅台都完胜帝亚吉欧, 近期海外股市大跌导致帝亚吉欧估值下降至 20 倍以下, 外资短期流出明显, 我们认为这只是外在事件带来的短期冲击, 更多是解决流动性问题, 长期来看茅台仍是外资重点配置的方向。

图表 54: 茅台盈利能力和成长性比帝亚吉欧更优

		贵州茅台	帝亚吉欧
成长性	过去5年业绩CAGR	24%	2%
	毛利率	92%	75%
盈利能力	净利率	54%	17%
	产品策略	大单品策略	多品牌运营
经营策略	市场策略	专注国内高端酒市场, 目前销量占比不足1%, 提升空间大	全球化经营, 占比约30%, 提升难度相对较大

来源: WIND、中泰证券研究所

图表 55: 帝亚吉欧估值稳定在 20-25 倍


来源: 中泰证券研究所

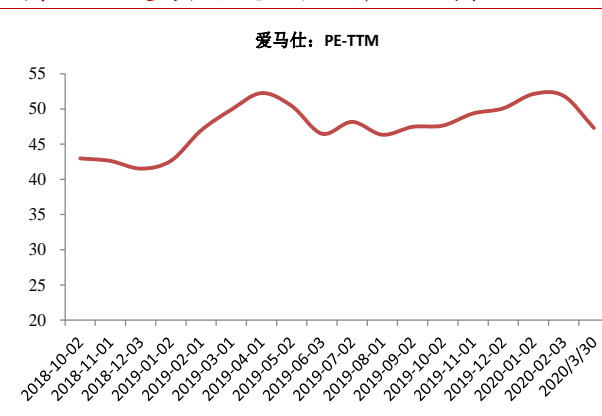
- **茅台可与全球奢侈品巨头对标, 未来估值有望向爱马仕看齐。**纵观全球消费品企业, 我们认为茅台与爱马仕的生意模式最为相近, 堪称奢侈品的顶级生意。两者均具备悠久的历史文化, 茅台是红色文化, 爱马仕是王室贵族文化, 均拥有强势品牌带来的宽阔护城河, 产品上坚持工匠精神, 品质要求苛刻, 定位高端消费群体; 供需格局方面, 均处于卖方市场, 供求紧平衡状态持续存在。业绩表现来看, 近 5 年爱马仕利润复合增速约 15%, 茅台利润复合增速 24%, 成长性强于爱马仕; 从估值角度来看, 自上市以来爱马仕估值水平多数年份保持在 30 倍以上, 估值基本在 45 倍以上, 近期海外股市大跌后, 爱马仕估值仍在 40 倍以上, 体现出较强的避险属性。我们认为, 结合商业模式和成长性, 未来茅台估值水平有望与国际接轨, 逐步向奢侈品巨头看齐, 站稳 35-40 倍水平。

图表 56: 茅台与爱马仕数据对比

	指标	贵州茅台	爱马仕
成长性	过去5年业绩CAGR	24%	15%
盈利能力	毛利率	92%	70%
	净利率	54%	24%
核心壁垒	产品力	酿造周期长, 坚持工匠精神	皮革要求苛刻, 坚持纯手工制作
	品牌力	红色文化、国酒文化、外交文化	深受王室贵族青睐
经营策略	产品定位	高端白酒	高端奢侈皮具等
	营销策略	凸显稀缺属性, 长期供不应求	会员制, 排队购买

来源: WIND、中泰证券研究所

图表 57: 爱马仕动态估值水平仍保持在 40 倍以上



来源: WIND、中泰证券研究所

投资建议: 重申“买入”评级

- 茅台深厚的文化底蕴塑造了强势品牌力, 其护城河足够宽, ROE 长期稳定在 25% 以上, 并且处在白酒价位里增速最快的赛道, 渠道价差充足和良好的收藏保值属性, 使其受本次疫情影响很小; 展望未来 5 年, 茅台仍处于卖方市场, 公司具备持续提价能力, 我们预计公司收入复合增速有望达 15% 以上, 依旧是稀缺的核心资产。目前对应 2020 年估值 30 倍, 2021 年估值 25 倍, 短期外在冲击带来配置良机, 建议积极配置。
- 投资建议: 重申“买入”评级, 持续重点推荐。我们预计公司 2019-2021 年营业总收入分别为 890/996/1145 亿元, 同比增长 15%/11%/15%; 净利润分别为 409/469/549 亿元, 同比增长 16%/15%/17%, 对应 EPS 分别为 32.54/37.33/43.71 元。

图表 58: 重点公司盈利预测表

股票名称	股价	EPS				PE			
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
白酒	元								
贵州茅台	1103.00	28.0	32.5	37.3	44.0	39.4	33.9	29.6	25.0
五粮液	115.00	3.5	4.5	5.2	6.5	33.3	25.5	22.2	17.8
泸州老窖	73.84	2.4	3.2	3.5	4.4	31.0	23.0	20.9	16.7
洋河股份	83.57	5.4	5.4	4.8	5.3	15.5	15.5	17.4	15.8
古井贡酒	113.15	3.4	4.6	5.2	6.8	33.6	24.9	21.6	16.6
山西汾酒	90.55	1.7	2.3	2.7	3.5	53.6	38.9	33.9	26.0
口子窖	40.45	2.6	3.0	2.7	3.0	15.9	13.5	15.0	13.7
今世缘	27.76	0.9	1.2	1.3	1.7	30.2	24.1	21.0	16.8
水井坊	43.32	1.2	1.6	1.7	2.1	36.4	27.9	25.4	20.3
顺鑫农业	59.30	1.3	1.6	2.2	2.8	45.6	36.6	27.5	21.1

来源: WIND、中泰证券研究所

风险提示

- **高端酒动销和业绩不及预期：**近年来各地白酒消费档次提升明显，但消费升级是一个相对缓慢的过程，若宏观经济出现一定程度的波动，白酒消费可能受存在一定影响，高端酒动销存在不及预期的可能。未来几年收入测算基于一定的假设条件，也存在不及预期的风险。
- **疫情持续扩散带来全球经济下行风险：**当前海外新型冠状病毒肺炎疫情仍在扩散过程中，新增确诊病例尚未见到明确下降拐点，若疫情持续扩散，将对全球以及国内经济发展造成一定程度不利影响，进而影响白酒需求。
- **样本有限存在的偏差。**白酒的经销渠道覆盖全国市场，数量众多，文中部分信息来源于经销商渠道调研，可能因样本数量和范围的限制，与实际情况有一定程度的偏差。
- **食品安全事件风险：**类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言，更多的是安全事件，带来的打击也是沉重的。

图表 59: 贵州茅台三大财务报表预测 (单位: 百万元)

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	61,063	77,199	89,015	99,628	114,515
增长率	52.1%	26.4%	15.3%	11.9%	14.9%
营业成本	-5,940	-6,523	-7,116	-7,756	-8,542
% 销售收入	9.7%	8.4%	8.0%	7.8%	7.5%
毛利	55,122	70,676	81,899	91,872	105,973
% 销售收入	90.3%	91.6%	92.0%	92.2%	92.5%
营业税金及附加	-8,404	-11,289	-12,729	-13,948	-15,459
% 销售收入	13.8%	14.6%	14.3%	14.0%	13.5%
营业费用	-2,986	-2,572	-4,451	-3,985	-4,237
% 销售收入	4.9%	3.3%	5.0%	4.0%	3.7%
管理费用	-4,721	-5,326	-5,786	-6,376	-7,214
% 销售收入	7.7%	6.9%	6.5%	6.4%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	39,011	51,490	58,933	67,563	79,062
% 销售收入	63.9%	66.7%	66.2%	67.8%	69.0%
财务费用	56	4	40	33	33
% 销售收入	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-8	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	39,059	51,494	58,976	67,598	79,097
营业利润率	64.0%	66.7%	66.3%	67.9%	69.1%
营业外收支	-200	-515	-295	-294	-293
税前利润	38,859	50,979	58,681	67,304	78,804
利润率	63.6%	66.0%	65.9%	67.6%	68.8%
所得税	-9,734	-12,998	-14,746	-16,913	-19,803
所得税率	25.0%	25.5%	25.1%	25.1%	25.1%
净利润	29,006	37,830	43,932	50,389	58,998
少数股东损益	1,927	2,626	3,050	3,498	4,095
归属于母公司的净利润	27,079	35,204	40,883	46,891	54,903
净利率	44.3%	45.6%	45.9%	47.1%	47.9%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	29,006	37,830	43,932	50,389	58,998
加: 折旧和摊销	1,126	1,175	1,169	1,172	1,175
资产减值准备	-8	1	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	-40	-33	-33
投资收益	0	0	-1	-1	-1
少数股东损益	1,927	2,626	3,050	3,498	4,095
营运资金的变动	-4,091	6,364	9,319	7,929	8,869
经营活动现金净流	22,153	41,385	54,379	59,456	69,009
固定资本投资	-62	58	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-1,121	-1,629	-107	-94	-91
股利分配	-13,817	-13,817	-20,441	-23,446	-27,452
其他	4,918	-2,624	-741	33	33
筹资活动现金净流	-8,899	-16,441	-21,183	-23,412	-27,418
现金净流量	12,133	23,315	33,090	35,949	41,499

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	87,869	112,075	145,164	181,114	222,613
应收款项	1,253	614	1,539	870	1,899
存货	22,057	23,507	26,199	27,976	31,690
其他流动资产	1,070	1,666	1,454	1,860	1,692
流动资产	112,249	137,862	174,356	211,820	257,894
% 总资产	83.4%	86.2%	89.3%	91.4%	93.2%
长期投资	29	29	29	29	29
固定资产	15,244	15,249	14,192	13,132	12,071
% 总资产	11.3%	9.5%	7.3%	5.7%	4.4%
无形资产	3,459	3,499	3,458	3,416	3,373
非流动资产	22,361	21,985	20,914	19,826	18,733
% 总资产	16.6%	13.8%	10.7%	8.6%	6.8%
资产总计	134,610	159,847	195,270	231,647	276,627
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	18,461	18,117	30,831	40,264	53,697
其他流动负债	20,114	24,321	24,321	24,321	24,321
流动负债	38,575	42,438	55,152	64,585	78,018
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	16	0	0	0	0
负债	38,590	42,438	55,152	64,585	78,018
普通股股东权益	91,452	112,839	132,499	155,944	183,396
少数股东权益	4,568	4,570	7,620	11,117	15,213
负债股东权益合计	134,610	159,847	195,270	231,647	276,627

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	21.56	28.02	32.54	37.33	43.71
每股净资产 (元)	72.80	89.83	105.48	124.14	145.99
每股经营现金净流 (元)	17.63	32.94	43.29	47.33	54.93
每股股利 (元)	11.00	11.00	16.27	18.66	21.85
回报率					
净资产收益率	29.61%	31.20%	30.86%	30.07%	29.94%
总资产收益率	21.55%	23.67%	22.50%	21.75%	21.33%
投入资本收益率	414.73%	587.05%	1089.22%	-799.61%	-386.47%
增长率					
营业总收入增长率	52.07%	26.43%	15.31%	11.92%	14.94%
EBIT 增长率	60.21%	31.95%	14.46%	14.64%	17.02%
净利润增长率	61.97%	30.00%	16.13%	14.70%	17.09%
总资产增长率	19.19%	18.75%	22.16%	18.63%	19.42%
资产管理能力					
应收账款周转天数	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	125.8	106.2	100.5	97.9	93.8
应付账款周转天数	61.6	59.9	60.7	60.3	60.5
固定资产周转天数	87.5	71.1	59.5	49.4	39.6
偿债能力					
净负债/股东权益	-116.72%	-123.64%	-129.26%	-133.25%	-125.00%
EBIT 利息保障倍数	-700.2	-14,622.3	-1,476.2	-2,042.1	-2,391.3
资产负债率	28.67%	26.55%	28.24%	27.88%	28.20%

来源: WIND、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。