

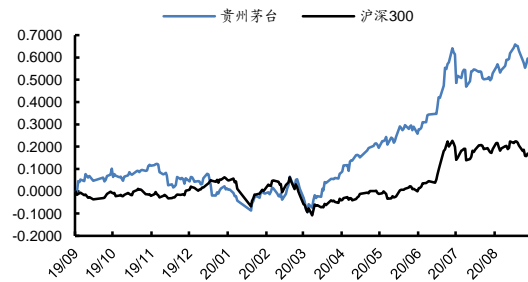
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
联系人：赵宁宁 S0350120070040
021-61981322 zhaonn@ghzq.com.cn

品牌价值独一无二,产区和工艺酿造茅台酱香

——贵州茅台（600519）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
贵州茅台	6.5	23.8	59.5
沪深300	-0.2	15.6	16.5

市场数据 2020-09-11

当前价格(元)	1733.00
52周价格区间(元)	960.10 - 1828.00
总市值(百万)	2176990.79
流通市值(百万)	2176990.79
总股本(万股)	125619.78
流通股(万股)	125619.78
日均成交额(百万)	4560.41
近一月换手(%)	5.50

相关报告

《贵州茅台（600519）中报点评：中报增长稳健，直销占比提高》——2020-07-29

《贵州茅台（600519）一季报点评：厂批价差仍大，稳健增长无忧》——2020-04-28

《贵州茅台（600519）跟踪报告：2020年茅台酒计划销量增加较大，目前厂批价差大未来仍有提价可能》——2020-01-01

《贵州茅台（600519）一季报点评：放量和提价仍有空间，中短期业绩增长无忧》——2019-04-26

《贵州茅台（600519）年报点评：厂批价差大，未来仍有提价和放量空间》——2019-03-29

投资要点：

经济发展和收入增长扩大中高端、高端酒需求 随着人们收入水平的提高和对生活品质的追求，消费者逐渐养成少喝酒，喝好酒的习惯，白酒行业量减价升，价格支撑行业增长。2019年白酒行业销售收入5617.82亿元，同比增长4.73%；其中白酒销量同比降低11.61%，白酒均价同比上涨18.48%。

国酒茅台品牌价值独一无二，稀缺性有增无减 茅台产能有限，供给稀缺，且其长期塑造的品牌价值为白酒行业其他公司所难以相比。随着我国经济发展和社会进步，一方面高收入人群增多，人均可支配收入提高，茅台酒的消费、收藏需求增加，另一方面商务往来增多，对茅台的商务消费、送礼需求增加。同时在通货膨胀的大背景下，茅台作为一定程度的“生息资产”，其投资需求进一步增加。如此，茅台供不应求的状态可能呈现加剧趋势，稀缺性有增无减。

■ **产能释放、产品升级和渠道改革促进量价齐升** 2020年9月10日，18栋茅台酒制酒生产房开始投产，“十三五”中华片区茅台酒技改工程全面完工，茅台酒2021年将实现5.6万吨的产能释放，迎来产能释放期。而根据基酒贮存周期计算，预测其2020/2021/2022年茅台酒成品酒产量有3.34/3.64/4.22万吨，同比增长22%/9%/16%。

■ **茅台一批价目前为2800元左右，出厂价与一批价价差目前约为1831元，处于历史高位，价差占出厂价比例也达到了历史高位，渠道利润存在较高的压缩空间；且茅台自2018年1月便未提高飞天茅台出厂价，具有较强的提价预期。** 茅台年份酒、定制酒及其他高附加值产品的推出和产量的增加，将能够持续促进茅台酒的吨价提升。同时茅台不断推进渠道改革，2020H1直销占比11.72%，直销的出厂价会高于经销，利于吨价提升。2019年茅台直销的吨价为273.32万元/吨，直销吨价相当于茅台酒吨价的1.25倍。

■ **茅台带动酱酒的成长** 酱香酒因品质相对更有保障，且受到茅台品牌的溢出影响，围绕赤水河两岸的酱香酒在品牌价值和市场份额上近年来逐渐提高。在市场规模上，酱香型白酒从2010年的352亿元增长到2019年的1350亿元，占比白酒收入为24.03%。预计未来随着酱香酒需求增加以及茅台酒的供给有限，市场空间将进一步打开。

■ **盈利预测和投资评级：** 预计公司2020-2022年归母净利润分别为人民币

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

474.55/554.60/652.98 亿元，对应的 PE 分别为 45.87/39.25/33.34 倍，维持买入评级。

- **风险提示：**宏观经济下行；行业政策调整；食品安全事件；产品提价及产能释放的不确定性；公司经营不达预期。

盈利预测与估值

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	88854	98392	114165	132255
增长率(%)	15.10%	10.73%	16.03%	15.85%
归母净利润（百万元）	41206	47455	55460	65298
增长率(%)	17.05%	15.16%	16.87%	17.74%
摊薄每股收益（元）	32.80	37.78	44.15	51.98
ROE（%）	30.30%	28.02%	27.53%	27.29%

资料来源：wind，国海证券研究所

内容目录

1、 经济发展和收入增长扩大高端酒需求.....	6
1.1、 无酒不成席奠定白酒消费基础.....	6
1.2、 经济发展和高净值人群增长扩大高端酒需求.....	7
2、 茅台品牌价值独一无二，稀缺性有增无减.....	10
2.1、 收入和利润稳定增长.....	10
2.2、 产区和生产工艺酿造茅台酱香.....	11
2.3、 国酒茅台见证我国外交内建.....	13
2.4、 保值增值的“生息资产”.....	14
3、 产能释放和渠道改革促进量价齐升.....	16
3.1、 迎来产能释放期，奠定量增基础.....	17
3.2、 价差增大，出厂价具有上调预期.....	19
3.3、 高附加值产品的推出可持续提高吨价.....	20
3.4、 渠道扁平化利于利润提升和价格管控.....	23
3.5、 系列酒拓展中高端消费者，增长可观.....	25
4、 茅台带动酱香酒的火热.....	26
4.1、 酱香型白酒产区依赖度高，收藏价值高.....	26
4.2、 酱香酒行业逐渐百花齐放，市场规模逐年增长.....	27
5、 盈利预测与评级.....	29
6、 风险提示.....	29

图表目录

图 1: 白酒需求结构	6
图 2: 马斯洛需求理论.....	6
图 3: 白酒销售规模(亿元)和同比 2010-2019.....	7
图 4: 白酒行业量减价升 2014-2019.....	7
图 5: 2018 年中国白酒行业品牌销售收入市场占有率	7
图 6: 白酒行业产品结构对比(2016, 2017)	7
图 7: 拥有 1000 万以上可投资资产的人群分布	8
图 8: 超高净值人群消费价格指数与居民消费价格指数	8
图 9: GDP:人均 GDP:同比(年)	8
图 10: 全国居民人均可支配收入累计值(元, 季)和累计实际同比(%)	8
图 11: 品尝美酒青睐程度近 5 年保持增长趋势	9
图 12: 高端酒逐渐成为高净值人群社交场合互相赠与的礼物.....	9
图 13: 消费品流量的频率、范围和上瘾性、保险周期的关系	9
图 14: 2019 年高净值人群收藏排名	9
图 15: 公司股权结构(截至 2020 年中报)	10
图 16: 贵州茅台营业收入(亿元)和同比(%) 2010-2020H1	10
图 17: 贵州茅台归母净利润(亿元)和同比(%) 2010-2020H1.....	10
图 18: 茅台镇红缨子高粱	11
图 19: 赤水河岸边的茅台镇	11
图 20: 茅台酒生产工艺特征	11
图 21: 茅台酒生产工艺	12
图 22: 茅台一批价(元)	14
图 23: CPI 累计同比(%, 月)	14
图 24: 贵州茅台股价走势(元, 后复权)	15
图 25: 伦敦现货黄金:以美元计价(美元/盎司, 日)	15
图 26: 走进系列纪念酒.....	21
图 27: 茅台生肖纪念酒.....	22
图 28: 精品茅台	23
图 29: 43% vol 500ml 贵州茅台喜宴.....	23
图 30: 茅台直销销量和吨价变化 2015-2019.....	24
图 31: 茅台直销比例 2015-2019.....	24
图 32: 茅台系列酒收入(亿元)及同比 2010-2019.....	26
图 33: 茅台系列酒吨价(万元/吨)及同比 2015-2019	26
图 34: 酱酒销售额占白酒的比例 2010-2019.....	27
图 35: 酱香酒和白酒市场规模(亿元)及增长 2010-2019	27
表 1: 新中国成立后茅台的外交内建地位.....	13
表 2: 不同年份的飞天茅台和生肖酒的一批价(9月4日)	16
表 3: 茅台酒基酒产量(万吨)和成品酒销量(万吨)预测.....	17
表 4: 茅台酒和系列酒设计产能和实际产能(吨)	17
表 5: 茅台酒产能扩建历程	18
表 6: 酱香系列酒产能建设过程	19
表 7: 茅台出厂价及年均涨幅.....	19
表 8: 茅台酒和系列酒销量(万吨)和吨价(万元/吨)	20

表 9: 茅台走进系列	21
表 10: 茅台生肖纪念酒产量	22
表 11: 茅台渠道扁平化改革	24
表 12: 经销和直销销量 (万吨) 和吨价 (万元/吨)	25
表 13: 茅台系列酒产品及价格 (元)	26
表 14: 酱酒品牌 2019 年营收及产能规模	28

1、经济发展和收入增长扩大高端酒需求

1.1、无酒不成席奠定白酒消费基础

我国具有“无酒不成席”的文化传统，奠定了白酒的需求基础 商务宴请、亲朋好友聚会，酒都是最助兴的载体，能够融洽和活跃气氛，更便于人与人之间的交流。对于自饮来说，白酒的度数较高，能够满足一部分消费者对于白酒微醺的幸福感，且酒精上瘾，消费粘性也较强。此外，白酒经常作为礼品相赠，在相对透明的品牌和价格体系下，作为礼品的白酒更需要品牌底蕴的支撑。总结来说，白酒最重要的便是其社交属性，因此白酒的需求不仅仅受到品质、价格的影响，受品牌的影响更大，无名酒难成席。

经济发展和收入增长使白酒未来向品牌名酒集中 随着人们收入的提高，在需求方面也由基本的物质需求向精神追求上转变，而在具有社交属性的白酒上面，这种需求转变更加深度。无论是商务洽谈、宴请客人、还是送礼收藏，品牌名酒是主要首选，未来白酒将更加向品牌名酒集中。

图 1：白酒需求结构

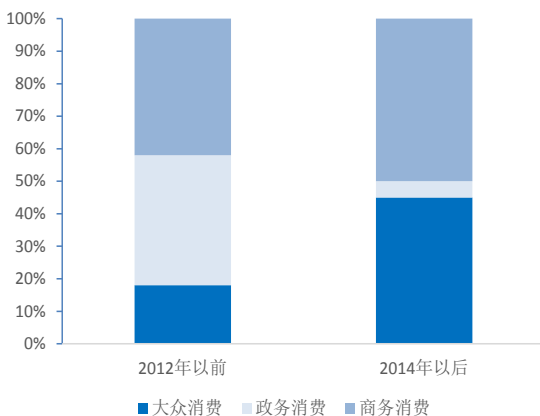
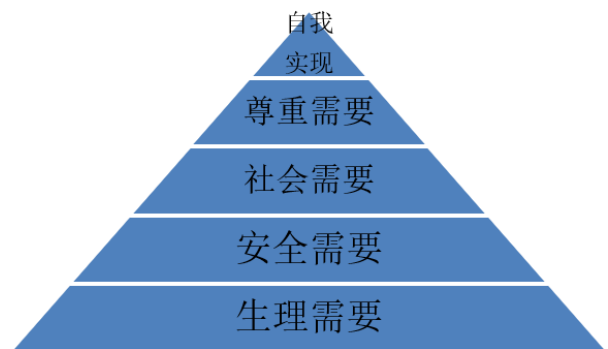


图 2：马斯洛需求理论



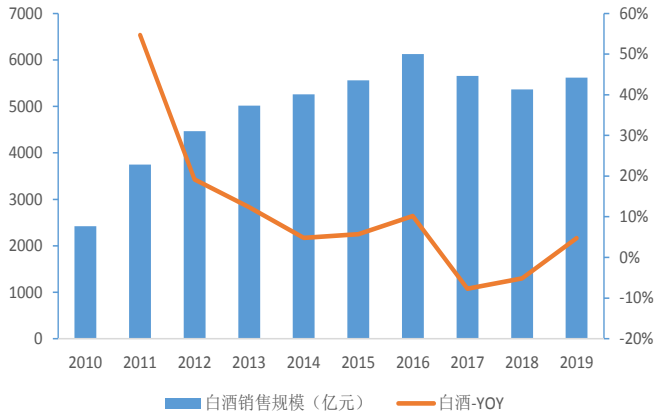
资料来源：观研天下，中国报告网，国海证券研究所

资料来源：智库百科，国海证券研究所

白酒大众消费占比提高，周期性减弱 由于 2013 年三公消费八大规定的出台，白酒政务消费占比不断降低，由 2012 年之前占比 40%降低到 2014 年之后占比约 5%，大众消费需求在白酒中占比约 45%。需求结构的改变使得白酒属性相应发生了改变，2012 年之前政商消费主导下，白酒周期品属性较强，而大众消费主导之下，对白酒的品牌、品质等更加看重，品牌底蕴和文化赋能更加重要。

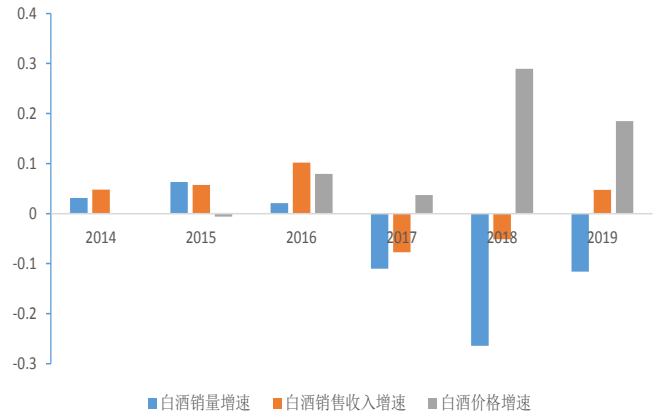
白酒行业量减价升，价格支撑行业增长 随着人们收入水平的提高和对生活品质的追求，消费者逐渐养成少喝酒，喝好酒的习惯，白酒行业量减价升，价格支撑行业增长。2019 年白酒行业销售收入 5617.82 亿元，同比增长 4.73%；其中白酒销量同比降低 11.61%，白酒均价同比上涨 18.48%。在产品结构上，低端白酒的比例降低，中高端以上的白酒受益消费升级带来的扩容。

图 3: 白酒销售规模 (亿元) 和同比 2010-2019



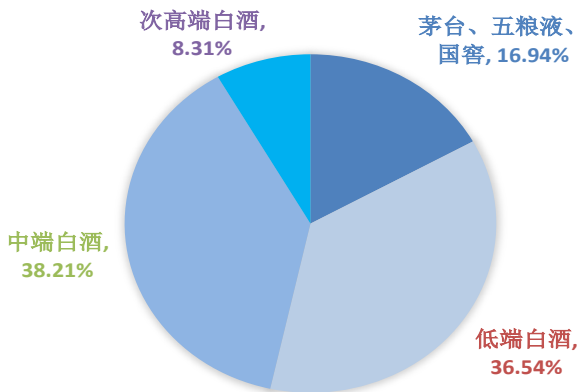
资料来源: 前瞻产业研究院, 国海证券研究所

图 4: 白酒行业量减价升 2014-2019



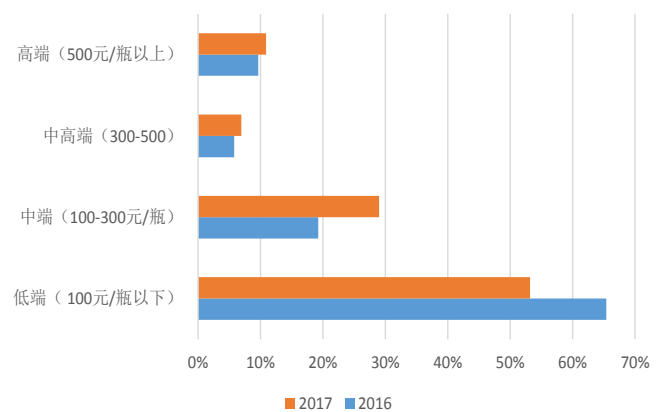
资料来源: 国家统计局, 前瞻产业研究院, 国海证券研究所

图 5: 2018 年中国白酒行业品牌销售收入市场占有率



资料来源: 前瞻产业研究院, 国海证券研究所

图 6: 白酒行业产品结构对比 (2016, 2017)



资料来源: 前瞻经济学人, 国海证券研究所

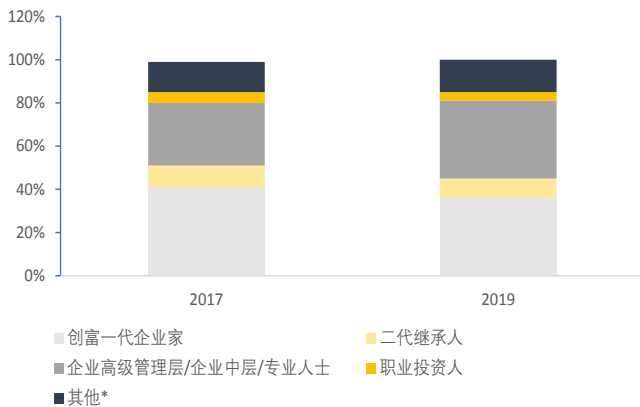
1.2、经济发展和高净值人群增长扩大高端酒需求

多方面因素促进我国一批财富新贵的涌现 根据贝恩咨询, 2015年起国务院提出棚改三年计划, 棚改全面加速并以货币化安置占主导, 创造购买力需求同时加快消化库存, 加之在“三个一亿人”目标推动下, 户籍人口城镇化的红利持续释放, 部分三四线房地产市场量价齐升, 促进居民资产价值的提高。而随着传统产业升级、新兴产业规模化, 以及多层次资本市场的建设, 创业板、科创板等上

市平台给众多企业带来的股权增值效应，推动企业中、高级管理层与专业人士新富人群涌现。

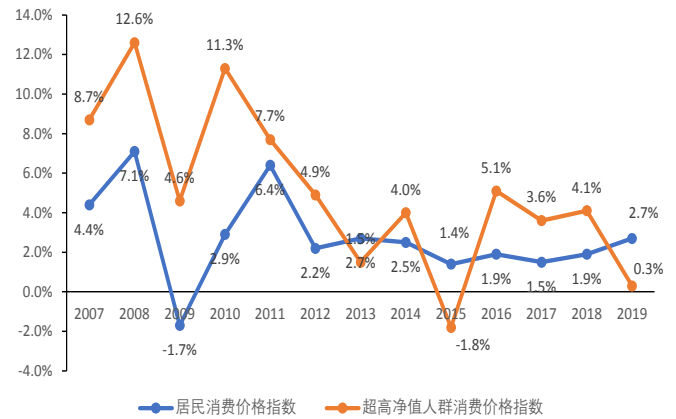
高净值人数增长速度较快 根据贝恩咨询，2018年，可投资资产在1000万人民币以上的中国高净值人群数量达到197万人，2016-2018年年均复合增长率为12%。如果按照12%的年均增速来预测，2020年可投资资产在1000万人民币以上的中国高净值人群数量达到约250万人。

图 7：拥有 1000 万以上可投资资产的人群分布



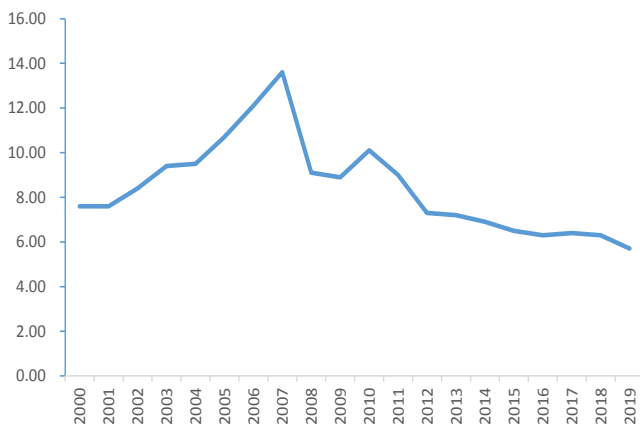
资料来源：贝恩咨询，国海证券研究所

图 8：超高净值人群消费价格指数与居民消费价格指数



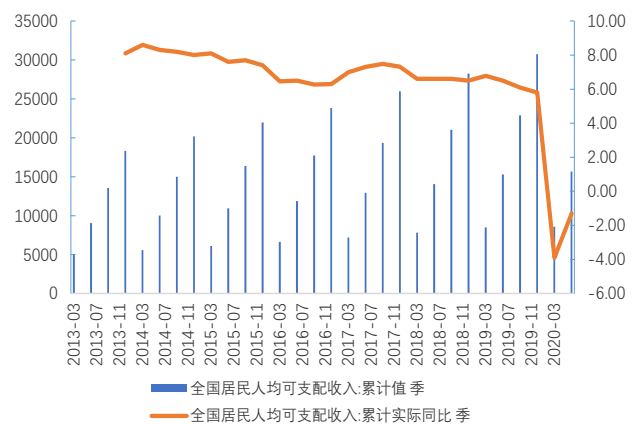
资料来源：胡润百富，国海证券研究所

图 9：GDP:人均 GDP:同比 (年)



资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：全国居民人均可支配收入累计值 (元，季) 和累计实际同比 (%)



资料来源：wind，国海证券研究所

品尝美酒更加受青睐，高端白酒，葡萄酒等成为高净值人群赠与男士的最佳礼品 根据胡润百富对高净值人群生活方式与品牌倾向连续 15 年的跟踪调研发现，最受高净值人群青睐的休闲娱乐方式包括旅游、运动健身、品尝美酒、好友聚会、品鉴美食、看书与摄影等。调研数据显示，高净值人群对于品尝美酒的青睐程度在近 5 年来保持增长趋势，表明他们对于品酒的喜爱逐渐增加。

根据《2017 胡润百富高净值人群情谊往来专项调研》，92%的高净值人群表示赠礼在生活中发挥着重要的作用，并且在送礼选择上，高端酒逐渐成为高净值人群社交场合互相赠与的礼物。根据《2019 胡润百富高净值人群生活方式与品牌倾向调研》数据，高端白酒，葡萄酒等成为高净值人群赠与男士的最佳礼品，高净值人群将酒类具有的社交价值充分发挥，以增进交流，并进行感情联络与商务拓展。

图 11: 品尝美酒青睐程度近 5 年保持增长趋势



图 12: 高端酒逐渐成为高净值人群社交场合互相赠与的礼物



资料来源：胡润百富，国海证券研究所

资料来源：胡润百富，国海证券研究所

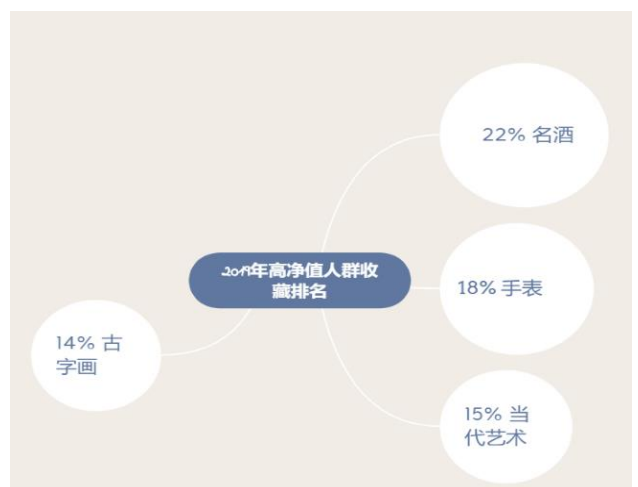
白酒更多用于宴请和送礼 根据《2019 胡润百富高净值人群生活方式与品牌倾向调研》数据，茅台作为非传统奢侈品牌入选高净值人群最青睐的奢华品牌，排名第 6。宴请偏好白酒和葡萄酒，送礼偏好洋酒和白酒，自饮偏好葡萄酒和啤酒，收藏偏好洋酒和葡萄酒。

图 13: 消费品流量的频率、范围和上瘾性、保险周期的关系



资料来源：第 102 届全国糖酒会，和君咨询，国海证券研究所

图 14: 2019 年高净值人群收藏排名



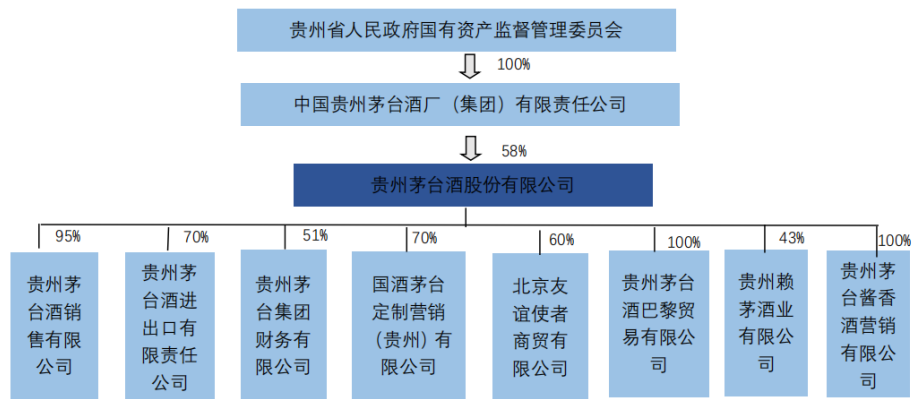
资料来源：胡润百富，国海证券研究所

2、茅台品牌价值独一无二，稀缺性有增无减

2.1、收入和利润稳定增长

贵州茅台酒厂集团有限责任公司持有贵州茅台 58%的股份，是实控方；贵州茅台下设 8 家子公司，其中，贵州茅台酒销售有限公司成立于 2000 年 5 月，主营贵州茅台酒系列产品的生产和销售。贵州茅台酱香酒营销有限公司成立于 2014 年 12 月，主要负责茅台酱香酒或称系列酒的销售。国酒茅台定制营销（贵州）有限公司成立于 2013 年 10 月，是实施茅台酒营销战略转型，实施八个营销中“个性营销”的战略子公司，主要负责茅台酒和系列酒的个性定制服务。

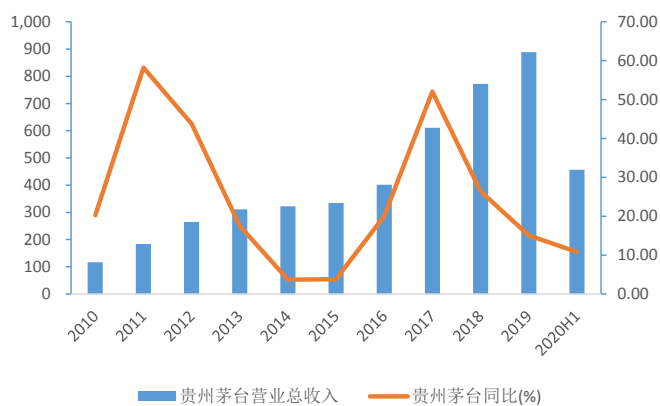
图 15: 公司股权结构（截至 2020 年中报）



资料来源：wind，国海证券研究所

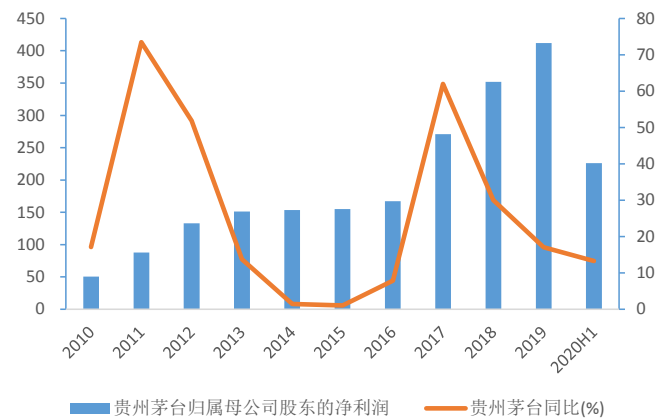
贵州茅台营业收入在 2010 年-2013 年年均增速 38.73%，2014 年-2015 年受到八大规定的影响，业绩经历了行业调整。2016 年公司营收和利润启动新增长，茅台营收由 2015 年的 334.47 亿元增长到 2019 年 885 亿元，年均增速 27.66%。

图 16: 贵州茅台营业收入（亿元）和同比（%）
2010-2020H1



资料来源：wind，国海证券研究所

图 17: 贵州茅台归母净利润（亿元）和同比（%）
2010-2020H1



资料来源：wind，国海证券研究所

2.2、产区和生产工艺酿造茅台酱香

产区环境是茅台酒的天然壁垒 有研究发现，在茅台酒厂的酒醅中分离得到 85 种微生物，其中来源于茅台大曲的至少有 10 种细菌、7 种酵母和 8 种霉菌，其他微生物主要来源于空气、场地和原辅料。复杂的微生物环境使得茅台酒的生产格外依赖当地产区环境，历史上茅台酒产区曾经迁移，但产区环境的改变却酿不出应有的茅台酒口感，产区形成了茅台酒的天然壁垒。

茅台酒受地理标志产品保护 茅台镇位于贵州省北部，地处地势低矮的赤水河边峡谷地带，两山对峙，一水中通，形成了一个封闭的盆地状低谷，海拔落差 200 米以上，沿河区域海拔约 400 米，最高处海拔 600 余米。封闭的河谷区域形成了茅台镇独特的气候特点：气候湿润，冬暖夏热，年平均气温约 18℃，冬季最低气温 3℃，夏季最高气温 40℃，冬季温差小，炎热季节达半年之久，如此也成就了茅台镇特有的微生物环境和适宜的酿酒条件。原料上使用茅台本地生产红缨子高粱，粒小，皮厚，坚实而饱满，适合茅台酒的多次发酵。茅台地区的紫红色钙质土壤，酸碱适度，沙砾含量高，土地体松软，空隙度大，具有良好的渗透性，为茅台酒酿造提供优质水源。2012 年，贵州省人民政府向质检总局提出申请，调整茅台酒（贵州茅台酒）地理标志保护产品名称及保护范围。茅台酒（贵州茅台酒）产地范围从 7.5 平方公里延伸面积约 7.53 平方公里，总面积共约 15.03 平方公里。

图 18：茅台镇红缨子高粱



资料来源：百度图片，国海证券研究所

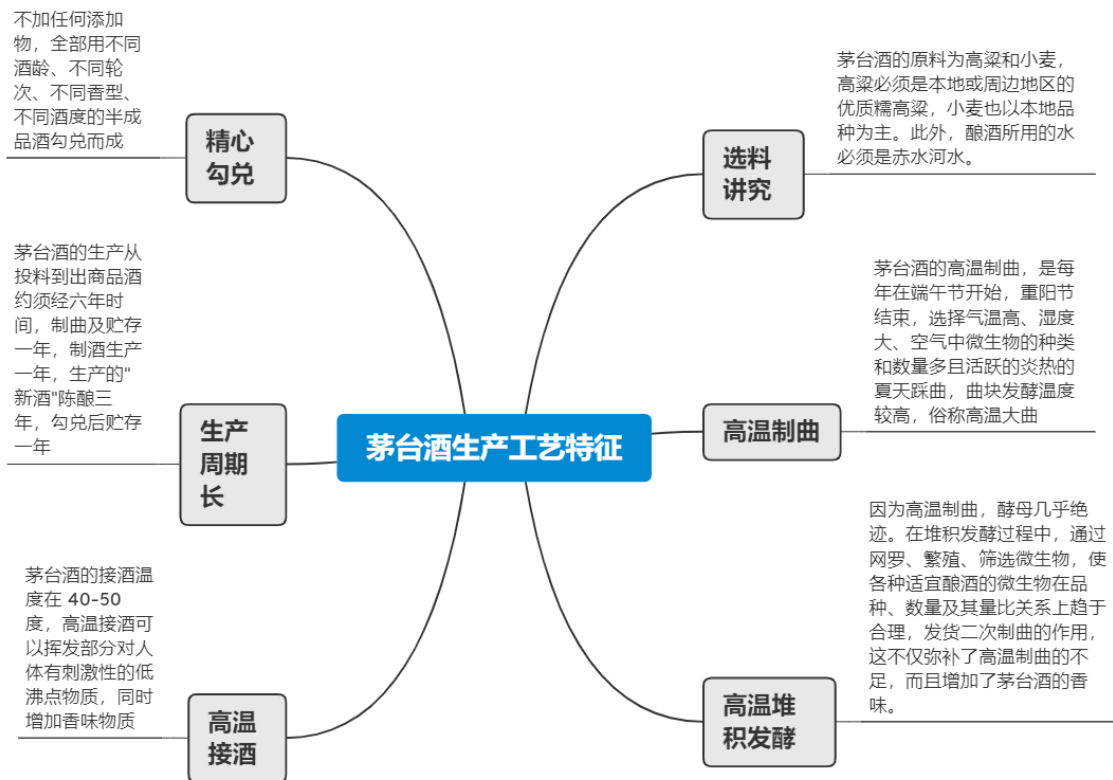
图 19：赤水河岸边的茅台镇



资料来源：百度图片，国海证券研究所

茅台自身的生产工艺是其强大的后天壁垒 茅台酒的生产及勾兑技术具有较强的特殊性，配合独有的地域、气候等特征，形成模仿者不可逾越的技术壁垒。茅台酒的生产工艺是历代酒师在长期的生产实践中，巧妙地利用酿酒的基本原理，结合当地特殊的自然条件创造出来的。近年来，本公司不断利用现代科学技术对传统工艺进行改造、继承、创新，使之更加科学和规范。

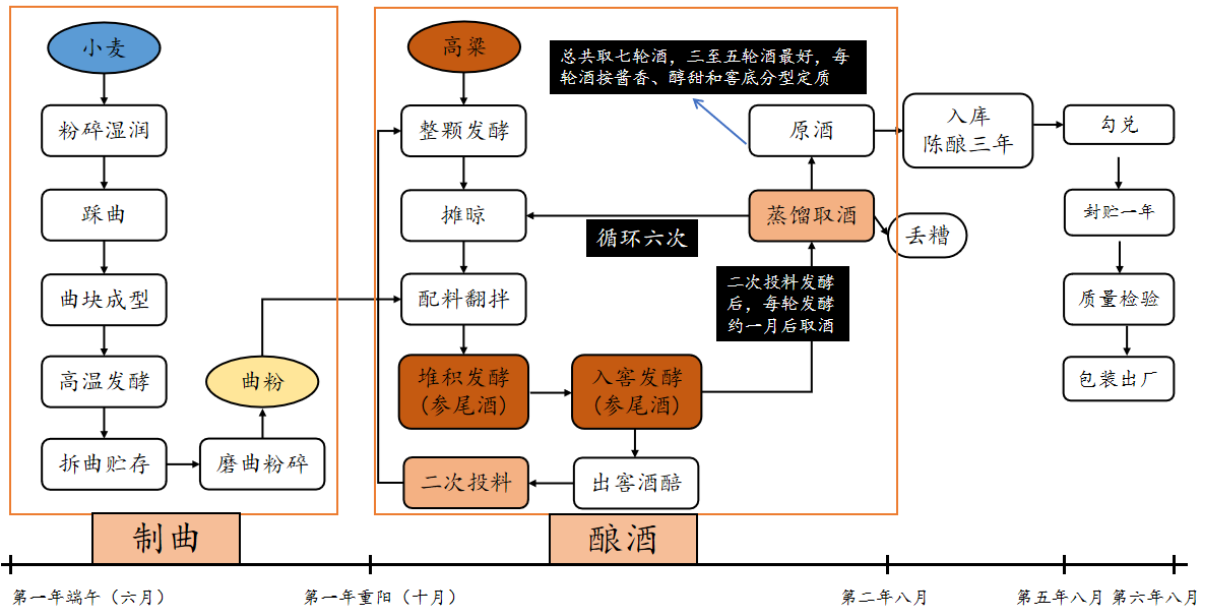
图 20：茅台酒生产工艺特征



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

六年一个大周期的生产工艺 早在 1965 年，季克良先生在全国第一次白酒大会上介绍《我们是如何勾酒的》，首次归纳总结了茅台酒厂技术厂长李兴发的重大发现，区分了茅台酒的酱香、醇甜、窖底三种典型体，并将其命名为酱香型白酒。茅台制酒的生产工艺是：用纯净小麦制成的高温大曲和高粱作酿酒原料，经二次投料，九次蒸煮，八次摊凉、加曲、堆积、八次发酵，七次摘酒，茅台每个轮次还根据每次出酒的特性，分为三种典型酒体，分别是：酱香、醇甜、窖底。然后根据品质进行一等、二等、三等级。就这样分轮次、分酒体、分等级，装在酒坛里贮存 3 年以上（其间有盘勾工艺）。茅台酒的生产时间是：端午踩曲、重阳投料，一月一个小周期，一年一个中周期，六年一个大周期。

图 21：茅台酒生产工艺



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

2.3、国酒茅台见证我国外交内建

长征时期，茅台酒为红军将士疗伤、驱寒，在新中国成立后参与了开国第一宴、日内瓦会议等重大宴会，见证神州五号飞船升空；并在当下融入一带一路，开发“走进系列”纪念酒；助力脱贫攻坚，“中国茅台·国之栋梁”公益助学活动累计捐资 7.14 亿元，茅台具有见证我国外交内建的国酒地位，其品牌价值为白酒行业其他公司所难以相比。胡润研究院 2019 年 12 月 12 日发布“2019 胡润品牌榜”，贵州茅台以 6400 亿元品牌价值夺冠。2019 年 8 月 28 日，第 11 届华樽杯中国酒类品牌价值 200 强研究报告发布，茅台集团以 3005.21 亿元的品牌价值位列榜首。第 2 届全球名酒 100 强品牌价值研究报告同时发布，飞天茅台以 2179.91 亿元的品牌价值力压帝亚吉欧的斯米诺夫、尊尼获加等知名品牌。

表 1：新中国成立后茅台的外交内建地位

时间	事件
1952 年	贵州茅台酒在全国第一次评酒会上被评为国家名酒，列全国八大名酒之首。
1955 年万隆会议	茅台酒被用来招待贵宾，掀起了第一股茅台热；
1972 年尼克松访华	第二次茅台酒热来临，出现供不应求的情况，茅台酒产量由 1970 年的 232 吨增至 1975 年的 700 吨。
1975 年	国务院副总理王震在全国食品工作会议上指出：“茅台酒是国酒”。
1985 年	茅台酒荣获“国际商品金桂叶奖”，这是建国后茅台酒首次获国际金奖。
1986 年	将“我爱茅台，为国争光”作为企业精神。茅台酒包装获“亚洲之星”国际包装奖。电视剧《茅台酒的传说》播出，茅台酒文化兴起。
1994 年	茅台酒厂获 1993 年度全国优秀企业“金马奖”。 贵州茅台酒获第五届亚太国际贸易博览会金奖。

	贵州茅台酒获纪念巴拿马万国博览会 80 周年国际名酒评比会（美国）特别金奖第一名。
1997 年	香港回归，茅台人特制 1997 瓶茅台酒送往香港庆祝香港回归。
1998 年	为纪念周恩来诞辰 100 周年，茅台集团公司为周恩来总理铜像举行揭幕仪式。
1999 年	澳门回归，茅台人特制 1999 瓶茅台酒庆祝澳门回归祖国怀抱。
2003 年	载有茅台酒酿造原料高粱、小麦和曲药的神舟五号飞船升空并成功返回。
2005 年	黄帝陵民祭大典在陕西黄陵举行，茅台酒为主祭祀唯一用酒。 茅台酒获巴拿马万国博览会金奖暨世界名酒 90 周年纪念大会在北京人民大会堂举行。
2006 年	香港回归十周年庆祝晚宴上，胡锦涛用茅台酒举杯向特区人民敬酒庆祝。
2009 年	茅台集团成为中国 2010 年上海世博会白酒行业高级赞助商，贵州茅台酒成为上海世博会唯一指定白酒。贵州茅台上榜“国家名片”。
2010 年	贵州茅台推出世博会茅台纪念酒。
2012 年	贵州茅台首次以 118.38 亿元美元的品牌价值入选 BRANDZTM 最有价值全球品牌百强，位列第 69 位。
2017 年	茅台积极响应“一带一路”倡议。

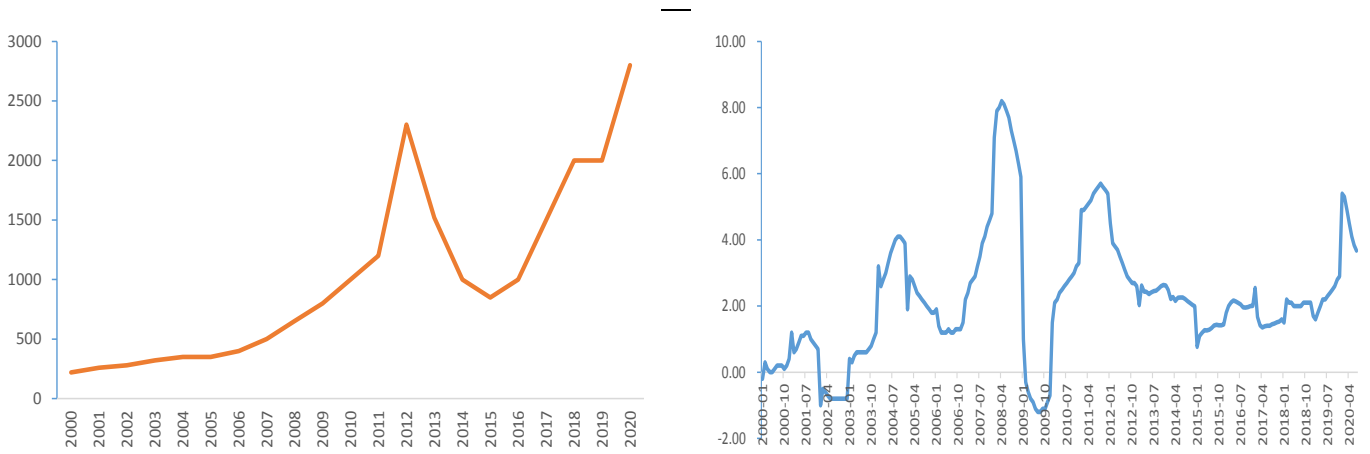
资料来源：公司官网等，国海证券研究所

2.4、保值增值的“生息资产”

茅台由于稀缺性具有一定炒作价值，但茅台越陈越香使其具有增值保值的硬通货属性。茅台的稀缺性，以及一定程度的需求刚性，一方面使得茅台在有时候具有类似黄金的硬通货属性，另一方面也使得茅台具有炒作的基础，并在价格上具有一定程度的郁金香效应。同时茅台因为越陈越香，时间会增强茅台的品质，使其价值提高、价格相应提高，给予茅台保值增值的投资价值，具备一定程度的“生息资产”性质，其价格会受到货币政策、宏观经济的影响。短期来看，茅台价格受预期的影响较强，在涨价的预期下市场惜售使得交易量较小，价格也随之提高，同时价格对供给变动和预期较敏感。中长期来看，相对于茅台供给的稀缺，需求则随着人均收入的提高而逐渐增大，供不应求的状态可能会加剧，通货膨胀和茅台酒价格的自我推动可能对价格发挥越来越强的作用。

图 22：茅台一批价（元）

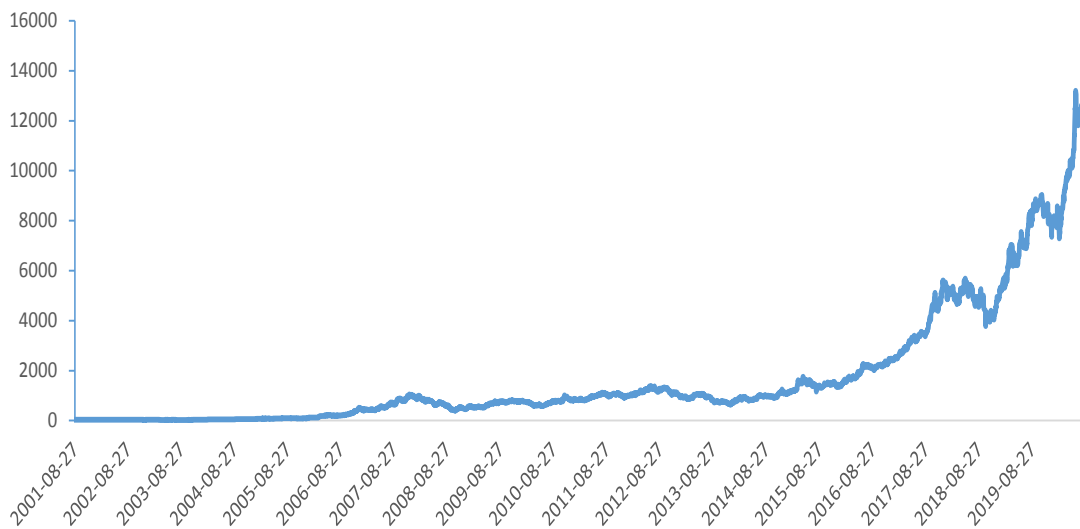
图 23：CPI 累计同比（%，月）



资料来源：国酒醇香，国海证券研究所（注：非连续数据，仅供参考）

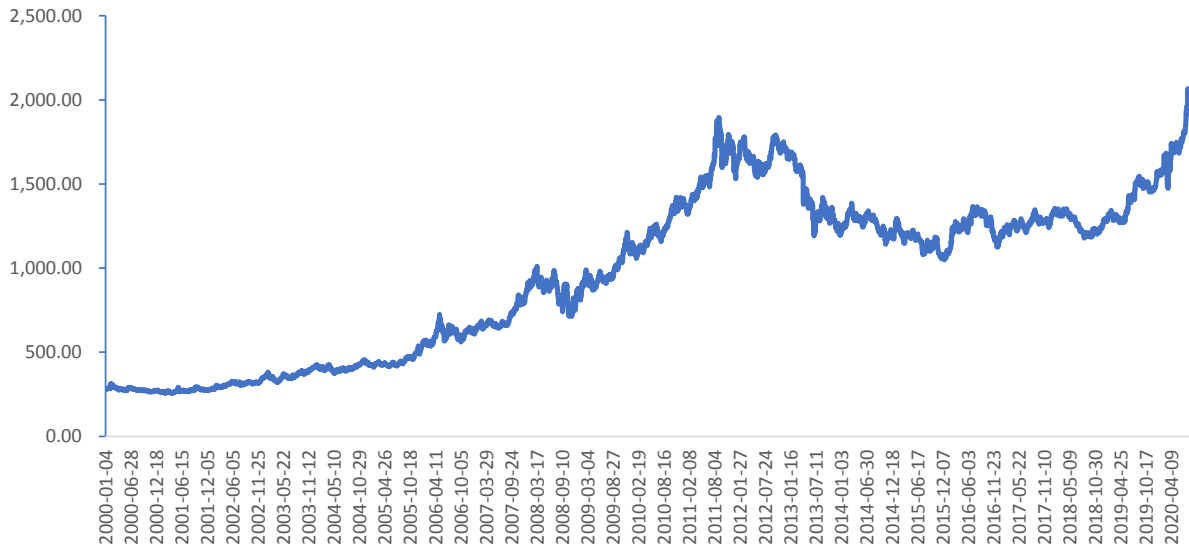
资料来源：wind，国海证券研究所

图 24：贵州茅台股价走势（元，后复权）



资料来源：wind，国海证券研究所

图 25：伦敦现货黄金:以美元计价（美元/盎司，日）



资料来源：wind，国海证券研究所

酱香型白酒特殊的酿造工艺决定了它能够充分利用微生物群并发挥它们自身的效应，使其达到“越陈越香”的境界，更利于保藏和储存投资。对于茅台酒来说，随着年份的增长，茅台酒价格也在相应提高，而对于生肖纪念酒等非标酒，很多只在特定年份生产，稀缺性和纪念意义较强，也具有更强的时间溢价效应。

表 2：不同年份的飞天茅台和生肖酒的一批价（9月4日）

产品	一批价（元）	产品	一批价（元）
20 年飞天茅台原箱	2820	鼠年生肖酒原箱	2780
19 年飞天茅台原箱	2830	猪年生肖酒原箱	2890
18 年飞天茅台原箱	2900	狗年生肖酒原箱	2910
17 年飞天茅台原箱	3030	鸡年生肖酒原箱	2950
16 年飞天茅台原箱	3130	猴年生肖酒原箱	3580
15 年飞天茅台原箱	3250	羊年生肖酒原箱	19500
十五年年份酒原箱	5150	马年生肖酒原箱	9600

资料来源：茅粉鲁智深，国海证券研究所

3、产能释放和渠道改革促进量价齐升

3.1、 迎来产能释放期， 奠定量增基础

2个5.6万吨产能释放 2020年9月10日,18栋茅台酒制酒生产房开始投产,“十三五”中华片区茅台酒技改工程全面完工,茅台酒2021年将实现5.6万吨的产能释放。2020年底,茅台酱香系列酒也将实现5.6万吨的产能。

茅台酒基酒生产出来后,需要贮存3年,经过勾兑之后再贮存一年,才能作为成酒进行销售。而由于茅台酒当年生产出的基酒需要留存部分作为老酒以备之后的勾调使用,同时也会有老酒用于勾兑该批基酒,基酒则大约对应着4年后的85%的成品酒转换率。根据公司公告,可以由2016-2019年的基酒产量预测2020年-2023年的成品酒产量,预测其2020/2021/2022年成品酒产量有3.34/3.64/4.22万吨,同比增长22%/9%/16%。

根据公司公告,2020年度茅台酒销售计划为3.45万吨左右,按照该销售计划,对应销量同比增长(-0.29%),且公司2020年度计划安排营业总收入同比增长10%,那么将主要由吨价提升来实现营收增长。根据2013-2019年茅台酒产量和销量数据,可看出在大多年份成品酒当年销量与产量相差不大,叠加吨价提升因素,预计未来茅台实际销量将会低于当年产量,使销量增长于更长的时间区间内释放。另外,茅台酒现库存20多万吨,可以保障未来销量的平稳增长。

表3: 茅台酒基酒产量(万吨)和成品酒销量(万吨)预测

产量和销量	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E
基酒产量	3.84	3.87	3.21	3.93	4.28	4.97	4.99	5.2	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
转化率	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
成品酒产量	2.60	2.36	2.97	2.86	3.26	3.29	2.73	3.34	3.64	4.22	4.24	4.42	4.76
YOY		-9.23 %	25.85 %	-3.84 %	14.29 %	0.78 %	-17.0 5%	22.43 %	8.91 %	16.12 %	0.40 %	4.21 %	7.69 %
成品酒实际销量	2.51	2.42	2.75	2.29	3.02	3.25	3.46	3.45	3.64	4.22	4.24	4.42	4.76
YOY		-3.59 %	13.64 %	-16.6 7%	31.78 %	7.48 %	6.59 %	-0.29 %	5.45 %	16.12 %	0.40 %	4.21 %	7.69 %

资料来源:公司公告,国海证券研究所预测(蓝色底纹为参数假设值和项目预测值)

茅台拓展酒库容量, 加强市场调节能力。 根据公司年报,公司目前库存24.16万吨茅台酒。在2019年5月的股东大会上,茅台宣布计划在两年内完成两个自动化成品酒酒库的建设,包括贵阳机场附近双龙临空经济区的3万吨库房及茅台镇坛厂2万吨库房,总容量约5万吨。酒库容量的增大一方面可以增强茅台酒的市场调控能力,一方面储存老酒对之后的产品吨价提升将发挥重要作用。

表4: 茅台酒和系列酒设计产能和实际产能(吨)

茅台酒制酒	设计产能(吨)	实际产能(吨)	酱香系列酒	设计产能	实际产能
-------	---------	---------	-------	------	------

车间			制酒车间	(吨)	(吨)
2016	32,592	39,312.53	2016	17,665	20,575.44
2017	35,952	42,828.59	2017	17,725	20,959.02
2018	37,408	49,671.69	2018	21,245	20,545.06
2019	38,528	49,922.71	2019	21,245	25,122.02

资料来源：公司公告，国海证券研究所

表 5: 茅台酒产能扩建历程

产能	建设地点	占地面积	累计产能 (吨)	建设时间
茅台上市前约有 4000 吨产能	-	-	4000	-
茅台酒技改及扩建工程	“1000 吨茅台酒技改项目”，建设期为三年	-	5000	-
	“老区茅台酒改扩建工程”，建设期为三年	-	5800	-
	“700 吨茅台酒扩建工程”，建设期为三年	-	6500	-
“新增 1000 吨茅台酒生产能力”项目	-	-	7500	-
“十五”二期新增 2000 吨茅台酒建设工程	-	-	9500	-
“十一五”万吨茅台酒工程一期新增 2000 吨茅台酒技改项目	贵州茅台酒原产地保护区域	217248 平方米	11500	2006 年 1 月-2006 年 12 月
“十一五”万吨茅台酒工程二期新增 2000 吨茅台酒技改项目	赤水河上游 本公司已征土地	158288 平方米	13500	2007 年 2 月至 2007 年 12 月
“十一五”万吨茅台酒工程三期 2008 年新增 2000 吨茅台酒技改项目	酒厂新区	89935 平方米	15500	2008 年 1 月至 12 月
“十一五”万吨茅台酒工程第四期 2000 吨茅台酒技改项目	酒厂新区	247500 平方米	17500	2009 年 1 月至 12 月
“十一五”万吨茅台酒工程第五期 2000 吨茅台酒技改项目	公司生产区	45356 平方米	19500	“2010 年 1 月-12 月
“十二五”万吨茅台酒工程第一期（2011 年）新增 2600 吨茅台酒技术改造项目	公司生产区	51150 平方米	22100	2010 年-2011 年
“十二五”万吨茅台酒工程第二期（2012 年）新增 2500 吨茅台酒技术改造项目	茅台镇第 4 号地块	70050 平方米	24600	2011 年-2012 年
中华片区第一期茅台酒技改工程及配套设施项目 拟新增 5800 吨/年茅台酒基酒生产能力，新增 8000 吨/年制曲生产能力，新增 23,740 吨贮酒能力	茅台镇中华村、太平村，	占地面积 787 亩，全部为新征用地，总建筑面积约 406,011 平方米	30400	2013 年 1 月至 2015 年 1 月
茅台酒“十二五”扩建技改项目中华片区第二期茅台酒制酒工程技改项目；该项目完工交付投产后，拟新增 3000 吨/年茅	茅台镇中华村、太平村，	占地面积 1,339 亩，	33400	2014 年 3 月-2015 年 3 月

台酒基酒生产能力, 新增 56,435 吨贮酒能力		总建筑面积 41,1290 平方米		
“十三五”中华片区茅台酒技改工程及其配套设施项目, 建成投产后将新增 5,152 吨/年茅台酒基酒生产能力; 将新增 26,000 吨基酒贮酒能力	茅台镇中华村、太平村	-	38552	2018 年 5 月 -2020 年 5 月

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

表 6: 酱香系列酒产能建设过程

产能	建设地点	会议名称	增加产能 (吨)	时间
2000 吨茅台王子酒制酒技改工程及配套设施项目	习水县习酒镇 109042 平方米, 新征用地 150 亩	投资公告	2000	2011 年
“2012 年新增 2800 吨茅台王子酒制酒技改工程及配套设施”	习水县习酒镇 44140 平方米	投资公告	2800	2011 年至 2012 年
酱香型系列酒制酒技改工程及配套设施项目 本项目建成后将新增 6,400 吨高档酱香型系列酒基酒、3,600 吨中低档酱香型系列酒基酒。	习水县习酒镇, 项目用地 1,920 亩	2011 年股东大会会议资料	10000	2012-2013 年
茅台循环经济科技示范园坛厂片区第一批建设工程项目, 该项目完工后, 可实现新增酱香系列酒 7,806 吨/年。	仁怀市坛厂工业园区茅台循环经济科技示范园内 本项目总占地面积 550.5 亩, 总建筑面积约 153,921 平方米	2012 年第一次临时股东大会会议资料	7806	2012 年 1 月-2014 年 1 月
根据公司发展战略, 会议决定投资建设 3 万吨酱香系列酒技改工程及其配套设施项目。本项目建设总投资估算不超过 83.84 亿元, 所需资金由公司自筹解决。	本项目建设地点在习水县新寨、柑子坪、大地	第二届董事会 2018 年第六次会议决议公告	30000	-

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

3.2、价差增大, 出厂价具有上调预期

渠道价差处于历史高位, 提价预期较强 茅台出厂价与一批价价差目前约为 1831 元, 处于历史高位, 价差占出厂价比例也达到了历史高位, 渠道利润存在较高的压缩空间。如果以城镇家庭月均可支配收入/茅台一批价这个参数衡量居民对茅台的购买力, 该数值处于 2010 年之后历史平均位置, 说明茅台的价格虽然在上涨, 但是家庭可支配收入也在上涨, 最终结果是居民对茅台的购买力在 2010 年之后未发生较大变化。

表 7: 茅台出厂价及年均涨幅

年份	2001	2003	2006	2007	2008	2010	2011	2012	2017	2019	2020
茅台出厂价 (元)	218	268	308	358	438	499	619	819	969	969	969
茅台一批价 (元)	260	320	400	500	650	1000	1600	2300	2000	2300	2800
出厂价与一批价价差 (元)	42	52	92	142	212	501	981	1481	1031	1331	1831

价差占出厂价比例	19.27 %	19.40 %	29.87 %	39.66 %	48.40 %	100.4 0%	158.4 8%	180.8 3%	106.4 0%	137.3 6%	188.9 6%
城镇居民人均可支配收入(元/月)	572	706	980	1149	1315	1565	1789	2011	3033	3530	
城镇家庭人均可支配收入(元/月)/一批价(元)	2.20	2.21	2.45	2.30	2.02	1.57	1.12	0.87	1.52	1.53	

资料来源: wind, 国酒醇香等, 国海证券研究所

3.3、高附加值产品的推出可持续提高吨价

高附加值茅台酒贡献吨价提升 根据公司官网, 茅台可以分为陈年茅台酒和普通茅台酒, 其中陈年茅台酒包括汉帝茅台、80年茅台、50年茅台、30年茅台、15年茅台和陈年茅台纪念酒。普通茅台酒包括飞天茅台、五星茅台、礼盒茅台酒和茅台纪念酒。随着陈年茅台、定制产品、茅台纪念酒等高附加值产品的推出和产量的提高, 对茅台酒吨价提升发挥促进作用, 同时系列酒近年来不断推出升级产品, 系列酒的吨价提高速度也比较快。

按业内老酒专家约定俗成的品鉴标准来划分, 茅台酒酒质大约有七个等级: 普通茅台酒(普茅)、微调、小批量勾兑、珍品、陈酿(国宴)、特制陈酿、年份酒等酒质。9月4日, 贵州茅台酒·陈酿·燕京八景品鉴会在深圳举行, 中国酒类流通协会会长王新国等嘉宾, 以及部分广东茅台经销商、茅粉和多家新闻媒体出席品鉴会。

表 8: 茅台酒和系列酒销量(万吨)和吨价(万元/吨)

年份	茅台酒吨价	茅台酒吨价-同比	茅台酒销量	茅台酒销量-同比	系列酒吨价	系列酒吨价-同比	系列酒销量	系列酒销量-同比
2015	159.34	-	1.98	-	14.38	-	0.77	-
2016	160.20	0.54%	2.29	15.66%	15.19	5.63%	1.40	81.82%
2017	173.49	8.30%	3.02	31.88%	19.31	27.12%	2.99	113.57%
2018	201.75	16.29%	3.25	7.62%	27.11	40.39%	2.98	-0.33%
2019	219.32	8.71%	3.46	6.46%	31.70	16.93%	3.01	1.01%

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

➤ 茅台纪念酒

茅台纪念酒不仅是满足人们味蕾的佳酿, 也是具有精美包装设计的艺术收藏品。茅台集团迄今为止已经发行了上百种的纪念酒: 自 1997 年茅台推出第一款纪念酒——“香港回归”纪念酒以来, 茅台酒在我国各项重大历史事件发生的时刻, 几乎从未缺席。2016 年, 茅台集团融入“一带一路”倡议, 走进沿线国家推广茅台文化。从造访非洲开始, 茅台结合各国文化特色与中国传统文化元素, 推出“走进系列”纪念酒。目前已上市 6 款, 分别为: 走进澳洲、走进非洲、走进智利·圣

地亚哥、走进坦桑尼亚·达累斯萨拉姆、走进俄罗斯·莫斯科、走进意大利·米兰。

图 26: 走进系列纪念酒



资料来源：深圳 1979 文化生活新天地，国海证券研究所

表 9: 茅台走进系列

	发行时间	经销商申购价(元/瓶)
走进澳洲(375ml)	2018	1399
走进非洲(375ml)	2018	1399
走进智利·圣地亚哥(375ml)	2020	1739
走进智利·圣地亚哥(750ml)	2020	4659
走进坦桑尼亚·达累斯萨拉姆(375ml)	2020	1739
走进坦桑尼亚·达累斯萨拉姆(750ml)	2020	4659
走进意大利·米兰(375ml)	2020	1739
走进意大利·米兰(750ml)	2020	4659
走进俄罗斯·莫斯科(375ml)	2020	1739
走进俄罗斯·莫斯科(750ml)	2020	4659

资料来源：茅粉事务所，国海证券研究所

从 2014 年开始，贵州茅台酒股份有限公司陆续发行生肖纪念酒甲午马年、乙未羊年、丙申猴年、丁酉鸡年、戊戌狗年以及 2019 年的己亥猪年、2020 年的庚子鼠年，共 7 款生肖酒，具有较强的收藏意义。甲午马年和乙未羊年生肖酒产量比较低，随着生肖酒市场逐渐打开，生肖纪念酒的产量也逐渐增加，己亥猪年和庚子鼠年的产量预计不低于 1500 吨。

图 27: 茅台生肖纪念酒



资料来源：天猫，国海证券研究所

表 10: 茅台生肖纪念酒产量

生肖酒名称	产量 (吨)
2014 马年生肖酒	350
2015 羊年生肖酒	250
2016 猴年生肖酒	650
2017 鸡年生肖酒	800
2018 狗年生肖酒	1500
2019 猪年生肖酒	1500
2020 鼠年生肖酒	-

资料来源：茅台时空，国海证券研究所

➤ 精品茅台

在“酱瓶”国宴茅台停产后，茅台酒厂相继又推出了“匠心茅台”“精品茅台”。精品茅台酒是陈酿酒质标准的茅台酒，即用不低于 10 年的基酒勾兑、具有陈年茅台酒品质的茅台酒，比普通飞天茅台酒更加醇厚香浓，口感更丰富饱满，绵和柔软。作为国宴茅台的化身，精品茅台属于小批量勾兑中的精品。

图 28: 精品茅台



资料来源：百度图片，国海证券研究所

➤ 低度茅台酒

低度茅台酒，1986 年，茅台试制 39 度茅台酒通过国家级鉴定，首次推出低度酒获得成功。2019 年春糖会期间召开的首次 43 度茅台酒经销商座谈会中表示，43 度茅台酒市场基础正逐步稳固，2018 年销售 1281 吨、销售额达到 20.3 亿元，相比 1998 年起步时的 88 吨销量、2700 万元销售额，43 度茅台酒已经呈现了几何量级的增长。

图 29: 43% vol 500ml 贵州茅台喜宴



资料来源：百度图片，国海证券研究所

3.4、渠道扁平化利于利润提升和价格管控

茅台不断推进渠道扁平化 2014年8月与永辉超市(601933, SH)合作后, 2015年1月贵州茅台又与湖南大型零售业上市公司友阿股份(002277, SZ)合作, 授权其成为国酒茅台特约经销商。2015年茅台砍掉大区制, 实行省区经理负责制。2017年9月, 茅台云商全面启动。2018年缩减500多家经销商, 扩大直销渠道, 推进营销渠道扁平化。2019年4月将600吨飞天茅台面向全国选择6家服务商。2019年5月5日, 贵州茅台集团营销有限公司成立, 茅台营销公司将针对团购、商超等终端客户, 创新终端渠道合作方式, 着力完善直销渠道、加大直销力度。2019年7月, 贵州茅台酒销售有限公司拟选择3家全国综合类(全品类)电子商务平台, 供应400吨飞天茅台。2020年6月18日, 区域KA卖场、酒类垂直电商、烟草零售连锁合计22家, 正式签约成为茅台酒直销渠道商。

茅台直销比例增长, 2020H1 直销占比 11.72%, 2019 年茅台直销的吨价为 273.32 万元/吨, 直销吨价相当于茅台酒吨价的 1.25 倍。

图 30: 茅台直销销量和吨价变化 2015-2019

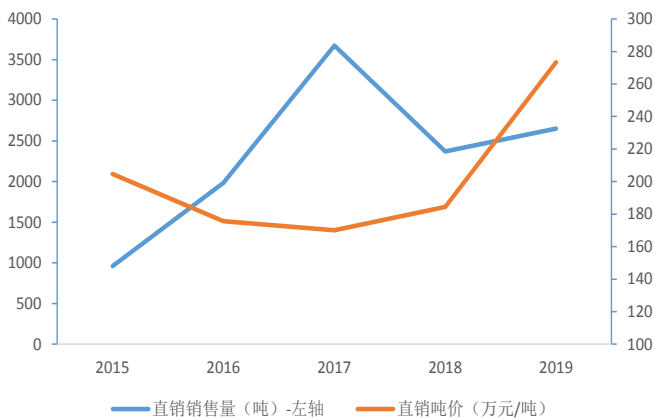
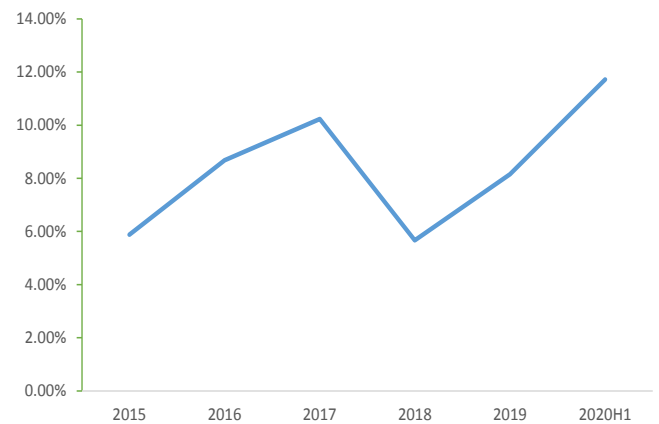


图 31: 茅台直销比例 2015-2019



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

表 11: 茅台渠道扁平化改革

时间	活动	内容
2015 年	砍掉大区制, 实行省区经理负责制	砍掉大区制, 实行省区经理负责制
2017 年 9 月	茅台云商全面启动	茅台公司要求所有专卖店、特约经销商、自营公司须将 30% 以上的茅台酒配额通过云商平台销售, 凡交易量未达到 30% 的网点将被按比例扣减第二年的茅台酒配额;
2018 年	缩减 400 多家经销商	缩减经销商, 扩大直销渠道, 推进营销渠道扁平化
2019 年 4 月	拿出 600 吨茅台酒公开招募全国商超、卖场	此次招商共选择 6 家服务商, 400 吨飞天 53%vol 500ml 贵州茅台酒(带杯)面向全国选择 3 家服务商; 200 吨飞天 53%vol 500ml 贵州茅台酒(带杯)面向贵州区域同样选择 3 家服务商。
2019 年 5 月 5 日	贵州茅台集团营销有限公司成立	茅台营销公司将针对团购、商超等终端客户, 创新终端渠道合作方式, 着力完善直销渠道、加大

		直销力度
2019年7月	转向“扶持”第三方电商平台销售	7月18日,贵州省招标投标公共服务平台发布《贵州茅台酒全国综合类电商公开招商公告》称,贵州茅台酒销售有限公司拟选择3家全国综合类(全品类)电子商务平台,供应400吨飞天53%vol500ml贵州茅台酒(带杯),按照综合排名先后顺序分别为170吨、130吨、100吨。
2020年6月18日	区域KA卖场、酒类垂直电商、烟草零售连锁合计22家,正式签约成为茅台酒直销渠道商	此次签约的直销渠道商有16家区域KA卖场、4家酒类垂直电商和2家烟草零售连锁,这也是酒类垂直电商和烟草零售连锁首次成为茅台酒直销渠道

资料来源:公司公告,酒业家,酒说等,国海证券研究所

2019年茅台酒吨价为219.32万元/吨,同比增长8.71%,茅台酒销量为3.46万吨,同比增长6.48%,吨价增长对营收的贡献比例超过销量增长。2019年茅台直销的吨价为273.32万元/吨,直销吨价超过了茅台酒吨价,一方面是产品结构优化带来价格提高,另一方面是直销的出厂价会高于经销。

表 12: 经销和直销销量(万吨)和吨价(万元/吨)

年份	茅台酒吨价	茅台酒吨价-同比	系列酒吨价	系列酒吨价-同比	直销吨价	直销吨价-同比	直销销量	直销销量-同比	经销吨价	经销吨价-同比	经销销量	经销销量-同比
2015	159.34	-	14.38	-	204.70	-	0.0961	-	115.55	-	2.66	-
2016	160.20	0.54%	15.19	5.63%	175.68	-14.18%	0.1983	106.35%	101.13	-12.48%	3.50	31.58%
2017	173.49	8.30%	19.31	27.12%	170.06	-3.20%	0.3673	85.22%	92.00	-9.03%	5.64	61.14%
2018	201.75	16.29%	27.11	40.39%	184.47	8.47%	0.2372	-35.42%	115.57	25.62%	5.99	6.21%
2019	219.32	8.71%	31.70	16.93%	273.32	48.17%	0.2652	11.80%	125.97	9.00%	6.20	3.51%

资料来源:公司公告,国海证券研究所

3.5、系列酒拓展中高端消费者,增长可观

系列酒拓展中高端消费者 为了满足不同消费层次人群对酱酒的需求,公司开发了多款以王子酒、迎宾酒为代表的系列酒。1999年,公司推出了初代茅台王子酒。2004年推出珍品,是茅台酒股份公司的中端系列产品。茅台王子酒(酱香经典)2018年1月正式上市,是砍掉“酱门经典”后又一新品。

系列酒吨价不断提高,收入增速较高 茅台系列酒也同样进行着产品升级,并使得吨价不断提高。来自酒仙网的价格,53°茅台王子酒500ml 228元;53°茅台迎宾酒500ml 128元。51°茅台汉酱酒500ml 498元。而茅台王子酒庚子鼠年生肖酒价格556元

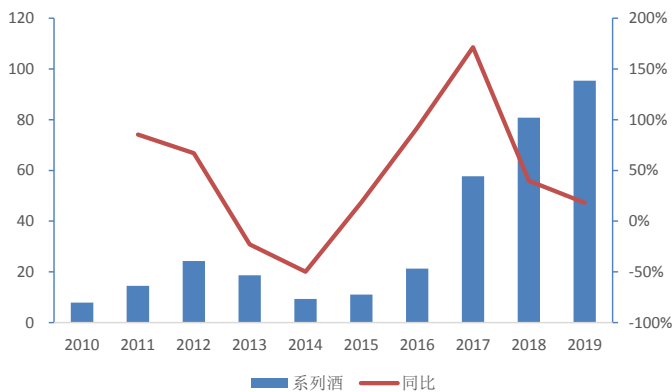
表 13: 茅台系列酒产品及价格 (元)

产品	价格	产品	价格
53° 茅台王子酒 500ml	228	53° 茅台迎宾酒 500ml	128
53° 金王子 500ml	298	51° 茅台汉酱酒 500ml	498
53° 贵州茅台大曲 (80 年代) 2.0 500ml	218	53° 茅台王子酒 (酱香经典) 500ml	468
51° 茅台汉酱铂金蓝 500ml	418	51° 汉酱酒 (135BC) 500ml	1398
53° 茅台王子酒 (珍品) 500ml	418	"53° 茅台王子酒酱香型生肖纪念酒 500ml (鸡年/狗年/猪年/鼠年)	428/379/556/556

资料来源: 酒仙网, 1919 官网, 国海证券研究所

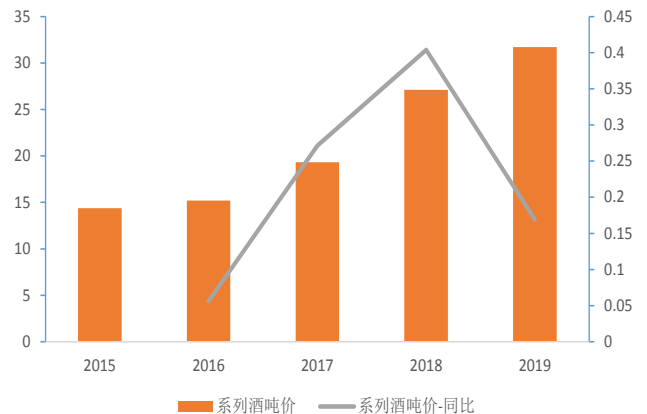
自 2015 年以来, 茅台酱香系列酒收入连续增长, 2019 年系列酒实现收入 95.42 亿元。从销量上, 2019 年系列酒销量已经增长到 3.01 万吨。在吨价上, 茅台系列酒吨价随着系列酒产品升级的进行也不断上涨, 2019 年吨价为 31.70 万/吨, 同比增长 16.96%。

图 32: 茅台系列酒收入 (亿元) 及同比 2010-2019



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 33: 茅台系列酒吨价 (万元/吨) 及同比 2015-2019



资料来源: wind, 国海证券研究所

4、茅台带动酱香酒的火热

4.1、酱香型白酒产区依赖度高, 收藏价值高

“四高一长”的酿造工艺形成了独特的酱香酒口味。白酒的成分中乙醇和水合计占比约 98%，余下含量约 2% 的风味物质决定了白酒的味道或香型，而风味物质的差异主要由不同的酿酒工艺形成。酱香酒采用独特的“四高一长”酿造工艺，即高温制曲、高温堆积、高温发酵、高温馏酒和长期贮存，由此形成了独特的酱香酒口味。高温制酒，所以易挥发物质少，加之贮存期较长，游离的酒分子少，对人体的刺激少。“曲乃酒之骨”，酱香型白酒用曲量大，且所用大曲属高温大曲，

包含大量微生物，具有高度的多样性，刘效毅等从高温大曲中分离出 147 株微生物，其中含有 97 株细菌和 50 株霉菌，证明了高温大曲中的微生物具有高度的多样性。

多样的微生物以及长时间的发酵和贮存使得酱香型白酒包含了丰富的酸类和酯类功能因子，如酒石酸具有消炎抗病毒的作用；L-苹果酸不仅能够止咳平喘，还具有治疗肝肺贫血、免疫力低、尿毒症、高血压的功效。己酸乙酯能够降肺火，稳定心肺；乙酸乙酯和乳酸乙酯被人体吸收后，能够水解或酶解成酸类，具有消炎和扩张血管的作用。酱香型白酒中含有亚油酸乙酯，它在人体内可水解产生人体必需脂肪酸—亚油酸，亚油酸能够提高机体免疫力，降低血脂和血胆固醇的水平，从而降低血液的粘稠度，改善血液循环。

酱酒的生产依赖微生物和温度湿度等产区环境，赤水河谷 50 公里顶级酱酒核心产区（贵州省遵义市仁怀市茅台镇至四川省泸州市古蔺县二郎镇）冬冷夏热，盛产着茅台和郎酒等酱酒品牌，是公认的经典酱酒产区，其中茅台镇是核心产区。酱香型白酒特殊的酿造工艺决定了它能够充分利用微生物群并发挥它们自身的效应，使其达到“越陈越香”的境界，更利于保藏和储存投资。从产能产值看，过去一年，赤水河流域酱香型白酒产能约为 47 万千升，占全国酱酒产能的 85%，实现营收约 1244 亿元，占全国酱酒市场的 90%以上。

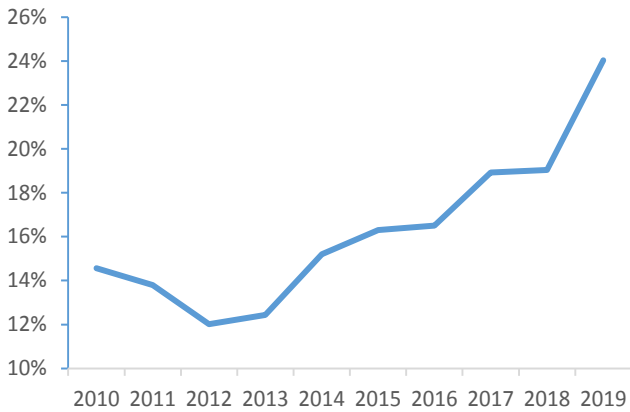
4.2、酱香酒行业逐渐百花齐放，市场规模逐年增长

自 2012 年开始，酱香型白酒在白酒销售额中所占比例逐年提高，从 2012 年的 12%增长到 2019 年的 24.03%。在市场规模上，酱香型白酒从 2010 年的 352 亿元增长到 2019 年的 1350 亿元，年均增速为 14.22%。2019 年，酱香型白酒产能约 55 万千升，完成销售收入 1350 亿元左右，实现利润约 550 亿元，在销售收入和利润双双实现 20%以上增长的同时，以白酒行业 7%的产能，实现了 21.3%的销售收入和 42.7%的利润。

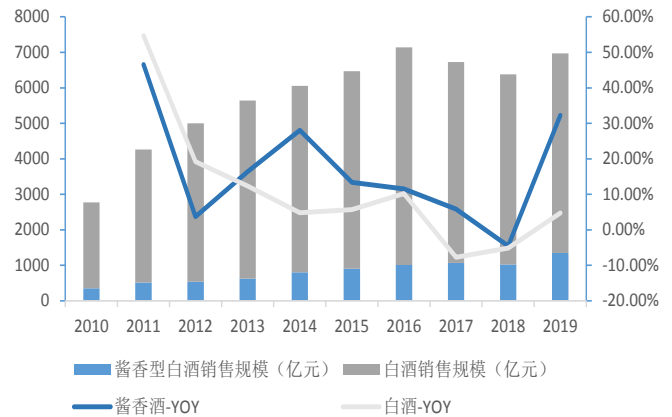
从品牌价值上，2019 年第十一届华樽杯报告显示，第一大上涨的类别是酱香型白酒，入选 200 强的酱香酒品牌价值总和从 3697.9 亿元上涨到 5164.05 亿元。

图 34: 酱酒销售额占白酒的比例 2010-2019

图 35: 酱香酒和白酒市场规模(亿元)及增长 2010-2019



资料来源：微酒，前瞻产业研究院，国海证券研究所



资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

酱酒品牌逐渐强大 郎酒和习酒2019年营收约80亿元，国台2019年营收18.88亿元，金沙、钓鱼台、珍酒目前营收规模相对较小，但增速较高。湖北劲酒在茅台镇年投产超过2万吨，洋河也在茅台镇进行了投资，酱酒战略下注万吨。金东资本2019年末宣布了超过250亿元的投资计划，为珍酒奠定百亿元产能。

表 14: 酱酒品牌 2019 年营收及产能规模

酒企	营收	产能
郎酒	2019 年营收 83.48 亿元	目前郎酒酱香型基酒产能 1.8 万吨，产能利用率已达 94%，最新 74 亿元募资项目完成预计新增产能 2.27 万吨，加上吴家沟等其他在建项目，酱香基酒整体产能将超过 5 万吨；浓香型基酒已建成产能 1.8 万吨，募投项目建成后也将超过 5 万吨。
习酒	2019 年营收 79.8 亿元，酱香占比 96%，浓香 4%。习酒窖藏系列实现营收超过 40 亿元，已成为酱酒市场不容忽视的一支超级大单品，其销售同比增长高达 55.64%，在习酒整体销售额中占比 53.10%。	随着投资总额高达 84.6 亿元的 1.9 万吨酱酒项目完成，习酒的酱酒总产能即将达到 4 万吨。
国台	2019 年营收为 18.88 亿元。其中高端产品是国台收入的主要来源，占 2019 年营收的 82.86%。	国台并购怀酒后，预计 2026 年产能达 2.6-2.8 万吨
金沙	2019 年营收为 15.26 亿元，完成全年任务目标的 230%，同比增长 165%。其中高端酒销售额占比 50%，同比增长 19%；“摘要酒”销售额占比 42%，同比增长 18%。	金沙酒业年产大曲酱香酒 1.9 万吨，未来将于 2020 年 10 月份逐步启动办公大楼、酱酒博物馆，文化广场，第一期 4000 吨制酒、5000 吨制曲以及其它配套设施等项目建设，并将于 2021 年 9 月竣工投入使用。未来三年，当三期万吨基酒扩建项目顺利完工，金沙酒业优质酱酒的年产能将达到 3 万吨。
钓鱼台	2019 年实现营业收入 13 亿元，工业总产值 12.6 亿元，利润约 3.8 亿元。	坚持 160 亩土地和 3000 吨产能不扩产，通过打造精品提升品牌价值。
珍酒	2019 年销售同比增长 67%，连续四年实现两位数增长。其中，大单品增长迅猛，珍十五连续三年实现三位数增长，2019 年同比增长高达 105%，其销售额占到了整体的 39%。	2019-2020 生产周期内，珍酒大曲酱香酿酒产能将达到 4600 吨；投资约 24 亿元的珍酒万吨技改工程已于 2019 年开工，预计到 2022 年可以达到万吨产能，包装能力也将达到 1.2 万吨；在 2020-2021 生产周期中，珍酒预计将投产 8600 吨。

资料来源：微酒，云酒头条，郎酒招股说明书等，国海证券研究所

5、盈利预测与评级

茅台产能有限，供给稀缺，且其长期塑造的品牌价值为白酒行业其他公司所难以相比。随着我国经济发展和社会进步，一方面高收入人群增多，人均可支配收入提高，茅台酒的消费、收藏需求增加，另一方面商务往来增多，对茅台的商务消费、送礼需求增加。同时在通货膨胀的大背景下，茅台作为某种程度的“生息资产”，其投资需求进一步增加。如此，茅台供不应求的状态可能呈现加剧趋势，稀缺性有增无减。

而产能释放、产品升级和渠道改革都将促进茅台量价齐升，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为人民币 474.55/554.60/652.98 亿元，对应的 PE 分别为 45.87/39.25/33.34 倍，维持买入评级。

盈利预测与估值

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	88854	98392	114165	132255
增长率(%)	15.10%	10.73%	16.03%	15.85%
归母净利润（百万元）	41206	47455	55460	65298
增长率(%)	17.05%	15.16%	16.87%	17.74%
摊薄每股收益（元）	32.80	37.78	44.15	51.98
ROE	30.30%	28.02%	27.53%	27.29%

资料来源：wind，国海证券研究所

6、风险提示

- 1) 宏观经济下行;
- 2) 行业政策调整 ;
- 3) 食品安全事件 ;
- 4) 产品提价及产能释放的不确定性;
- 5) 公司经营不达预期。

附表：贵州茅台盈利预测表

证券代码:	600519.SH				股票价格: 1,733.00	投资评级:	买入				日期:	2020/9/11
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E			
盈利能力					每股指标							
ROE	30%	28%	28%	27%	EPS	32.80	37.78	44.15	51.98			
毛利率	92%	93%	93%	93%	BVPS	108.27	127.61	150.20	176.80			
期间费率	25%	24%	23%	23%	估值							
销售净利率	46%	48%	49%	49%	P/E	52.83	45.87	39.25	33.34			
成长能力					P/B	16.01	13.58	11.54	9.80			
收入增长率	15%	11%	16%	16%	P/S	24.50	22.13	19.07	16.46			
利润增长率	17%	15%	17%	18%								
营运能力					利润表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E			
总资产周转率	0.49	0.46	0.46	0.45	营业收入	88854	98392	114165	132255			
应收账款周转率	57.71	57.71	57.71	57.71	营业成本	7430	6769	8369	9199			
存货周转率	0.29	0.32	0.35	0.35	营业税金及附加	12733	14100	16360	18953			
偿债能力					销售费用	3279	3149	2854	2645			
资产负债率	22%	21%	19%	18%	管理费用	6168	6789	7649	8597			
流动比	3.87	4.13	4.51	5.03	财务费用	7	(100)	(171)	(274)			
速动比	3.25	3.54	3.92	4.45	其他费用/(-收入)	(14)	(1)	(1)	(1)			
					营业利润	59041	67685	79103	93134			
资产负债表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	营业外净收支	(259)	12	13	15			
现金及现金等价物	13252	33467	57002	91262	利润总额	58783	67697	79116	93149			
应收款项	1540	1705	1978	2292	所得税费用	14813	17059	19936	23473			
存货净额	25285	26785	28285	29785	净利润	43970	50638	59179	69677			
其他流动资产	118948	124986	131427	138217	少数股东损益	2764	3183	3719	4379			
流动资产合计	159024	186943	218691	261555	归属于母公司净利润	41206	47455	55460	65298			
固定资产	15144	14677	13854	23007								
在建工程	2519	6755	11395	907	现金流量表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E			
无形资产及其他	4728	4723	4487	4250	经营活动现金流	45211	57950	65776	77027			
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	43970	50638	59179	69677			
资产总计	183042	214725	250054	291346	少数股东权益	2764	3183	3719	4379			
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	1233	1751	1704	1610			
应付款项	1514	4252	5038	5735	公允价值变动	(14)	0	0	0			
预收帐款	13740	15215	17654	20452	营运资金变动	(2742)	(6047)	(5278)	(5628)			
其他流动负债	25839	25839	25839	25839	投资活动现金流	(3166)	(9638)	(9979)	(5135)			
流动负债合计	41093	45306	48532	52026	资本支出	(460)	(3770)	(3816)	1335			
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0			
其他长期负债	73	73	73	73	其他	(2705)	(5869)	(6162)	(6470)			
长期负债合计	73	73	73	73	筹资活动现金流	(21829)	(23168)	(27076)	(31879)			
负债合计	41166	45379	48604	52099	债务融资	0	0	0	0			
股本	1256	1256	1256	1256	权益融资	833	0	0	0			
股东权益	141876	169346	201449	239247	其它	(22662)	(23168)	(27076)	(31879)			
负债和股东权益总计	183042	214725	250054	291346	现金净增加额	20216	25144	28721	40013			

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业经验，10年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，工科复合背景，2020年加入国海证券，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。