

# 贵州茅台 (600519)

证券研究报告

2017年06月01日

## 高端衍生品的力量—— 从星巴克增长模型看茅台 30 倍为何能持续

### 消费基数扩大——大众消费全面替代，普茅成导流工具，消费基数扩百倍

无论未来公务商务消费茅台如何变化，茅台的大众消费替代三公消费已经成为趋势，茅台无惧政策上的变动。16Q4 的超预期、一批价的居高不下以及酒厂红线的若隐若现都表明了新消费人群的巨大潜力。我们研究发现新群体（财产性收入大增人士和中等收入人群）的体量是旧群体（政务和军队的消费人群）的二十多倍，这个空间是未来持续增长的动力。无可挑剔的酒质+舍我其谁的品牌地位是茅台收到青睐的核心原因。近期热播的反腐大剧《人民的名义》多次出现茅台酒，主要分为两类场景：一是茅台用于商政消费，体现了茅台面子的属性；二是朋友小聚、破案庆功时饮用茅台，体现更多的是其里子消费。

### 多品类扩张——普飞以外上下延伸，有望额外每年提升 3-4% 增长

茅台的管理层近年来不断强化茅台的消费属性，从需求角度增加茅台的产品层次，从最低的王子酒系列酒，到赖茅，再到普茅，再到生肖，年份，金茅等，普茅上下延伸空间很大。超高端的打开有原有茅台粉丝再升级的需求，也有高端白酒的投资属性。我们认为未来 3 年茅台将在差异化产品占据整体收入的 30%，利润的 35% 以上，这个比例的收入和利润基本是 16 年茅台的一半了。在这个过程中，在普茅每年 15-20% 的增长过程中有望额外增加每年 3-4% 增长，使得整体增速达到 20% 以上。

### 四个维度从星巴克看茅台的消费品化，享受最强壁垒，单寡头，且持续发展龙头溢价

星巴克是典型的消费品，代表消费品行业的发展逻辑，消费品收入=消费人群基数\*消费频率\*单品价格+其他单品规模。对于茅台最大的期望就是扩大消费人群，这个和星巴克开店模式一样。第二提高消费频次，茅台就是要将国酒文化进一步凸显，使得老百姓消费频率提高。第三是单品的价格，新品价格稳定的提升到一定程度后和老品的价格带拉开后，再逐渐提升老品价格，茅台目前处于这样的阶段。第四是一个额外加分项目，茅台定制酒、陈年酒及生肖酒等将茅台带入无限升级效应，这是非常经典的消费品逻辑。

### 投资建议：17 年供需失衡已经显现，18 年提价预期强烈

公司 18 年提价预期强烈，会大幅提升公司业绩。上调 17/18/19 年 EPS16.95/22.76/27.51 元，给予 18 年 27X 估值，上调 12 个月目标价 615 元，39% 空间，维持“买入”评级。

### 风险提示：食品安全问题

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	33,446.86	40,155.08	49,377.14	65,355.39	81,007.49
增长率(%)	3.82	20.06	22.97	32.36	23.95
EBITDA(百万元)	23,007.29	25,278.67	31,265.83	41,807.09	50,483.83
净利润(百万元)	15,503.09	16,718.36	21,289.40	28,596.76	34,562.63
增长率(%)	1.00	7.84	27.34	34.32	20.86
EPS(元/股)	12.34	13.31	16.95	22.76	27.51
市盈率(P/E)	35.89	33.28	26.14	19.46	16.10
市净率(P/B)	8.70	7.63	6.33	5.10	4.05
市销率(P/S)	16.64	13.86	11.27	8.51	6.87
EV/EBITDA	10.35	14.00	16.61	11.06	9.65

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	442.94 元
目标价格	615 元
上次目标价	500 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股股本(百万股)	1,256.20
A 股总市值(百万元)	556,420.25
流通 A 股市值(百万元)	556,420.25
每股净资产(元)	62.90
资产负债率(%)	30.70
一年内最高/最低(元)	456.48/263.00

### 作者

**刘鹏** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516070001  
liupeng1@tfzq.com

**刘畅** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517040003  
liuc@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《贵州茅台-年报点评报告:市值超越帝亚吉欧只是开始，上调目标价至 500 元》2017-04-21
- 《贵州茅台-公司点评:不畏浮云遮望眼，估值提升待何时——季度数据点评》2017-02-22
- 《贵州茅台-公司深度研究:攻守兼备第一股，超越帝亚吉欧仅一步之遥，12 个月目标价 400 元》2016-08-04

## 内容目录

1. 文章创新点以及股价驱动因素 .....	4
1.1. 四点创新论证茅台增长空间 .....	4
1.2. 茅台个性化股价驱动因素 .....	4
2. 消费基数扩大——大众消费全面承接，普茅成为导流工具，消费基数扩二十多倍 .....	5
2.1. 现象：大众消费承接，普飞需求旺盛 .....	5
2.2. 原因：普飞被越来越多的大众接受 .....	7
2.2.1. 原因 1：白酒行业复苏，消费升级持续 .....	7
2.2.2. 原因 2：普飞兼具“面子”与“里子” .....	8
3. 多品类扩张——普飞以外空间巨大，有望再造半个茅台，有望额外增加每年 3-4%增长。 .....	9
3.1. 现象：茅台超高端产品矩阵化 .....	9
3.1.1. 茅台定制酒 .....	9
3.1.2. 陈年茅台酒 .....	10
3.1.3. 生肖茅台酒 .....	11
3.2. 高端空间打开的原因：大众消费普飞+投资属性显著 .....	12
3.2.1. 动力 1：大众承接普飞，更高端消费需求寻找新出口 .....	13
3.2.2. 动力 2：收藏、投资的绝佳标的 .....	14
4. 茅台估值提升的路径—四个维度从星巴克看茅台的消费品化过程 .....	16
4.1. 从星巴克消费模型的四个角度比较分析茅台的消费属性 .....	16
4.2. 星巴克臻选店和茅台定制产品的重合—无限升级：经典消费品逻辑 .....	16
4.3. 对茅台启示—多品类发展升级未来空间，强化已有大单品，提升稳定估值 .....	17

## 图表目录

图 1：茅台高端系列空间巨大 .....	4
图 2：茅台营收叠加预收变化 .....	5
图 3：茅台经营净现金流量变化 .....	5
图 4：高端白酒需求结构变化 .....	6
图 5：茅台 16 年消费结构 .....	6
图 6：普飞售价/人均收入处于较低位置 .....	6
图 7：城镇与农村人均收入变化 .....	7
图 8：白酒产量增速触底回升 .....	8
图 9：2015 年白酒上市公司收入反转回升 .....	8
图 10：《人民的名义》中用茅台送礼场景 .....	8
图 11：《人民的名义》中朋友小聚出现茅台 .....	8
图 12：茅台超高端产品矩阵化 .....	9
图 13：模块化定制与个性化定制对比 .....	10
图 14：陈年茅台酒价格 .....	10

图 15: 生肖茅台酒价格.....	11
图 16: 茅台超高端产品价格金字塔.....	12
图 17: 茅台超高端空间巨大.....	13
图 18: 各阶层家庭月消费 (千元) .....	13
图 19: 上层中产阶级和富裕消费人口占比持续扩大 .....	13
图 20: 茅台喜结连理婚宴定制酒 .....	14
图 21: 茅台春节定制酒.....	14
图 22: 鸡年茅台酒艺术性设计 .....	14
图 23: 生肖茅台酒产量变化.....	15
图 24: 红军用茅台酒疗伤 .....	15
图 25: 茅台酒拍卖 .....	15
图 26: 茅台老酒稳定增值 .....	16
图 27: 星巴克臻选店.....	17
图 28: 茅台与星巴克对比 .....	17
图 29: 茅台 PE Band.....	18
图 30: 星巴克平均 PE (因诉讼损失, 13 年净利大幅下降, 14 年平均 PE 高达 1924X) 18	

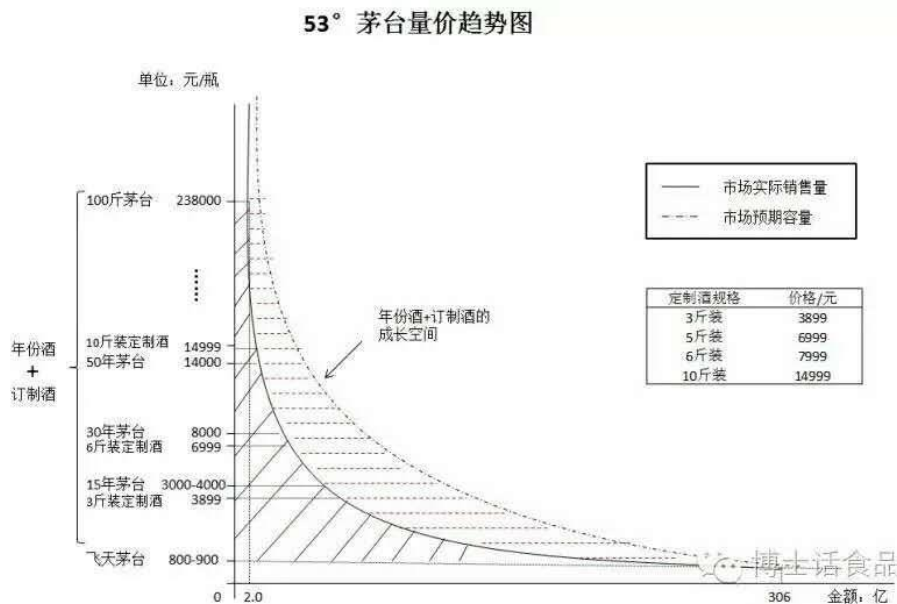
## 1. 文章创新点以及股价驱动因素

### 1.1. 四点创新论证茅台增长空间

(1) 我们第一次量化的分析了茅台基础产品消费者基数扩大的幅度 (25 倍左右), 并通过分析原因 (产品品质和社交地位) 论证了这种基数存在的可持续性。

(2) 在基础产品消费基数扩大的背景下: 系统讨论了茅台高端系列产品的快速增长, 以及背后的驱动力, 并证明该动力可持续。

图 1: 茅台高端系列空间巨大



资料来源: 调研, 天风证券研究所

(3) 第一次创造性将消费品增长模型引入茅台体系, 类比星巴克, 提出消费人群基数, 消费频率, 单品价格和其他品类规模四个变量决定收入空间的体系, 并分别从星巴克做到的作为标杆, 结合茅台已经在改变的和未来能做到的角度分析揭示茅台的消费品属性逐渐增强的事实。

$$\text{消费品收入} = \text{消费人群基数} \times \text{消费频率} \times \text{单品价格} + \text{其他单品规模}$$

(4) 第一次创造性引出最关键的点: 无限升级, 即通过推出高端的额外产品来获得一个平台化的优势以提升估值。消费品行业估值提升, 需要证明自身开发更高档产品的能力, 即升级能力, 以及平台化的能力。在这以前, 茅台是一个大单品公司, 这个大单品就是飞天茅台, 其他产品都比较少。一般而言, 消费品通过产品升级带来增长, 估值也会相应大幅提升。整体来看茅台之上再无竞品, 高端定价权一定程度讲在茅台手中; 而产品升级后, 利润远高于普飞, 这些都将体现在估值提升上。预计在 3-4 年内这些产品占比超过 25-30%。通过这些产品进一步提高普飞的价格中枢, 也可以用更高渠道利润来打压对手。这种路径, 已经和大部分消费品一样, 完全跳出了传统白酒非正常消费的路径, 有了真正消费品属性。

### 1.2. 茅台个性化股价驱动因素

(1) 茅台定制化产品增加超预期

(2) 茅台出厂价提价提前提升业绩并加强投资收藏属性

## 2. 消费基数扩大——大众消费全面承接，普茅成为导流工具，消费基数扩二十多倍

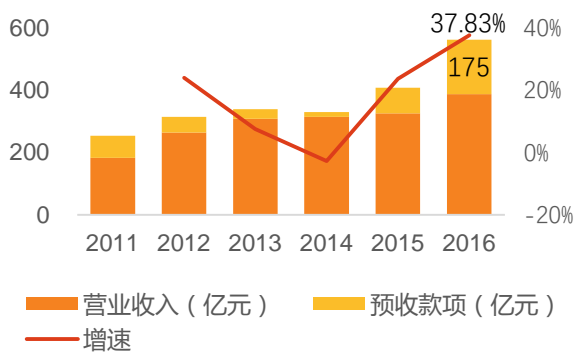
限制三公消费和近期消费升级趋势驱动贵州茅台政务军务消费大幅减少，企业消费和大众消费承接，大众消费则从 12 年的 18% 增长到 16 年的 40%，大众为茅台提供了一批新消费人群。16Q4 的超预期增长已经在一定程度上显示了新消费人群的巨大潜力。我们研究表明财产性收入大增人士和中等收入人群的体量是政务和军队的消费人群的二十多倍，这个空间是未来持续增长的动力。被国人选则消费的原因在于茅台酒在中国是一定财富实力的象征，具备面子消费的基础；而飞天茅台还有其高品质的“里子”，有日本学者曾研究发现，茅台酒的香味香气成分高达 230 种，这得益于茅台镇得天独厚的自然环境。此外茅台复杂而独特的酿造工艺也为其品质提供了保障。近期热播的反腐大剧《人民的名义》为例，剧中多次出现茅台酒，主要分为两类场景：一是茅台用于商政消费，体现了茅台面子的属性；二是朋友小聚、破案庆功时饮用茅台，体现更多的是其里子消费。

### 2.1. 现象：大众消费承接，普飞需求旺盛

茅台 16 年实现营收 402 亿元，同比增长 20%，其中 16Q4 贡献 122 亿元，同比增长 29%，在 15 年基数较高背景下再次大超预期。这一方面彰显终端的旺盛需求，另一方面，意味着新增的消费动力非常强劲，在旺季增加的新消费人群潜力依旧很大，可能有很多都是以前从未喝过茅台的人群，这些消费将为未来的增长提供动力。

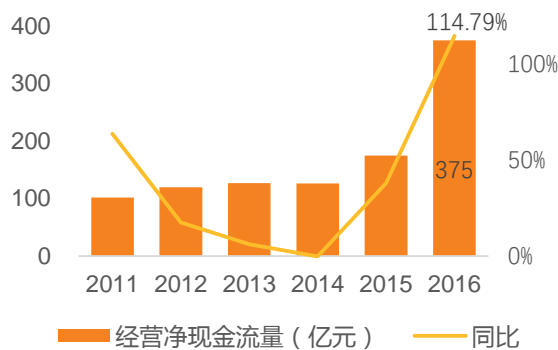
2016 年，茅台预收款项达到 175 亿元，创下新高，同比增长 112%。高企的预收款表明经销商打款积极，信心十足，而这信心正是来源于对茅台强劲的终端需求。16 年营收叠加预收款增速达 38%，凸显茅台实际高增速。另外，经营净现金流达 375 亿元，同比增长 115% 同样印证终端强劲需求。

图 2：茅台营收叠加预收变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：茅台经营净现金流量变化（亿元）

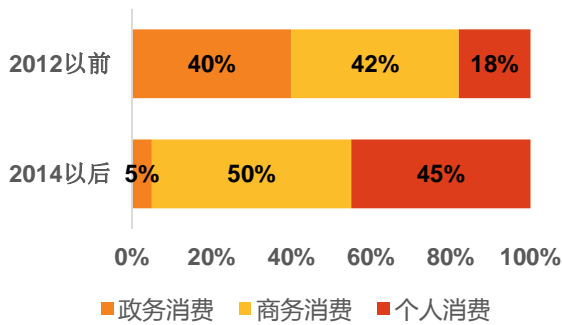


资料来源：Wind，天风证券研究所

从目前实际需求情况看，2017 年全年茅台酒供应偏紧，总库及各中转库缺货严重，断货将成为常态，日前李保芳在工作会上强调严令经销商不得高价销售，要将茅台酒零售价格控制在 1300 元以下，目前从渠道调研来看茅台的价格红线若隐若现，各地方均有惜售的情况出现，直接原因还是需求旺盛，大众消费得起茅台，在这样的背景下提价成为了强烈的预期。

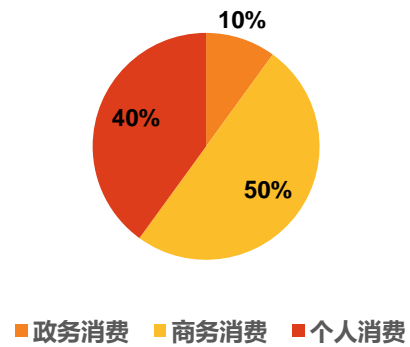
受 2012 年限制三公消费和近期消费升级趋势影响，高端白酒需求结构发生变化，政务消费大幅减少，大众消费承接。政务消费占比由 12 年以前的 40% 下降为 2014 年以后的 5%，大众消费则从 18% 增长到 45%。茅台 16 年企事业需求占比在 50%，大众性需求在 40%，党政军需求在 10%，大众为茅台提供了一批新消费人群。16Q4 的超预期增长已经在一定程度上显示了新消费人群的巨大潜力，之前从未喝过茅台的人群，将为未来的增长提供充足动力。

图 4：高端白酒需求结构变化



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

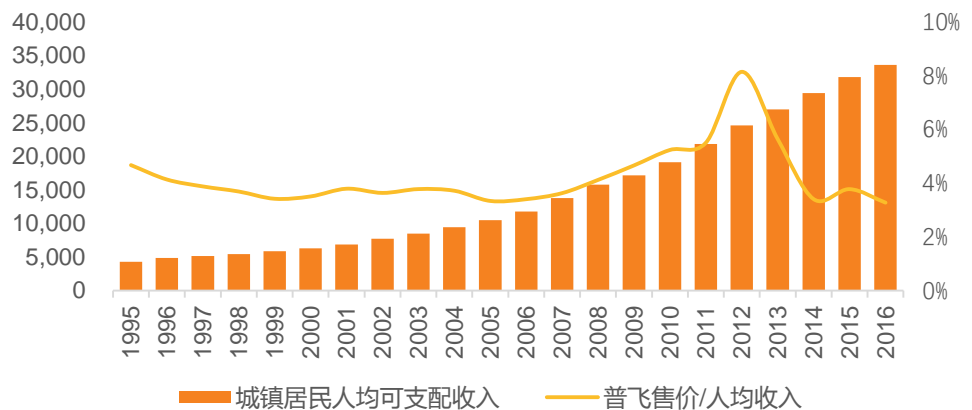
图 5：茅台 16 年消费结构



资料来源：调研，天风证券研究所

从普飞价格与人均收入的比值角度也能看到其继续增长的空间。作为品牌消费品，一个重要的逻辑就是价格随着人均收入的增加而增加。倘若比值下降，说明实际消费能力提升，价格相对而言就是便宜的。下图显示了普飞售价与城镇人均可支配收入的比值变化，可以看到该比值正处于低位，所以普飞目前千元以上的售价实际上是一个相对便宜的价格，确实已经站稳千元价位，未来普飞的增长空间仍然巨大。

图 6：普飞售价/人均收入处于较低位置

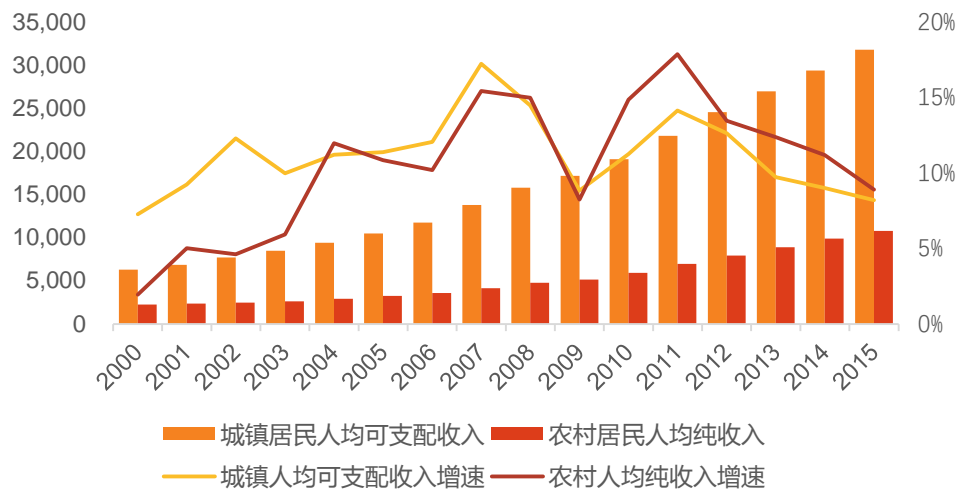


资料来源：Wind，天风证券研究所

根据投资银行瑞士信贷日前发布的《全球财富报告 2015》显示，中国取代日本成为全球家庭财富总值第二国家，并以 1.09 亿的中等收入群体人数位列全球第一。该测算是以美国作为基准国家，按当地拥有 5 万至 50 万美元的财富的标准来界定中产阶层成年人，并采用国际货币基金组织的购买力平价值系列，按本地购买力计算，得出其他国家的等值中产财富范围。中国中等收入群体达 1.09 亿人按上面提到的计算标准，在中国，财富在 32 万至 320 万元之间的人群为中等收入群体。按照一半中产阶级消费茅台的比例算大概有 5000 万人。



图 7：城镇与农村人均收入变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

而反观原有的消费人群是公务员和部队，全国有 716.7 万公务员，部队保持 230 万人的总规模。一共基本在 1000 万人的水平，按照原有的前 20% 可以消费茅台比例算就是 200 万人，这和上面的中产阶级中 5000 万完的消费基础相比差了 25 倍。在推动经济发展的三驾马车（投资、出口、消费）中，2016 年消费对全国经济增长的贡献占比已超过 60%，预示着消费将成为未来经济增长的重要动力。白酒消费人群相对稳定，随着高端白酒回归大众消费，人口周期和消费结构变化将是影响白酒行业发展的主要因素之一。作为白酒消费的主力人群，中国在 30-55 岁区间的人口结构在 2015 年达到一个高峰，因此白酒大众消费仍具有增长潜力。

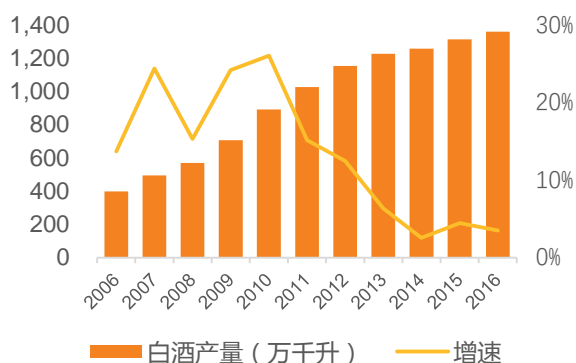
## 2.2. 原因：普飞被越来越多的大众接受

全国性一线品牌如贵州茅台、五粮液、1573 等因自身白酒品牌文化被广大消费者追求并认同，将继续保有其他品牌无法超越的优势。其中，茅台又以其独一无二的品牌力脱颖而出，代表性单品普飞成为行业的标杆和节拍器。

### 2.2.1. 原因 1：白酒行业复苏，消费升级持续

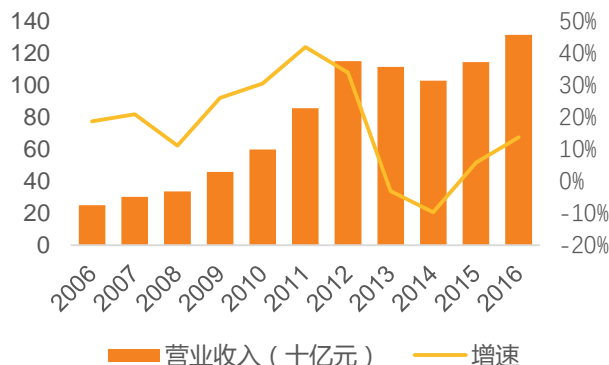
2012 年开始，国家限制三公消费，开展整风行动。政商消费大幅下降，导致白酒行业由黄金十年的量价齐升转向深度调整期。行业终端消费的最差时点出现在 13 年的上半年。2014 年行业基本面企稳，中高端白酒价格回归理性，大众消费逐步承接，行业开始触底回升。2015 年业绩复苏反转，2016 年延续复苏趋势。

图 8：白酒产量增速触底回升



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 9：2015 年白酒上市公司收入反转回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

白酒复苏，尤其是高端白酒回暖的一个重要逻辑便是消费升级。此轮消费升级来源于人民财富积累，生活水平提高以及健康化消费需求等，表现在酒行业便是“少喝酒，喝好酒”，消费者更愿意购买高品质的高端白酒。受益于消费升级，高端白酒需求被大众消费承接迎来回暖行情，带动白酒复苏。从人均收入数据来看，城镇人均可支配收入与农村人均纯收入的增速均在 8% 以上，保持较高水平。从各高端白酒今年春节的表现来看，消费升级趋势不减，终端需求旺盛，茅台实际增速在 25-30% 的水平。

### 2.2.2. 原因 2：普飞兼具“面子”与“里子”

国人钟爱茅台不无道理。茅台酒在中国是一定财富实力的象征，具备面子消费的基础，如同中华烟，二者也经常一并被提及。而飞天茅台之所以成为面子消费的首选，最重要的一个原因便是其高品质的“里子”。有日本学者曾研究发现，茅台酒的香味香气成分高达 230 种，这得益于茅台镇得天独厚的自然环境。此外茅台复杂而独特的酿造工艺也为其品质提供了保障。普飞是行业品质标杆，名副其实。我们以近期热播的反腐大剧《人民的名义》为例，剧中多次出现茅台酒，主要分为两类场景：一是茅台用于商政消费，体现了茅台面子的属性；二是朋友小聚、破案庆功时饮用茅台，体现更多的是其里子消费。

图 10：《人民的名义》中用茅台送礼场景



资料来源：爱奇艺，天风证券研究所

图 11：《人民的名义》中朋友小聚出现茅台



资料来源：爱奇艺，天风证券研究所



### 3. 多品类扩张——普飞以外空间巨大，有望再造半个茅台，有望额外增加每年 3-4% 增长。

茅台的管理层近年来不断强化茅台的消费属性，从需求角度增加茅台的产品层次，从最低的王子酒系列酒，到赖茅，再到普茅，再到生肖，年份，金茅等。这些产品系统性地打开茅台升级的空间。普飞站稳高端酒千元价位后，定制酒等超高端酒的空间其实也很大。这些品类的收入比例从 5% 提升到 15%，也就三年时间。年复合增速超过 50%。高端打开的原因还是消费驱动，一方面看，大众消费承接高端酒需求，以前喝高端酒的人不再满足于飞天茅台；另一方面，超高端酒的金融属性、投资属性显著，所以市场会对这些更高端的白酒有一定需求。我们认为未来 3 年茅台将在差异化产品占据整体收入的 30%，利润的 35% 以上，这个比例的收入和利润基本是 16 年茅台的一半了。在这个过程中，在普茅每年 15-20% 的增长过程中有望额外增加每年 3-4% 增长，使得整体增速达到 20% 以上。

#### 3.1. 现象：茅台超高端产品矩阵化

近年来茅台的定制化，差异化产品增长很快，公司推出多个新品，效果很好。千元普飞之上，茅台还拥有超高端的产品矩阵，主要包括定制酒、陈年茅台酒以及生肖酒，也包括一些纪念酒和蓝茅、金茅这样的大户手中的色彩茅台。总体来看，这样的产品矩阵结构明了，定位清晰。目前来看，定制酒包括模块化定制与个人化定制；陈年酒包括 15、30、50 年等年份酒以及 2000 年-2005 年五星、飞天；生肖酒按上市先后顺序包括马年、羊年、猴年和鸡年；其他包括纪念酒（如：抗战胜利 70 周年纪念）以及色彩茅台（如：蓝茅等）。过去一年蓝茅、金茅等色彩茅台很火，但现在却低调了下来，因为许多大户手中色彩茅台的供应量都减少了去年一半的吨数。

图 12：茅台超高端产品矩阵化



资料来源：茅台商城，天风证券研究所

##### 3.1.1. 茅台定制酒

茅台酒的定制业务在 2001 年就已经开始，2014 年 1 月成立“贵州茅台酒个性化定制营销有限公司”围绕“个人个性定制、企业定制、中外名人定制、区域定制”展开业务，专攻定制市场。2014 年定制了 60 多款产品，实现销售 1.7 亿元；2015 年定制了近 100 款产品，实现销售 3.1 亿元。2016 年上半年，实现含税销售收入 2.8 亿元，同比增长 227.37%，超额完成任务。上面矩阵图中的定制酒为“国之四礼”定制酒。

茅台定制酒包括两种定制方式，模块化定制与个性化定制，这两种方式进一步将目标人群

细化。模块化定制就是俗称的“包装定制”，在包装固定区域加入独特元素，定制程度浅，差异化主要体现在包装，价格一般在 1499-1599 元/瓶。而个性化定制则定制程度更深，用户根据自身喜好与要求，定制瓶盖、瓶标、瓶型、酒制和包装等，最大限度贴合客户个性化需求。

图 13：模块化定制与个性化定制对比

方式	特点	定制范围	起订量	周期	价格 (元)	图例
模块化定制	固定位置植入；起订量低，速度快	 签名      照片      祝福语	1 件	10 个工作日	1499-1599	
个性化定制	量身定做；更尊贵，更独特	 瓶盖      瓶标      瓶型 酒质      包装	600 瓶	视方案而定	视方案而定	

资料来源：茅台商城，天风证券研究所

### 3.1.2. 陈年茅台酒

陈年酒以 15、30、50、80 年年份酒为主，也包括 2000-2005 年五星、飞天等茅台老酒。茅台酒的勾兑需要不同年份酒、不同轮次酒、不同酒精浓度的酒，属于典型的“固态纯粮发酵原酒勾原酒”。一般说来，每年出厂的茅台酒，只占五年前（茅台从开始投料到最终勾兑需 5 年时间）生产酒的 75%左右，剩下 25%留作以后勾酒用，就是今天 15 年、30 年、50 年、80 年茅台年份酒的物质资源保证。年份酒的具体年份并不是整瓶酒存放的时间，而是用具有一定年份的基酒进行勾兑的。它们都用不低于 15 年的基酒，但是按照不同标准勾兑。比如 50 年酒的基酒酒龄不低于 15 年，按照 50 年陈年贵州茅台酒标准精心勾兑而成，未添加任何香气。80 年酒更是每年限量生产，每瓶均有编号及证书，是国酒之尊。

图 14：陈年茅台酒价格

品种	价格 (元)	图片
15 年	4999	

30 年	11099	
50 年	18999	
80 年	20W+	

资料来源：茅台商城，京东，天风证券研究所

### 3.1.3. 生肖茅台酒

茅台从农历甲午马年开始出品生肖酒，加上随后出品的乙未羊年、丙申猴年和丁酉鸡年，共四款生肖酒。生肖酒在产品形象、规格上一直沿袭传统，只是在色彩上有区别，在细节上做亮点，使之与茅台常规产品保持着高度的一致性和延续性。值得注意的是，生产日期不同，生肖酒价格相差悬殊，发售价相近，但早生产的马年羊年酒已经上升到 3500 价位。这凸显了生肖酒的升值能力，极具收藏价值。

图 15：2013-2016 年生肖茅台酒价格

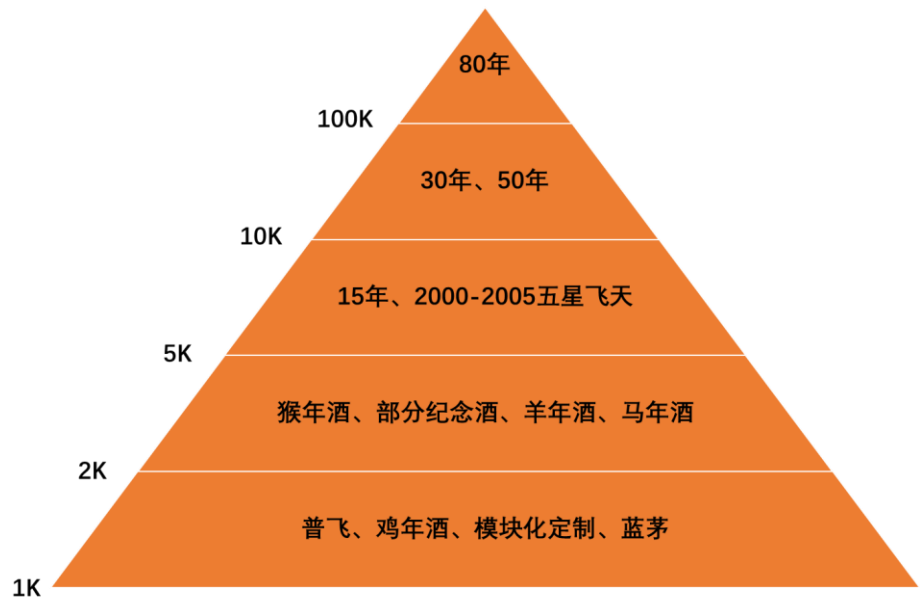
品种	价格（元）	图片
丁酉鸡年酒	1299	
丙申猴年酒	1999	

乙未羊年	3499	
甲午马年	3599	

资料来源：茅台商城，天风证券研究所

我们可以根据茅台超高端主要产品价格定位画出一张金字塔图。茅台超高端产品矩阵化的同时，价格结构金字塔化。超高端不同产品处于不同价格带，差异化定位细化目标人群，完整的价格带覆盖更多目标人群。

图 16：茅台超高端产品价格金字塔

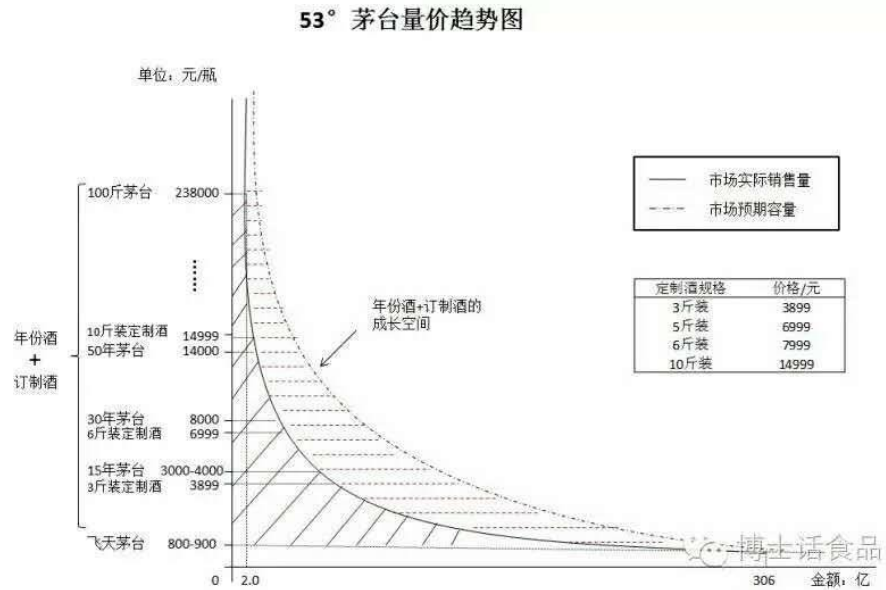


资料来源：茅台商城，天风证券研究所

### 3.2. 高端空间打开的原因：大众消费普飞+投资属性显著

超高端是产品升级的结果，其未来巨大的空间也是我们所说“无限升级”逻辑的基础。根据我们的草根调研，满足个性化需求的定制酒是一个发展的大趋势，茅台、五粮液、泸州老窖等推出的定制酒销售情况均非常喜人。我们借用下图来表达茅台超高端酒的空间。

图 17：茅台超高端空间巨大



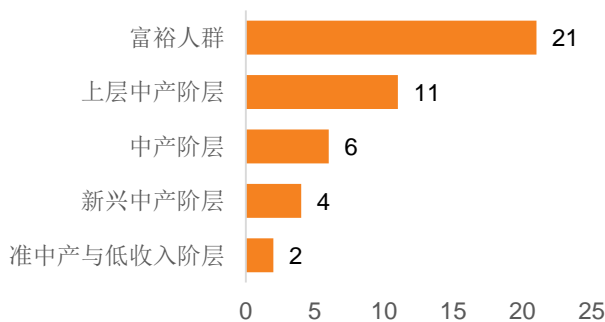
资料来源：调研，天风证券研究所

### 3.2.1. 动力 1：大众承接普飞，更高端消费需求寻找新出口

如果说以前的茅台是“酒桌上的爱马仕”，那么现在看来消费茅台也就是女生购买一个 MK 的消费程度。受益于消费升级趋势，16 年茅台消费中，大众消费占比在 40%水平，越来越多的普通老百姓开始消费飞天茅台。新增量进入的同时，原来就消费飞天的群体将不再满足于普飞，一定会向上移动，茅台超高端就成为不二选择。

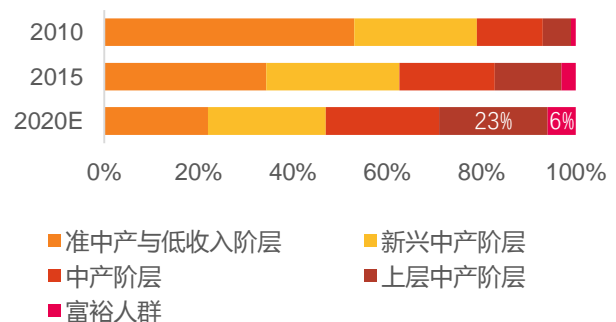
消费升级的基础是消费能力的提升。高端和超高端白酒消费主力，上层中产阶级和富裕消费人口规模持续扩大，在总人口中占比从 2010 年的 7%增长到 2015 年的 17%，预计到 2020 年将达到 29%，其中富裕人口 6%。高净值消费人群的增长为超高端白酒消费创造基础。

图 18：各阶层家庭月消费（千元）



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 19：上层中产阶级和富裕消费人口占比持续扩大



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

消费能力的提升带来的是消费需求的高端化，逐渐壮大的高净值人群正在追求个性化、差异化的高端消费，茅台超高端白酒正迎合了这样的需求。以茅台定制酒为例，尤其是个性化定制方式，能最大程度地满足消费者个性化的需求。“茅台定制酒，定制人生每一个重要的时刻”，可见定制酒除了本身作为酒的价值，还有个人差异化的内涵加持，消费者更愿意为此支付高溢价。



图 20：茅台喜结连理婚宴定制酒



资料来源：茅台定制，天风证券研究所

图 21：茅台春节定制酒



资料来源：茅台定制，天风证券研究所

还有两点也很重要，一是除了定制酒等超高端酒满足的个性化、差异化需求外，这些产品的社交分享行为会进一步增添消费者效用，比普飞更具“面子”功能，这可以进一步提升超高端溢价。二是实际品质更高，口碑好、粘性高。定制酒一般都属于小批量勾兑，用老的基酒勾兑，品质普遍高于普通飞天。很多定制酒的销售不是硬性销售，而是靠口碑，在高消费群体的圈子中，一旦喝上，非常喜欢，这跟小批量勾兑的工艺有很大关系。

### 3.2.2. 动力 2：收藏、投资的绝佳标的

超高端酒不仅具有更高的品质，还拥有更具艺术性的设计，纪念、收藏价值显著。茅台超高端白酒不能仅仅从白酒的角度看，还得从艺术品的角度看。比如鸡年酒，采用孔雀蓝陶瓷瓶，商标为五星，瓶盖为金色纹路形状，顶部有篆体“鸡”字样，礼盒及瓶身上绘有“丁酉鸡年”的传统印章，国画大家陈永锵为其精心绘制《司晨》，礼盒上书法作品由当代女书法家胡秋萍题写，细节彰显茅台满满诚意。

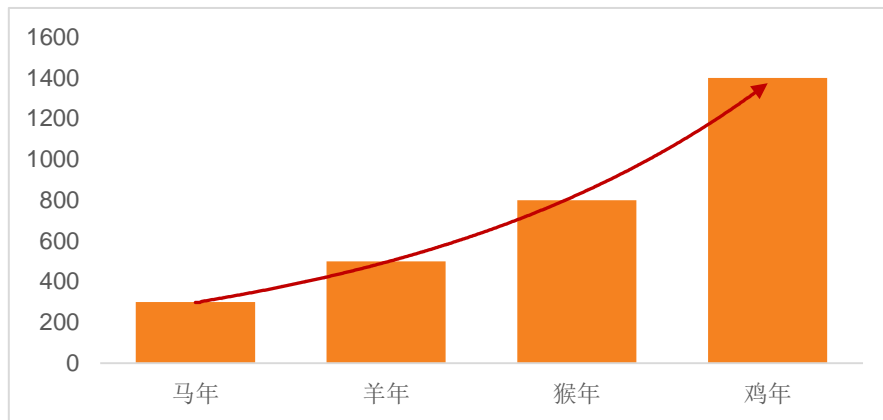
图 22：鸡年茅台酒艺术性设计



资料来源：佳酿网，天风证券研究所

生肖、五行、国画、书法等具有鲜明民族色彩的元素与茅台酒结合在一起，大大提升生肖酒的文化价值、收藏价值，将其称为艺术品一点也不过分。它既是高尚饮品，又是高端藏品、高雅礼品，具有特殊的艺术品位和收藏价值。茅台马年 300 吨，羊年 500 吨，猴年 800 吨，今年的鸡年在 1400 吨左右，从这样的趋势不难看出生肖酒的旺盛需求。鸡年酒上市以来，难挡市场热情，首日销量达 7.17 吨；4 月 5 日，茅台更是发布了《关于增加鸡年生肖茅台酒市场供应量的通知》来缓解市场供不应求的情况。

图 23：生肖茅台酒产量变化



资料来源：佳酿网，天风证券研究所

艺术品属性解释了茅台超高端酒的收藏价值，而其稳定的升值空间使其成为投资的绝佳标的。目前越来越多的人选择喝掉普飞而不是收藏起来，收藏、投资属性向更高端倾斜。一般而言，具有投资价值的收藏酒，离不开稀缺性、历史沉淀、可维持性和成熟的交易市场这四大因素。茅台超高端酒的稀缺性自然不用多提，这是价格高的基础之一。茅台被尊称为“国酒”，“千年积淀，香醉天下”，历史可追溯至公元前 135 年，受到汉武帝称赞；此后逐渐发展，更是在红军长征时结下红色情缘；建国以来的无数次重大活动，茅台酒都被当作国礼，赠送给外国领导人，所以茅台历史文化底蕴深厚。茅台的独特工艺和卓越品质，加上酱香酒特质，适合长期收藏，越陈越香，越藏酒质越好价值越高，收藏投资可持续。国内几大知名的拍卖公司都曾组织茅台酒的“专场”拍卖会，此外，民间收藏领域，也有约定俗成的规则从事老茅台酒交易，说明茅台酒的流通性很好。

图 24：红军用茅台酒疗伤



资料来源：百度，天风证券研究所

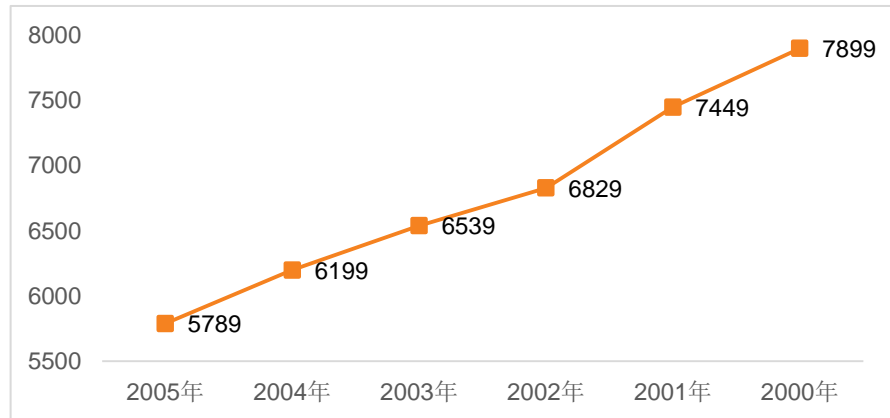
图 25：茅台酒拍卖



资料来源：百度，天风证券研究所

从实际表现看，以茅台商城的 2000-2005 年茅台老酒为例，2005 年飞天售价达 5789 元，2000 年飞天则为 7899 元，粗略计算一下，平均一年可以增值 422 元，且比较稳定。再看生肖酒，目前推出的四款茅台生肖酒发售价都是 1299 元/瓶，但是最先上市的马年酒在茅台商城标价 3599，京东平台上售价则高达 6999 元；羊年酒在茅台商城标价 3499 元，京东 6850 元；猴年酒茅台商城标价 1999 元，但京东已至 3199 元。官方标价已经可以体现生肖酒强劲的升值动力，市场又为其稀缺性、艺术性、高品质等特性支付更多溢价。

图 26：茅台老酒稳定增值



资料来源：茅台商城，天风证券研究所

## 4. 茅台估值提升的路径—四个维度从星巴克看茅台的消费品化过程

### 4.1. 从星巴克消费模型的四个角度比较分析茅台的消费属性

星巴克是典型的消费品，其非常符合消费品行业的发展逻辑，是海内外食品研究的标杆，虽然看似和茅台风牛马不相及，但是我们上升到消费品发展模型角度看就有很多值得借鉴的地方。模型如下：

$$\text{消费品收入} = \text{消费人群基数} \times \text{消费频率} \times \text{单品价格} + \text{其他单品规模}$$

对于茅台而言，其最大的期望就是第一扩大消费人群，这个我们在第一部分已经探讨过了，消费人群基数扩大了很多，但是还不够，要变成人民的茅台，这个和星巴克以及与之的开店模式相一致的。

第二是要提高消费频次，类似星巴克倡导的咖啡文化，将这个场景和生活结合，使得消费场景时间变长消费频率稳定上升，茅台就是要把国酒文化，家国情怀进一步凸显使得老百姓消费频率提高一点，然后控制好价格。

第三是单品的价格，这个要求非常高其价格直接影响前面两个变量，茅台的价格和居民可支配收入比例应该是一致的，这个我们已经论述过了，品牌品和收入比例一致，由于新增了一个巨大的财产性收入，很多城市居民的房屋升值很多，较工资收入增长百倍千倍，消费能力增强，茅台具有升值能力，因此降低对价格的敏感度。星巴克核心单品价格基本稳定，但是不断增加新品类，新品价格均高于原来价格，同时强化新品的价值增量，让消费者买了觉得提高了性价比。到新品价格稳定的提升到一定程度后和老品的价格带拉开后，再逐渐提升老品价格，茅台目前处于这样的阶段。

第四是一个额外加分项目，这是关键，星巴克臻选店就是将额外新品类加入原有品类，提高收入。类比于我们前面论述的茅台的定制化产品。茅台定制酒、陈年酒及生肖酒等将茅台带入无限升级效应，这是非常经典的消费品逻辑。我们之前也通过比较星巴克臻选店和茅台产高端产品来确认茅台的消费品精髓。

### 4.2. 星巴克臻选店和茅台定制产品的重合—无限升级：经典消费品逻辑

我们补充了茅台和星巴克在新品上的比较分析，一方面是带来了很高质量的收入，另外也强化基础品类的品牌地位。这里我们引出最关键的点就是：无限升级，即通过推出高端的额外产品来获得一个平台化的优势以提升估值。消费品行业估值提升。需要证明自身开



发更高档产品的能力，即升级能力，以及平台化的能力。在这以前，茅台是一个大单品公司，这个大单品就是飞天茅台，其他产品都比较少。上文已经分析了茅台超高端的巨大空间以及绝对话语权，所以茅台推一些更高端的产品是非常具有优势的。

一般而言，消费品通过产品升级带来增长，估值也会相应大幅提升。茅台之上再无竞品，往上升多少都可以；而产品升级后，利润远高于普飞，这些都将体现在估值提升上。预计在 3-4 年内这些产品占比超过 25-30%。通过这些产品进一步提高普飞的价格中枢，也可以用更高渠道利润来打压对手。这种路径，已经和大部分消费品一样，完全跳出了传统白酒非正常消费的路径，有了真正消费品属性。

图 27：星巴克臻选店



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2014 年星巴克开始推出星巴克臻选烘焙及品鉴体验馆在“星巴克臻选( Starbucks Reserve )”旗下运营，臻选咖啡价格要比普通咖啡贵一倍左右，目前中国臻选店已经达到 61 家。臻选店的成功在于臻选咖啡豆+黑围裙手工冲调+Loft 设计。

图 28：茅台与星巴克对比

	行业地位	代表产品	升级产品	升级产品特点
贵州茅台	白酒行业龙头	飞天茅台	定制酒、年份酒、生肖酒	数量有限、品质卓越； 利润空间更大
星巴克	咖啡行业龙头	连锁咖啡店	星巴克臻选	

资料来源：天风证券研究所

星巴克臻选咖啡豆，每年采购人员会穿梭于世界各地咖啡种植带，寻找顶尖的 3% 的优质阿拉比卡咖啡豆，有些咖啡豆可能仅在一小片土地上极少特产，也可能融合当地土壤、气候和时机偶然天成。臻选咖啡豆保证了咖啡的稀有性。黑围裙咖啡大师手工冲调进一步保证了臻选咖啡的品质，同时客人也有机会向黑围裙咖啡大师学习冲调方法，享受专业服务。Loft 设计质朴、舒适，自由与包容的设计基调使臻选店区别于普通门店，客人可以在自由空间尽情享受这里不同的格调。这是臻选咖啡的稀有性，大师冲调的高品质与 Loft 设计的独特格调使得星巴克臻选店成功得以成功，将无限升级成为可能。

#### 4.3. 对茅台启示—多品类发展升级未来空间，强化已有大单品，提升稳定估值

茅台超高端就是星巴克臻选店。星巴克在已经是行业龙头的基础上，推出更高端产品，带入无限升级效应。目前星巴克估值 30X+，在美股同行业估值水平中位数 27X+ 之上；而茅台估值则是在行业中位数之下接近中位数，估值水平仍有上升空间。

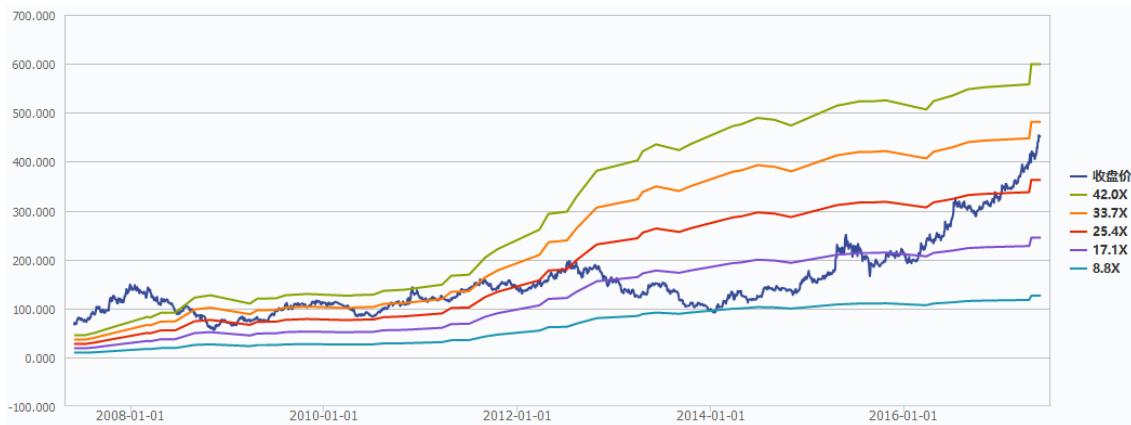
对比茅台与星巴克，我们可以发现两者有着十分类似的上升通道，所带来的影响也比较类似，包括：

(1) 升级产品利润空间更大，且在行业内起到价格标杆作用，不仅稳定自有价格体系，而且对竞品价格压制；

(2) 升级产品是对原有产品体系的有利补充，能满足部分消费群体更高端的消费需求，且少量的升级产品更是可以强化品牌认可；

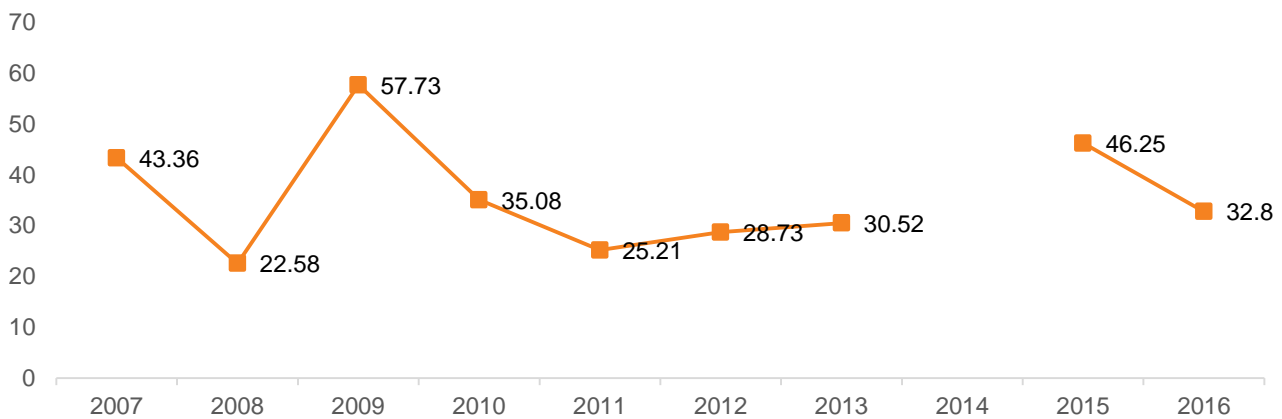
(3) 通过升级产品，对消费者再教育，进一步提升消费黏性，进而带动公司其他品类消费，起到协同发展的作用。比如星巴克臻选带动咖啡和器具的销售；认可茅台超高端产品的消费者同样可能优先选择茅台其他产品。

图 29：茅台 PE Band



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：星巴克平均 PE (因诉讼损失，13 年净利大幅下降，14 年平均 PE 高达 1924X)



资料来源：Wind，天风证券研究所



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	36,800.75	66,854.96	39,984.58	98,429.84	76,110.15
应收账款	48.45	77.23	145.14	108.20	202.59
预付账款	1,477.73	1,046.10	6,383.25	297.64	8,159.86
存货	18,013.30	20,622.25	27,590.49	28,887.70	46,833.81
其他	8,664.28	1,580.01	9,569.59	7,461.07	11,989.67
<b>流动资产合计</b>	<b>65,004.51</b>	<b>90,180.55</b>	<b>83,673.05</b>	<b>135,184.46</b>	<b>143,296.07</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	11,416.64	14,453.18	15,685.67	16,671.91	17,290.42
在建工程	4,895.15	2,745.58	2,847.35	2,608.41	2,165.05
无形资产	3,582.46	3,531.74	3,451.86	3,371.97	3,292.09
其他	1,383.20	1,962.66	1,467.23	1,582.93	1,649.52
<b>非流动资产合计</b>	<b>21,277.45</b>	<b>22,693.16</b>	<b>23,452.10</b>	<b>24,235.23</b>	<b>24,397.07</b>
<b>资产总计</b>	<b>86,301.46</b>	<b>112,934.54</b>	<b>107,162.21</b>	<b>159,458.81</b>	<b>167,738.82</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,304.12	2,765.25	3,693.69	3,715.39	6,139.12
其他	17,747.61	34,255.18	11,225.47	40,433.35	15,584.78
<b>流动负债合计</b>	<b>20,051.72</b>	<b>37,020.43</b>	<b>14,919.16</b>	<b>44,148.75</b>	<b>21,723.90</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.57	15.57	16.30	15.81	15.90
<b>非流动负债合计</b>	<b>15.57</b>	<b>15.57</b>	<b>16.30</b>	<b>15.81</b>	<b>15.90</b>
<b>负债合计</b>	<b>20,067.29</b>	<b>37,036.00</b>	<b>14,935.47</b>	<b>44,164.56</b>	<b>21,739.79</b>
少数股东权益	2,308.19	3,004.41	4,310.47	6,170.42	8,459.43
股本	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20
资本公积	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96
留存收益	62,464.45	71,228.42	86,660.07	107,867.63	136,283.39
其他	(1,169.64)	(965.45)	(1,374.96)	(1,374.96)	(1,374.96)
<b>股东权益合计</b>	<b>66,234.17</b>	<b>75,898.54</b>	<b>92,226.74</b>	<b>115,294.25</b>	<b>145,999.02</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>86,301.46</b>	<b>112,934.54</b>	<b>107,162.21</b>	<b>159,458.81</b>	<b>167,738.82</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	16,455.00	17,930.64	21,289.40	28,596.76	34,562.63
折旧摊销	848.15	934.19	745.63	832.57	904.74
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	(3.87)	0.00	(2.32)	(2.32)	(2.32)
营运资金变动	2,551.07	25,123.25	(41,948.00)	36,033.93	(52,920.44)
其它	(2,414.00)	(6,536.84)	1,374.81	1,891.47	2,341.03
<b>经营活动现金流</b>	<b>17,436.34</b>	<b>37,451.25</b>	<b>(18,540.48)</b>	<b>67,352.41</b>	<b>(15,114.36)</b>
资本支出	3,357.63	1,759.17	1,999.27	1,500.49	999.92
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(5,406.43)	(2,861.68)	(3,993.16)	(2,986.91)	(2,006.36)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,048.79)</b>	<b>(1,102.50)</b>	<b>(1,993.89)</b>	<b>(1,486.42)</b>	<b>(1,006.44)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	288.82	237.37	(409.52)	0.00	0.00
其他	(5,876.84)	(8,571.88)	(5,926.50)	(7,420.72)	(6,198.89)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(5,588.02)</b>	<b>(8,334.51)</b>	<b>(6,336.01)</b>	<b>(7,420.72)</b>	<b>(6,198.89)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>9,799.53</b>	<b>28,014.24</b>	<b>(26,870.39)</b>	<b>58,445.27</b>	<b>(22,319.69)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>33,446.86</b>	<b>40,155.08</b>	<b>49,377.14</b>	<b>65,355.39</b>	<b>81,007.49</b>
营业成本	2,538.34	3,410.10	4,040.52	4,672.64	6,329.51
营业税金及附加	3,449.17	6,508.93	6,419.03	8,822.98	11,532.62
营业费用	1,484.96	1,681.05	2,419.48	2,940.99	3,645.34
管理费用	3,812.85	4,187.19	5,974.63	7,940.68	9,915.32
财务费用	(67.27)	(33.18)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(0.54)	12.33	5.60	5.90	7.94
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.87	0.00	2.32	2.32	2.32
其他	66.48	123.03	(4.64)	(4.64)	(4.64)
<b>营业利润</b>	<b>22,158.99</b>	<b>24,265.63</b>	<b>30,520.20</b>	<b>40,974.52</b>	<b>49,579.08</b>
营业外收入	4.82	8.55	6.65	6.67	7.29
营业外支出	162.10	316.30	235.20	237.87	263.12
<b>利润总额</b>	<b>22,001.71</b>	<b>23,957.88</b>	<b>30,291.65</b>	<b>40,743.33</b>	<b>49,323.25</b>
所得税	5,546.72	6,027.24	7,627.44	10,255.10	12,419.60
<b>净利润</b>	<b>16,455.00</b>	<b>17,930.64</b>	<b>22,664.21</b>	<b>30,488.23</b>	<b>36,903.66</b>
少数股东损益	951.91	1,212.28	1,374.81	1,891.47	2,341.03
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>15,503.09</b>	<b>16,718.36</b>	<b>21,289.40</b>	<b>28,596.76</b>	<b>34,562.63</b>
每股收益(元)	12.34	13.31	16.95	22.76	27.51

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.82%	20.06%	22.97%	32.36%	23.95%
营业利润	0.25%	9.51%	25.78%	34.25%	21.00%
归属于母公司净利润	1.00%	7.84%	27.34%	34.32%	20.86%
<b>获利能力</b>					
毛利率	92.41%	91.51%	91.82%	92.85%	92.19%
净利率	46.35%	41.63%	43.12%	43.76%	42.67%
ROE	24.25%	22.94%	24.22%	26.21%	25.13%
ROIC	61.79%	64.70%	325.28%	60.43%	243.37%

偿债能力	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产负债率	23.25%	32.79%	13.94%	27.70%	12.96%
净负债率	-25.99%	-22.05%	-32.33%	-21.73%	-37.17%
流动比率	3.24	2.44	5.61	3.06	6.60
速动比率	2.34	1.88	3.76	2.41	4.44
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	500.53	639.02	444.11	515.95	521.31
存货周转率	2.03	2.08	2.05	2.31	2.14
总资产周转率	0.44	0.40	0.45	0.49	0.50
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	12.34	13.31	16.95	22.76	27.51
每股经营现金流	13.88	29.81	-14.76	53.62	-12.03
每股净资产	50.89	58.03	69.99	86.87	109.49
<b>估值比率</b>					
市盈率	35.89	33.28	26.14	19.46	16.10
市净率	8.70	7.63	6.33	5.10	4.05
EV/EBITDA	10.35	14.00	16.61	11.06	9.65
EV/EBIT	10.75	14.53	17.01	11.29	9.82

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com