中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告·上市公司深度　　饮料制造

双轮驱动带动国酒飘香-详述九大体系铸就茅台核心竞争力

贵州茅台(600519)

核心观点：白酒行业经历调整后，2016 年以来开始复苏，伴随着中产阶级崛起和消费升级，高端白酒消费结构发生改变，个人消费和商务消费占据主导地位，白酒消费向高端和名酒集中，高端白酒迎来发展良机。贵州茅台作为高端白酒龙头，已成为行业标杆，价格领导者。我们根据茅台基酒产量公告远期目标 5.6 万吨，简单推算茅台 2024 年对应可售成品酒产量或达 4.6 万吨，增幅较 2018 年达 40%，我们预计未来茅台吨价提升主要来自于三个方面：1)仍存在提价预期，2)直营比例持续提高，3)茅台同时会增加更多高附加值的非标产品，预计到 2024 年，茅台及以上产品收入或达 1400 亿规模，年复合增速达 15%。

品历史：茅台历史悠久，龙头地位逐渐奠定。贵州茅台以其独特的国酒文化，特殊的酿造工艺和酱香型白酒中垄断的行业地位造就了茅台的稀缺性，逐渐成为我国高端白酒龙头。自 1952 年以来，茅台基酒产量增 49596.69 吨，价格提升 75700%，量价齐升带动茅台业绩持续高增长。上市以来，茅台收入复合增速达 25.53%，利润复合增速达 31.89%。

知当下：高端白酒竞争格局优异，年初以来茅五泸三家龙头量价齐升，高景气度延续。白酒景气周期拉长，受益于居民收入水平提高和行业结构性增长集中度提升，高端白酒持续保持超越行业的营收和利润增速，龙头集中度持续提高。高端白酒竞争格局优异，呈扩容趋势，龙头茅台收入市占率由 2012 年 46.58%提升至 2018 年 64.17% 。2019 年初以来，茅台供应偏紧，批价从年初 1700 元左右提升至 2000 元以上，受益于茅台批价高涨，五粮液、老窖等批价持续走高，高端白酒景气周期延续，量价齐升。

看未来：双轮驱动带动国酒飘香 1：茅台的成功是战略体系的成功，七大体系铸就茅台核心竞争力。2：产品结构优化：公司具备完善的产品线，普飞以上非标类产品已达 30%以上体量，价格带布局完善，未来受益于富裕阶层占比提升，普飞以上产品占比预计将进一步提升。3：老酒市场方兴未艾，增加了茅台新一片消费群体。老酒市场的成熟使得茅台消费场景更加精细化，刻度化，茅台的消费群体较过往更加庞大。4：由于茅台供应偏紧，渠道利润高增，未来仍存在提价的预期。5：公司将加大直营门店建设，加大直营比例提高。**双轮驱动战略成型，未来系列酒将是另一个增长极。**目前公司双轮驱动战略逐渐成型，在茅台酒稳健增长的同时，系列酒产品近两年在公司的大力扶持下也开始快速发展。2017 年，公司系列酒实现销售额 65 亿，2018 年目标 80 亿以上，实际实现约 88 亿元，2018 年系列酒不增量，主要是来自于产品结构的提升，非标占比增加。2019 年，公司系列酒产品

维持　　**买入**

安雅泽
anyaze@csc.com.cn
18600232070
执业证书编号：S1440518060003

发布日期： 2019 年 08 月 16 日

当前股价： 1044.9 元
目标价格 6 个月： 1210.0 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-0.84/2.56	-0.7/8.64	32.24/30.83

12 月最高/最低价（元）	1,035.6/509.02
总股本（万股）	125,619.78
流通 A 股（万股）	125,619.78
总市值（亿元）	11,983.88
流通市值（亿元）	11,983.88
近 3 月日均成交量（万）	479.81
主要股东	
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	61.99%

股价表现

相关研究报告

19.07.17	【中信建投饮料制造】贵州茅台(600519):供需不平衡是核心，静待直营方案落地
19.07.14	【中信建投饮料制造】贵州茅台(600519):供需不平衡是核心，短期业绩不应过度解读
19.04.25	【中信建投饮料制造】贵州茅台(600519):一季报收入利润开门红，静待直营比例提升

在不增量的前提下，将冲刺百亿销售额目标。未来，系列酒产品将成为公司一个重要的增长极，成为公司在次高端、中端价格带的重要补充。

投资建议：预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 34.98、40.36、47.30 元，对应 PE 分别为 30.0X、25.9X、22.1X。根据茅台酒公告 18 年基酒产量及 2020 年规划基酒产量达 5.6 万吨，可以推算出 2024 年茅台酒可供销售量达 4.6 万吨左右，同比 2018 年销售量增长 40%以上；茅台近年取消经销商配额预计达 3500 吨左右，未来预计回收配额将投放直营或增加非标酒销售量，将带来吨价显著提升；目前茅台酒供需格局仍然偏紧，批价仍在缓慢提升中，出厂价/终端零售价价差明显，渠道利润超 130%，预计未来仍有提价空间。综上预计未来几年，茅台复合增速达 15%左右，参考国外烈酒龙头，帝亚吉欧，百福门，保乐力佳等，预计茅台估值仍有望进一步提升。

风险提示：

行业整体性风险、宏观经济下行风险、直营比例提升不达预期

预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	**77,199.4**	**89,473.6**	**102,972.8**	**122,203.3**
营业收入增长率	26.4%	15.9%	15.1%	18.7%
EBITDA（百万）	**52,653.3**	**62,229.3**	**72,650.0**	**85,299.8**
EBITDA 增长率	31.2%	18.2%	16.7%	17.4%
净利润（百万）	**35,203.60**	**43,944.65**	**50,694.55**	**59,414.02**
净利润增长率	30.00%	24.83%	15.36%	17.20%
ROE	31.20%	32.00%	31.80%	31.50%
EPS（元）	28.02	34.98	40.36	47.30
P/E	37.29	29.87	25.89	22.09
P/B	10.8	9.2	7.8	6.6
EV/EBITDA	21.1	17.5	14.8	12

目录

一、品历史：超越五粮液成为国酒龙头 1
1.1、我国白酒行业发展史：历经周期，龙头更迭 1
1.2、复盘上一轮白酒周期 2
1.2.1、2003-2012 年：投资驱动下的经济高速增长，带动白酒需求全面爆发，周期性较强 2
1.2.2、2012-2015 年：白酒需求断崖式下跌，白酒企业收入利润大幅缩水 3
1.3、贵州茅台——历史悠久，龙头地位逐渐奠定 5
1.3.1、历史悠久，历届评酒会榜上有名 5
1.3.2、产量&业绩高增长，铸就茅台神话 6
二、知当下：高端白酒发展前景可期 8
2.1、各价格段酒企竞争相对稳定，龙头公司占据优势 8
2.2、中产阶级崛起，个人消费与商务消费成为高端白酒消费主力 9
2.3、高端白酒量价齐升，茅台持续收割市场份额 11
2.4、稳价当头，防范价格风险，龙头茅台带动高端白酒健康发展 14
2.5、入场券发放完毕，更加依赖渠道推力 15
三、看未来：双轮驱动，冲刺千亿收入目标 16
3.1 茅台的成功是战略体系的成功----详述“七大体系”铸就茅台核心竞争力 16
3.2 渠道利润高，未来仍存提价空间 19
3.1.1、时隔 5 年再次提价，渠道利润仍然较高 19
3.1.2、茅台量价齐升，需求为何如此旺盛？ 21
3.3、产品结构升级，带动盈利能力提升 22
3.3.1、产品线齐备，抗风险能力提升，价格带布局齐备 22
3.3.2、普飞持续向上升级，高端“非标酒”收藏价值凸显 23
3.3.3、非标酒占比快速提升，带动公司盈利能力提升 27
3.3.4、2020 年后茅台飞天酒产量将得到释放，2024 年飞天以上产品收入或达 1400 亿规模 28
3.3.5、渠道以小商为主，静待直营比例提高 29
3.4、双轮驱动已初步成型，系列酒将再造一个增长极 31
3.4.1 酱香系列酒发展历史 31
3.4.2、多因素促使系列酒业绩爆发式增长，将成为公司重要收入来源 32
3.4.3、模仿普飞，开发非标酒，优化产品结构，提升盈利能力 34
3.4.4、酱香酒市场规模不断扩大，系列酒竞品强势 36
四、估值合理，仍有成长空间 37
4.1 历史估值 37
4.2、当下估值情况 39
4.2、与国际烈酒巨头估值对比 39
五、盈利预测 40

图表目录

图表 1： 我国白酒行业发展历程 2
图表 2： 我国 2000 年以来 GDP 及同比增速 2
图表 3： 固定资产投资完成额及同比增速 2
图表 4： 我国货币供应量不断提高 3
图表 5： 我国规模以上酒企白酒产量月度数据 3
图表 6： 茅台一批价和终端价自 2012-2014 年出现大幅下降 4
图表 7： 我国主要酒企 2012-2015 年营收、归母净利润增速情况 4
图表 8： 主要白酒企业 2012-2015 年营收增速 4
图表 9： 主要白酒企业 2012-2015 年归母净利润增速 4
图表 10： 白酒行业上一轮周期复盘 5
图表 11： 历届评酒会上榜白酒品牌 6
图表 12： 茅台酒基酒产量及同比增速 7
图表 13： 贵州茅台各个发展阶段 7
图表 14： 贵州茅台营业总收入 7
图表 15： 贵州茅台归母净利润 7
图表 16： 贵州茅台股价表现（前复权） 8
图表 17： 我国不同价格带白酒市场竞争格局 9
图表 18： 我国城镇居民家庭人均可支配收入不断增长 10
图表 19： 我国城镇中产阶层家庭群体占比不断增加 10
图表 20： 飞天茅台一批价与居民购买力水平对比情况 10
图表 21： 2012 年高端白酒消费结构 11
图表 22： 2015 年高端白酒消费结构 11
图表 23： 2012-2018 年，茅台酒销量不断增长 11
图表 24： 高端白酒整体销量情况 12
图表 25： 2015 年以来高端酒整体销售情况 12
图表 26： 茅台、五粮液、国窖 1573 出厂价变化情况（元/瓶） 13
图表 27： 高端白酒三强收入增速对比行业情况 13
图表 28： 高端白酒三强利润增速对比行业情况 13
图表 29： 2015 年白酒行业营收结构 13
图表 30： 2018 年白酒行业营收结构 13
图表 31： 茅五泸营收占比 14
图表 32： 茅五泸销量占比 14
图表 33： 茅台 2017 年来对于经销商的处罚 14
图表 34： 近两轮周期主流白酒品牌渠道库存情况对比 15
图表 35： 2017 年我国高端白酒市场占比 15
图表 36： 我国次高端白酒市场占比 15
图表 37： 我国不同价格带白酒营销模式对比 16
图表 38： 茅台具备卓越的品牌力：“国酒”印象 17
图表 39： 茅台酿酒工艺 17
图表 40： 茅台产品线 18
图表 41： 茅台文化的组成部分 18

图表 42： 茅台老酒 19
图表 43： 茅台股价变动情况 19
图表 44： 茅台普飞、五粮液普五历年提价情况 20
图表 45： 茅台历年提价与终端价情况 20
图表 46： 茅台酒量价齐升（2015 年后）：销量不断增长、批价持续上行 21
图表 47： 我国城镇居民家庭人均可支配收入不断增长 21
图表 48： 普飞批价与居民购买力对比 21
图表 49： 茅台销量总量增长，其中普飞增速平稳、非标增速迅猛 22
图表 50： 贵州茅台产品结构 23
图表 51： 2013-2018 年公司茅台酒吨价变化情况 23
图表 52： 贵州茅台生肖酒 24
图表 53： 贵州茅台陈年茅台酒 24
图表 54： 茅台精品酒 25
图表 55： 不同规格&不同颜色飞天茅台酒 26
图表 56： 茅台老酒价格及对应 2019 年新酒价格 26
图表 57： 茅台老酒 27
图表 58： 2012 年贵州茅台产品营收结构 27
图表 59： 2017 年贵州茅台产品营收结构 27
图表 60： 公司历年茅台酒产能扩产项目 28
图表 61： 茅台酒设计产能（根据公告计算） 28
图表 62： 茅台酒基酒及未来可用成品酒量 29
图表 63： 茅台酒未来收入预测 29
图表 64： 茅台和五粮液前五大客户销售收入占比 31
图表 65： 贵州茅台直营收入占比提升 31
图表 66： 茅台系列酒发展历程 31
图表 67： 茅台系列酒历年营收情况 32
图表 68： 茅台系列酒历年销量 33
图表 69： 2014 年以来系列酒营收占比不断提升 33
图表 70： 茅台王子酒非标产品与标品对比 34
图表 71： 2015 年以来系列酒毛利率不断提升 36
图表 72： 我国酱香酒市场结构 37
图表 73： 茅台在酱香型白酒市场中的主要竞争对手 37
图表 74： 茅台业绩与估值复盘（1） 38
图表 75： 茅台业绩与估值复盘（2） 38
图表 76： 茅台历史估值情况 PE（TTM） 39
图表 77： 贵州茅台与国际烈酒巨头对比 40
图表 78： 公司未来三年盈利预测表 40

一、品历史：超越五粮液成为国酒龙头

1.1、我国白酒行业发展史：历经周期，龙头更迭

1949-1978 年，我国白酒产业处于起步阶段，政府逐步推动小企业合并并逐渐实现工业化和标准化，当时白酒产业属于行政垄断。20 世纪 60 年代，建立“汾酒试点”，对清香型白酒工艺和香型物质进行确认，加之生产工艺因素，山西汾酒产量迅速提升，并逐渐成为白酒规模龙头。同时，国家开始组织评酒会，名酒逐渐奠定品牌力基础。

1979-1988 年，改革开放后，我国逐渐放宽酒类专卖制度，但仍保持行政垄断，地方政府推动投资兴建白酒厂，行业产量快速增长，我国白酒行业进入供给扩张阶段。汾酒凭借规模优势，仍然占据龙头地位。

1989-1996 年，政府开始放开价格管制，各地品牌形成混战局面，名酒逐渐涌现，我国白酒行业进入发展壮大阶段。其中，茅台、五粮液、剑南春通过品牌力优势不断提价，奠定一线名酒地位，而山西汾酒、古井贡酒、泸州老窖等则采取规模化策略，主攻低价位白酒。一线品牌茅五剑中，五粮液价格、规模、利润均处于领先地位，是我国当时的一线龙头。

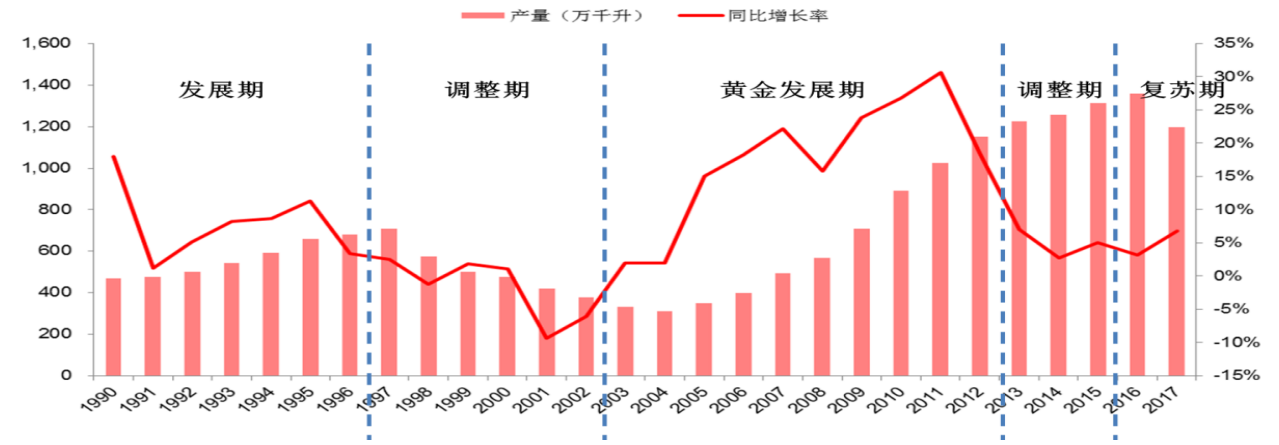
1997-2002 年，我国白酒行业自建国以来进入第一个调整期。1997 年的亚洲金融危机和 1998 年的朔州假酒案，对我国白酒行业形成巨大冲击，白酒量价齐跌。同时，自 2001 年起我国对白酒企业开始从量征税，对中低端酒企较大，产量下降。在此阶段，汾酒快速萎缩，五粮液仍然保持绝对龙头地位。

2003-2012 年，随着我国宏观经济快速发展，政商务消费场景增多，我国白酒行业进入“黄金十年”，规模酒厂数量开始扩增，高端、次高端产品不断提价，尤其在 2011-2012 年，价格快速提升，行业泡沫积聚。在此期间，茅台从产品价格、利润等各方面超越五粮液，成为我国白酒行业龙头。

2013-2015 年，随着 2012 年底三公禁令的出台，我国高端、次高端白酒消费迅速下滑，价格也大幅度下跌，行业收入和利润停滞不前。在此期间，五粮液经历较大滑坡，与茅台差距逐渐拉大，茅台龙头地位进一步巩固。

2016 年至今，随着大众消费崛起，我国白酒行业开始逐渐复苏，马太效应凸显，行业集中度不断提升。此轮行业复苏伴随着消费升级，高端、次高端名优酒企获得了快速发展，区域地产龙头也在省内消费升级的带动下实现了产品结构的不断升级。茅台 2017 年业绩快速增长，成为我国高端白酒中的绝对领导者。

图表1： 我国白酒行业发展历程



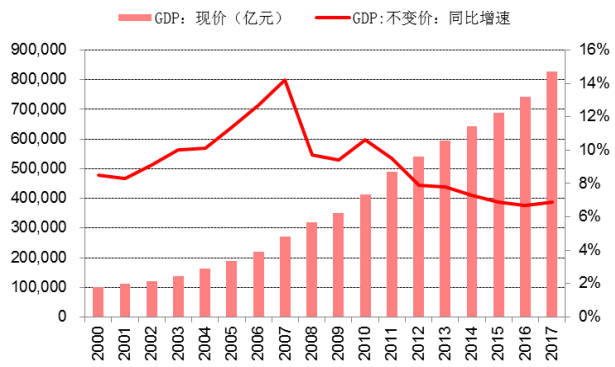
资料来源：佳酿网，微酒，中国酒业协会，中信建投证券研究发展部

1.2、复盘上一轮白酒周期

1.2.1、2003-2012 年：投资驱动下的经济高速增长，带动白酒需求全面爆发，周期性较强

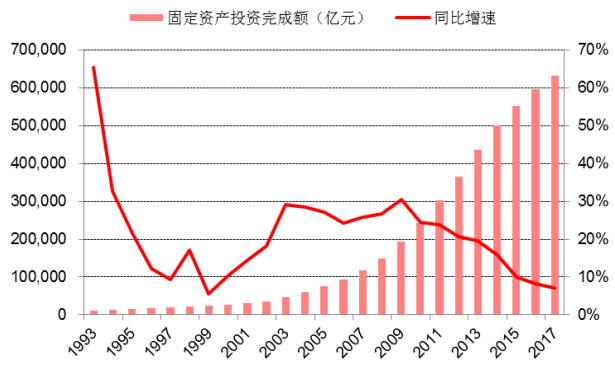
2003-2012 年，我国经济在投资驱动下处于高速增长，除 2012 年外，我国 GDP 基本维持在 9%以上的较高速水平，固定资产投资增速维持在 20%以上的高速增长。由于投资驱动下的经济高增长，经济活动较为频繁，高端白酒中政商务需求得到激发。由于政务及商务需求对高端白酒价格敏感度较低，且有部分高端白酒自饮需求叠加带动白酒产品价格不断提升，渠道库存不断累积。在 2012 年三公消费限制之前，渠道库存已累积至高位。同时由于货币供应持续高水位，导致高端白酒金融属性凸显，各类白酒交易所纷纷成立，激发了高端白酒的收藏及投资需求。

图表2： 我国 2000 年以来 GDP 及同比增速



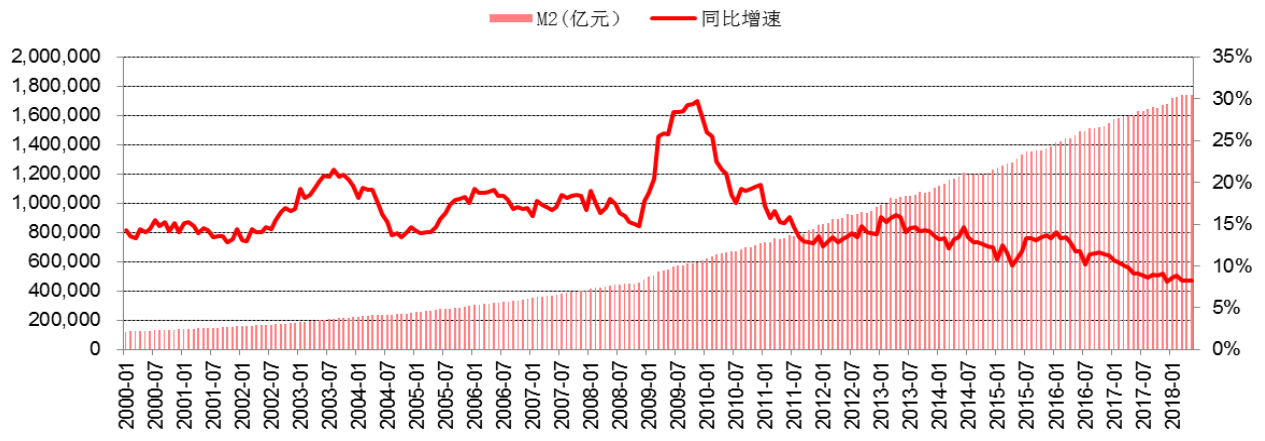
资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表3： 固定资产投资完成额及同比增速



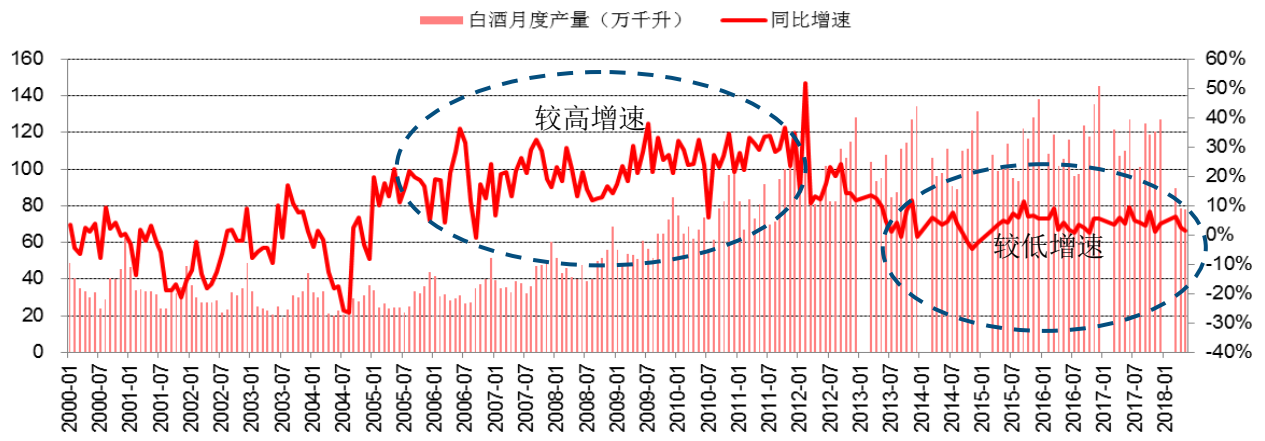
资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表4： 我国货币供应量不断提高



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表5： 我国规模以上酒企白酒产量月度数据

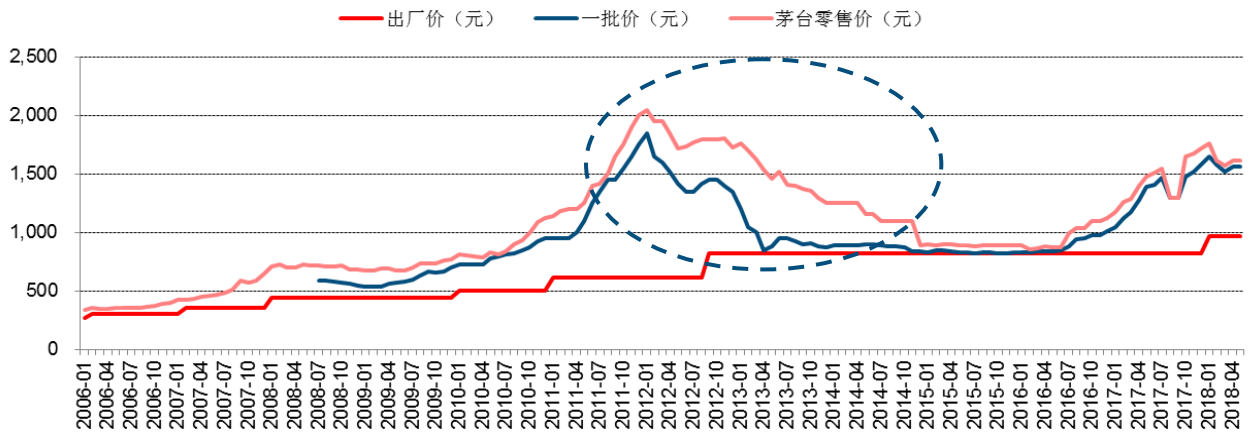


资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

1.2.2、2012-2015 年：白酒需求断崖式下跌，白酒企业收入利润大幅缩水

2012 年底白酒行业爆发塑化剂事件，三公消费禁令出台，白酒需求断崖式下跌，渠道库存随后出清。茅台，五粮液纷纷降价，以茅台为例，其终端价从最高的超过 2000 元下跌至不到 900 元，价格持续向下传导，全行业盈利空间受到压缩，次高端白酒生存空间遭到重创，除贵州茅台外，大部分酒企 2013-2014 年营收和归母净利润均出现较大幅度的负增长。

图表6： 茅台一批价和终端价自 2012-2014 年出现大幅下降



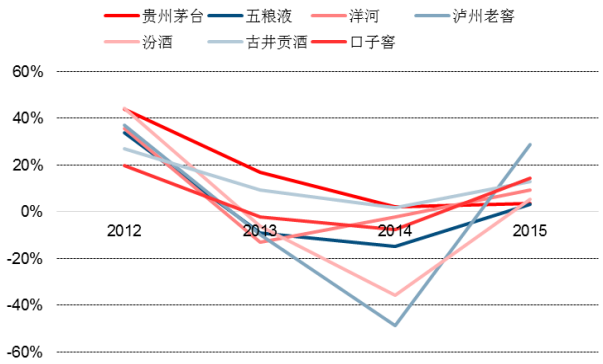
资料来源：公司公告，渠道调研，中信建投证券研究发展部

图表7： 我国主要酒企 2012-2015 年营收、归母净利润增速情况

酒企	营收同比增速				归母净利润同比增速			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
贵州茅台	43.8%	16.9%	2.1%	3.4%	51.9%	13.7%	1.4%	1.0%
五粮液	33.7%	-9.1%	-15.0%	3.1%	61.3%	-19.7%	-26.8%	5.8%
洋河	35.6%	-13.0%	-2.3%	9.4%	53.1%	-18.7%	-9.9%	19.0%
泸州老窖	37.1%	-9.7%	-48.7%	28.9%	51.1%	-21.7%	-74.4%	67.4%
汾酒	44.4%	-6.0%	-35.7%	5.4%	70.0%	-27.6%	-63.0%	46.3%
古井贡酒	26.9%	9.1%	1.5%	13.0%	28.1%	-14.3%	-4.0%	19.9%
口子窖	19.8%	-2.4%	-7.7%	14.4%	14.9%	-12.7%	6.0%	43.4%

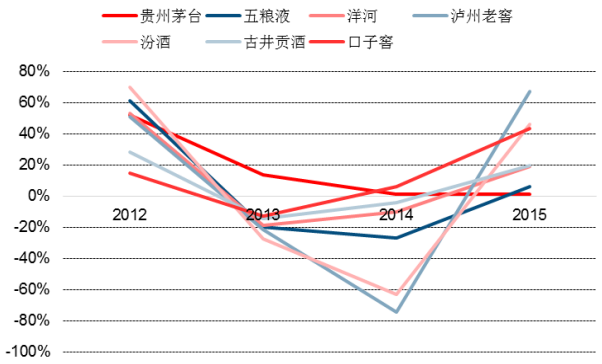
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部测算

图表8： 主要白酒企业 2012-2015 年营收增速



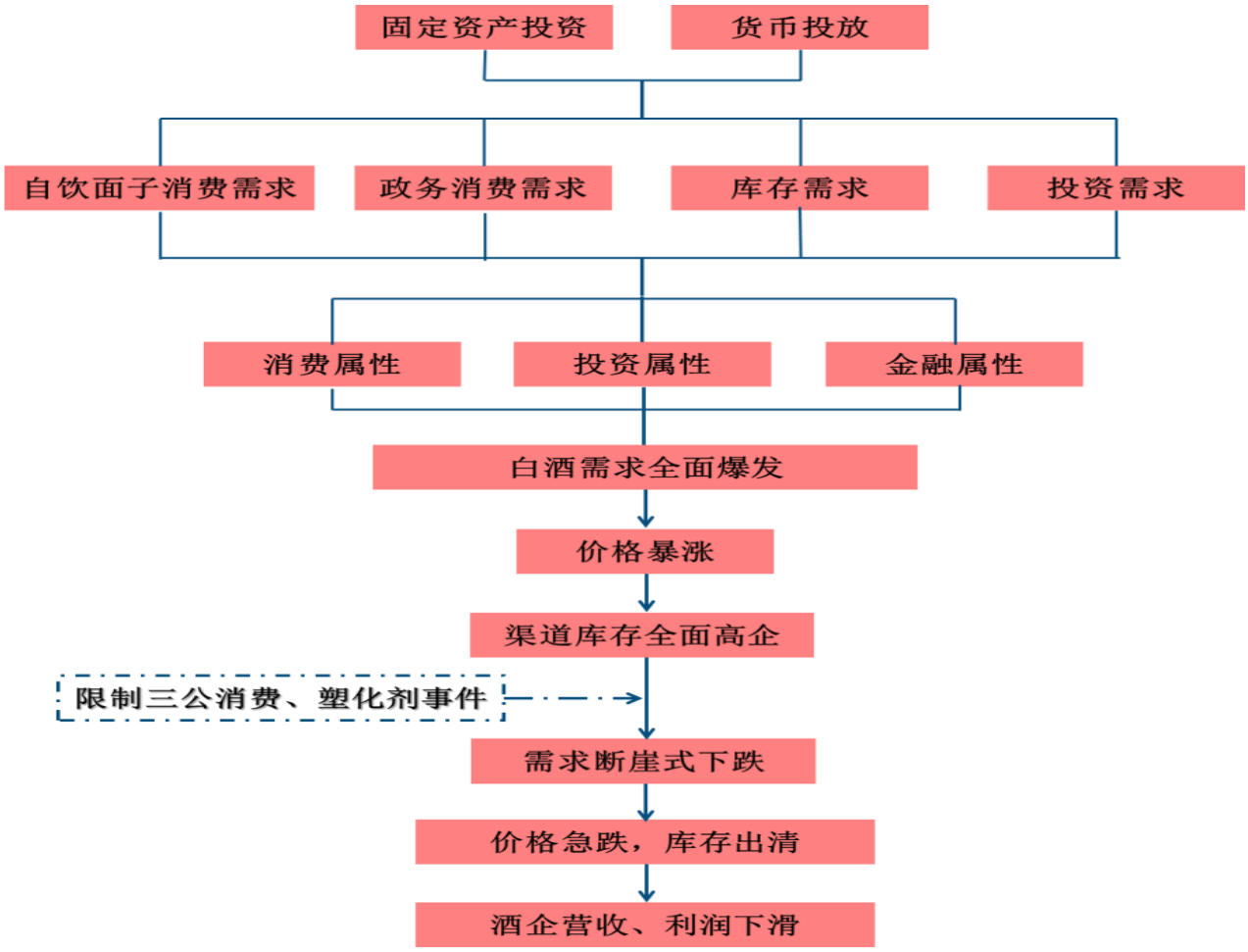
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表9： 主要白酒企业 2012-2015 年归母净利润增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表10： 白酒行业上一轮周期复盘



资料来源：中信建投证券研究发展部

1.3、贵州茅台——历史悠久，龙头地位逐渐奠定

1.3.1、历史悠久，历届评酒会榜上有名

茅台酒具有悠久的历史。茅台古镇一带早在公元前 135 年就生产出来令汉武帝“甘美之”的枸酱酒，这便是酱香型白酒茅台酒的前身。茅台最早的酿酒坊名称据考查是“大和烧房”，这个信息是从茅台杨柳湾一尊建于清嘉庆八年（1803 年）的化字炉上所铸的捐款名单有“大和烧房”而获得。茅台酒在清代已相当兴旺，道光年间已远销滇、黔、川、湘。咸丰年间由于战乱生产一度中断。清同治一年（1862 年）茅台酒坊在旧址上开始重建，这以后的发展主要有三家作坊，名叫“烧房”，最先开设的是“成义烧房”；其次是“荣和烧房”、“恒兴烧房”。其中，成义烧坊创始人是华联辉，其酒俗称“华茅”；荣和烧坊的经营权几经周折于 1949 年落到王秉乾之手，其酒俗称“王茅”；恒兴烧房前身由周秉衡于 1929 年在茅台开办，后因经营不善，被赖永初接手，并于 1941 年更名为恒兴烧房，其酒俗称“赖茅”。

新中国成立后，1951 年 11 月，国家以 1.3 亿元旧币赎买成义烧坊，组建成国有企业，厂名全称“贵州省专卖事业公司仁怀茅台酒厂”，也就是最初的茅台酒厂；1952 年 11 月，仁怀县财经委员会将没收的“荣和烧坊”估价 500 万元旧币，划拨给茅台酒厂；同年 12 月，贵阳市财经委员会通知遵义地区财委接管赖永初“恒兴”酒厂财产，地区财委转仁怀县委，县委即转由茅台酒厂接管。至此，成义、荣和、恒兴三家烧房合而为一，成立了国营茅台酒厂。

1996 年，贵州省人民政府批准贵州茅台酒厂改制为国有独资公司，更名为“中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司”，并于 1997 年在贵阳举行授牌仪式。1999 年集团公司实现股份化，成立了贵州茅台酒股份有限公司。2001 年贵州茅台股票在上交所成功发行，募集资金 20 亿元，发展至今，茅台已经成为我国白酒第一品牌。

图表11： 历届评酒会上榜白酒品牌

届次	时间	上榜白酒品牌
第一届	1952 年	茅台酒、汾酒、西凤酒、泸州老窖特曲
第二届	1963 年	茅台酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	1979 年	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
第四届	1983 年	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	1989 年	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒 、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：中国酒志网，中信建投证券研究发展部

1.3.2、产量&业绩高增长，铸就茅台神话

1949-1978 年，我国白酒产业处于起步阶段，茅台酒自 1952 年产量 75 吨起，历经 26 年，至 1978 年，产量方才突破 1000 吨，期间复合增速达 9.95%；同期茅台酒价格复合增速为 6.26%。

1978-1988 年，改革开放后，我国逐渐放宽酒类专卖制度，白酒产量快速增长，但茅台 10 年间产量复合增速仅为 1.99%，到 1988 年，茅台酒产量仅为 1300 吨；同期茅台酒价格复合增速为 32.06%。

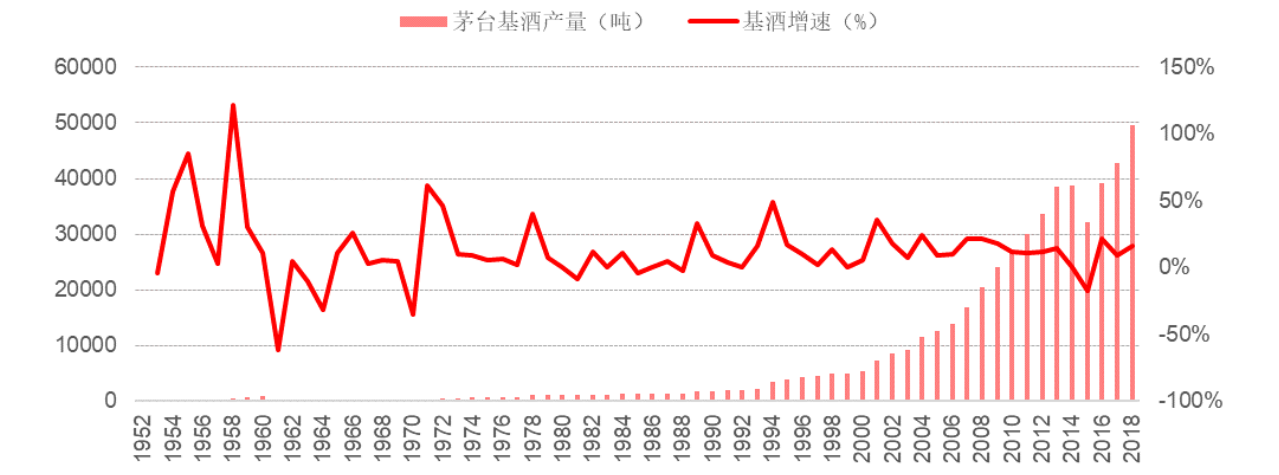
1989-2002 年，政府开始放开价格管制，各地品牌形成混战局面，名酒逐渐涌现，我国白酒行业进入发展壮大阶段，茅台同期产量复合增速达 14.49%，2002 年茅台酒产量已达 8640 吨；同期茅台酒价格复合增速为 5.66%。

2003-2012 年，我国白酒行业进入“黄金十年”，茅台酒产量快速增长，复合增速达 14.55%，2012 年茅台产量已达 33600 吨；同期茅台酒价格复合增速为 11.82%。

2012-2015 年，白酒行业深度调整，茅台酒产量小幅下滑至 2015 年 32179 万吨，且 2015 年基酒产量较 2014 年同比下滑幅度高达 16.95%。

2016 年至今，白酒行业挤压式增长，茅台产量高歌猛进，预计到 2020 年，茅台酒基酒产量将达 56000 吨，茅台已于 2018 年 1 月 1 日提价 18%至 969 元。

图表12： 茅台酒基酒产量及同比增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

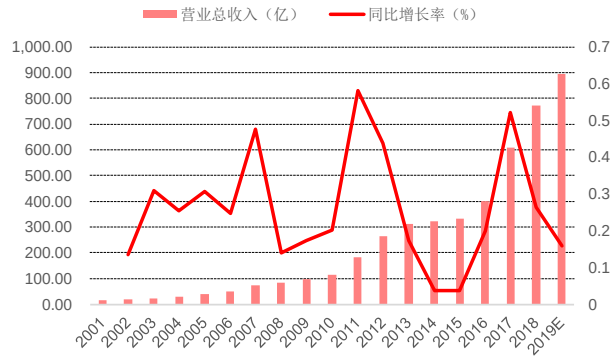
图表13： 贵州茅台各个发展阶段

时间	产量复合增速%	期初（吨）	期末（吨）	价格复合增速%	期初（元）	期末（元）
1952-1978 年	9.95%	75	1068	6.26%	1.28	6.2
1979-1988 年	1.99%	1068	1300	36.58%	6.2	140
1989-2002 年	14.49%	1300	8640	3.21%	140	218
2003-2012 年	14.55%	8640	33600	14.15%	218	819
2013-2015 年	-1.43%	33600	32179	0%	819	819
2016-2020E	11.72%	32179	56000	?	819	?

资料来源：公司公告，公司官网，中信建投证券研究发展部

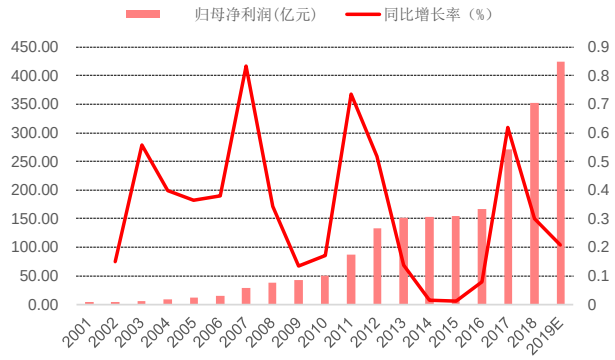
贵州茅台自 2001 年 8 月上市开始，公司营业收入由 16.18 亿元增至 2018 年 771.99 亿元，复合增速达 25.53%，实现归母净利润由 3.28 亿元增至 2018 年的 352.04 亿元，复合增速达 31.66%。茅台上市以来，18 年时间，营业收入及利润增速始终保持正增长。

图表14： 贵州茅台营业总收入



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表15： 贵州茅台归母净利润



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

贵州茅台以其独有的国酒文化、特殊的酿造工艺和在酱香型白酒中垄断的行业地位造就了茅台的稀缺性、

保值性，成为我国国酒第一品牌。酱香型具有以其特别的稀缺性、老酒保值增值性、贵州茅台都是我国国酒第一品牌。此外，公司业绩一直保持增长状态，长期发展被大家所看好，公司股价也是一路走高，一直保持我国A股市场第一高价股的头衔。

图表16： 贵州茅台股价表现（前复权）

资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

二、知当下：高端白酒发展前景可期

2.1、各价格段酒企竞争相对稳定，龙头公司占据优势

我们按照终端价格将白酒分为高端（700 元/瓶以上）、次高端（300-700 元/瓶）、中端（100-300 元/瓶）和中低端（100 元/瓶一下）四大类。目前，我国这四大价格段白酒市场竞争格局相对比较稳定。

高端白酒的核心竞争力主要来自于品牌拉力，护城河较宽，受益于富裕人群数量持续高增长，将带动高端白酒市场量价齐升。目前三家高顿白酒龙头，茅台、五粮液、国窖 1573 合计收入约 1020 亿元，占白酒行业收入比重达 19.01%，未来仍将保持寡头垄断的竞争格局，短期内很难有强敌挑战。

次高端的品牌力稍逊于高端白酒，除依靠品牌拉力外，渠道推动力也很重要。根据洋河副总裁在 2017 年秋季糖酒论坛上的发言“全国化品牌入场券基本发放完毕”，未来主流次高端品牌将瓜分次高端市场份额，享受此价格带扩容带来的增量。

中端酒主要是一些区域地产酒品牌及名优品牌的腰部产品。根据酒业家推算，地产酒收入占比在 2015 年达到 42%左右，由此推算出地产酒收入规模约 2300 亿元，由于一些白酒企业收入可能未在统计局数据中体现，我们推算地产酒收入规模在 2300-2500 亿左右。区别于高端商务、政务，高端礼品市场，地产酒龙头最能顺应大众消费自然升级。但此价格带竞争激烈，渠道推动力大于品牌拉力，未来有品牌能力或渠道推力强的地产酒龙头和全国化品牌系列酒或将受益于集中度提升。

低端酒市场份额预计将逐渐萎缩，此价格带主要依靠渠道推力，具有全国化市场基础的低端酒品牌将从中胜出。

图表17： 我国不同价格带白酒市场竞争格局

价格带	2018 年市场容量	2015-2020 年复合增速	核心竞争力	目前市场竞争格局	驱动增长的主要因素	未来竞争格局
高端酒（700 元以上）	茅五泸三家龙头高端酒合计收入约 1020 亿元，占白酒行业总收入比重 19.01%	销量复合增速达 14%，价格复合增速达 5%，预计合计增速 20%左右。	品牌拉力	茅台、五粮液、国窖 1573 三强争霸，寡头垄断格局	富裕阶层人口数量持续增加带动高端酒量价齐升，受产能限制，高端酒短期能量增有限，需要靠提价缓解供给压力	寡头垄断格局，高端酒品牌拉力极强，短期内很难有强敌挑战
次高端（300-700 元）	主流次高端品牌合计收入约 500 亿元，占白酒行业总收入比重 9.27%	预计 2020 年次高端收入达 700 亿元，复合增速 20.51%，主要依靠放量	品牌拉力+渠道推动力，次高端品牌拉力弱于高端酒、渠道推力也很重要	山西汾酒、剑南春、郎酒、水井坊、沱牌舍得、洋河梦之蓝系列、酒鬼酒等泛全国化品牌争夺市场份额，垄断竞争格局	充分受益于消费升级，扩容带来未来量价齐升趋势最为确定。	垄断竞争格局，次高端酒未来扩容最为确定，泛全国化品牌及渠道推力强的几家白酒形成多强格局。
中端酒（100-300 元）	中端酒合计收入约 2300 亿元，占白酒行业比重约 41%	低速增长，放量为主	品牌拉力+渠道推动力，中端酒更加倚重渠道推力	诸侯割据，每个区域都有核心的强势地产酒品牌	受益于低端酒消费升级，中端酒市场份额被次高端抢占，未来低速增长，竞争激烈	完全竞争格局，未来有品牌能力或渠道推力强的地产酒龙头和全国化品牌系列酒或将受益于集中度提升
低端酒（100 元以下）	低端酒合计收入约 2200 亿元，占白酒行业比重约 40%	收入下滑，份额下滑，放量为主	品牌拉力+渠道推动力，更加注重渠道推力	全国化低端酒品牌不多，小品牌间竞争激烈	竞争激烈，面临行业整体份额下滑	完全竞争格局，竞争激烈，有品牌优势和渠道能力的低端酒将受益

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部测算

2.2、中产阶级崛起，个人消费与商务消费成为高端白酒消费主力

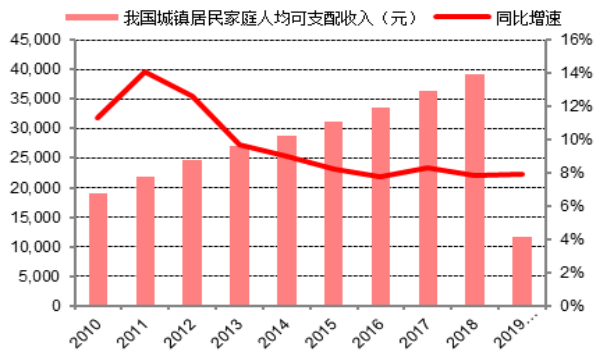
15 年以来的白酒行业板块性复苏，主要驱动因素发生较大改变：消费主体由政务及商务消费为主转变为个人消费与商务消费为主，消费者结构发生了较大改变。同时，行业主要驱动因素也由投资驱动转变为由居民生活水平提升及收入提升而驱动业绩增长。由于消费主体的变化，个人及商务消费更加注重面子消费，具体表现为白酒消费向高端及名酒转变，消费较上一轮更加理性，行业周期性减弱，消费升级趋势更加稳定。

白酒行业经历 2013-2015 年的深度调整，随着白酒政务消费的逐步出清，大众消费有力的承接了政务消费下滑带来的缺口。在消费升级的大背景下，高端白酒依靠强大的品牌背书，经过了价格调整后，库存消化后，实现了需求的快速回升。相比上一轮行业景气周期，随着我国经济不断发展，居民的购买力不断提升，白酒消费的物质基础更加夯实，带来白酒消费品质需求的提高及消费价格带的提高，且稳定性更高。

富裕阶层占比提升将带动高端白酒销量快速增长：据国家统计局统计，2018 年我国城镇居民家庭人均可支

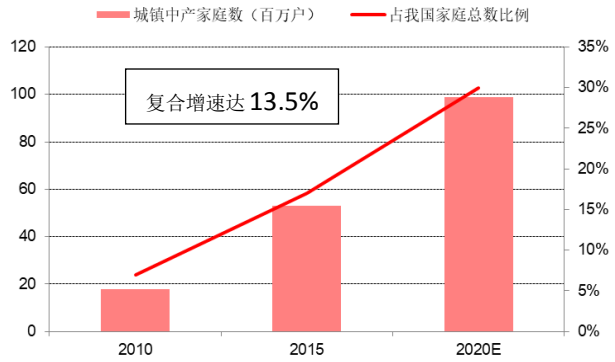
配收入 3.93 万元，同比增长 7.8%，近几年来保持不断增长的态势。根据波士顿咨询报告预测，预计未来五年，上层中产阶层（家庭可支配收入为 12500-24000 元）和富裕阶层（家庭可支配收入 24000 元以上）将以 17%的速度增长。到 2020 年，预计上层中产阶层及富裕阶层合计数量将从 2015 年的 5300 万户快速上升至 2020 年的 9870 万户，复合增速达 13.5%，合计比例将由 2015 年的 17%提高到 2020 年 30%。由于上层中产阶级和富裕阶层是高端白酒消费的主力人群，随着此收入人群的壮大，将推动高端白酒销量快速增长，复合增速将达 13.5%左右。

图表18： 我国城镇居民家庭人均可支配收入不断增长



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

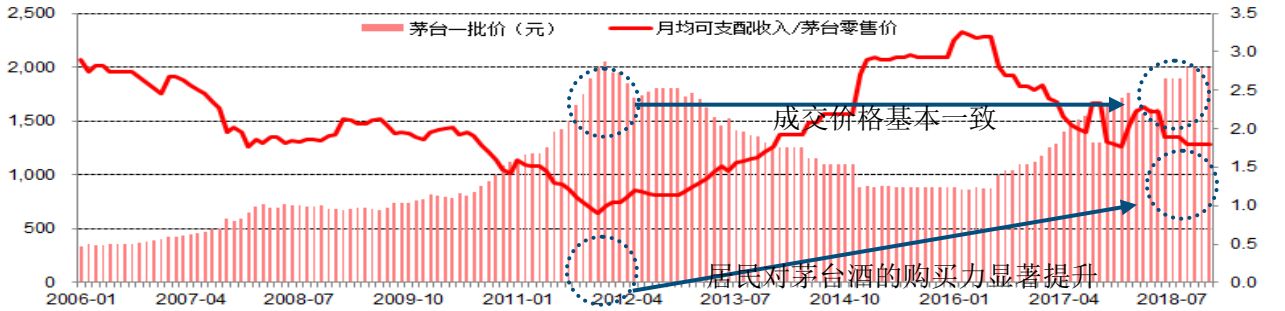
图表19： 我国城镇中产阶层家庭群体占比不断增加



资料来源：BCG，中信建投证券研究发展部

茅台相对购买力提升：比较人均可支配收入与茅台酒价格，在 2012 年限制三公消费之前，月度人均可支配收入/茅台比例最低为 1，也就是说，每月人均可支配收入只够购买一瓶茅台酒；而随着近年来，人均可支配收入的不断提高，而茅台酒价格因限制三公消费需求下跌导致价格下降，两者比例在 2012 年之后持续走高，在 2016 年上半年最高时达到 3.2，也就意味着月度人均可支配收入可以购买 3.2 瓶茅台酒。近两年来，茅台酒价格不断走高，当前批价已达每瓶 2100 元左右，但是月度人均可支配收入/茅台的比值仍然远高于 2012 年的最低值，这也变相的反映了茅台的价格相较于 2012 年的高点仍然很便宜，相对购买力提升。

图表20： 飞天茅台一批价与居民购买力水平对比情况

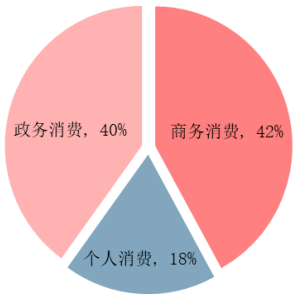


资料来源：国家统计局，渠道调研，中信建投证券研究发展部

政商务消费萎缩，大众消费占比快速提升，带动行业良性发展：自行业深度调整以来，我国高端白酒消费结构发生改变，政务消费向个人消费和商务消费转变。2012 年前，我国高端白酒主要由政商务消费支撑，因而三公禁令的实施导致了行业消费大幅度萎缩，高端白酒重创严重。经过近三年的行业深度调整，自 2015 年行业

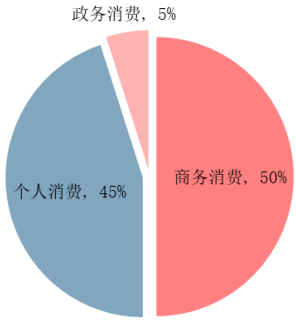
复苏以来，消费端的结构与上一轮周期相比已有所不同，高端白酒消费结构已经逐步实现从政务消费向个人消费和商务消费的转变。据《微酒》数据，2012-2015 年间，高端白酒的政务消费比例由 40%降至 5%以内，商务消费占比从 42%提升至 50%，而个人消费比重从 18%大幅上升至 45%。目前我国高端白酒消费结构主要由个人消费和商务消费为主，在经济形势不发生大的变化下，行业将维持长期稳定的发展。

图表21： 2012 年高端白酒消费结构



资料来源：微酒，中信建投证券研究发展部

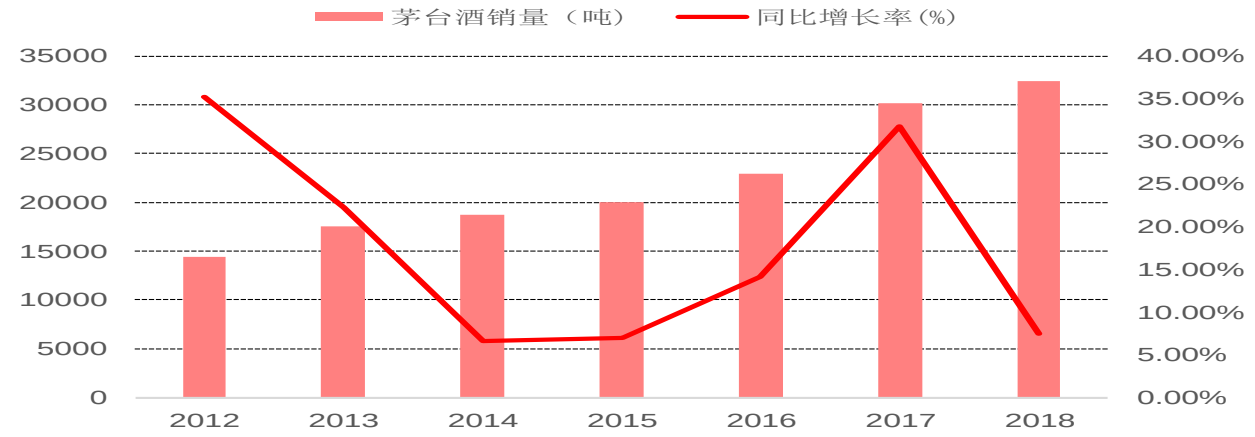
图表22： 2015 年高端白酒消费结构



资料来源：微酒，中信建投证券研究发展部

旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家：茅台的消费群体主要包括党政军消费、商务消费及个人消费。限制三公消费之后，党政军消费占比已经被压缩到很小的比例。在 2016 年 3 月两会期间，袁仁国董事长公开表态，茅台酒公务消费比例已降至 1%。而茅台酒销量并未由三公消费大幅萎缩而下滑，茅台酒销量也从 2012 年 1.5 万吨左右提升至 2017 年 3.25 万吨，商务消费及个人消费已成为公司业绩的主要支撑。

图表23： 2012-2018 年，茅台酒销量不断增长



资料来源：公司公告，渠道调研，中信建投证券研究发展部

2.3、高端白酒量价齐升，茅台持续收割市场份额

高端白酒细分市场在消费升级背景下呈现明显的量价齐升趋势，在 2015~2018 行业恢复期其成长性显著优于其他细分市场（次高端、地产酒），其中茅台表现最为突出，凭借显著优于其他竞争对手的品牌溢价，持续收

割白酒整体和高端细分的市场份额。

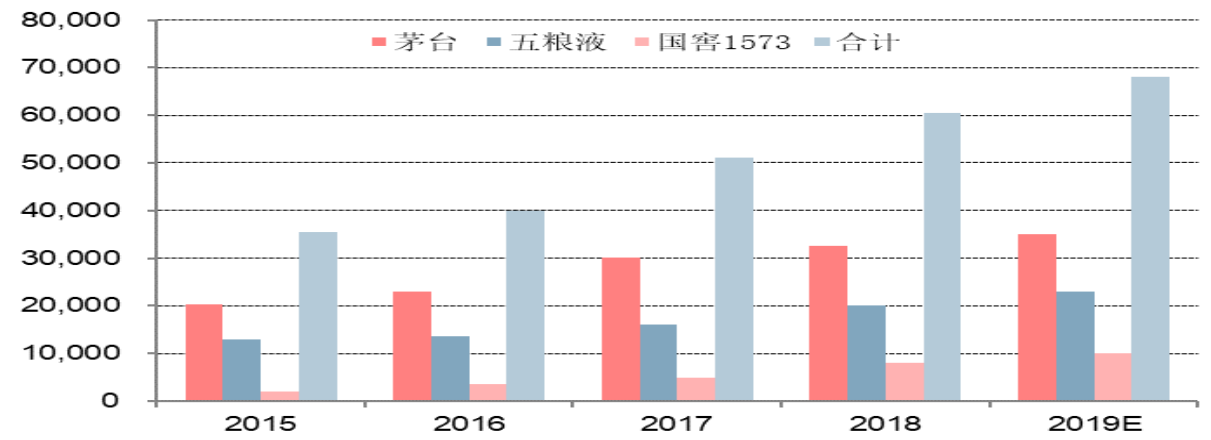
高端白酒细分的销量快速增长，2015~2018 复合增速约 19.56%。其中国窖 1573 增速最优，复合增速约 58.74%，茅台增速次之，复合增速约 16.79%。销量上，茅台销量高端酒总销量的比重在 50%以上；五粮液销量在 16 年恢复增长后持续放量；国窖 1573 销量经历了 13、14 两年大幅下跌后，开始恢复性快速上涨，销量已创新高；茅五泸三强合计销量占据高端酒市场份额的 90%以上，形成寡头垄断竞争格局。

图表24： 高端白酒整体销量情况

	茅台销量（吨）	茅台销量增速	五粮液销量（吨）	五粮液销量增速	国窖 1573 销量（吨）	国窖 1573 销量增速	高端三强合计销量（吨）	其他高端（吨）	高端酒销量增速	高端酒总量（吨）
2015	20400		13000		2000		35400	1770	37170	
2016	22900	12.25%	13500	3.85%	3500	75.00%	39900	1995	41895	12.71%
2017	30200	31.88%	16000	18.52%	5000	42.86%	51200	2560	53760	28.32%
2018	32500	7.62%	20000	25.00%	8000	60.00%	60500	3025	63525	18.16%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部测算

图表25： 2015 年以来高端酒整体销售情况

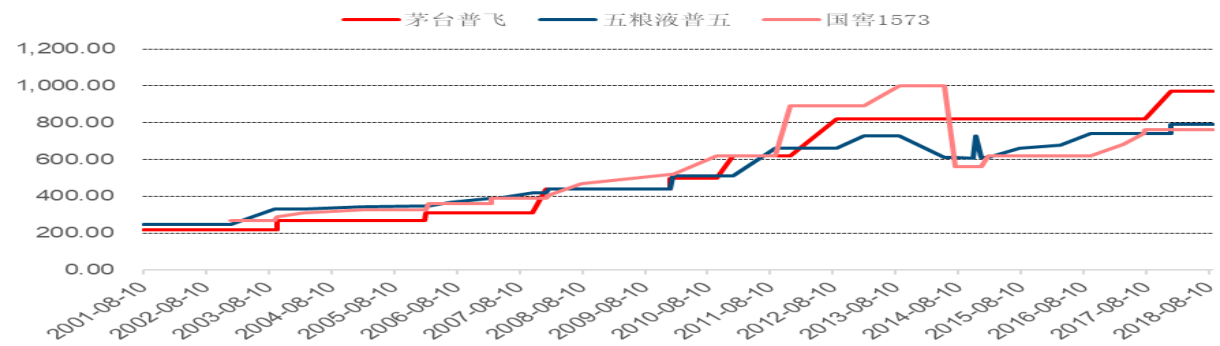


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部测算

高端白酒细分价格快速增长，得益于强议价能力下的频繁提价和消费升级背景下的结构升级。高端白酒产能有限，需求量稳定增长，供求状态供不应求，厂家掌握了调价主动权，议价能力极强。2001 年以来，茅台的调价策略稳中求进，共调价 8 次，调价幅度均在 10%以上。五粮液和国窖 1573 则调价较为频繁，分别调价 18 次、17 次，且各次调价间调价幅度差别较大，对两家调价后的价格管控造成了压力，期间两家均有下调过出厂价。茅台凭借稳定的调价策略，逐渐掌握主动，成为高端白酒价格的领导者。

大众消费升级带动高端白酒价格持续上涨。批价和出厂价不断走高。批价方面，2016 年以来，茅台批价呈不断上升趋势，从 820 元上涨至目前一批价 2000 元左右；茅台价格上涨为五粮液、国窖 1573 打开价格空间，渠道调研显示五粮液、国窖 1573 价格随着茅台价格上行，截至 2019 年 6 月末，五粮液第八代五粮液价格普遍达到 900 以上，国窖 1573 约 740。出厂价方面，茅台于 2018 年起上调茅台酒价格至 969 元，平均涨幅 18%；五粮液 2019 年 6 月起推出第八代五粮液出厂价提至 789 元；国窖 1573 自 2017 年 3 月提高计划内出厂价至 680 元以后，同年 7 月将出厂价进一步提高至 740 元，2018 年 4 月再次提高计划内出厂价至 780 元。

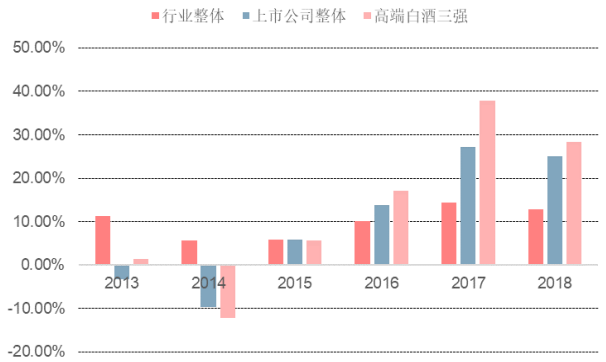
图表26： 茅台、五粮液、国窖 1573 出厂价变化情况（元/瓶）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

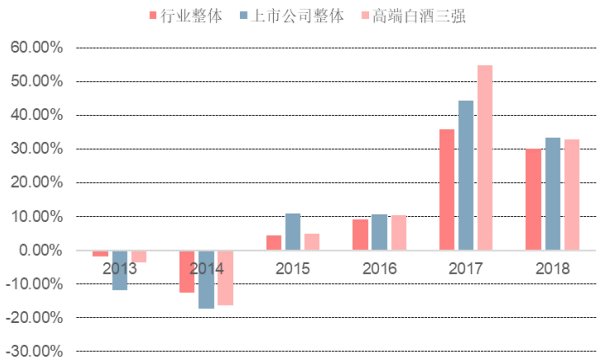
综上，高端白酒自 2016 年以来，在量价双重驱动下迅速扩容，增速明显快于整体。2018 年三大高端白酒龙头茅五泸收入增速 28.26%，利润增速 32.82%，明显快于行业收入 12.88%、利润 29.98%的增速，强者恒强，马太效应明显。根据 2018 年财报显示，三大高端白酒龙头茅台、五粮液、国窖 1573 合计收入约 1020 亿元，占白酒行业收入比重达 19.03%，较 2015 年提升 8.19pct（以 2018 年统计口径计算），集中度快速提升。

图表27： 高端白酒三强收入增速对比行业情况



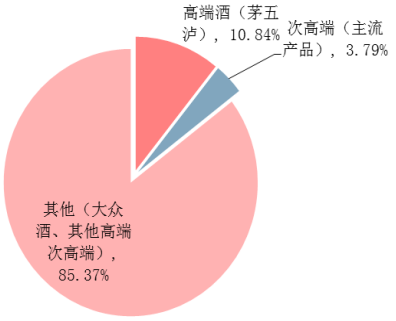
资料来源：公司公告，国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表28： 高端白酒三强利润增速对比行业情况



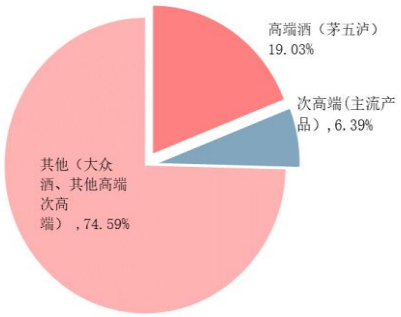
资料来源：公司公告，国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表29： 2015 年白酒行业营收结构



资料来源：公司公告，国家统计局，中信建投证券研究发展部

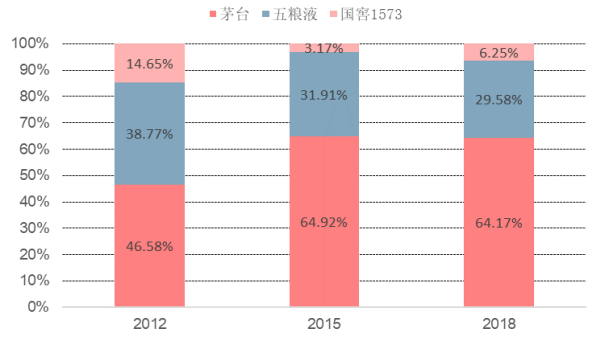
图表30： 2018 年白酒行业营收结构



资料来源：公司公告，国家统计局，中信建投证券研究发展部

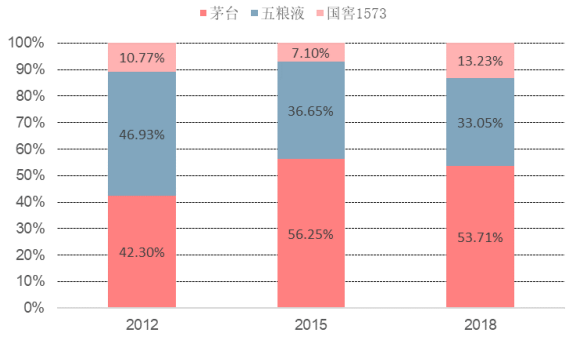
在三大高端白酒品牌中，茅台的销量占比和营收占比分别达到 50%以上和 60%以上，龙头地位明确，市场份额不断提升。。2012 年以来，茅台酒销售量占高端白酒的比重从 42.30%提升至 2018 年 53.71%；销售收入占高端酒比重从 2012 年 46%左右快速提升至 2018 年 64%左右。

图表31： 茅五泸营收占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表32： 茅五泸销量占比



资料来源：公司公告，渠道调研，中信建投证券研究发展部

2.4、稳价当头，防范价格风险，龙头茅台带动高端白酒健康发展

相比于 2012 年高端白酒终端成交价飞速上涨，本轮白酒行业复苏过程中，酒价虽也有所提升，但总体保持相对良性。由于茅台供需结构紧张，过去两年终端价格持续上涨，2016 年一批价从 820 元左右快速上涨至 2019 年的 2300 元左右，渠道利润高达 100%，终端库存高企，风险加剧。为了防止价格过快上涨带来的潜在风险，茅台实施强有力的“限价令”，明确终端价格严控在 1499 元/瓶，同时严格管控经销商，对存在扰乱市场行为的经销商进行了扣减配额、罚款、责令整改等处罚措施，严重违规的甚至取消了其经销资格。2017 年，茅台共处罚了存在扰乱市场秩序等违约行为的经销商上百家，阻止了茅台酒价像 2012 年那样的快速上涨，维护了行业秩序。

图表33： 茅台 2017 年来对于经销商的处罚

处罚时间	处罚经销商家数	处罚原因
2017.01.26	8	扰乱市场秩序；日常考核不达标；销售基础材料不齐全等
2017.04.01	7	私自向电子商务平台供货，存在跨渠道销售行为；擅自向第三方采购茅台生肖酒
2017.04.25	82	私自向电子商务平台供货；存在跨区域销售行为；扰乱市场秩序等违约行为
2017.05.18	15	销售记录弄虚作假等行为
2017.08.21	54	扰乱市场秩序；销售记录不健全；无法说明部分货物流向
2017.09.25	4	违反经销秩序；违背承诺区域销售
2017.12.01	3	违背承诺的销售行为
2018.02.05	10	哄抬茅台酒价格、搭售、转移销售等违约行为；茅台酒进销存数据不符
2018.05.08	17	违约销售行为
2019.01-03	减少 533 家	经营中有违规现象；内部人员或亲属系经销商；由原领导违规批条获得资格；经销商公司主体的股东在贵州仁怀市的公务员体系中

资料来源：公司公告，微酒，中信建投证券研究发展部

茅台强力价格控管，目前仍未见放松。价格回落倒逼经销商释放库存，涨价预期回归理性。根据调研了解到，需求在茅台终端价格回落后得到有效放大。茅台此举使得市场乱象得到遏制，挤压了行业泡沫出现的可能，行业景气度将得到延续。

库存方面，本轮行业库存并没有出现像上一轮中快速上涨的趋势。据国家统计局数据显示，在上一轮白酒周期中，自 2010 年开始，行业库存开始出现加速增长的趋势，2010 年至 2013 年年末库存相比年初增幅分别为 12.6%、16.6%、20.1%和 46.5%，整体库存水涨船高，积聚风险，随着三公禁令的出台，过高的库存对成交价格形成了巨大的压力。而自 2015 年本轮行业复苏以来，整体库存增速相对平稳，且 2015-2017 年库存增幅呈下行趋势。同时，2011-2014 年期间，上市酒企存货/总资产比例在不断提升，而此轮行业复苏以来，随着动销的逐渐恢复，存货/总资产比例在不断下行，一线高端、次高端和区域龙头的下行趋势明显。此外，据我们草根调研了解到，目前渠道整体库存也处于良性水平，整体风险相对上一轮更加可控。

图表34： 近两轮周期主流白酒品牌渠道库存情况对比

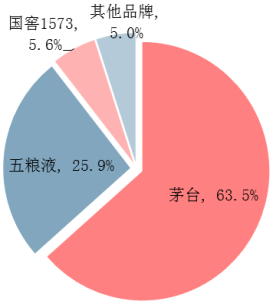
品牌	13 年渠道库存	当前渠道库存
茅台	3 个月以上	0.5 个月左右
五粮液	6 个月以上	1.5-2.5 个月
泸州老窖	6 个月以上	2 个月左右
水井坊	6 个月以上	2 个月左右
汾酒	6 个月以上	2 个月左右
洋河	5 个月左右	不到 2 个月
舍得	6 个月以上	3 个月左右

资料来源：渠道调研，中信建投证券研究发展部

2.5、入场券发放完毕，更加依赖渠道推力

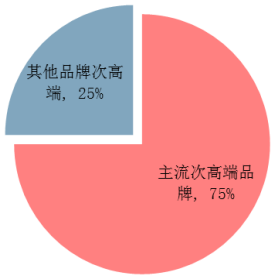
目前我国白酒高端价格带中，茅五泸占据约 95%的份额，次高端价格带中上文所提到的主流品牌收入占比约为 75%，竞争格局相对稳定，难有后来者搅局。中端和低端酒主要面对区域市场，少有全国性品牌，对于渠道的依赖性更强。

图表35： 2017 年我国高端白酒市场占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部测算

图表36： 我国次高端白酒市场占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部测算

高端白酒中，龙头茅台较为特殊，拥有极强的品牌力，同时由于酿造工艺等原因，产能有限，以产定销，销售模式上较为简单，主要依靠品牌拉力自然销售。而品牌力次之的五粮液和国窖 1573 为了抢占市场份额，近些年来，持续深化布局终端。

次高端白酒，品牌力逊于高端白酒，主要推动因素为品牌拉力及渠道推动力。次高端是现在一二线城市宴请和商务消费的主流价格带，面子消费占比较高，需要各自品牌在产品力上持续投入。同时，为了抢占更多的市场份额，均需要在营销模式和公司执行力方面做出努力。

中端白酒市场容量大，但由于竞争极为激烈，是高端酒系列酒及区域地产酒龙头的必争之地。品牌众多，而市场份额分散，对于渠道的把控力度和营销能力更加看重。

低端酒市场份额逐渐萎缩，具有品牌竞争力和渠道能力的白酒企业能够胜出。销售模式上与快消品有些相似，需要公司大规模铺市，抢占终端。

图表37： 我国不同价格带白酒营销模式对比

	价格带	主流产品	销售渠道	主要销售区域	核心驱动因素
高端酒	700 元以上	茅台、五粮液、国窖 1573、青花郎、洋河 M9、酒鬼酒内参、水井坊典藏等	专卖店、商超、电商、团购	全国市场	自然销售，近些年越来越重视终端
次高端酒	300-700 元	酒鬼酒红坛、洋河 M3、M6，国缘、青花郎、青花汾酒、水井坊井台、舍得酒	酒店、烟酒店、团购、电商	泛全国化市场	品牌力稍逊，渠道及公司执行力是抢占市场份额的关键
中端酒	100-300 元	口子窖、洋河海之蓝、天之蓝、古井贡酒、老白干、西凤酒、茅台系列酒、泸州老窖窖龄酒、特曲、五粮液系列酒	酒店、烟酒店、团购	区域市场	一般区域市场较为强势，需要公司深入渠道，掌握终端，抢占各自份额
低端酒	100 元以下	老村长、红星、牛栏山、玻汾	烟酒店、酒店、三四线流通市场	区域市场，少数能够全国化	类似快消品，需要大规模铺市带动流转速度

资料来源：公司公告，渠道调研，中信建投证券研究发展部

整体来看，各价格带竞争格局相对稳定，随着行业复苏的延续，市场份额将进一步向各价格带龙头集中，龙头优势显著。

三、看未来：双轮驱动，冲刺千亿收入目标

3.1 茅台的成功是战略体系的成功----详述“七大体系”铸就茅台核心竞争力

（1）品牌-国酒茅台。2019 年 6 月 12 日，茅台集团董事长李保芳宣布 6 月 30 日前停用“国酒茅台”商标。2019 年 6 月 29 日起正式更名为“贵州茅台”。虽然茅台停用了“国酒”商标，但茅台酒之所以被誉为“国酒”，是由其悠久的酿造历史、独特的酿造工艺、上乘的内在质量、深厚的酿造文化，以及历史上在中国政治、外交、经济生活中发挥的无可比拟的作用、在中国酒业中的传统特殊地位等综合因素决定的，是三代伟人的厚爱和长期市场风雨考验、培育的结果。茅台酒作为世界三大名酒和中国三大名酒“茅五剑”之一，已有 800 多年的历史。1915 年在巴拿马万国博览会上荣获金质奖章、奖状。建国后，茅台酒又多次获奖，远销世界各地，被誉为“世界名酒、“祖国之光”。

图表38： 茅台具备卓越的品牌力："国酒"印象

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

（2）品质-灵魂、工匠精神、产品标准精细化。茅台酒的酿制技术被称作"千古一绝"。茅台酒有不同于其它酒的整个生产工艺，生产周期 7 个月。蒸出的酒入库贮存 4 年以上，再与贮存 20 年、10 年、8 年、5 年、30 年、40 年的陈酿酒混合勾兑，最后经过化验、品尝，再装瓶出厂销售。 茅台酒以本地优质糯高粱为原料，用小麦制成高温曲，而用曲量多于原料。用曲多，发酵期长，多次发酵，多次取酒等独特工艺，这是茅台酒风格独特、品质优异的重要原因。酿制茅台酒要经过两次下料、九次蒸煮、八次摊晾加曲（发酵七次）、七次取酒，生产周期长达一年，再陈贮三年以上，勾兑调配，然后再贮存一年，使酒质更加和谐醇香，绵软柔和，方准装瓶出厂，全部生产过程近五年之久。这也是茅台受制于基酒产量，不能快速放量，稀缺导致供不应求的原因之一。

图表39： 茅台酿酒工艺

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

（3）厂商关系-风雨同舟。在 2012-2015 年白酒市场深度调整期间，高端酒市场大受冲击。茅台选择了和经销商风雨同舟的道路，坚持"国酒"定位不动摇，坚持出厂价维持在 819 元不变。同时，公司从 2013 年开始逐渐以 999 元/瓶的价格放开经销权，为茅台的市场价格提供了支撑，同时也使得公司业绩逆势出现了较大幅度的增长（2013 年公司营业总收入增速 17.45%）。公司通过此举也抢占了很多优质的经销商资源和渠道资金，帮助公司在行业深度调整期收入和利润均保持正向增长。

（4）双轮驱动-完善的产品线。公司具备完善的产品线布局。主力产品飞天茅台在 2000 元价格带处于绝对王者地位；在普飞之上是近几年重点打造非标酒，生肖茅台酒，精品茅台酒；在此之上，是具有更高价格和收藏价值的陈年茅台酒；300 元以下价格带主要是酱香系列酒产品，如茅台王子酒、茅台迎宾酒、赖茅酒等。产品结构更加多样化，价格带更加完善。

图表40： 茅台产品线

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

（5）文化建设-茅台独特文化建设。“红色文化”，“国酒文化”，“长征文化”“茅粉文化”“精英文化”等。

图表41： 茅台文化的组成部分

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

（6）老酒市场。茅台由于其强大的品牌拉力，独特的酿造工艺等早就了其产品稀缺的特性，也正是使得茅台不同于其他品牌的白酒，更增加了其投资和收藏的属性。近年来，随着茅台老酒拍卖市场的兴起，茅台老酒市场逐渐为大众所熟知。茅台有一套成熟的老酒定价市场，在白酒里面，茅台的老酒市场最为成熟，且受众群体稳定，具有标杆作用。目前老酒价格每年有 10%左右的自然增长，老酒的忠实消费群体扩大给与了有利的支

撑。

图表42： 茅台老酒

资料来源：互联网公开图片，中信建投证券研究发展部

（7）资本市场的价格标杆。2019 年 8 月 15 日茅台收盘价 1044.9 元，站上千元大关的茅台成为了资本市场的标杆。中国白酒市场已经进入了逐渐向品牌化与品质化聚焦的时代，高端白酒市场持续扩容，茅台、五粮液、泸州老窖持续高歌猛进，营收利润远超行业增速，带来了资本市场对稀缺特质品牌的追捧。茅台作为高端白酒龙头，持续保持增长的消费白马龙头，未来随着外资持股逐渐提升，茅台将会受到越来越多资金的认可。

图表43： 茅台股价变动情况

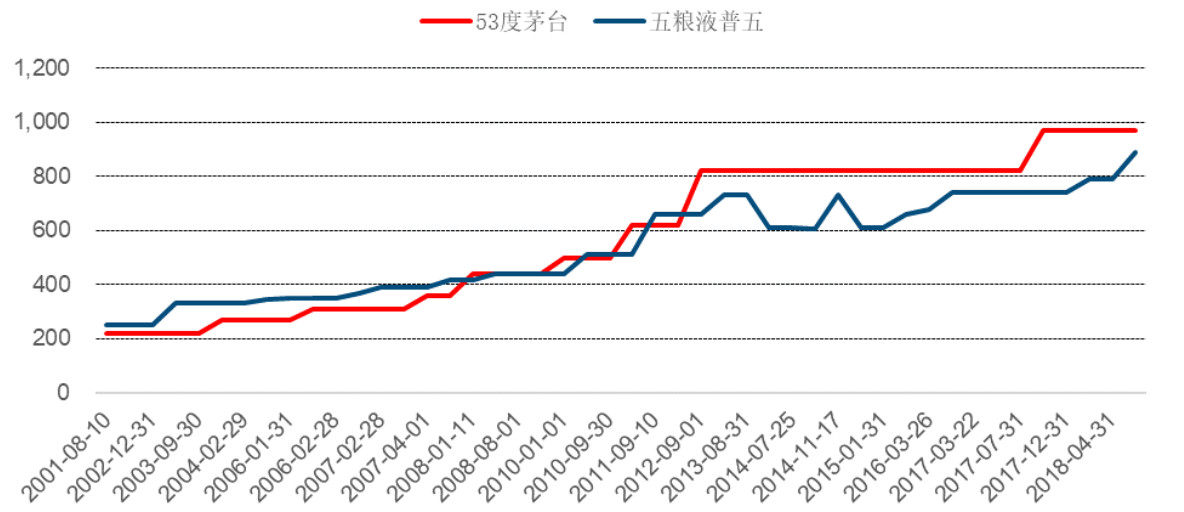
资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

3.2 渠道利润高，未来仍存提价空间

3.1.1、时隔 5 年再次提价，渠道利润仍然较高

2016 年以来，白酒行业持续复苏，茅台作为高端白酒龙头，在其持续供不应求的背景下，批价持续上涨。茅台一批价从 2016 年 820 元左右持续上涨至如今全国范围内超过 2000 元/瓶，仍然一瓶难求。2018 年 1 月 1 日起，茅台产品平均提价 18%至 969 元，这是自 2012 年 9 月份以来，时隔五年，茅台出厂价的再一次提升。由于茅台强大的品牌拉力，不断增长的消费者需求，茅台的供需紧张的格局始终未有缓解，渠道利润已高达 100%，预计未来茅台仍然存在提价的空间。

图表44： 茅台普飞、五粮液普五历年提价情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

纵观茅台历史上的数次提价，在 2008 年公司掌握提价主动权后，会通过主动提价来适当控制渠道利润率保持在合理水平。公司最近一次提价是在 2018 年 1 月 1 日，飞天茅台出厂价上调 18%至 969 元。按照目前茅台市场批价约 2000 元/瓶的价格来进行计算，渠道利润率约为 75%，仍然保持在较高水平。未来几年，供应紧张的格局不会改变，随着茅台终端价不断提高的预期，渠道利润率将不断升高，公司仍然具有提价的基础。

图表45： 茅台历年提价与终端价情况

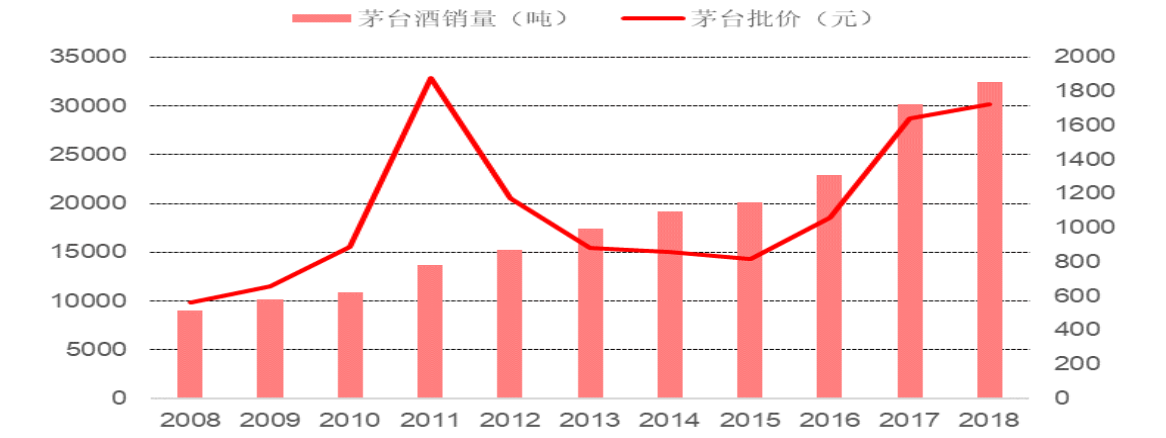
提价时间	飞天茅台出厂价（元/瓶）	提价幅度	批价（元/瓶）	渠道利润
2001.08	218	18%	260	19%
2003.10	268	23%	288	7%
2006.02	308	15%	400	30%
2007.03	358	16%	500	40%
2008.01	439	22%	650	48%
2009.01	499	13%	800	60%
2010.01	563	13%	1000	78%
2011.01	619	10%	1600	158%
2012.09	819	33%	2300	181%
2018.01	969	18%	1700（2019.7 涨至 2000）	75%（2019.7 涨至 110%）

资料来源：公司公告，白酒市场调研，中信建投证券研究发展部

3.1.2、茅台量价齐升，需求为何如此旺盛？

纵观 16 年以来，茅台批价从 820 元左右，已上涨至目前 2000 元以上的批价水平，终端价更是高达 2300 元以上。批价涨幅高达 150%，同期，茅台业绩实现高增长，从 16 年向市场投放 22917 吨提升至 2018 年 32463 吨，同比高增 41.65%。

图表46： 茅台酒量价齐升（2015 年后）：销量不断增长、批价持续上行

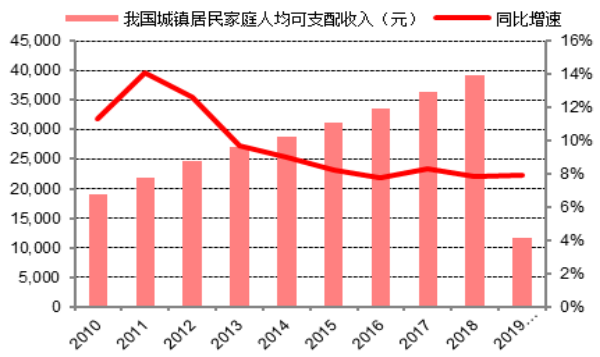


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

在如此高增的市场投放之后，批价仍然一路上涨，背后的原因到底是什么？我们从四个角度来进行分析。

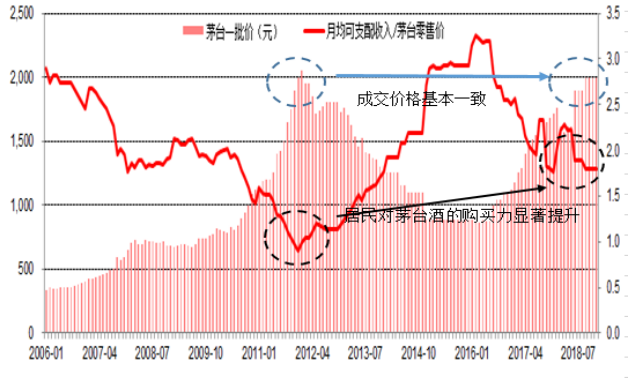
（1）中产阶级崛起，个人消费与商务消费成为高端白酒消费主力，受益于居民收入水平的提高，茅台的绝对和相对购买力都大幅提高，带动茅台销量高增长。

图表47： 我国城镇居民家庭人均可支配收入不断增长



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部测算

图表48： 普飞批价与居民购买力对比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部测算

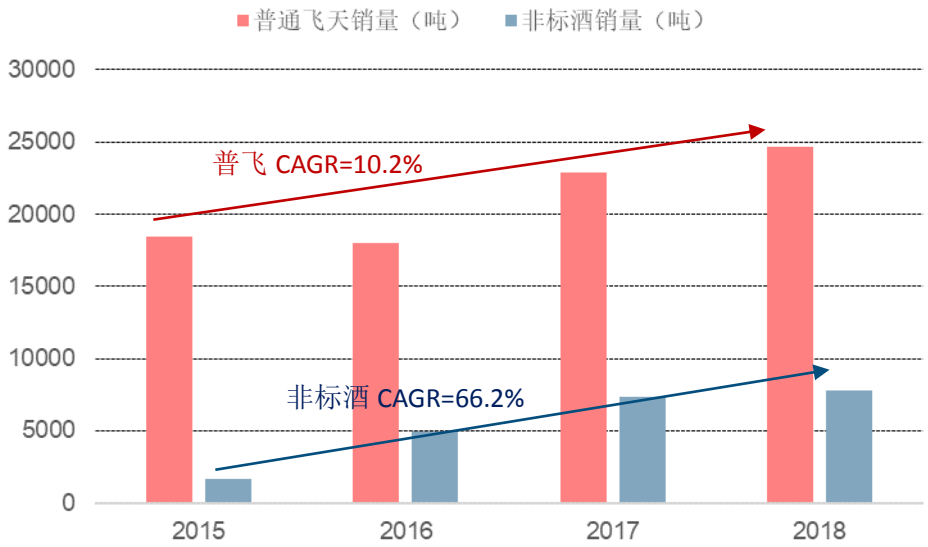
（2）近两年来，茅台终端价/出厂价价差持续提高，且一瓶难求，引得各路资本纷纷涌入茅台营销体系。从近两年的渠道调研可以明显感知到，有一些原本做包括茅台在内的多种品牌的经销商纷纷在收缩产品线，聚焦茅台。另有一些并非茅台经销商的商家，在无法取得茅台经销权后转而成为渠道商。这两点无疑加大了茅台的销售渠道，加大了茅台的需求。

（3）富裕阶层消费习惯发生了转变，从喝新酒-喝老酒-主动囤积老酒，使得茅台的需求大幅提高。（下文会重点阐述）

（4）茅台公司酒类总销量快速增加（年复合增速近 20%），但高增速主要由非标酒带动，实际上普飞销量增速相对平稳，约 10%。以 2015-2018 年为例，公司总销量从 2015 年 2.01 万吨提升至 2018 年 3.24 万吨，增加了 1.23 万吨，年均 CAGR 约 17.3%；其中非标酒增幅远高于普飞，草根调研了解到，非标酒从 2015 年不到 2000 吨提升至 2018 年约 8000 吨，CAGR 约 66.2%；而普飞销量增速则相对平稳，2015 年 1.8 万吨、2018 年 2.5 万吨，CAGR 约 10.2%。

因此在普飞供给量未有快速提升的情况下，随着消费需求快速扩张，茅台批价持续走高是供需短缺不断加大的合理结果，符合正常规律。到 2019 年，普飞供需缺口问题将尤为突出，根据李保芳书记在公开交流中披露，茅台公司在 2018 年通过惩处违规经销商收回部分普飞供应，预计 2019 年普飞供应量较上年减少 3500 吨、非标酒减少 2500 吨，据此推算，我们预计经销商普飞供应量将从 2018 年约 2.1 万吨减少至 2019 年约 1.7 万吨。普飞供货量减少预计对 2019 年茅台批价持续上行有显著贡献。

图表49： 茅台销量总量增长，其中普飞增速平稳、非标增速迅猛



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

3.3、产品结构升级，带动盈利能力提升

3.3.1、产品线齐备，抗风险能力提升，价格带布局齐备

公司具备完善的产品线布局。主力产品飞天茅台在 2000 元价格带处于绝对王者地位；在普飞之上是近几年重点打造非标酒，生肖茅台酒，建议零售价相对普飞有百元以上的提高；在此之上，是具有更高价格和收藏价值的陈年茅台酒；300 元以下价格带主要是酱香系列酒产品，如茅台王子酒、茅台迎宾酒、赖茅酒等，近两年，随着高附加值系列酒产品的推出，系列酒逐渐向 500 元价格带挺近；在茅台普飞和系列酒之间的价格带主要是不同规格的飞天茅台酒，如 43 度飞天茅台以及 53 度 400ml、375ml、200ml 等的飞天茅台。

图表50： 贵州茅台产品结构

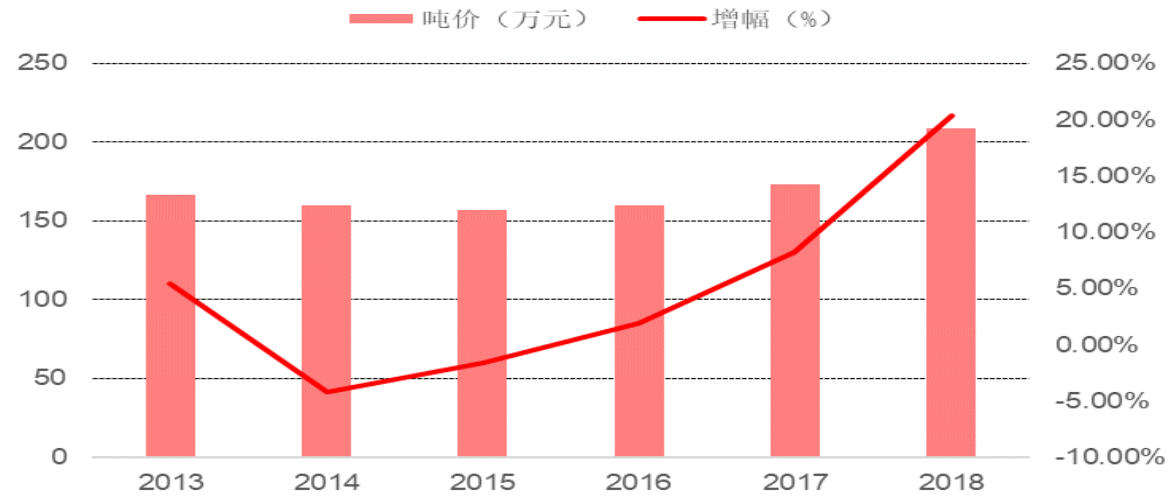
价格带	主要品类
＞2300 元	陈年茅台酒、生肖茅台酒、红茅台、三斤装、六斤装等定制茅台酒
2300 元	飞天茅台酒（普飞）
600-2300 元	飞天茅台酒（低度、小规格）
＜600 元	酱香系列酒及系列酒的高附加值非标产品

资料来源：公司官网，京东商城，中信建投证券研究发展部

3.3.2、普飞持续向上升级，高端“非标酒”收藏价值凸显

2018 年公司茅台酒收入 654.87 亿元，同增 24.99%，销量 3.25 万吨，同增 7.5%，吨价 208.73 万元，同增 20.34%。2018 年全年飞天茅台出厂价未有提升，均价的提升主要是来自于产品结构和渠道结构的优化：产品结构方面，高价非标比例增加，生肖酒、年份酒、定制开发酒，根据草根调研了解到 2017 年非标茅台占比约 1/3，在不考虑直接提价情况下，产品结构提升能带来较大幅度均价提升。

图表51： 2013-2018 年公司茅台酒吨价变化情况



资料来源：公司公告，渠道调研，中信建投证券研究发展部

4.3.2.1、非标酒具备更高的盈利能力

目前，茅台酒非标产品主要包括生肖酒、年份酒和定制酒，还包括飞天茅台的小规格版本等，相对于普通的飞天茅台，这些非标产品具有更高的附加值，也将为公司带来更强的盈利能力。

（1）生肖酒

2014 年，甲午马年，茅台推出新版生肖酒，此后每年一款。此次的生肖酒保留了茅台酒的标志性特征，同时配以生肖专属的瓶身图案，既传承了经典，又提高了其收藏属性。2014 年刚刚推出时，生肖酒相对于普飞出厂价仅提高了 30 元，近两年，随着生肖酒逐渐变得火爆，其出厂价也在有序上升，最新款狗年生肖酒出厂价

1299 元，提价幅度达 40%，相比于茅台普飞提高了 330 元，盈利能力逐渐提升。

图表52： 贵州茅台生肖酒

	马年生肖酒	羊年生肖酒	猴年生肖酒	鸡年生肖酒	狗年生肖酒
出厂价（元）	849	849	899	929	1299
当年普飞出厂价（元）	819	819	819	819	969
与普飞出厂价差（元）	30	30	80	110	330
现价（零售价）（元）	10000	18000	4300	3300	2600
图片					

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

（2）陈年茅台酒：吨价较普飞溢价较多，放量将大幅拉动业绩

公司茅台酒产品除每年都会推出的当年的飞天茅台酒外，还有一些陈年茅台酒，如 50 年、30 年、15 年茅台酒，以及多年前生产的当年的飞天茅台酒，这些陈年茅台酒相对于普飞来说，具有更高的溢价空间。同时，由于陈年茅台酒相对更加稀有，在官方商城经常呈现断货状态。

根据我们的测算，15 年陈年茅台出厂价 3929 元，较 2016 年提价 9.17%，约等于 4 吨普飞的价格；30 年陈年茅台酒出厂价 8999 元，较 2016 年提价 9.09%，约等于 9 吨普飞的价格；50 年陈年茅台酒出厂价 15259 元，较 2016 年提价 9%，约等于 14 吨普飞的价格。我们预计未来随着富裕阶层占比持续提升，陈年茅台酒具备放量基础，将大幅拉动茅台收入增长。

图表53： 贵州茅台陈年茅台酒

	50 年茅台酒	30 年茅台酒	15 年茅台酒
出厂价（元）	15259	8999	3929
吨价（万元/吨）	3241	1911	805
与普飞吨价比较	14：1	9：1	4：1
图片			

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

（3）精品茅台酒：定位于普飞和年份酒之间，未来或成为重点产品

公司 2018 年底推出精品茅台酒，此产品为以前的国宴用酒，酒的品质相当于 10 年左右的茅台，定位介于茅台普飞和陈年茅台酒之间，出厂价约 2299 元，目前京东零售价约 3000 元/瓶。精品茅台酒主要是通过经销商的团购渠道出货，销售火爆。2018 年精品酒供应量约不到 1000 吨，我们预计未来精品酒的供给量将会增加，

有望成为定位于茅台普飞之上的一款重要单品。

图表54： 茅台精品酒

资料来源：京东商城，中信建投证券研究发展部

（4）定制酒：满足富裕阶层差异化需求

2015 年开始，茅台经销商主导开发定制类产品，分不同颜色和不同规格，市场一经推出，呈现爆发式增长。由于居民收入水平大幅提升，富裕阶层占比快速提升，寻求差异化需求带动定制开发类产品快速放量。我们分析定制酒出现的逻辑主要有以下几点：

1：厂家来看，高端定制酒高于普飞的出厂价，生产定制酒的利润空间更大。

2：商家看，2015 年前后，茅台出厂价 819 元，而一批价普遍维持在 830-840 区间，经销商赚钱效应较低。此时开发定制酒，由于价格不透明，渠道利润丰厚。经销商销售定制酒的利润是同期销售普飞渠道利润的 N 倍，经销商有足够的动力推动。

3：消费者来看，茅台由于需求断崖式下跌，去库存，批价由 2000 元下跌至 840 元左右，中产阶级及商务消费承接了大部分需求。富裕阶层由于差异化的需求，同期定价在 1500 元左右的定制酒满足了富裕阶层的消费需求，是富裕阶层消费升级最明显的特征。

图表55： 不同规格&不同颜色飞天茅台酒

资料来源：互联网公开图片，中信建投证券研究发展部

4.3.2.2、老酒市场日趋成熟，已成为普飞市场的有利承接

茅台由于其强大的品牌拉力，独特的酿造工艺等早就了其产品稀缺的特性，也正是使得茅台不同于其他品牌的白酒，更增加了其投资和收藏的属性。近年来，随着茅台老酒拍卖市场的兴起，茅台老酒市场逐渐为大众所熟知。茅台有一套成熟的老酒定价市场，在白酒里面，茅台的老酒市场最为成熟，且受众群体稳定，具有标杆作用。**目前老酒价格每年有 8%-10%左右的自然增长，老酒的忠实消费群体扩大给与了有利的支撑。**由于我国富裕阶层数量到 2020 年复合增速达 13.5%（见上文测算），且富裕阶层消费习惯发生了较大的变化，由原先消费老酒（但老酒供应不稳定），到主动每年囤积茅台，贮存后消费，使得富裕阶层购买量在原先的基础上成比例大幅增长。

我们统计了 2001 年以来所有的老酒价格，由于茅台老酒的自然增长幅度在 8%-10%左右，按照老酒目前的市场价格倒推回新酒价格，普遍在 1600 元以上。此外，由于茅台官方仅对普飞进行严格限价，老酒价格相对不透明，经销商利润空间更大；同时，收到茅台酒配额制的限制，很多不能进入普飞的经销商转战茅台老酒市场，茅台老酒市场具备较充足的发展动力。

图表56： 茅台老酒价格及对应 2019 年新酒价格

生产年份	批发价（元/瓶）	对应 2019 年茅台酒价格（元/瓶）
2018 年	2768	2563
2017 年	2899	2485
2016 年	2998	2380
2015 年	3068	2255
2014 年	3166	2155
2013 年	3288	2072
2012 年	3419	1995
2011 年	3549	1917
2010 年	3666	1834
2009 年	3949	1829
2008 年	4589	1968
2007 年	4766	1893
2006 年	5588	2055

生产年份	批发价（元/瓶）	对应 2019 年茅台酒价格（元/瓶）
2018 年	2768	2563
2005 年	5999	2042
2004 年	6299	1986
2003 年	6799	1985
2002 年	6899	1865
2001 年	6999	1751

资料来源：白酒市场调研，中信建投证券研究发展部

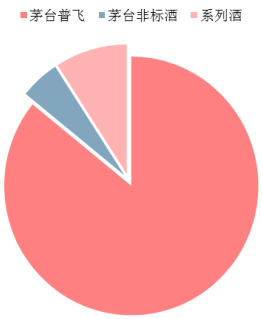
图表57： 茅台老酒

资料来源：互联网公开图片，中信建投证券研究发展部

3.3.3、非标酒占比快速提升，带动公司盈利能力提升

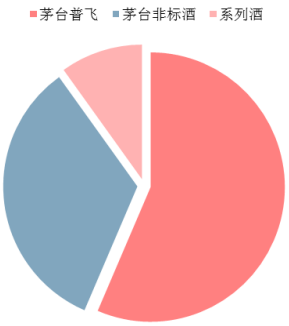
由于茅台酒工艺原因，产能无法快速提升，茅台酒产量受到一定的限制，因此公司近几年来开始重点布局高附加值的非标酒产品。根据草根调研了解到，2012 年，公司茅台酒非标品收入占比仅为 5%左右，与普飞比例约为 1:17；2017 年，非标茅台酒占比达到了约三分之一，与普飞比例也提升至了 1:1.7 左右，结构提升非常显著，2018 年，非标酒销量占比与 2017 年基本持平，但非标酒中产品结构升级。

图表58： 2012 年贵州茅台产品营收结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表59： 2017 年贵州茅台产品营收结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2017 年，随着茅台非标酒占比的不断提升，在茅台酒出厂价未发生改变的情况下，公司茅台酒吨价达到 173.5 万元，同增 8.3%，出现了显著的提升，公司盈利能力进一步增强。未来几年，在茅台酒整体产能有限的情况下，通过提高非标产品的占比，公司在收入端和利润端仍将保持较快速的增长。

3.3.4、2020 年后茅台飞天酒产量将得到释放，2024 年飞天以上产品收入或达 1400 亿规模

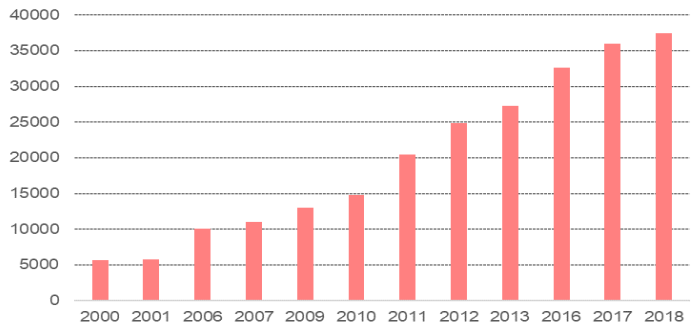
贵州茅台 2014 年生产基酒产量数量 38700 吨，同比 2013 年仅增长不足 1%，2015 年生产基酒数量 32000 吨，更是较 2014 年同比下滑 16.95%。2016 年后茅台基酒产能得到有效释放，同比 2015 年提升 22.17%，达到 3.93 万吨。预计到 2020 年，茅台基酒生产量将达 5.6 万吨，同比 2016 年基酒产量提升 42.5%，复合增速达 9.25%。

图表60： 公司历年茅台酒产能扩产项目

	项目	扩大产能（吨）	工程建设完成时间
2001 年	1000 吨茅台酒技改项目	1000	2003
	老区茅台酒改扩建工程	800	2003
	700 吨茅台酒扩建工程	700	2003
	中低度茅台酒技改工程	2100	2006
2004 年	1000 吨/年制酒生产房及 1000 吨茅台酒配套设施	1000	2007
2005 年	新增 2000 吨茅台酒生产及辅助配套设施	2000	2009
2006 年	"十一五"万吨茅台酒工程一期新增 2000 吨茅台酒技改项目	2000	2010
2007 年	“十一五”万吨茅台酒技改工程二期 2007 年度 2000 吨茅台酒技改工程	2000	2011
2008 年	“十一五”万吨茅台酒技改工程三期 2008 年度 2000 吨茅台酒技改工程	2000	2011
2009 年	“十一五”万吨茅台酒技改工程四期 2009 年度 2000 吨茅台酒技改工程	2000	2012
2010 年	“十一五”万吨茅台酒技改工程五期 2010 年度 2000 吨茅台酒技改工程	2000	2011
2011 年	“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	2600	2012
2012 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	2500	2013
2013 年	中华片区第一期茅台酒技改工程及配套设施项目	5800	~2016
2014 年	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	3000	~2017
2017 年	十三五中华片区茅台酒技改工程及其配套设施工程	6600	~2020

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表61： 茅台酒设计产能（根据公告计算）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

分析过去几年茅台公司基酒生产量、可供销售成品酒数量及实际销售量，可以发现，存在某种对应关系，4

年前基酒数量大约 82%可转换为可销售成品酒数量。据此测算，2024 年茅台酒成品酒产量或达 4.6-4.7 万吨，销量也约为 4.6-4.7 万吨，同比 2017 年增长 52%-56%，对应年复合增长率约为 6.2%。

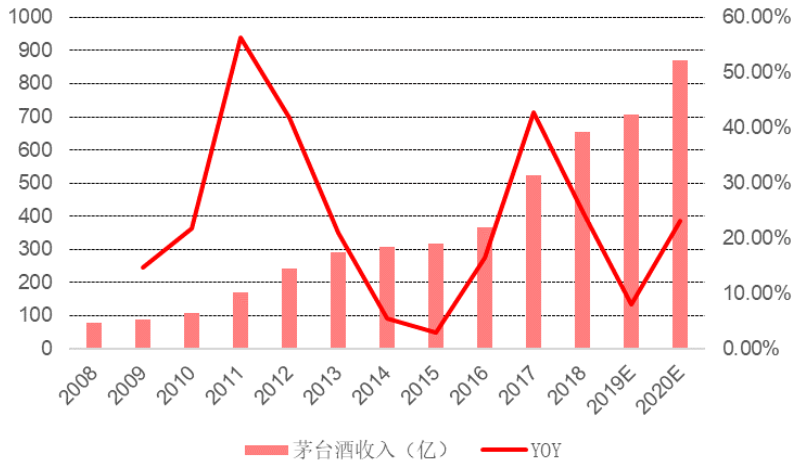
图表62： 茅台酒基酒及未来可用成品酒量

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
基酒产量	33600	38425	38745	32179	39312	42829	49700	52000	56000				
YOY	8.39%	14.36%	0.83%	-17.0%	22.17%	8.95%	16.04%	4.63%	7.69%				
成品产量	16753	18863	21553	24621	27552	31509	31771	26387	32236	35119	40754	42640	45920
转化率	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%
成品销量	15188	17415	19165	20065	22900	30205	31000	31000	32000	35000	38000	39000	46000

资料来源：中信建投证券研究发展部数据来源：公司公告，白酒市场调研，中信建投证券研究发展部测算

我们根据茅台基酒产量远期目标 5.6 万吨，简单推算茅台 2024 年对应可售成品酒产量或达 4.6 万吨，增幅较 2018 年达 53%，我们预计未来茅台吨价提升主要来自于三个方面：1)仍存在提价预期，2)直营比例持续提高，3)茅台同时会增加更多高附加值的非标产品，预计到 2024 年，茅台及以上产品收入或达 1400 亿规模，较 2017 年收入增幅达 170%，年复合增速达 15%。

图表63： 茅台酒未来收入预测



资料来源：中信建投证券研究发展部测算

3.3.5、渠道以小商为主，静待直营比例提高

与五粮液的大商模式不同，公司主要以小商为主，贵州茅台前五大客户销售收入占比一直小于竞争对手五粮液，2018 年，茅台前五大客户销售收入占比为 4.87%，其中关联方占到 2.40%，茅台对经销商拥有更强的话语权和掌控力。公司近两年开始逐渐重视直营渠道的发展。

预计 2019 年开始直营渠道收入和销量将逐步稳健提升，短期看查处违规收回的配额将部分投向直营、中长期看公司未来重点将放在扩大直销渠道推进营销扁平化。

（1）短期看，查处违规的配额将有一部分投向直营渠道

2018 年下半年，公司查处违规经销商，并将这部分配额放在直销渠道上，未来，公司直营渠道的销售占比将进一步增加，公司的盈利能力也将随之提升。根据公司 2019 年年度股东大会披露，查处收回的茅台酒配额约 6000 吨，其中来自违规专卖店、特约经销商、总经销商约 3500 吨，其他 2500 吨来自批条酒。

这 6000 吨配额将收回公司重新分配，预计将主要通过新成立的集团营销公司和公司直营两个渠道销售。

① 茅台集团营销公司 2019 年预计承接部分查处配额，不会全部承接

茅台集团营销公司是 5 月 5 日正式挂牌成立的茅台集团 100%控股子公司，它主要针对团购、商超等终端客户，跟茅台现有的经销渠道错位发展。集团营销公司与贵州茅台股份公司有关联关系，茅台集团持有茅台集团营销公司 100%股权，茅台集团是 A 股上市公司贵州茅台的大股东，持有近 62%股份。

对于成立营销公司，李保芳在 2019 年股东大会上表示“成立集团营销公司作为落实茅台酒乱象专项整治的任务，实施茅台酒改革的重大举措必须坚定不移扎实有力地推动。更为公开，公开，透明的手段，更好低调整和平衡市场，处理好各方关系，促进健康发展。集团营销公司实质上是股份公司的经销商之一，和其他公司的权责和其他是完全等同的，带来的是更优秀、更长远的有效保护。”

根据公司 8 月 9 日披露的回复上交所问询函的公告，公司 2019 年与集团及其控股子公司发生的关联交易金额将不超过股份公司 2018 年净资产的 5%，即不超过 56 亿元。

公司历年与茅台集团及其子公司发生的销售酒类产品相关的关联交易金额相对稳定，2018 年约 25 亿元左右。**假定 2019 年除了集团营销公司以外的其他关联交易仍然保持与 2018 年相当的规模**，则意味着集团营销公司将承接的关联交易金额不超过 31 亿元。根据“销售价格与公司其他非关联经销商的购货价格相同”的原则，出厂价预计为 969 元（未扣税），相当于集团营销公司承接的配额不超过 1700 吨。

②公司直营渠道 2019 年有望得到有力补充。

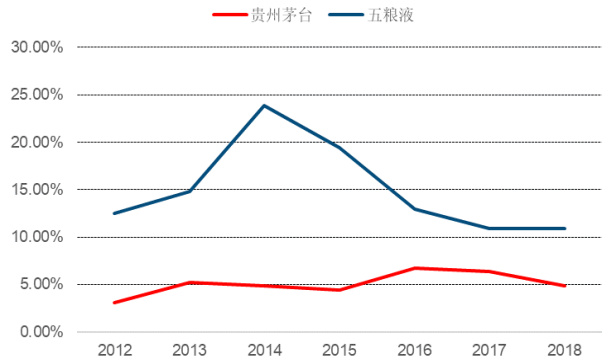
总查处量约 6000 吨，除去集团营销公司承接的部分配额以外，其他部分预计将投入公司直营渠道，公司直营销量将得到有力补充。2018 年，公司直营渠道实现销售收入 43.75 亿元，同比下降 30%，销售收入占比下降了 4.78pct 至 5.95%。获得 2019 年部分查处配额后，直营渠道销量和销售收入均有望实现较快增长。

（2）中长期看，公司未来将会重点扩大直销渠道，推进营销扁平化

根据公司 2018 年 12 月经销商大会来看，未来将重点将放在扩大直销渠道，推进营销扁平化，以减少中间环节， 平衡利益分配，平抑终端价格。从面上和量上，扩大各省直销；与大型商超合作；与知名电商合作；投向国内 重点市场机场、高铁站的经销点。5 月，茅台发布第一批商超卖场招商公告，分别向全国和贵州省内供应 400 吨和 200 吨 53 度飞天茅台，按照 1499 投放市场。我们认为此举虽短期投放量较少，但标志着茅台渠道变革中 加大自营及直销渠道网络方案的落地，表明了公司未来将加大直营供给的态度和决心。

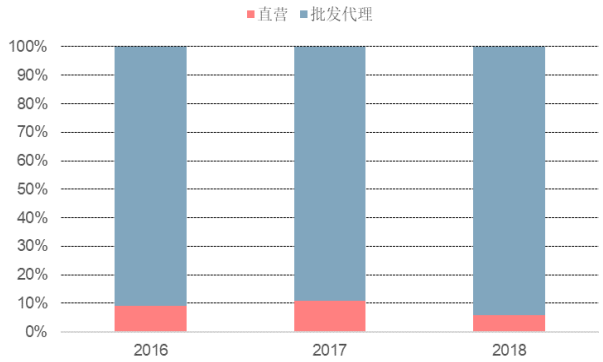
目前茅台直营店全国范围内仅为 33 家，供应量约为 500 吨/年。在贵州茅台 2018 年年度股东大会上，公司透露茅台直营店的茅台酒供应量将增至 1600 吨/年，并将加大直营店布局，进行渠道创新，加大对机场、高铁等新的销售渠道的建设和合作。

图表64： 茅台和五粮液前五大客户销售收入占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表65： 贵州茅台直营收入占比提升

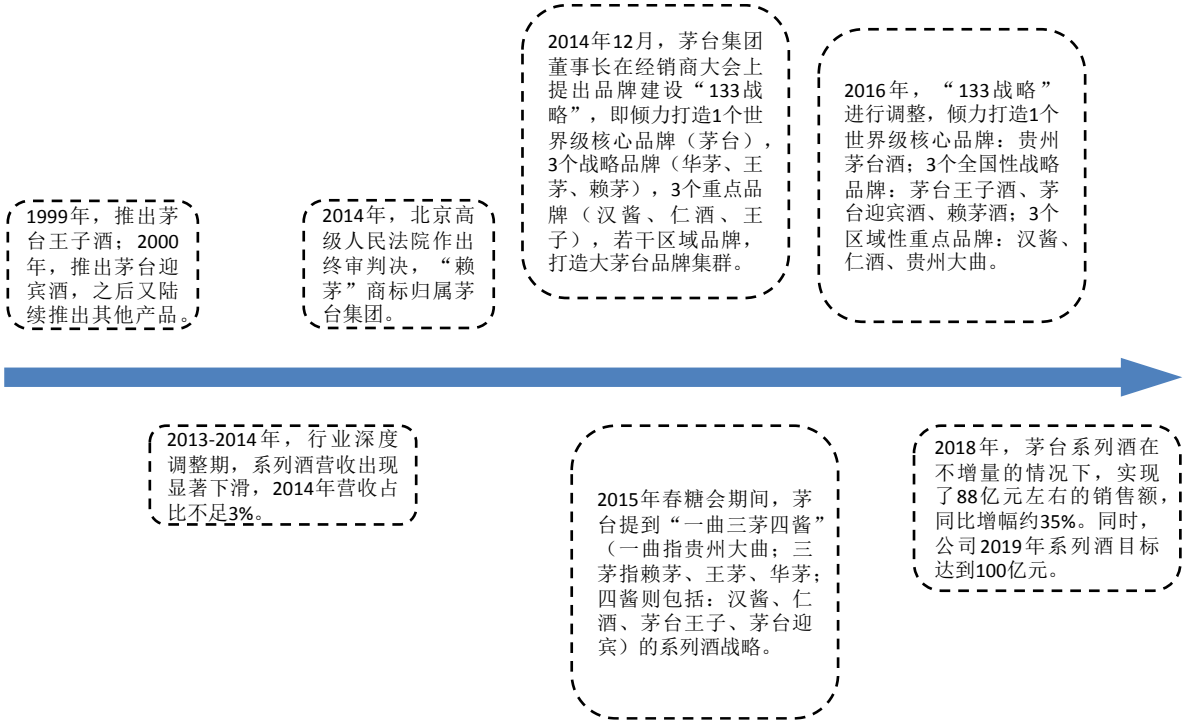


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

3.4、双轮驱动已初步成型，系列酒将再造一个增长极

3.4.1 酱香系列酒发展历史

图表66： 茅台系列酒发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，中信建投证券研究发展部

1999 年，茅台为了追赶五粮液，培育更多的酱香酒消费者，生产了第一款中低端价位的系列酒产品—茅台王子酒，自此拉开了茅台系列酒近 20 年的发展序幕，2000 年，茅台又推出茅台迎宾酒，将酱香酒价位继续下

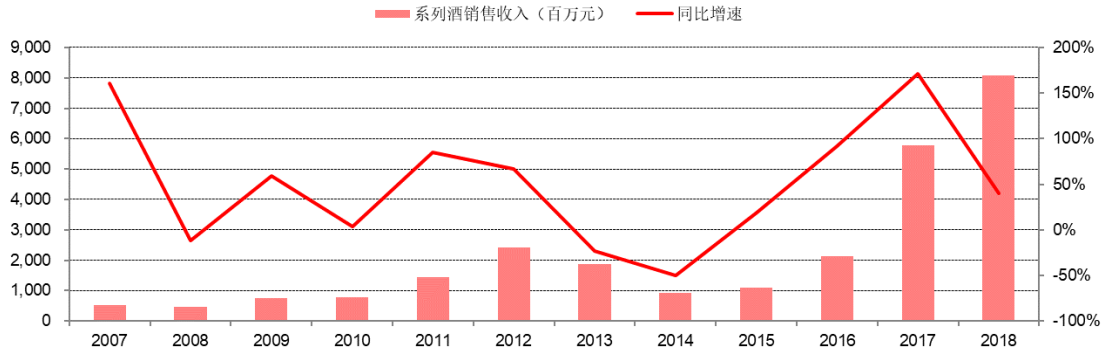
探。2007-2012 年间，由于茅台酒终端价格超越五粮液，渠道商利润增厚，就更没有动力去推动收益较小的系列酒的发展，此时的系列酒大部分都是通过搭售的方式从厂家进入到渠道商手中，而渠道商们系列酒库存高企，到后来甚至以亏损的价格出售，因此，那些年虽然系列酒的营收在逐年增长，但市场并没有打开。2012 年后随着行业进入调整期，酒企利润下滑，系列酒更是亏损大户，销量也就不断下滑。

2014 年，茅台酒厂决定将系列酒的销售从茅台的销售中剥离出来，并于当年 12 月份成立贵州茅台酱香酒营销有限公司，专门负责销售除茅台酒以外的茅台酒股份有限公司的其他产品，自此，茅台系列酒开始重新起航。此次，公司不断精简繁多的系列酒产品，聚焦单品，力图打造有分量的系列酒品牌。**目前，公司实行“133 战略”，即倾力打造 1 个世界级核心品牌：贵州茅台酒；3 个全国性战略品牌：茅台王子酒、茅台迎宾酒、赖茅酒；3 个区域性重点品牌：汉酱、仁酒、贵州大曲。**

3.4.2、多因素促使系列酒业绩爆发式增长，将成为公司重要收入来源

近两年来，公司系列酒业绩开始爆发式增长，其中，2018 年公司系列酒销量 29774.46 吨，同比下降 0.43%，销售收入 80.77 亿元，同比增长 39.88%，产品实现完全顺价。

图表67： 茅台系列酒历年营收情况

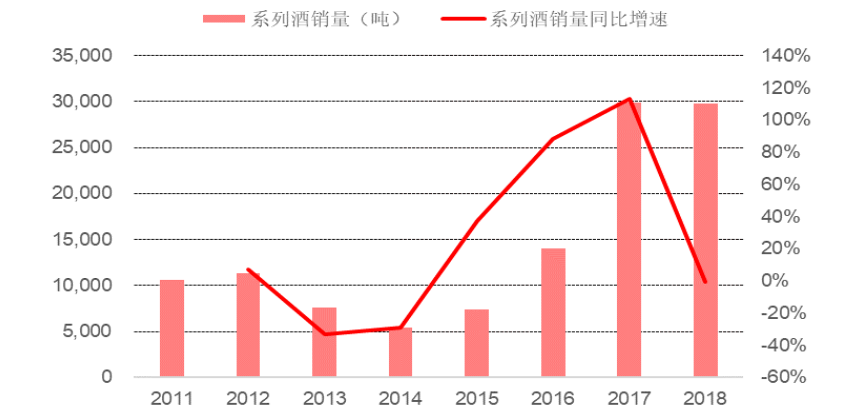


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2018 年 4 月 30 日后，系列酒不再新招经销商，且 2018 年要在不增量的情况下完成含税销售额从 65 亿至 80 亿的增长。2018 年全年，公司超额完成系列酒销售目标，销售额达到 88 亿元以上，同比增长约 35%，主要是通过产品结构升级实现。

系列酒通过调整产品结构、优化供给质量等一系列措施，有效提高了产品附加值，单品销售势头强劲，“大单品工程”成效显著。茅台王子酒以全年销量 1.2 万吨，销售收入 38 亿元，蝉联茅台集团第二、系列酒第一大单品，此外，赖茅、贵州大曲也成为继汉酱之后的两大“10 亿元级”的单品。

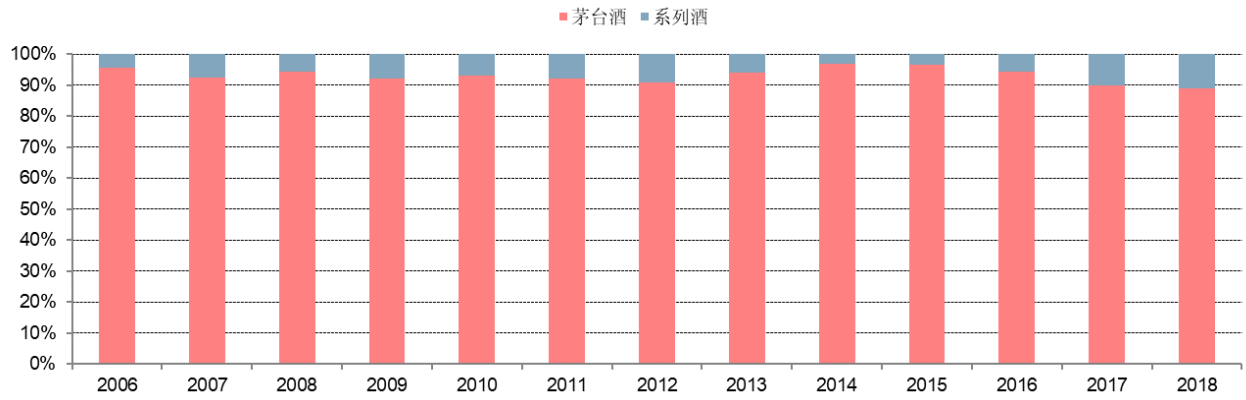
图表68： 茅台系列酒历年销量



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2018 年，系列酒产品在公司酒类产品中的营收比重已经占到了 10.98%，相比 2014 年增加 8.02pct，目前，系列酒已经成为公司业绩的一个重要组成部分。

图表69： 2014 年以来系列酒营收占比不断提升



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司系列酒产品之所以在近两年快速发展，究其原因，我们认为主要是公司对于系列酒的战略所致：

战略》投入》搭售》消费者培育》份额提升》利润提升

第一，公司领导重视，提出双轮驱动战略。公司领导意识到，普飞未来几年基酒数量不会大幅提升，但是系列酒的基酒过去非常多，所以从 14 年开始，公司开始逐渐转向投入系列酒，2017 年 1 月 5 日，在茅台 2017 年酱香酒经销商联谊会上，李保芳书记提出，当下正是茅台打造“双轮驱动”格局的历史性节点。

第二，市场投入大。从 2015 年开始，公司实施“允许酱香酒公司 3 年政策性亏损”政策，按销售总额的 30%入预算提取费用，加大市场投入与费用支持，确保系列酒销售能“壮起胆子、甩开膀子、迈开步子”，尽快做大总量规模，扩大品牌影响，增进品牌信任。

第三，通过普飞带动系列酒动销。2017 年 2 季度以后，茅台普飞价格拉升到 1500-1600 元以后，厂家控价，用 1299，搭配系列酒，深入到每个流通渠道。同时，部分酱香消费者由于难以够得平价茅台酒，退而求其次转向酱香系列酒，也进一步扩大了系列酒的消费人群。

第四，资本大量涌入。部分白酒经销商因为拿不到茅台普飞的配额，资金转向系列酒。随着系列酒的盈利空间打开，代理权也更加值钱，经销商热情更加火爆，近两年，茅台新增经销商基本上为系列酒经销商。在 2017 年度经销商大会上，茅台酱香酒公司领导宣布在 4 月 30 日后不再招商，也表明了经销商的对于系列酒代理权的火热追逐。

第五，系列酒主要做流通渠道，做社区品鉴会，带动普通消费群体接受酱香酒的口感，由于酱香酒口感有侵略性，当接受这个口味后，很难转变，从而培育更多的系列酒消费群体。

在 2018 年 1 月 5 日，茅台酱香系列酒全国经销商大会上，李保芳指出 2016 年以来的系列酒营销，是茅台最值得总结和肯定的标志性“亮点”，2017 年度系列酒营销，是茅台打造双轮驱动格局的历史性节点，2018 年的系列酒营销，是茅台打造重要增长极的新时代“起点”

3.4.3、模仿普飞，开发非标酒，优化产品结构，提升盈利能力

2018 年，公司系列酒产品在不增量的前提下完成了销售额从 65 亿到 88 亿的新跨越。未来系列酒的发展主要在于品牌价值的提升、产品结构的升级以及大单品的打造上。在此背景下，酱香酒公司模仿普飞的做法，不断开发高附加值的系列酒非标产品，在容量、颜色、开发生肖酒等方面求新求变。

根据草根调研了解到，茅台酱酒公司 2018 年持续优化系列酒组合，砍掉标品王子、迎宾酒配额，把减少的配额增加到更加赚钱的定制系列酒方面。

以茅台王子酒为例，目前茅台王子酒标品在京东商城售价为 158 元/瓶，其非标产品如金王子、珍品、酱门经典、传承系列、狗年生肖版等在京东商城上的售价均高于标品，其中，茅台王子酒（传承 1999）和茅台王子酒（戊戌狗年）目前价格更是达到了标品的 3-4 倍。

图表70： 茅台王子酒非标产品与标品对比

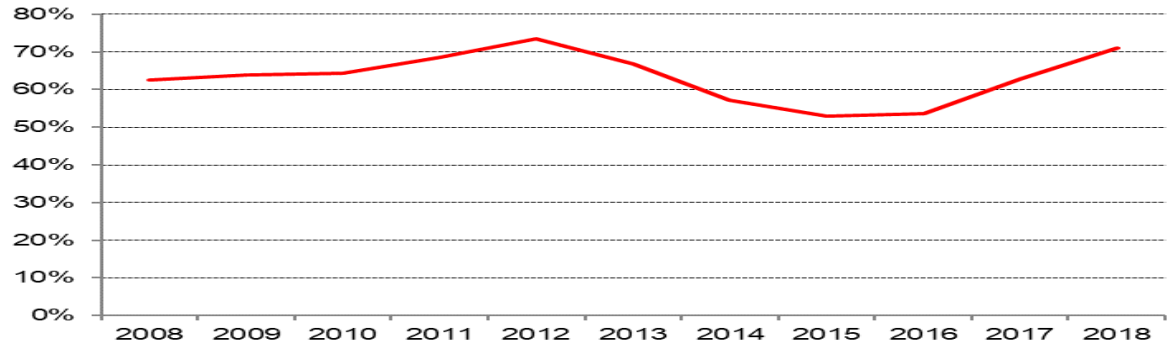
产品	图片	零售价（元/瓶）（京东商城）	与标品价差（元/瓶）	出厂价（元/瓶）
茅台王子酒（标品）		158	-	98

产品	图片	零售价（元/瓶）（京东商城）	与标品价差（元/瓶）	出厂价（元/瓶）
茅台王子酒（金王子）		239	81	~128
茅台王子酒（珍品）		309	151	~158
茅台王子酒（酱色）		298	140	~158
茅台王子酒（酱门经典）		269	111	~138
茅台王子酒（传承 1999）		599	441	~258
茅台王子酒（传承 2000）		398	240	~178
茅台王子酒（两犬其美）		588	430	~258
茅台王子酒（十全十美）		9998		~3989

资料来源：茅台商城，京东商城，中信建投证券研究发展部

自 2015 年以来，系列酒产品的毛利率不断提升，2018 年，系列酒毛利率已经达到 71.05%。随着茅台王子酒和赖茅酒的高速增长以及非标产品占比的不断提升，公司系列酒盈利能力也将不断提升。

图表71： 2015 年以来系列酒毛利率不断提升



资料来源：中信建投证券研究发展部数据来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

3.4.4、酱香酒市场规模不断扩大，系列酒竞品强势

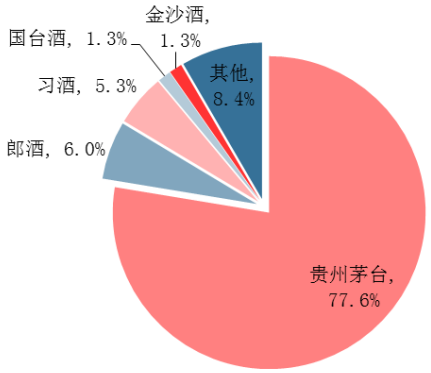
酱香型白酒作为我国白酒主要香型之一，其消费群体对酱香具有一定的依赖性。同时，由于酱香型白酒制作工艺的原因，注定其相比于浓香型白酒具备更高的稀缺性。

我国酱香型白酒企业以茅台为主，此外还有郎酒、习酒、国台酒、金沙酒等。在茅台的带动下，酱酒规模不断扩大。据测算，2017 年我国酱酒销售收入约 110 亿元。

其中，龙头公司贵州茅台 2018 销售收入 736.39 亿元，占据绝对领先地位。除了龙头茅台外，酱酒另外两个主流企业是郎酒和习酒。据左右脑咨询数据，2018 年郎酒酱酒板块实现销售收入 60 亿元，习酒实现销售收入近 56 亿元，两家酒企酱酒收入相差不大，并驾齐驱。二线酱酒企业主要包括国台酒、金沙酒、珍酒、钓鱼台酒等。其中，国台和金沙目前销售规模超过 10 亿元，珍酒、钓鱼台等销售规模在 8 亿元。此外，在茅台所在的贵州仁怀地区也有许多中小型的酱香酒厂，据左右脑咨询数据，2017 年实现销售过亿的约有 20 家左右。其中，夜郎古酒业是典型代表，其通过品牌化和市场化的运作，收入不断增长，2018 年销售额约 3 亿元。

除了传统的酒企，近几年一些创新型企业如酣客、肆拾玖坊、酒金会等也开始加入到酱酒市场的争夺中，其优势在于新型的营销方式及对消费者的掌控上。其中，2018 年，以创新营销模式起家的酣客销售收入超过 5 亿元，超越了很多传统酱酒企业。

图表72： 我国酱香酒市场结构



资料来源：公司公告，左右脑咨询，中信建投证券研究发展部

在 1500 元以上的酱香酒市场，茅台普飞占据了绝对优势，700-1500 元之间，主要是低度飞天茅台以及小规格飞天茅台，竞品主要是青花郎和习酒窖藏年份版。而在次高端、中端、低端这几个价格带，市场竞争比较激烈，系列酒担负起了争夺酱香酒高端以下市场空间的重任。其中，次高端价格带公司主要产品为赖茅系列以及茅台王子酒传承版和生肖版，竞品相对较多，主要为郎酒红花郎系列、习酒窖藏系列、国台国标酒以及酣客系列产品；中端价格带公司产品主要为茅台王子酒标品及部分非标产品和贵州大曲，竞品主要为习酒金质系列、国台财富酒、金沙回沙系列以及酣客热活系列；100 元以下低端酱酒市场主要是茅台迎宾酒，竞品为习酒习酱系列以及金沙酱酒系列产品。可以看到，在 700 元以下的酱香酒市场，茅台并没有占据绝对优势，尤其是在次高端价格带，竞品郎酒红花郎系列优势较为明显。茅台系列酒仍然有较长的路要走。

图表73： 茅台在酱香型白酒市场中的主要竞争对手

价格带	公司主力产品	主要竞品
700 元以上	茅台普飞、陈年茅台酒、小规格飞天茅台等	青花郎、习酒窖藏年份版
300-700 元	赖茅系列、生肖王子、王子传承等	红花郎系列、习酒窖藏系列、国台国标酒、酣客系列
100-300 元	王子酒标品及部分非标品、贵州大曲等	习酒金质系列、国台财富酒、金沙回沙系列、酣客热活系列
100 元以下	茅台迎宾酒等	习酒习酱系列、金沙酱酒系列

资料来源：白酒市场调研，中信建投证券研究发展部

四、估值合理，仍有成长空间

4.1 历史估值

我们回顾了公司从 2002 至今的发展历程，包括业绩增长与估值的变化。首先梳理行业的景气度变化过程中的业绩表现，然后总结公司估值随着行业景气度波动的规律和大致区间。

1、行业发展大致可分为三个阶段：

（1）2002-2012 黄金十年

在此期间公司收入 CAGR 31%，利润 CAGR 43%，经营性现金流 CAGR 39%，ROE 年均提升 12%；股价年均提升 20%。其中：

第一段主升浪，02-07 年，利润增长 651%（CAGR 50%），PE（TTM）增长 4 倍多（CAGR 近 70%），市值增长 30 倍（CAGR 100%），估值利润双升。

第二段，07-08 年金融危机，主跌浪，净利润增长 34.2%，PE 从 98 倍下跌到 23 倍，跌幅 76%，股价跌幅 53%，主要是估值下降。

（2）2012-2015 行业深度调整。

在此阶段，公司收入 CAGR 8%，利润 CAGR 5%，经营性现金流 CAGR 13%，ROE 年均下降 16%。股价从 12 到 14 年下跌 30%，15 年恢复至 12 年水平：股价下滑主要原因是估值下跌，估值从 12 年最高 29 倍到 15 年最低 13 倍。

（3）2016-2018 行业复苏。

在此阶段，公司收入 CAGR 32%，利润 CAGR 31%，经营性现金流 CAGR 33%，ROE 年均提升 9%；股价年均提升 45%（估值业绩双提升），其中 EPS CAGR31%、PE CAGR 11%。

16-18 年上半年，估值从 15 年最低 13 倍上涨至 18 年最高 40 倍，估值利润双升。18 年下半年主跌浪，主要受估值下滑影响，估值从最高 40 倍，下跌至最低 20 倍。

2019 年主升浪：估值利润双升，估值从年初 20 倍上涨至目前 30 倍左右，利润增长 25%，估值利润双升。

2、梳理公司在不同景气度下的估值表现

（1）行业高景气度时期（09-10 年、16-17 年）：公司估值水平约 30x，期间业绩增速有加速迹象、第二年往往是 60%~70%高增；

（2）行业低景气度时期（12-13 年）：公司估值水平快速下降至 10x 以下，业绩增速快速滑落且预期较低（第二年仍然低增速），2012 年虽然当年利润高增 52%，但实际收入增速快速滑落从 60%+→18%。

（3）行业中景气度时期（04-08 年、11-15 年）：估值水平 15~30x 波动。业绩增速 15~30%。

图表74： 茅台业绩与估值复盘（1）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
区间均价	35.34	24.58	33.61	46.60	53.34	120.12	154.92	139.28	163.13
EPS	1.37	1.94	2.09	2.37	1.64	3.00	4.03	4.57	5.35
平均 PE	25.80	12.67	16.11	19.66	32.59	40.05	38.48	30.48	30.48
股价 yoy	-1.3%	-30.5%	36.7%	38.7%	14.5%	125.2%	29.0%	-10.1%	17.1%
EPSyoy	4.3%	41.6%	7.6%	13.6%	-30.9%	83.2%	34.2%	13.5%	17.1%
平均 Peyoy	-5.4%	-50.9%	27.1%	22.1%	65.8%	22.9%	-3.9%	-20.8%	0.0%
PE(TTM)			20.3	21.1	52.7	97.0	23.0	33.1	32.7

资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图表75： 茅台业绩与估值复盘（2）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
区间均价	193.97	219.54	169.68	158.34	222.75	276.14	502.18	685.05
EPS	8.44	12.82	14.58	13.44	12.34	13.31	21.56	28.02

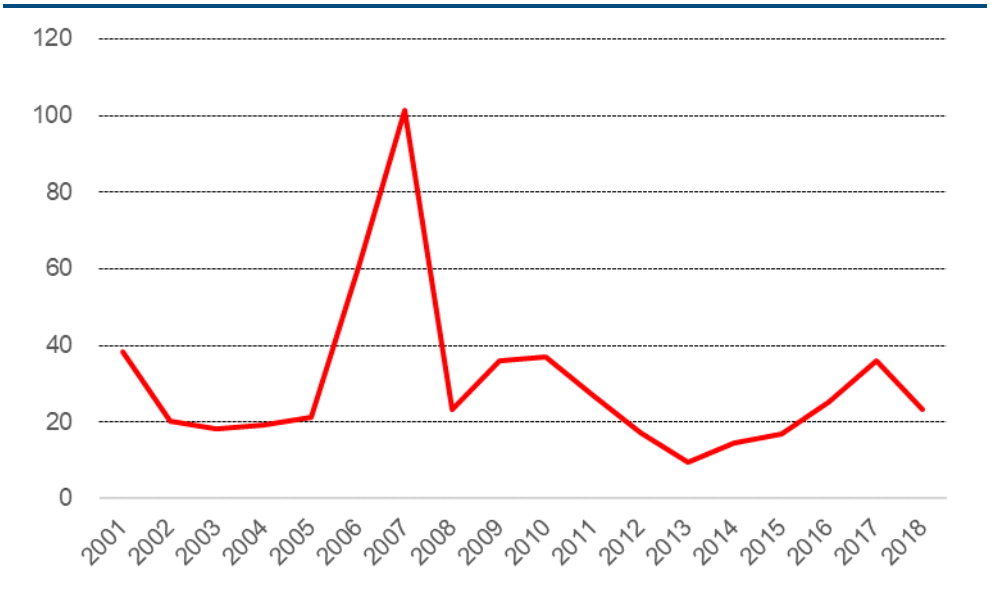
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
平均 PE	22.98	17.13	11.64	11.78	18.05	20.75	23.30	24.45
股价 yoy	18.9%	13.2%	-22.7%	-6.7%	40.7%	24.0%	81.9%	36.4%
EPSyoy	57.7%	51.9%	13.7%	-7.8%	-8.2%	7.8%	62.0%	30.0%
平均 Peyoy	-24.6%	-25.5%	-32.1%	1.2%	53.2%	15.0%	12.3%	4.9%
PE(TTM)	25.0	15.7	9.2	14.2	16.5	24.4	34.7	21.4

资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

4.2、当下估值情况

按照最新收盘日股价，对应贵州茅台目前 PE（TTM）为 33.27 倍。按照公司 2019 年盈利预测（假设利润增长 23%），则当前股价对应 2019 年动态 PE 约 30.87 倍，由于公司当前高增长确定性很强、长期看其稀缺性和牢固龙头地位亦可保证稳健增长，因此我们认为公司估值未来仍有成长空间。

图表76： 茅台历史估值情况 PE（TTM）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

4.2、与国际烈酒巨头估值对比

我们将贵州茅台的估值与国际烈酒巨头进行对比，当前贵州茅台 PE（TTM）为 33.3，与百富门（32.0）相当，略高于帝亚吉欧（24.8）及保乐力加（26.3），但与这三家国际烈酒巨头相比，贵州茅台近三年营收年复合增速（23.76%）和净利润年复合增速（20.60%）均远远高于对手，相比之下，贵州茅台的 PEG 水平更低，当前估值并不存在高估的情况，且相对于国际烈酒巨头，贵州茅台未来的估值仍有成长空间。

图表77： 贵州茅台与国际烈酒巨头对比

公司	当前市值	2015-2017 营收 CAGR	2015-2017 净利润 CAGR	PE (TTM)
帝亚吉欧	982 亿美元	5.51%	5.80%	24.8
保乐力加	415 亿欧元	4.28%	11.09%	26.3
百富门	267 亿美元	1.20%	1.58%	32.0
贵州茅台	13341 亿人民币	23.76%	20.60%	33.3

资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

五、盈利预测

今年茅台酒与系列酒发货量相比于去年基本持平，主要看点在于产品结构的提升所带来的吨价和毛利率的提升。对于近三年公司盈利情况，我们的预测如下：

图表78： 公司未来三年盈利预测表

	2019E	2020E	2021E
茅台酒收入	764.66	853.04	950.28
yoy	16.8%	11.6%	11.4%
% 酒类收入	87.76%	86.35%	85.37%
茅台酒成本	43.04	45.19	47.45
yoy	5.0%	5.0%	5.0%
茅台酒毛利率	94.4%	94.7%	95.0%
+/-	0.7%	0.3%	0.3%
茅台酒销量	35,000.00	38,000.00	41,000.00
yoy	7.8%	8.6%	7.9%
茅台酒吨价	218.48	224.48	240.20
yoy	8.3%	2.8%	7.0%
系列酒收入	106.62	134.87	162.86
yoy	32.0%	26.5%	20.8%
% 酒类收入	12.24%	13.65%	14.63%
系列酒成本	2,366	2,485	2,733
yoy	10.0%	5.0%	10.0%
系列酒毛利率	71.5%	75.2%	78.4%
+/-	0.4%	3.7%	3.2%
系列酒销量	32,751.91	37,664.69	43,314.40
yoy	10.0%	15.0%	15.0%
系列酒吨价	32.55	35.81	37.60
yoy	20.0%	10.0%	5.0%

资料来源：中信建投证券研究发展部

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 33.80、39.69、45.83 元，对应 PE 分别为 30.9X、26.3X、22.8X。根据茅

台酒公告 18 年基酒产量及 2020 年规划基酒产量达 5.6 万吨，可以推算出 2024 年茅台酒可供销售量达 4.6 万吨左右，同比 2018 年销售量增长 40%以上；茅台近年取消经销商配额预计达 6000 吨左右，未来预计回收配额将加大投放直营、电商、商超及团购供应量，同时增加非标酒销售量，将带来吨价显著提升；目前茅台酒供需格局仍然偏紧，批价仍在缓慢提升中，出厂价/终端零售价价差明显，渠道利润超 130%，预计未来仍有提价空间。综上预计未来几年，茅台复合增速达 15%左右，参考国外烈酒龙头，蒂亚吉欧，百富门，保乐力佳等，预计茅台估值仍有望进一步提升。

风险提示：

行业整体性风险、宏观经济下行风险、直营比例提升不达预期

分析师介绍

安雅泽：执业证书编号：S1440518060003，中信建投证券食品饮料首席分析师，英国莱彻斯特大学经济学硕士，专注白酒行业研究，把握产业趋势。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15％以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15％；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5％之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15％；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15％以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：（0755）8252-1369
传真：（0755）2395-3859