

行稳致远，工匠精神打造液体金字塔

——贵州茅台（600519）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020年02月24日

报告关键要素：

随着我国白酒行业总量趋稳，高端酒复苏将行业带入结构性繁荣周期。大众消费崛起，消费升级及高消费群体的扩容将驱动行业品牌化、高端化趋势延续，进一步提升行业集中度。贵州茅台作为高端白酒的绝对领导者，将充分受益于行业集中度提升及高端酒市场扩容。**短期来看**，产能逐步释放，直营占比提升，产品结构向上升级间接提价；**中长期来看**，强大的品牌力叠加产品的稀缺性，公司内在价值有支撑，量价逻辑兼备，业绩确定性强。

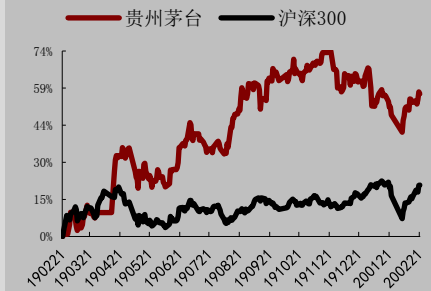
投资要点：

- **酱酒火热，高端酒是优选赛道。**消费升级及高收入群体扩容为行业优质化、品牌化、高端化提供重要逻辑支撑。酱酒主打优质稀缺性，在茅台引领下强势崛起。目前，高端酒市场份额不足20%，产销量占比不足1%，市场需求规模至2025年CAGR预计约为15%，成长空间大，格局清晰稳定，是确定性最强的优选赛道。**2019-nCoV肺炎疫情影响最小，疫情后恢复性消费较为确定。**
- **品牌力+产品力+渠道力构建护城河。**“国酒”定位深入人心，品牌力强大，形成自然销售拉力；产品具有独特稀缺性，越陈越香，产品线完备满足多方需求；多元渠道体系，不断推进渠道扁平化，渠道控制力及抗风险能力较强。
- **量价催化剂：产能瓶颈基本突破，直营扩张+产品结构升级间接提价。****量：**2020年茅台酒基酒产能计划达5.6万吨，产能瓶颈基本突破，为4-5年后可供销量提供支撑；2020年预计销量3.45万吨，计划量同增11.29%，预计顺利完成目标。**价：**渠道利润率高企，具备直接提价空间，未来持续推进直营扩张，叠加产品结构向上升级，加大非标放量，亦可完成间接提价。
- **“双轮驱动”系列酒发力，未来可期。**“双轮驱动”格局已形成，18/19连续两年系列酒在未增量下实现目标，19年突破百亿大关，占比10%以上，受益于产品结构升级。2020年仍目标3万吨、100亿元，已成驱动公司业绩的新引擎，未来期待产能释放。

基础数据

行业	食品饮料
公司网址	www.moutaichina.com
大股东/持股	中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司/58.00%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	1,256.20
流通A股（百万股）	1,256.20
收盘价（元）	1,112.88
总市值（亿元）	13,979.97
流通A股市值（亿元）	13,979.97

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年02月21日

相关研究

万联证券研究所 20191122_行业专题报告_AAA_白酒行业专题研究系列一
20191128-万联证券-万联证券白酒行业专题研究系列二：分层对比，高中低端酒，风景各不同

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	771.99	886.48	989.44	1154.66
增长比率(%)	26.43	14.83	11.61	16.70
净利润(亿元)	352.04	406.42	466.30	553.40
增长比率(%)	30.00	15.45	14.73	18.68
每股收益(元)	28.02	32.35	37.12	44.05
市盈率(倍)	39.71	34.40	29.98	25.26

数据来源：WIND，万联证券研究所

注：采用2020年2月21日收盘价，营业收入为营业总收入，净利润为归母净利润

请阅读正文后的免责声明

- **盈利预测与投资建议：**我们预计，贵州茅台 2019/2020/2021 年实现营业收入总收入 886/989/1155 亿元，实现归母净利润 406/466/553 亿元，对应 EPS 分别为 32.35/37.12/44.05 元，2 月 21 日收盘价对应 PE 为 34.40/29.98/25.26 倍。我们给出目标价 1262 元，对应 2020 年 PE34x，首次覆盖给出“增持”评级。
- **风险因素：**1. 宏观经济下行风险 2. 食品安全风险 3. 政策风险 4. 疫情风险 5. 高端酒景气不及预期 6. 直营扩张不及预期

万联证券

目录

1、市值逾万亿，白酒龙头的加冕之路.....	7
1.1 光辉六十余载奠定龙头地位，茅台创造增长神话.....	7
1.1.1 1951~1988：茅台酒厂成立，“汾老大”占据龙头地位.....	7
1.1.2 1988~2003：市场化催生名酒品牌，行业危机中茅台量价齐升.....	7
1.1.3 2003~2012：黄金十年，茅台登顶在即.....	10
1.1.4 2012~2015：“三公”消费受限，行业进入调整期，茅台逆势增长.....	11
1.1.5 2015~至今：行业分化加剧，茅台引领高端酒挤压式增长.....	12
1.2 四升三降，茅台股价复盘及拆解.....	13
2、酱酒飘香，消费升级驱动高端酒景气持续.....	16
2.1 白酒消费总量上升空间有限，未来关注结构化驱动.....	16
2.2 酱香酒火热，主打优质稀缺性.....	19
2.3 大众消费崛起叠加消费升级驱动高端酒需求扩容，寡头垄断格局形成.....	22
2.4 2019-nCoV 肺炎疫情袭来短期直接打击白酒需求，高端酒受影响最小.....	27
3、品牌+产品+渠道，三大关键因素为白酒帝国建起护城河.....	28
3.1 品牌力：卓尔不群，“国酒”一杯入魂.....	28
3.2 产品力：玉液琼浆，物以稀为贵.....	30
3.2.1 工匠精神，独特工艺造就产品稀缺性.....	30
3.2.2 产品线完备，满足多元需求.....	31
3.3 渠道力：多元布局，积极拥抱渠道变革.....	34
4、放眼未来，多因素催化量价齐升.....	36
4.1 “量”之催化剂：“量升”通道打开，短期关注销售计划及市场需求.....	36
4.2 “价”之催化剂：提价空间仍在，直营提升+产品结构升级间接提价.....	39
4.2.1 渠道利润较高，需求预期上升，提价空间仍在.....	39
4.2.2 直营稳健扩张，提高盈利能力.....	40
4.2.3 产品结构升级，完成间接提价.....	42
4.3 “茅台酒+系列酒”双轮驱动，系列酒规模破百亿未来可期.....	43
5、财务表现，盈利预测与估值.....	44
5.1 财务模型健康，盈利能力突出.....	44
5.2 盈利预测与估值.....	47
5.2.1 盈利预测及核心假设.....	47
5.2.2 估值处于合理区间.....	49
6、投资建议及风险提示.....	51
6.1 投资建议.....	51
6.2 风险提示.....	51
图表 1：1951-1988 年茅台酒基酒产量及增速.....	7
图表 2：1989-2003 我国白酒产量及增速.....	8
图表 3：1988-2003 茅台酒基酒产量及增速.....	9
图表 4：1988-2003 茅台零售价与出厂价.....	9
图表 5：1998-2003 茅台营收、归母净利润规模及增速.....	9
图表 6：1998 年主要酒企营收及归母净利润规模.....	9
图表 7：茅台上市后发展迅速，于 2003 年营收位列第二.....	9
图表 8：2003-2012 我国白酒产量及增速.....	10
图表 9：2003-2012 茅台酒基酒产量及增速.....	10

图表 10: 2000 年至今我国实际 GDP 及全社会固定资产投资完成额同比增速	10
图表 11: 茅台营收逐年逼近五粮液, 2005 年归母净利实现反超	11
图表 12: 2012-2015 我国白酒产量及增速	11
图表 13: 2012-2015 茅台酒基酒产量及增速	11
图表 14: 2012-2015 高端酒企营收增速 (%)	12
图表 15: 2012-2015 高端酒企归母净利增速 (%)	12
图表 16: 近年来我国白酒行业产量、收入及利润增速	12
图表 17: 2009-2018 年行业及上市酒企收入增速	12
图表 18: 各层级白酒销售量 CAGR 及其预测	13
图表 19: 2015-2018 贵州茅台基酒产量、成品酒销量及其同比增速	13
图表 20: 2015-2018 各上市酒企营业收入 (万元)	13
图表 21: 2015-2018 茅台营业收入、归母净利及同比	13
图表 22: 贵州茅台上市以来股价走势图	15
图表 23: 近年我国规模以上白酒企业销售收入及同比	16
图表 24: 规模以上酒企利润总额逐年上升	16
图表 25: 2015 年各国人均 (15 岁+) 酒精总消费量及 2020、2025 年预测值 (升)	17
图表 26: 历年各国人均烈酒消费量 (仅包含已记录数据, 单位: 升)	17
图表 27: 白酒主力消费人群或面临下降	18
图表 28: 我国人口老龄化趋势明显	18
图表 29: 中高收入及以上人群占比预计扩大	18
图表 30: 我国高净值人群规模逐年上升	18
图表 31: 我国白酒香型演变	19
图表 32: 近年我国酱香白酒销售规模及同比增速	20
图表 33: 近年我国各香型白酒收入规模结构	20
图表 34: 近年我国各香型白酒产量结构	20
图表 35: 2018 年酱酒热	20
图表 36: 各层级酱香酒收入表现 (2018 年)	21
图表 37: 酱香酒竞争格局一超多强	21
图表 38: 酱酒行业利润结构	21
图表 39: 各价格带白酒概况	22
图表 40: 我国城镇居民人均可支配收入保持增长	22
图表 41: 我国居民购买高端酒能力呈上升趋势	22
图表 42: 大众消费承接政务消费	23
图表 43: 高端酒零售价格呈上升趋势	23
图表 44: 三大高端酒代表出厂价呈上升趋势	23
图表 45: 高端酒代表销量逐年上涨	24
图表 46: 近年来高端酒销量规模及占比 (折 65 度)	24
图表 47: 高端酒代表营收规模、增速及占规模以上白酒企业营收比例	24
图表 48: 2018 年各价格带白酒市场规模占比	24
图表 49: 历年茅台出厂价及我国男性人均可支配收入	25
图表 50: 我国高端酒未来需求量测算的敏感性分析	25
图表 51: 茅台近年来销量占比维持在 50% 以上	26
图表 52: 三大高端酒代表营收占比	26
图表 53: 2008 年我国高端白酒市场竞争格局	26
图表 54: 2017 年我国高端白酒市场竞争格局	26

图表 55: 高端酒企业积极应对疫情	27
图表 56: 2018 年国内国际烈酒巨头烈酒营收对比 (亿元)	28
图表 57: 2018 年国内高端酒企及国际烈酒企业 ROE (%)	28
图表 58: 茅台酒国酒由来	29
图表 59: 茅台酒国内外荣誉一览	29
图表 60: 品牌文化发展的三大阶段	30
图表 61: 酿造工艺造就独一无二的茅台酒	31
图表 62: 茅台产品销量结构	32
图表 63: 茅台产品收入结构	32
图表 64: 贵州茅台产品矩阵一览 (数据截至 2020/02/20)	32
图表 65: 2017 年茅台酒原箱拍卖信息节选	34
图表 66: 茅台酒越沉越香, 年均复合增值率皆在 20%以上 (截至 2020/02/20)	34
图表 67: 茅台渠道收入结构	35
图表 68: 茅台渠道销量结构	35
图表 69: 相较于五粮液, 茅台始终坚持小商为主的渠道策略	35
图表 70: 茅台渠道沿革	36
图表 71: 茅台扩产之路	37
图表 72: 茅台实际产能高于设计产能	37
图表 73: 2025 年茅台酒可供销售量预计可超 4.5 万吨	38
图表 74: 茅台酒可供销售量与实际销售量及其同比增速	39
图表 75: 茅台酒压力测试下批价坚挺	39
图表 76: 普飞渠道利润远高于普五	39
图表 77: 茅台渠道收入及占比拆分	40
图表 78: 单季度直销收入占比	40
图表 79: 茅台渠道销量及占比拆分	41
图表 80: 直销吨价远高于经销吨价 (万元/吨)	41
图表 81: 茅台自 2018 年开始清理经销商	41
图表 82: 产品结构向上升级拉升吨价	42
图表 83: 系列酒毛利率快速提高	42
图表 84: 茅台鼠年生肖酒亮相	42
图表 85: 近年来系列酒营收增长迅猛	43
图表 86: 近年来系列酒占比逐年提高	43
图表 87: 国内高端酒企及国际烈酒巨头营收 (万元)	44
图表 88: 国内高端酒企及国际烈酒巨头营收增速 (%)	44
图表 89: 国内高端酒企及国际烈酒巨头归母净利	44
图表 90: 国内高端酒企及国际烈酒巨头归母净利增速 (%)	44
图表 91: 国内高端酒企及国际烈酒企业 ROE (%)	45
图表 92: 2001-2018 贵州茅台 ROIC (%)	45
图表 93: 2001-2018 年我国高端酒企 ROIC (%)	45
图表 94: 2001-2018 贵州茅台 ROCE (%)	46
图表 95: 2001-2018 年各酒企平均 ROCE (%)	46
图表 96: 预收款项可作为业绩调节器	46
图表 97: 茅台经营现金流充沛, 变现能力强	46
图表 98: 收入拆分及预测表	48
图表 99: 贵州茅台 PE (TTM) 走势	49
图表 100: 国内可比白酒上市公司估值 (截至 2020/02/21)	49

图表 101: 国内外可比上市公司估值 (截至 2020/02/21)50

万联证券

1、市值逾万亿，白酒龙头的加冕之路

1.1 光辉六十余载奠定龙头地位，茅台创造增长神话

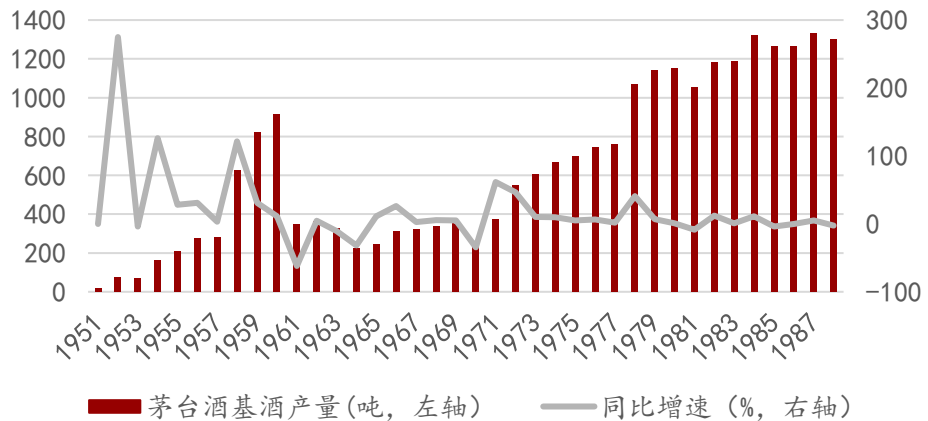
我国白酒文化历史悠久，源远流长，白酒作为我国特色酒种，与白兰地、威士忌、伏特加、朗姆酒、金酒以及龙舌兰并称为世界七大蒸馏酒。我国白酒行业历经周期，有起有落，而其中专注酱香型高端白酒的龙头茅台依靠其长期稳定的增长，穿越周期，成为销售规模近千亿元（2018年实现营业收入736亿元，同比增长26.49%，1998-2018年CAGR26.90%），市值逾万亿（截至2020年02月21日，流通市值高达13980亿元）的绝对白酒巨头。

1.1.1 1951~1988：茅台酒厂成立，“汾老大”占据龙头地位

行业由起步阶段步入发展阶段，改革开放助力行业扩张。新中国成立伊始，我国白酒行业处于政府垄断阶段，小作坊逐步向规范化、标准化的酿酒厂转变。改革开放以后，我国经济体制逐渐向市场经济过渡，家庭联产承包责任制促进农业快速发展，酿酒的原料基础得以保障，叠加政府助力，白酒行业供给快速增长。清香鼻祖汾酒顺势而为，利用自身文化底蕴深厚、出酒率高、产能规模大等优势脱颖而出，1985年汾酒厂成为全国最大名白酒生产基地，全年汾酒产量突破8000吨，占当时全国13种名白酒产量的一半。

1951年茅台酒厂成立，产量稳步增长。1951年，辛卯年，国家以1.3亿元（旧币）赎买成义烧房，正式成立“贵州省专卖事业公司仁怀县茅台酒厂”，当年茅台酒基酒产量20吨，37年间产量逐渐增长，1988年达到1300吨，年复合增长率11.94%。

图表1：1951-1988年茅台酒基酒产量及增速



资料来源：茅台酒收藏（赵晨著），万联证券研究所

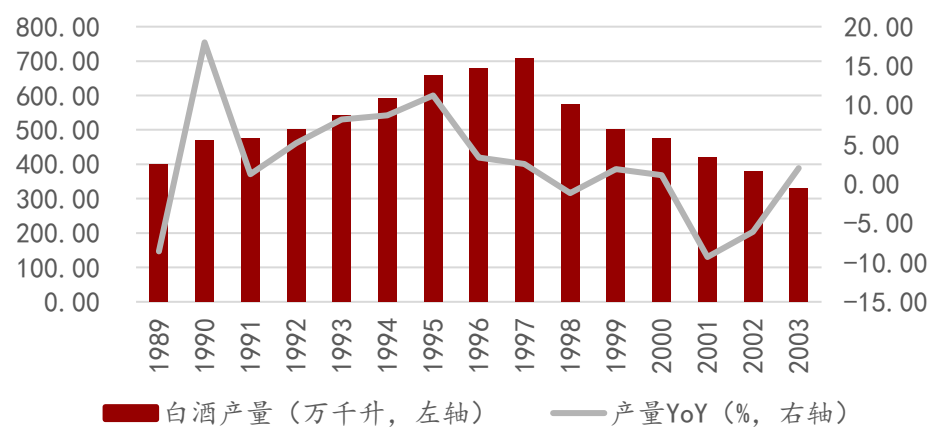
1.1.2 1988~2003：市场化催生名酒品牌，行业危机中茅台量价齐升

政府价格管制放开，市场化环境催生名酒品牌。1988年国家出台《关于放开名酒价格和适当提高粮食酿酒价格的几项规定》，放开了十三种名酒的价格，茅台、五粮液等定位高端，不断提价，而汾酒、泸州老窖等则主打“民酒”战略扩大规模优势，我国白酒行业持续发展壮大，1989-1997年我国白酒产量由398.70万千升上升到708.68万千升，8年CAGR为7.45%。

1998-2003年，宏观经济、行业政策及负面新闻持续打击白酒行业，行业由发展期步入调整期。**宏观经济层面**，1997年爆发亚洲金融危机，中国经济增速下降，消费疲软；**行业政策层面**，政府不断出台政策打压白酒消费，包括粮食类白酒广告宣传费不得税前扣除（1998），电视台黄金时段白酒广告不能多于4条（1999），消费税加征从量税（2001）等；**负面新闻层面**，1998年山西朔州假酒案也让消费者心存芥蒂。1998年我国白酒产量跌至573.33万千升，从绝对额来看，未来5年间持续下跌，2003年跌至331.35万千升，不及1989年水平。在此背景下，低端酒企受到较大冲击。

上世纪九十年代，五粮液依靠其高端定位，渠道创新（推行总代模式及专卖店模式，首创买断包销及OEM模式消化产能）以及产能优势提高市场份额，成为我国白酒的一线龙头。

图表2：1989-2003我国白酒产量及增速

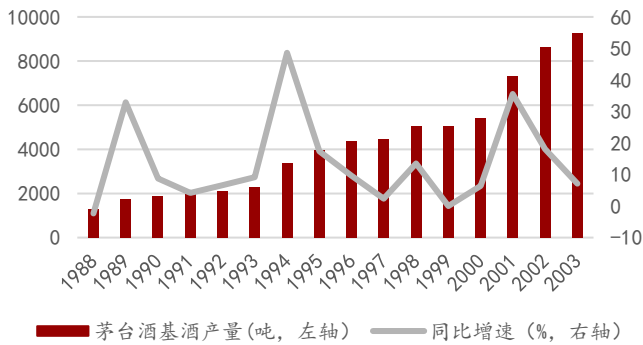


资料来源：Wind，国家统计局，万联证券研究所

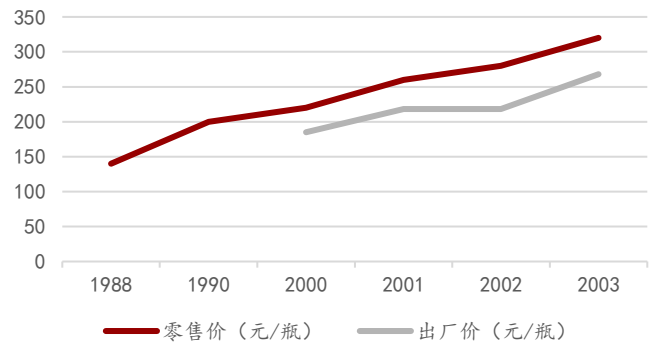
注：产量指折65度商品量，绝对额及同比增速皆为国家统计局公布数据，二者有差异或因基数调整，下同。

茅台上市后产能加速扩张，完成渠道转型，量价双升，业绩实现快速增长。从产量的层面分析，1988-2003年茅台基酒产量逐年提升，自2001年上市后更是加快了扩产的步伐，旨在解决基酒产能不足这一大制约因素，2003年实现基酒产量9257吨，15年CAGR为13.98%。从销量层面分析，在行业调整中，几乎清一色中高端产品的茅台虽未受到巨大的打击，但仍无法免受波及。1998年在公司销量远不及预期的情况下，内部招聘营销人员，突破“批条-生产”的模式，寻求“经销商+专卖店”的市场化营销体系突破，帮助公司完成销量目标。从价的层面分析，1988-2003年茅台酒零售价不断上行，公司持续提高出厂价，2003年茅台酒单瓶出厂价达到268元，而终端零售价则在320元左右。从业绩层面分析，1998-2003年茅台营收及归母净利润增长亮眼，2003年实现营业收入24.01亿元（CAGR+30.76%），归母净利润5.87亿元（CAGR+31.91%），营收规模在上市酒企中排名第二，仅次于龙头老大五粮液。

图表3: 1988-2003茅台酒基酒产量及增速



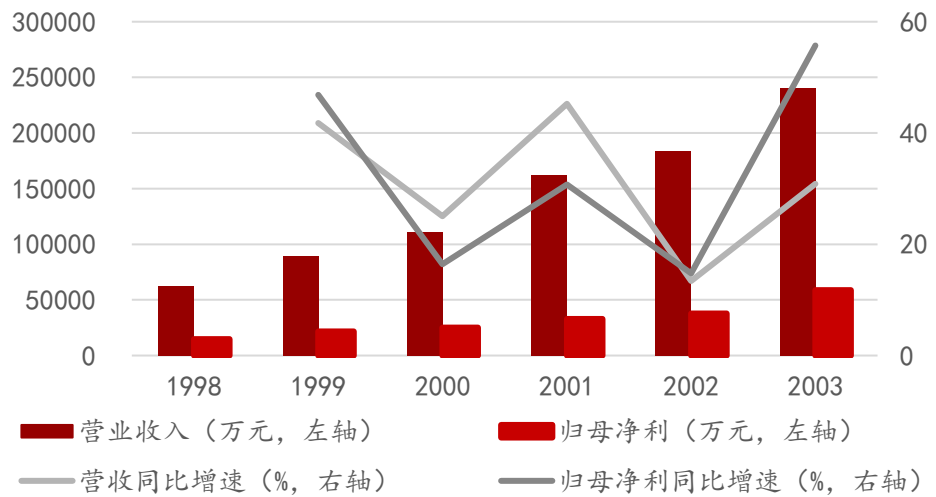
图表4: 1988-2003茅台零售价与出厂价



资料来源: 茅台酒收藏 (赵晨著), 万联证券研究所

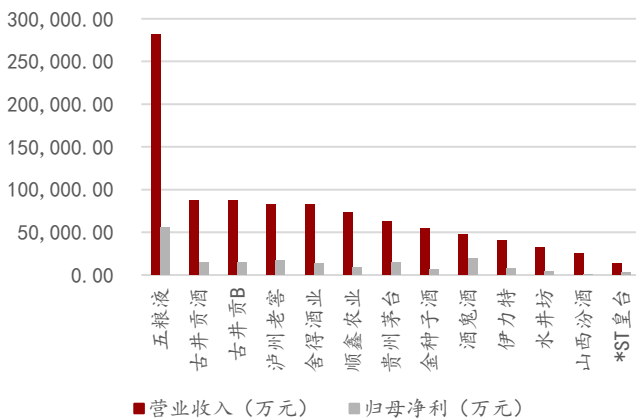
资料来源: 微酒, 万联证券研究所

图表5: 1998-2003茅台营收、归母净利规模及增速



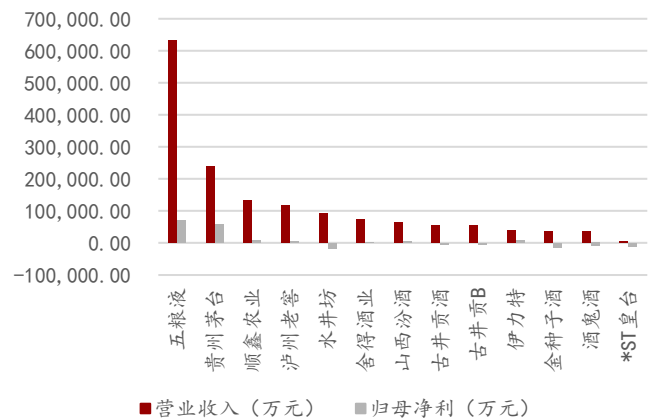
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 1998年主要酒企营收及归母净利规模



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 茅台上市后发展迅速, 于2003年营收位列第二



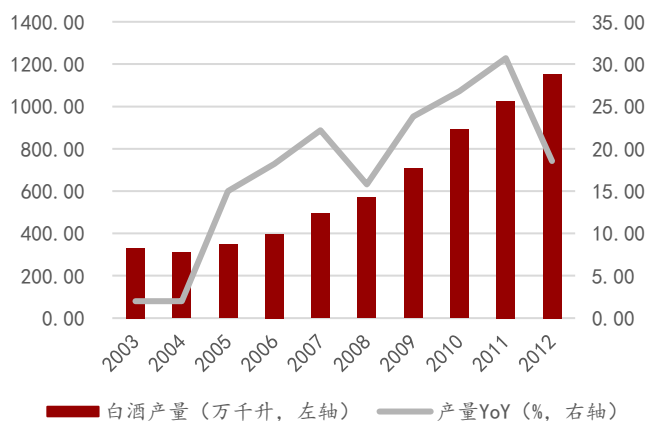
资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.1.3 2003~2012：黄金十年，茅台登顶在即

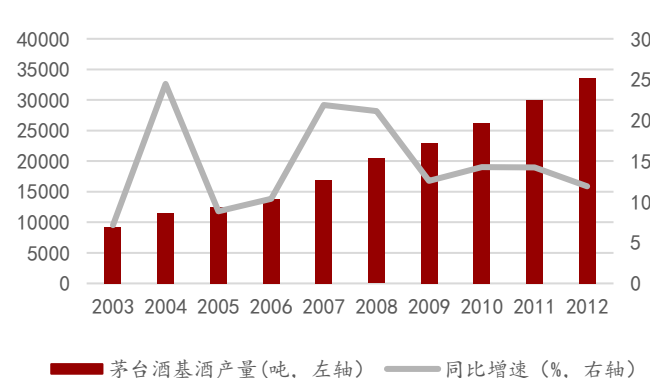
白酒行业进入发展的黄金十年，主因经济和投资发展驱动白酒消费需求。2003-2012年，我国白酒产量从331.35万千升快速增长至1153.16万千升，9年间CAGR达到14.86%。主因我国经济在投资拉动下高速发展，全社会固定资产投资完成额增速在20%左右，高峰时达到33.19%，2003-2011年间，除金融危机时期（2008、2009年）外，我国实际GDP增速维持在10%以上的高位，即使在金融危机期间，在政府4万亿的刺激下，固定资产投资不降反升。在此背景下，政商务社交增加，白酒的社交礼品性消费需求被激活，中高端消费占据主导地位，产品价格不断拉升，白酒迎来发展的黄金十年。

茅台产能扩张叠加不断提价，直逼龙头宝座。公司继续受益于上市后的产能扩张，2004年茅台酒基酒产量首次突破10000吨大关，2003-2012年基酒产量年复合增长率15.40%，为扩大可供销售量奠定基础。在中高端主导、行业需求爆发的大背景下，茅台开辟团购渠道，逐步丰富销售渠道网络，提升销量。此外，茅台不断提价，2003-2012年出厂价自268元上涨到819元，CAGR达13.22%，2008年1月茅台率先提高出厂价22%至438元，扭转了五粮液价格主导的形势。此外，茅台营收及归母净利润增长迅猛，2012年分别实现营业收入及归母净利润264.55亿元、133.08亿元，9年CAGR分别达到30.55%、41.46%。2005年是关键性的一年，当年茅台归母净利润反超五粮液，并保持持续领先。

图表8：2003-2012我国白酒产量及增速



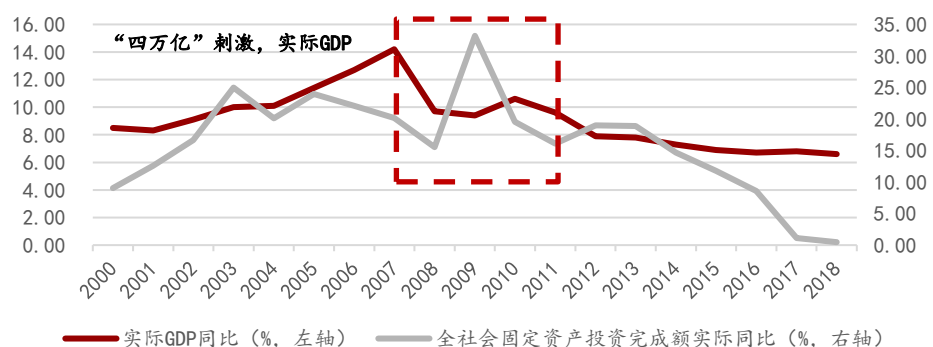
图表9：2003-2012茅台酒基酒产量及增速



资料来源：Wind，国家统计局，万联证券研究所

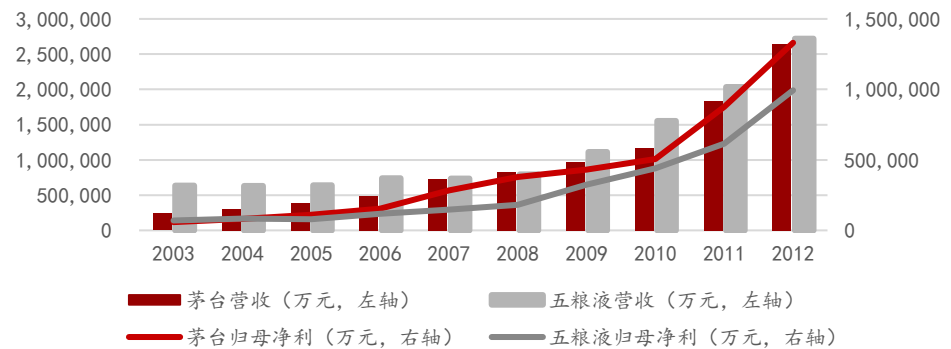
资料来源：茅台酒收藏（赵晨著），万联证券研究所

图表10：2000年至今我国实际GDP及全社会固定资产投资完成额同比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表11: 茅台营收逐年逼近五粮液, 2005年归母净利润实现反超



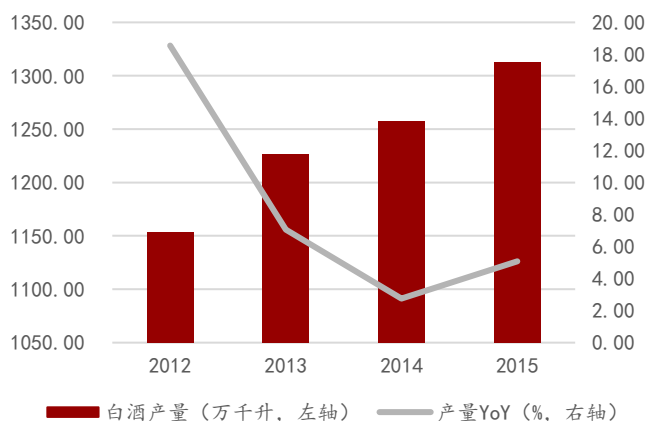
资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.1.4 2012~2015: “三公”消费受限, 行业进入调整期, 茅台逆势增长

行业再次入冬, 高端酒首当其冲。2013年我国白酒需求下跌, 主因政府发力整治“三公经费”限制政务消费直接冲击高端白酒市场, 以及2012年酒鬼酒塑化剂风波再次让白酒行业蒙上阴影。2013、2014年我国白酒产量增速同样出现明显下降。

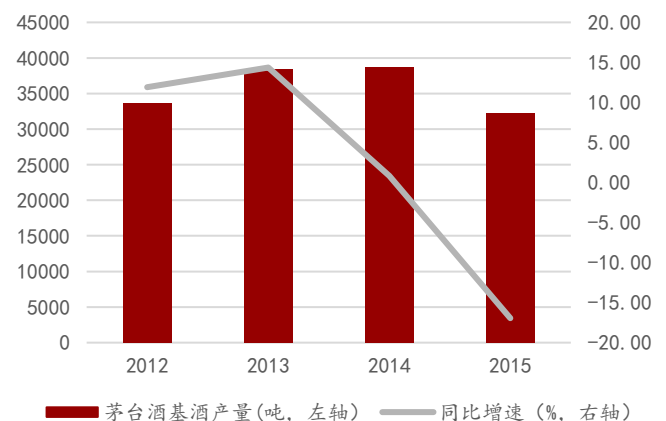
茅台产量及出厂价平稳, 零售价回落, 业绩表现优于其他高端酒企。茅台酒基酒产量2013、2014年连续增长至38745吨, 2015年同比下降17%至3.2万吨, 或因行业深度调整及极端的恶劣天气。茅台坚持高端定位, 平稳控价, 出厂价稳定在819元/瓶, 然而零售价由2012年的2300左右下滑到千元以下。面对政务消费的萎缩, 茅台积极调整, 积极招商, 下沉渠道, 挖掘大众市场。此时, 五粮液则转为“民酒”战略, 出厂价不稳, “大商”模式导致的渠道掌控力不足以及买断经营模式带来的品牌力稀释等问题也开始显现, 与茅台差距拉大。因此, 在此轮行业深度调整中, 茅台展现了更为强大的抗压能力, 不同于其他高端酒企(五粮液及泸州老窖), 茅台的营收及归母净利皆在此期间保持了正向增长。

图表12: 2012-2015 我国白酒产量及增速



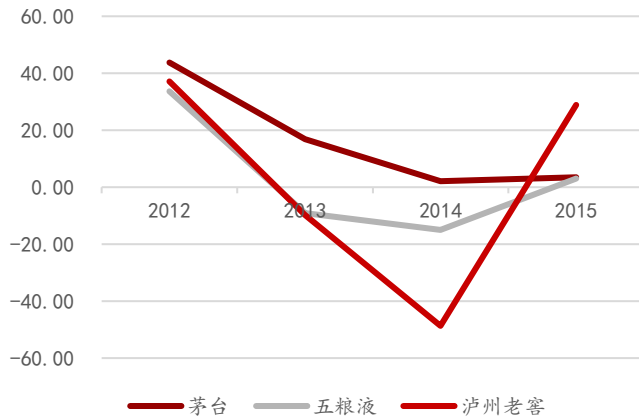
资料来源: Wind, 国家统计局, 万联证券研究所

图表13: 2012-2015 茅台酒基酒产量及增速

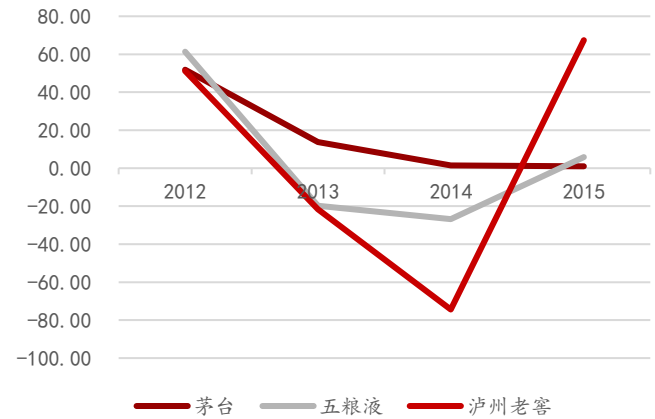


资料来源: 茅台酒收藏(赵晨著), 万联证券研究所

图表14：2012-2015 高端酒企营收增速 (%)



图表15：2012-2015 高端酒企归母净利润增速 (%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

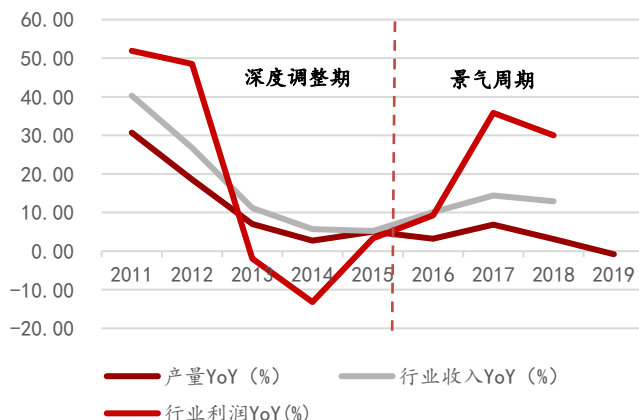
资料来源：Wind，万联证券研究所

1.1.5 2015~至今：行业分化加剧，茅台引领高端酒挤压式增长

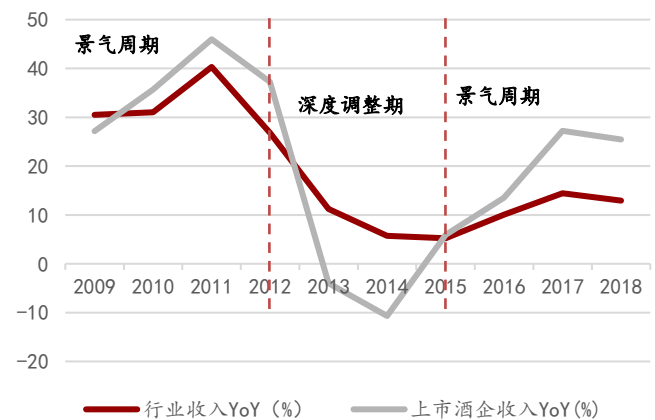
白酒行业进入新一轮景气周期，消费升级引领大众消费承接政务消费，行业进入结构性驱动阶段。2015年开始，行业整体收入及利润增速明显回升，产量增速依旧较低，保持个位数的增长，主因此轮景气周期由大众消费崛起，消费升级带来的行业高端化、品牌化驱动，收入增长中价格因素贡献较大。此外，上市酒企收入增速快于行业整体同样可以验证上述逻辑。2019年，我国白酒产量785.9万千升，同比下滑0.8%。根据Euromonitor统计，经济型白酒（小于等于10元/瓶）销量2015-2018年CAGR为-6.73%，未来5年下滑速度预计进一步加快，而高端（101-300元/瓶）及超高端（大于300元/瓶）销量增速近年处于领先地位，预计行业高端化趋势仍将持续。

茅台产销快速增长，发力渠道扁平化，扩大直营覆盖面，业绩持续高增长，龙头地位稳固。在行业整体产量增速缓慢的背景下，茅台2015-2018年产量上升至49672吨（3年CAGR+8.68%），销量上升至62238.41吨（3年CAGR+31.27）。茅台通过开设直营店、自建电商平台等方式发力推进渠道扁平化，进一步提高盈利能力。2017、2018年茅台营收同比增长50%，26%，远超行业整体收入增速，这也从侧面印证了行业马太效应显现的逻辑。2018年营收规模已达736.39亿元，归母净利规模高达352.04亿元，远远高于第二名五粮液（营收400.30亿元，归母净利133.84亿元）。

图表16：近年来我国白酒行业产量、收入及利润增速



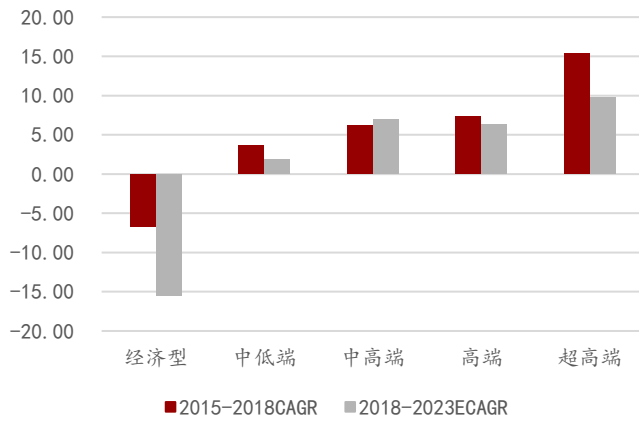
图表17：2009-2018年行业及上市酒企收入增速



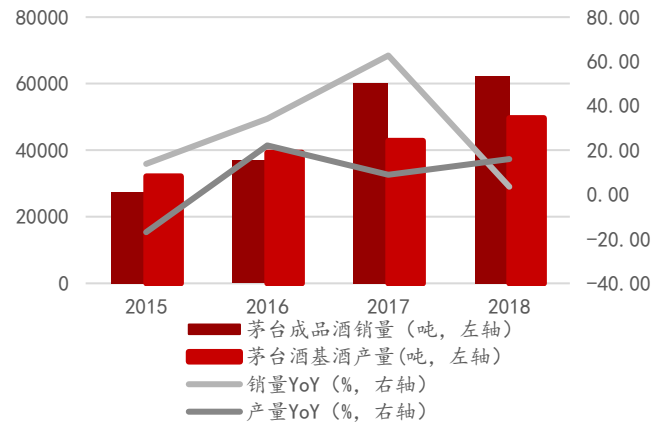
资料来源: Wind, 国家统计局, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 国家统计局, 万联证券研究所

图表18: 各层级白酒销售量CAGR及其预测



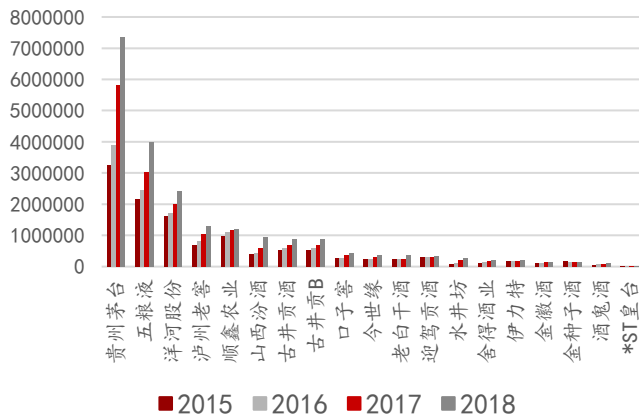
图表19: 2015-2018 贵州茅台基酒产量、成品酒销量及其同比增速



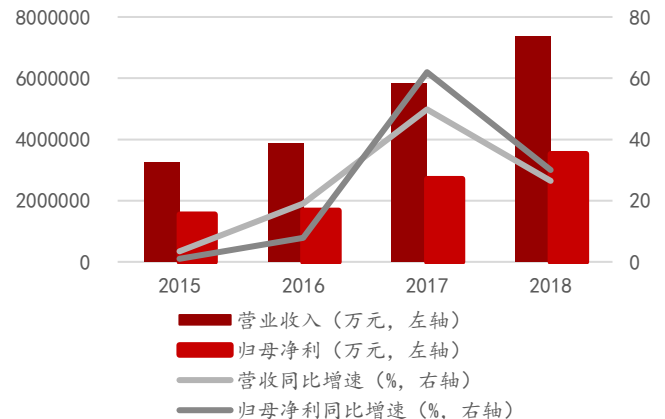
资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

资料来源: 茅台酒收藏 (赵晨著), 公司公告, 万联证券研究所

图表20: 2015-2018 各上市酒企营业收入 (万元)



图表21: 2015-2018 茅台营业收入、归母净利及同比



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.2 四升三降, 茅台股价复盘及拆解

茅台自2001年8月上市,截至2020年2月21日上涨至1112.88元,累计上涨228倍,市值高达1.4万亿。茅台一路走来可拆分成四段主升浪,三段主跌浪,而股价的背后则是利润与估值。

第一轮上涨(2002.12.31-2007.12.28):该阶段正值我国白酒行业发展的黄金十年,茅台股价累计上涨36倍,市值增长30倍,归母净利润增长6.5倍,5年CAGR达到49.68%,与此同时PE(TTM)由20倍上升到101倍,第一轮上涨由利润及估值双轮拉动。

第一轮下跌 (2008. 1. 2-2008. 11. 7): 受金融危机影响, 上证综指下跌 66.85%, 白酒 (申万) 指数下跌 66.26%, 茅台股价下跌 61.36%, 2008 年 Q1、Q2、Q3 归母净利润同增 62.92%、335.59% 以及 22.20%, 全年归母净利同增 34.22%, 业绩增长迅猛, 但奈何估值下跌严重, PE (TTM) 从 98 倍下降到 18 倍。**第一轮下跌由估值下移主导。**

第二轮上涨 (2008. 11. 10-2012. 7. 12): 白酒黄金十年的驱动效应仍在, 茅台股价上涨 233%, 市值涨幅 219%。2011 年业绩亮眼, 归母净利同比增长高达 73.49%, 2012 年 Q1、Q2 也同样保持了 57.60%、33.19% 的高增速。估值逐步修复, PE (TTM) 从 20 倍拉升到 28 倍。**第二轮上涨受益于业绩释放与估值修复。**

第二轮下跌 (2012. 7. 16-2014. 1. 15): “反三公”, 塑化剂等事件将行业带入深入调整期, 茅台股价下跌 53.23%, 市值下跌 54.71%。公司利润增长趋缓但仍维持在正增长, 但估值从 28 倍下滑到 9 倍, 市场信心不足。**第二轮下跌主要受估值下跌影响。**

第三轮上涨 (2014. 1. 16-2018. 6. 5): 在此阶段, 茅台股价累计上涨 8 倍, 市值累计上涨 7 倍至 9899 亿元。2014 年前三季度公司业绩表现不佳, 股价上升受益于估值修复。2015 年开始, 茅台业绩逐渐复苏, 2017 年归母净利润同增 61.97%, 同时 PE (TTM) 也上升到 34 倍, 市场信心增强, 业绩企稳回升。**第三轮上涨由业绩及估值共同驱动。**

第三轮下跌 (2018. 6. 6-2018. 12. 28): 股价下跌 23.85%, 市值下跌 24.91%。估值下降近 10 倍, **第三轮下跌主要是估值下跌引起的。**

第四轮上涨 (2019. 1. 2-2019. 11. 20): 股价上涨 109.03%, 市值上涨至 105.98%。2018Q4-2019Q3 归母净利同增 47.56%、31.91%、20.29% 以及 17.11%, 利润增长可观。此外, PE (TTM) 从 24 倍上涨到 38 倍, 估值大幅提升。**第四轮上涨同样受益于利润估值双升。**

然而近期茅台股价自 11 月 20 日至今 (2020 年 2 月 21 日) 下跌 9.8%, 我们认为是由茅台今年不会直接提价以及业绩预告利润低于预期所致。

图表 22: 贵州茅台上市以来股价走势图



资料来源: Wind, 万联证券研究所

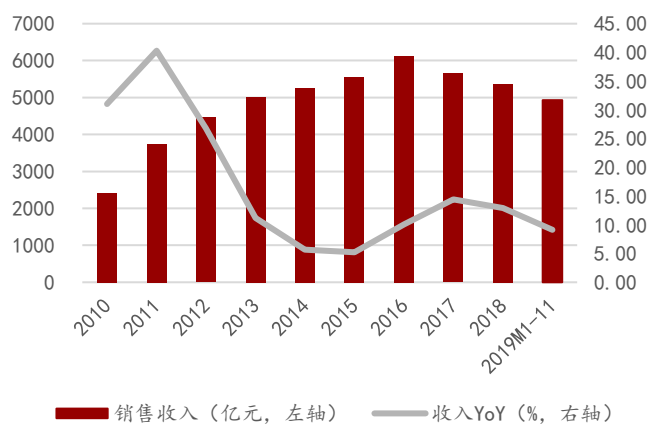
注: 股价采用前复权日收盘价, 白酒指数及上证综指经调整后与贵州茅台股价初始值一致, 数据截至 2020 年 2 月 21 日

2、酱酒飘香，消费升级驱动高端酒景气持续

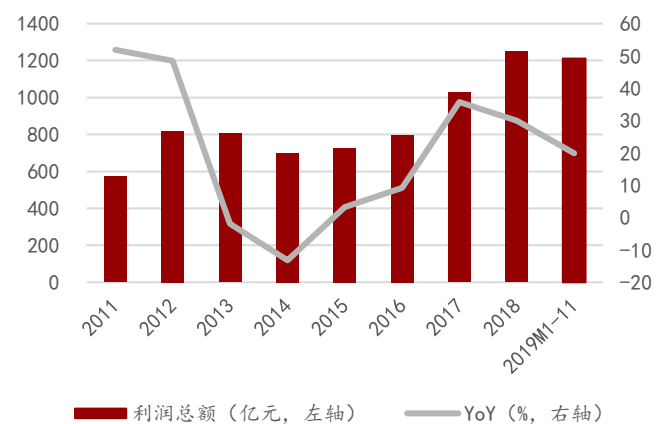
2.1 白酒消费总量上升空间有限，未来关注结构化驱动

行业新一轮景气周期由结构性因素驱动，行业分化加剧，总体盈利能力提升。由上文分析，我们认为目前白酒行业处于深度调整期后由高端酒复苏引领的景气周期中，2018年规模以上企业实现销售收入5363.83亿元（同比+12.9%），全国名酒开始通过加快全方位市场下沉挤压中小酒企的生存空间，在龙头提价及集中度提升的驱动下，行业整体盈利能力提升，规模以上酒企利润总额快速上升，2017/2018年达到1028/1251亿元，同比增长35.79%/29.98%。2019年1-11月我国规模以上白酒企业实现销售收入4927亿元（+9.11%），实现利润总额1212亿元（+19.87%）。

图表23：近年我国规模以上白酒企业销售收入及同比



图表24：规模以上酒企利润总额逐年上升



资料来源：国家统计局，中国酒业协会，前瞻产业研究院，万联证券研究所

注：销售收入绝对额及同比增速皆为国家统计局及中国酒业协会公布数字，以绝对额计算出的同比增速与公布值有差异因基数调整。

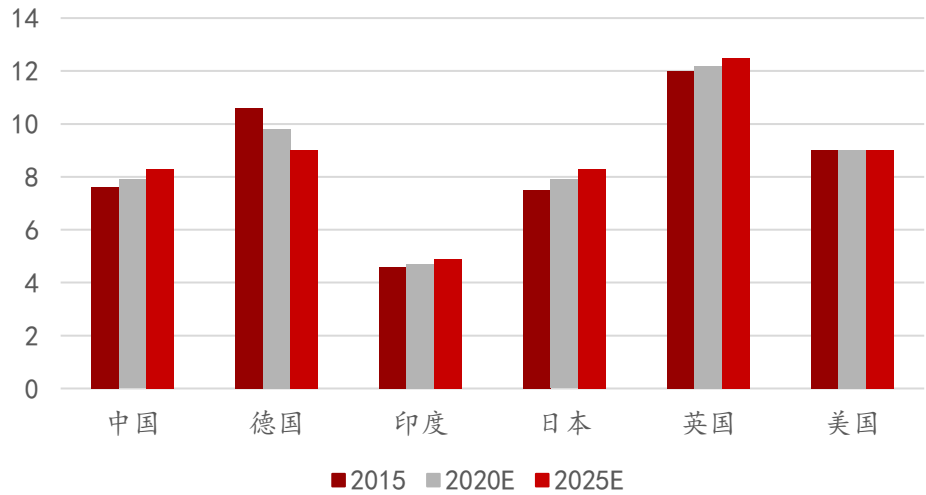
资料来源：国家统计局，万联证券研究所

注：利润总额绝对额及同比增速皆为国家统计局及中国酒业协会公布数字，以绝对额计算出的同比增速与公布值有差异因基数调整。

我国白酒消费总量预计趋稳。从人均消费量角度分析，2015年我国15周岁及以上消费者人均年酒精消费量约为7.6升，预计2020/2025年分别达到7.9/8.3升，仍有一定的上升空间，虽然绝对值上与英美等发达国家仍有差距，但预计增速较快，绝对值与增速和文化背景相似的日本基本同步。然而，我国人均烈酒消费量增长迅猛，2016年达到3.86升，处于历史高位，对标海外国家如英、美、德、日等国处于领先，预计未来增长将趋缓。

从人口年龄结构角度分析，考虑到我国白酒的消费主力为中青年群体，我们假设其为35-50岁成年人，暂时忽略死亡人数的情况下，我们粗略估算未来我国白酒消费主力人口呈波动下降的趋势。此外，我们可以合理认为老年人由于身体原因对白酒消费的需求相对较少，而近年我国老龄化趋势明显，2019年我国60岁及以上老人占总人口比重达到18.1%，由于我国出生率的降低，人口老龄化的趋势预计持续。

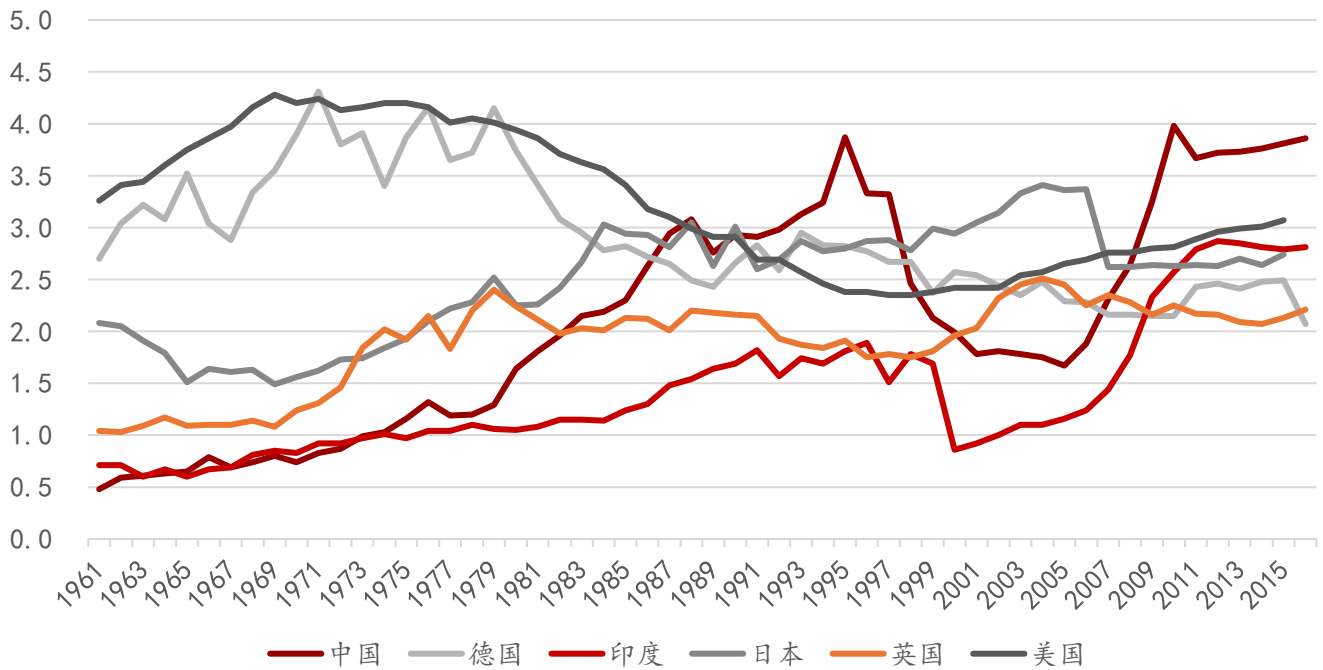
图表 25: 2015 年各国人均 (15 岁+) 酒精总消费量及 2020、2025 年预测值 (升)



资料来源: WHO, 万联证券研究所

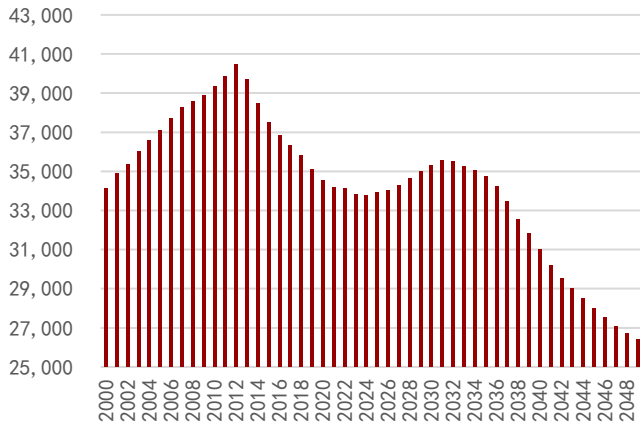
注: 此处总消费量为已记录消费量与未记录消费量的总和

图表 26: 历年各国人均烈酒消费量 (仅包含已记录数据, 单位: 升)



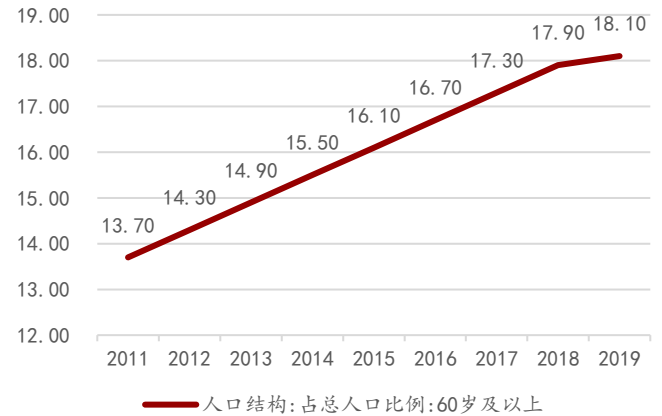
资料来源: WHO, 万联证券研究所

图表27：白酒主力消费人群或面临下降



资料来源：Wind，万联证券研究所

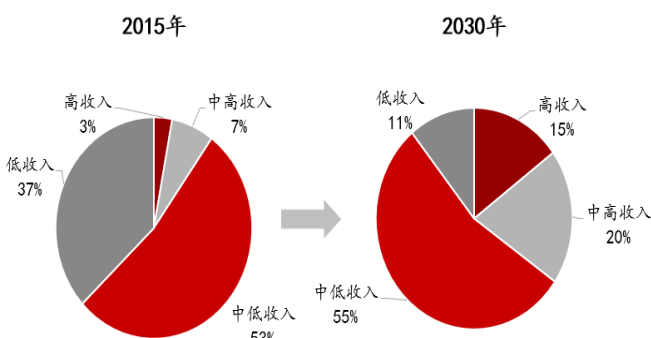
图表28：我国人口老龄化趋势明显



资料来源：Wind，万联证券研究所

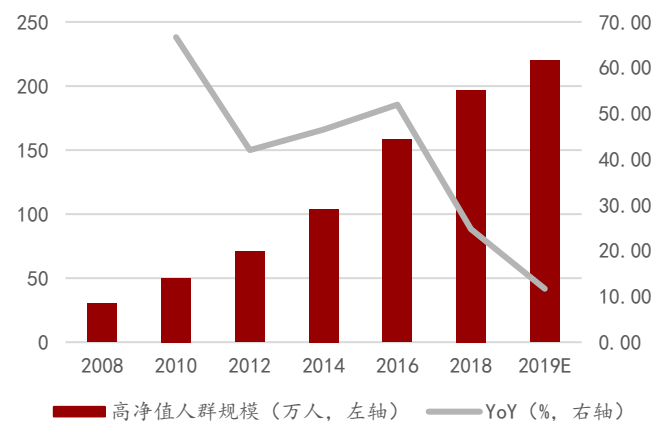
消费升级大势所趋，消费者更注重品牌及品质。我国中高收入及以上（人均年可支配收入大于等于6.7万元）人群占比预计从2015年的10%提升到2030年的35%。此外，我国高净值人群（个人可投资资产超过1000万人民币）规模也是逐年上升，2018年达到197万人，08-18年CAGR为21%，2019年预计达到220万人。根据BCG预测，我国上层中产及以上家庭（家庭可支配月收入1.25万元及以上）总数预计将于2015年的5300万户左右上升到2020年的9800万户左右，5年CAGR达到13.5%。各收入群体规模的变化催生消费升级需求，消费习惯将发生改变，优质及高端品牌的产品将更受青睐。综上，我们认为，虽然人口红利消逝以及消费者健康意识的崛起对我国白酒消费总量有一定的负面影响，但考虑到白酒在我国社交礼品，投资收藏等方面的独特“刚性”，不必过分担心其市场需求大幅下降，伴随消费升级，我国白酒行业步入结构性驱动阶段。

图表29：中高收入及以上人群占比预计扩大



资料来源：经济学人智库，万联证券研究所

图表30：我国高净值人群规模逐年上升

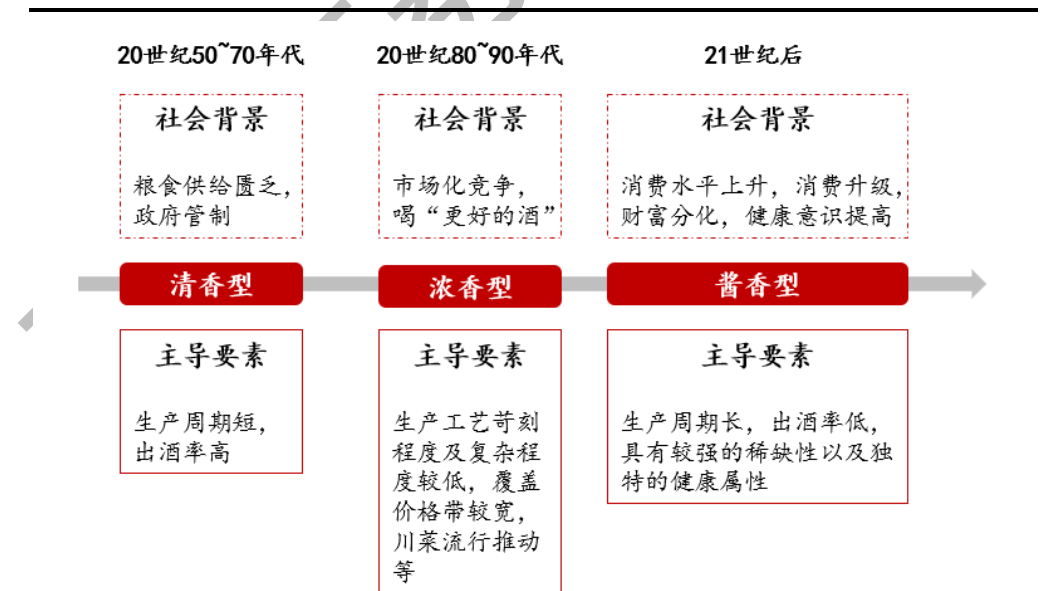


资料来源：贝恩公司，万联证券研究所

2.2 酱香酒火热，主打优质稀缺性

酱香顺应时代，主打稀缺性掌握行业定价权。自1979年第三届全国评酒会，香型划分逐渐在我国白酒行业中流行起来，逐步形成了以清香、浓香以及酱香三大香型三足鼎立的格局。自建国以来我国白酒行业的主导香型历经更迭，建国初期20世纪50-70年代，由于粮食供给匮乏，政府管制，清香型以生产周期短，出酒率高等优势成为主导香型，市场规模占比一度达到70%至80%。20世纪80-90年代，粮食匮乏缓解，市场化竞争加剧，消费者期待喝到“更好的酒”，浓香酒依托其一直以来强大的产业地位与价值，窖泥培养等酿造技术的推广和普及，较大的消费者基数以及较宽的价格带等优势登顶，巅峰时期市占率接近90%。进入21世纪，在消费升级驱动下，白酒行业同样向着高品质消费发展，而酱香酒由于其酿造工艺复杂，生产周期长，出酒率低以及产地制约等因素具备了较强的稀缺性以及独特的健康属性，成为了高品质酒的代名词，可谓是顺应时代的香型。

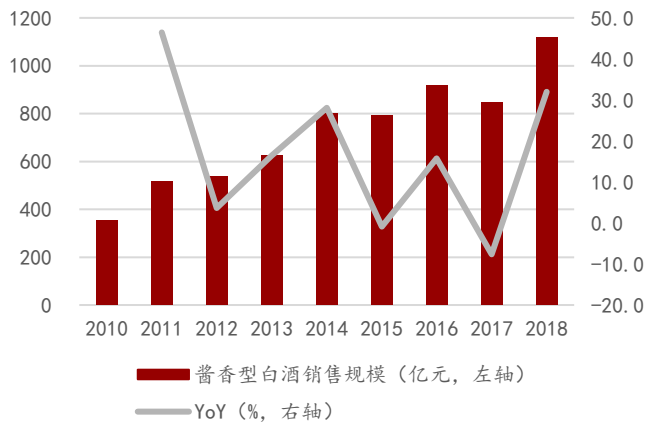
图表31：我国白酒香型演变



资料来源：互联网资料整理，万联证券研究所

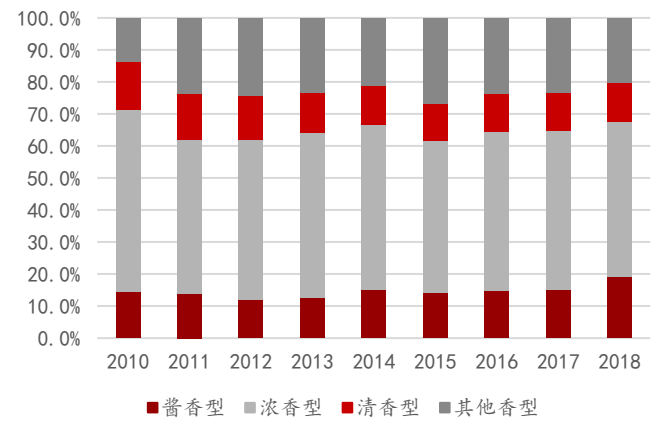
酱酒收入占比提升，低产量高利润凸显产品价值。近年来，我国酱酒市场销售收入规模呈上升趋势，截至2017年酱香酒市场份额基本稳定在15%左右，2018年市场份额占比提升较快，同增4pct至19%。酱香酒受制于其生产工艺及产能，产量占比始终偏低，常年维持在3%左右，2018年预计约为4%，然而其净利润占比可达到35%，酱酒的平均吨价/白酒行业平均吨价也从2010年的6.5倍上涨到2018年的12倍，酱酒领先于行业的产品价值凸显。

图表32：近年我国酱香白酒销售规模及同比增速



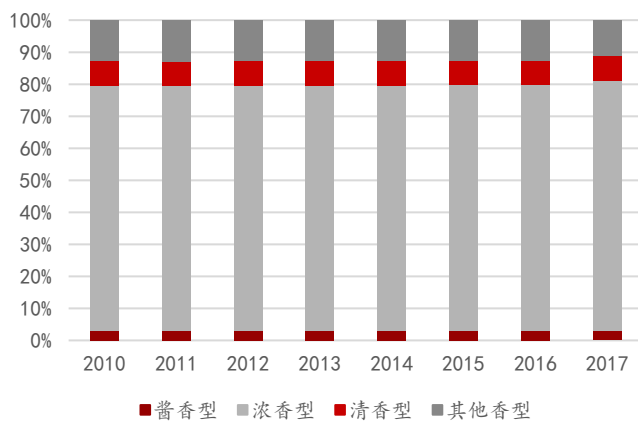
资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表33：近年我国各香型白酒收入规模结构



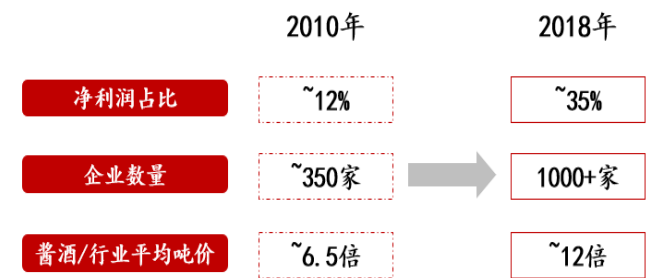
资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表34：近年我国各香型白酒产量结构



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表35：2018年酱酒热



资料来源：酒业家，万联证券研究所

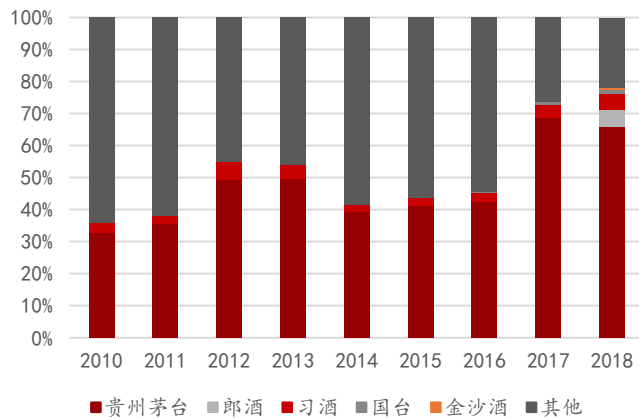
茅台复苏引领酱酒板块快速上涨，一超多强的竞争格局逐步形成。在超过 1000 家的酱酒企业中，贵州茅台毋庸置疑是绝对的一线领导者，近年茅台强势复苏，在酱酒市场的市场份额也随之上升，2018 年实现收入 736.39 亿元，归母净利润 352.04 亿元，收入占比约为 66%，利润占比约为 82%。在茅台的引领下，酱酒的收入及利润空间被打开，叠加其长期消费者教育培育出的酱香爱好者，各线酱酒企业皆迎来快速增长，酱酒板块有望成为新风口与白酒行业中的优选赛道。

图表36: 各层级酱香酒收入表现 (2018年)

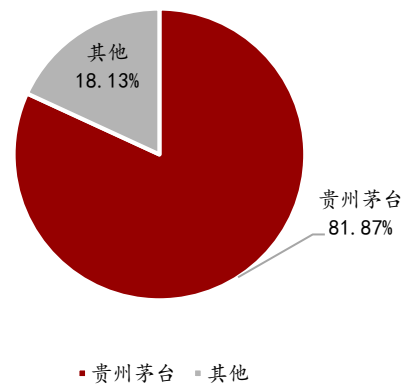
	代表	收入表现
一线	贵州茅台	736.39亿元, 同比+26.49%
二线	郎酒	酱酒板块超60亿元, 同比+90%
	习酒	56亿元, 同比+80.58%
三线	国台	11.44亿元, 同比+111.07%
	金沙	约10亿元
	钓鱼台	约8亿元, 同比+100%
四线	珍酒	约8亿元, 同比+89%
	仁怀本地酒企	以夜郎古、金酱、君丰等企业领跑前列, 除茅台外, 仁怀规模性酒企销售收入约60亿元, 整体销售约为100亿元

资料来源: 公司公告, 酒业网, 佳酿网, 互联网资料整理, 万联证券研究所

图表37: 酱香酒竞争格局一超多强



图表38: 酱酒行业利润结构



资料来源: 公司公告, 微酒, 前瞻产业研究院, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 酒业家, 万联证券研究所

2.3 大众消费崛起叠加消费升级驱动高端酒需求扩容，寡头垄断格局形成

我们根据各品牌白酒的终端零售价将其分为以下四个档位，整体来看，高端酒产量占比极低，不足1%，规模占比不足20%，具有一定的上升空间，内部竞争格局稳定，代表企业业绩确定性最强，是我们心中的最优赛道。

图表 39：各价格带白酒概况

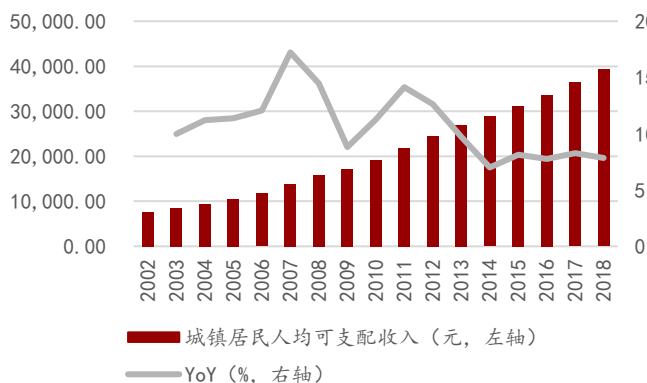
	价格带	代表酒企	代表产品	主要消费场景	规模特点	竞争格局
高端酒	大于 700 元	贵州茅台，五粮液，泸州老窖	飞天茅台、普五、国窖 1573、梦 9 等	商务宴请、礼品社交、收藏投资	产量占比极低，规模占比不足 20%	寡头垄断格局稳定，CR3 约 95%
次高端酒	300-700 元	山西汾酒、剑南春、郎酒、水井坊、酒鬼酒、今世缘等	水晶剑、青花、红花郎、梦之蓝、国缘、臻酿八号等	商务宴请、自饮、礼品社交	产量规模占比均较低	垄断竞争格局，仍不稳定，CR3 约 43%
中端酒	100-300 元	古井贡酒、口子窖等	古 5、口子 5 等	聚会、自饮、走亲访友	产量占比超 10%，规模占比大，约 40%	完全竞争格局，集中度低，CR3 约 10%
低端酒	低于 100 元	顺鑫农业等	牛栏山、老村长、红星等	自饮、聚会	产量占比大超 80%，规模占比大，约 40%	完全竞争格局，集中度最低，CR3 约 5%

资料来源：公司公告，互联网资料整理，万联证券研究所

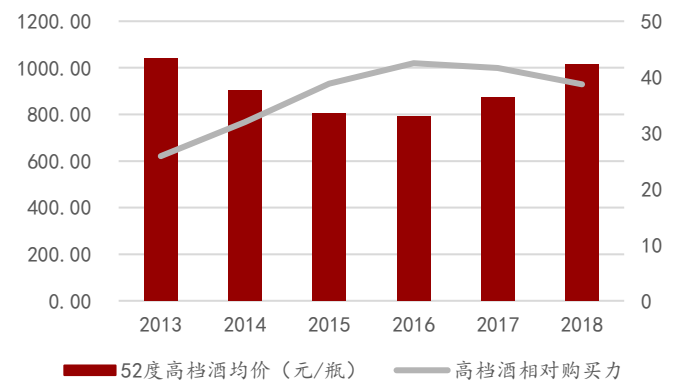
大众消费崛起，消费升级为高端白酒需求提供有力支持，消费者购买意愿及能力的不断提升为行业发展增添动力。2012 年后，高端白酒的政务消费逐渐退出历史舞台，是大众消费拿起了接力棒，发展至今，我国高端白酒政务消费占比已从 2012 年的 40% 萎缩到 2019 年的 2%，而大众消费则相应地增加 20pct 至 38%。高端白酒市场的核心消费驱动力已由“政商务消费”转化为“商务+大众消费”，带动行业朝着更加健康及稳定的方向发展。

大众消费崛起的背景下，消费升级不断提高消费者购买高端酒的意愿及能力。近年来我国城镇居民人均可支配收入持续增长，消费水平不断提高，高端白酒在礼品社交属性、面子属性以及投资收藏属性上的优势也被进一步激活，消费者购买高端白酒的意愿提高，与此同时其购买能力也不断提升，我们采用城镇居民人均可支配收入/500ml52 度高端酒均价测算高端酒相对购买力，我们发现该比值近年来呈上升趋势。

图表 40：我国城镇居民人均可支配收入保持增长



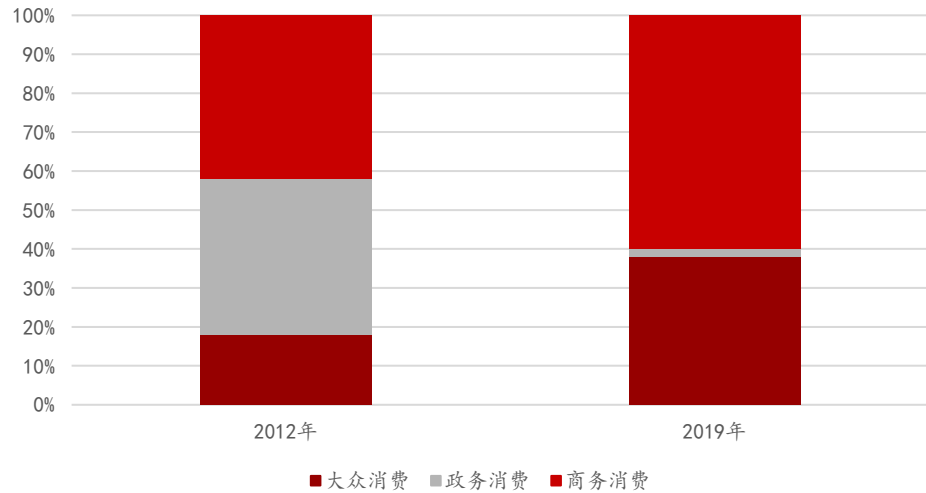
图表 41：我国居民购买高端酒能力呈上升趋势



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表42: 大众消费承接政务消费

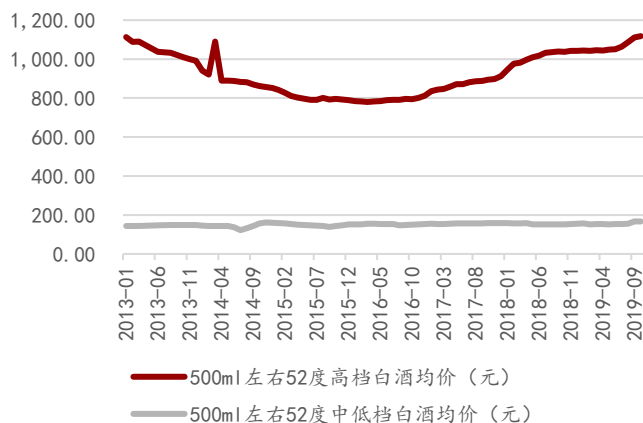


资料来源: 微酒, 前瞻产业研究院, 万联证券研究所

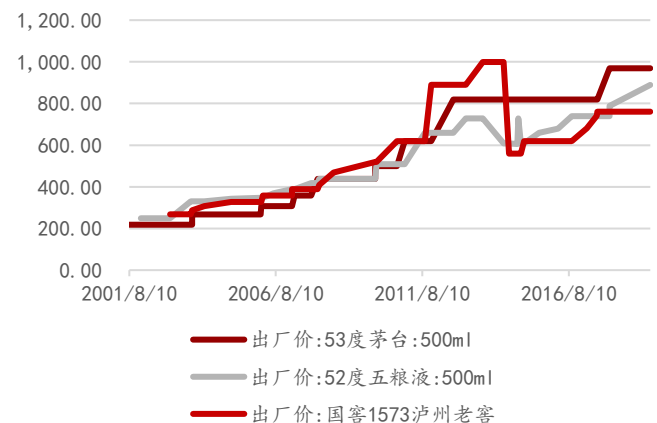
注: 2019年的数据截至前瞻产业研究院报告发布日期2019年6月13日

高端酒量价双升, 规模快速上升, 占比仍不足 20%。**价:** 高端酒消费需求提高, 叠加高端酒供给不足, 零售价格呈上涨趋势; 三大高端酒代表, 普通飞天茅台、52 度五粮液以及国窖 1573 的出厂价同样呈上升趋势, 最新出厂价分别为 969 元/瓶、889 元/瓶以及 760 元/瓶。**销量:** 茅五泸三家高端酒销量快速上涨。2018 年高端酒合计销量超 6 万吨, 销量占比快速上升后仍较低, 主因产能受限, 供给不足。**规模:** 我国消费者购买高端酒的意愿及能力不断增强, 三大高端酒代表(飞天茅台, 普五, 国窖 1573)在量价双升的驱动下, 营收规模快速上升, 占规模以上白酒企业总营收的比例也逐年上升。2018 年高端酒整体市场规模约 1100 亿元, 占比约为 18%。

图表43: 高端酒零售价格呈上升趋势



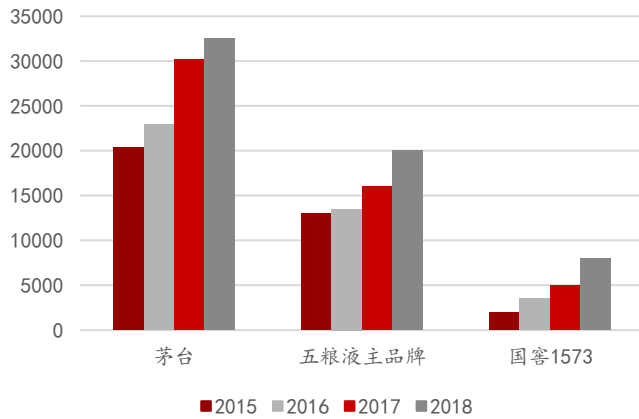
图表44: 三大高端酒代表出厂价呈上升趋势



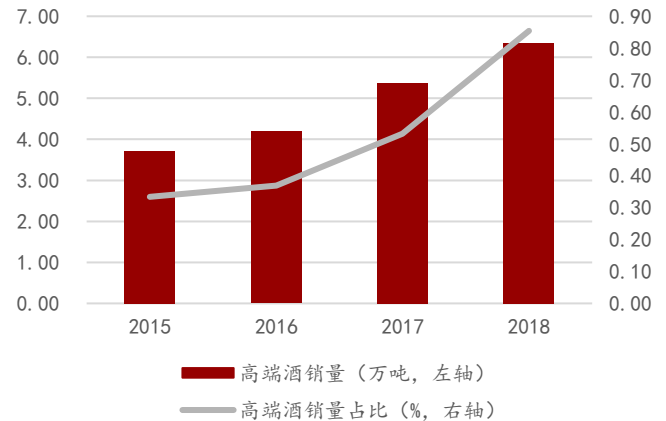
资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, Wind, 万联证券研究所

图表45: 高端酒代表销量逐年上涨

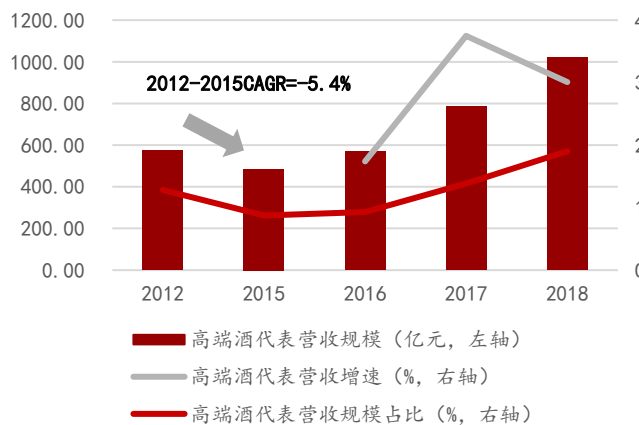


图表46: 近年来高端酒销量规模及占比(折65度)

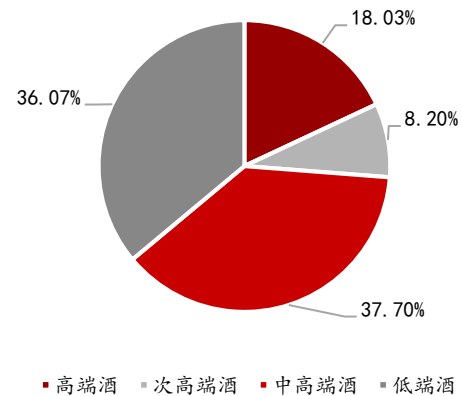


资料来源: 公司公告, 公开资料整理, 万联证券研究所 资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表47: 高端酒代表营收规模、增速及占规模以上白酒企业营收比例



图表48: 2018年各价格带白酒市场规模占比



资料来源: 公司公告, 前瞻产业研究院, 万联证券研究所 资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

高端酒未来市场需求空间的简单测算: 由于我国高端酒的市场需求与居民及家庭的收入、财富水平密切相关, 我们据此从量、价两个维度来简单测算我国高端酒市场的需求空间。

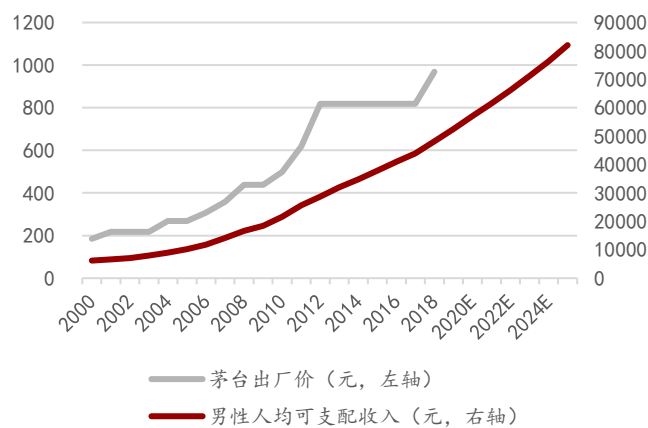
量: 从中产阶级家庭数量出发。 高端酒的消费群体主要是中产阶级, 根据 Euromonitor 测算, 2018 年我国中产阶级家庭数 10258.82 万户, 2025 年预计达到 11092.40 万户, 2018 年高端酒销量约为 6 万吨, 约为 13492.71 万瓶 (按 1 吨 2124 瓶估算), 假设大众消费比例为 38%, 可对应估算出约每两户中产阶级家庭每年消费 1 瓶高端酒, 中产阶级家庭渗透率约为 50%, 该渗透率近年来持续上升, 我们中性假设 2025 年该渗透率达到 100%, 即每户中产阶级家庭每年消费 1 瓶高端酒, 大众消费占比达到为 50%, 则 2025 年我国高端白酒需求量预计为 10.4 万吨, 2018-2025 年 CAGR 约为 7.4%。

价: 从男性人均可支配收入出发。 通过分析高端酒领导者茅台酒的出厂价与我国男性人均可支配收入, 我们发现两者相关性较高, 并在 2000-2012 年间较为明显, 12 年茅台酒出厂价/我国男性可支配收入 CAGR 分别为 13%/14%, 男性作为茅台酒的主要受

众，茅台酒提价与男性可支配收入增长关联度大具备逻辑支撑。然而，近年来，茅台酒提价进程远慢于我国男性可支配收入的上升速度，2012-2018 年茅台酒出厂价/我国男性可支配收入 CAGR 分别为 3%/9%，茅台酒提价空间充足。根据 Euromonitor 预测，2025 年我国男性可支配收入为 82047.2 元，2018-2025 年 CAGR 为 7.9%。我们假设茅台酒未来的提价速度与收入增速相同，茅台酒 2025 年出厂价约为 2018 年的 1.7 倍，考虑茅台直营占比提升、产品结构升级等，茅台酒整体均价的增长幅度可能更高。茅台酒的提价将为五粮液及国窖等其他高端酒打开提价空间，但预计幅度小于茅台，我们假设 2025 年高端酒的吨价为 2018 年的 1.6 倍，即 277 万元/吨。

收入规模：综上分析，我们认为高端酒的需求量仍有较大上升空间，而无法快速提高的供给量将对高端酒的价格提供支撑，供需关系偏紧的局面预计持续，茅台终端价在 2000 元左右有支撑，为普五、国窖（千元左右）向上冲击提供机会，茅台酒具备充分提价条件，同样为其他高端酒打开提价空间，2025 年高端酒的市场需求规模有望达到近 3000 亿元，CAGR 达到 15%。

图表49：历年茅台出厂价及我国男性人均可支配收入



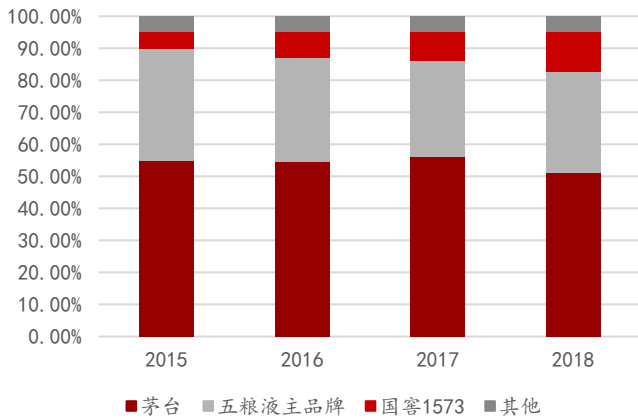
图表50：我国高端酒未来需求量测算的敏感性分析

大众消费	40%	50%	60%
渗透率 (悲观, 80%)	10.4万吨	8.4万吨	6.7万吨
渗透率 (中性, 100%)	13.1万吨	10.4万吨	8.7万吨
渗透率 (乐观, 120%)	15.7万吨	12.5万吨	10.4万吨

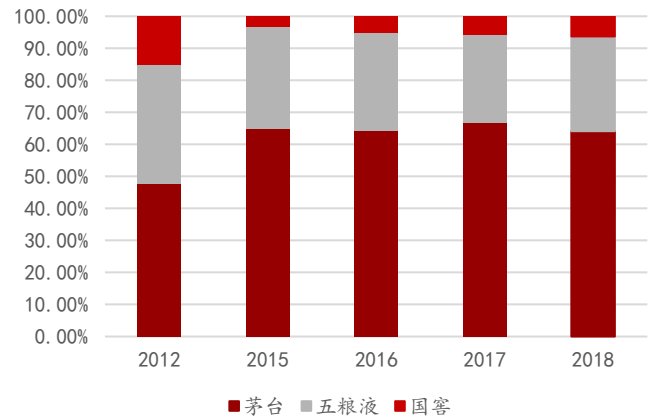
资料来源：Euromonitor，公司公告，万联证券研究所 资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

CR3 达 95%，高端酒市场寡头垄断格局已形成，茅台成绝对领导者。截至 2017 年，前三大高端酒品牌已占据 95% 的市场份额，寡头垄断的格局逐步稳定，而茅台已发展成为绝对龙头，市场份额占比从 2008 年的 27.67% 扩张到 2017 年的 63.5%，近年来茅台酒销量占比维持在 50% 以上，在茅五泸三大高端酒代表总营收中占比保持在 64% 以上。从整个白酒行业看，未来市场仍将向品牌强大，产品优质的高端酒集中。我们认为，茅台依靠其深厚的品牌底蕴，优质稀缺的产品以及强大的渠道管控能力，将持续受益于量价双轮驱动的高端酒行业扩容。

图表51: 茅台近年来销量占比维持在50%以上

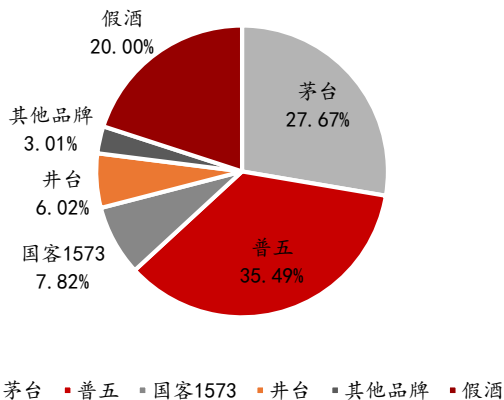


图表52: 三大高端酒代表营收占比

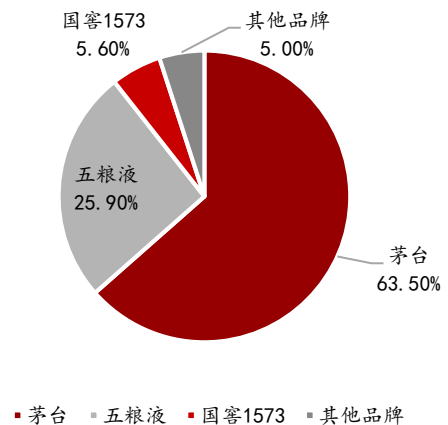


资料来源: 公司公告, 公开资料整理, 万联证券研究所 资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表53: 2008年我国高端白酒市场竞争格局



图表54: 2017年我国高端白酒市场竞争格局



资料来源: 酒业家, 万联证券研究所

资料来源: 前瞻产业研究院, 万联证券研究所

2.4 2019-nCoV肺炎疫情袭来短期直接打击白酒需求，高端酒受影响最小

疫情快速蔓延至全国，各地重拳出击防控疫情，短期白酒消费需求直面冲击。武汉新型冠状病毒肺炎自2019年年底爆发以来，在全国范围内快速蔓延，各地防控措施不断趋严，严控人员流动。春节期间，宴请、聚餐、走亲访友等消费断崖式下跌，而以上均为白酒消费的重要场景，因此，白酒消费需求短期下跌已成事实。

从消费场景出发分析，预计高端酒受疫情影响最小。首先，各大白酒企业春节期间的货在节前基本全部发出，并未直接受到疫情的影响，疫情影响的是春节期间的动销及库存情况。根据上节分析，高端酒的消费场景主要为商务宴请、礼品社交等，上述场景中均有一定的消费提前性，理论上消费者对于春节前后用于商务宴请、送礼等场景的高端酒应在节前采购完毕，因此，相较于走亲访友、家庭聚餐等消费场景（实际动销在年三十后）占比更高的次高端、中端酒来说，高端酒在整个春节期间动销情况较好。此外，商务宴请及送礼等场景的消费刚性更强，叠加考虑政府出台减免缓缴税费、金融支持等政策以稳定经营、刺激经济的影响，高端酒在疫情结束后的恢复性消费确定性较强，或迎来报复性消费，以此更好地消化社会库存。

高端酒企积极应对疫情，长期有望加速行业集中度上升，利好行业龙头。在春节旺季消费需求低迷的情况下，中小酒企生产经营压力巨大，拥有优质品牌和产品，强大的资金、渠道管控、内部治理以及自我调控等能力的上市名酒企业抗压能力更强，长期来看，本轮疫情有望加速劣质产能出清，提高行业集中度。三大高端酒代表企业频频施策，坚持全年既定目标不变，稳定市场信心。根据高端酒春节期间销量约占全年的30%-40%测算，综合考虑三大高端酒节前动销以及库存情况，预计本轮疫情对高端酒全年销量的影响为个位数。

图表 55：高端酒企业积极应对疫情

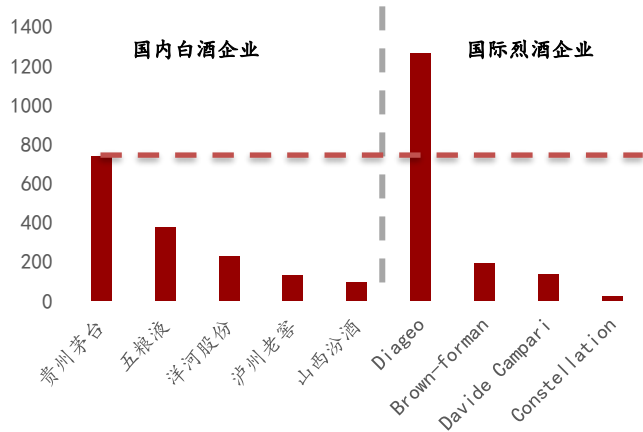
企业	复工日期	措施	疫情下目标
贵州茅台	2月13日	率先进行专题研究，茅台高层实地调研，保证全面有序复工复产	坚持“计划不变、任务不减、指标不调、员工收入不降”既定目标，致力实现上半年“双过半”生产经营目标
五粮液	2月10日	1. 召开疫情防控及企业发展专题会议； 2. 加强计划、渠道、结构“三个优化”，加快机制、团队、营销“三个转型”； 3. 出台扶商政策，将实施类似“一地一策”的策略进行精准帮扶，此外，欲通过服务和奖励来激励渠道和终端。	全年营收保持两位数以上的增长
泸州老窖	2月17日	1. 出台五大措施科学部署复工复产工作； 2. 提出“三不变，三加强”的应对策略，全力以赴做好疫情之年销售攻坚。“三不变”是指战略不变、目标不变、任务不变；“三加强”是指加强销售攻坚、加强营销创新、加强支撑保障； 3. 取消各经销客户2020年2月份国窖1573经典装配额	国窖1573目标130亿，整体增长目标25%

资料来源：酒业家，各家酒企公众号，万联证券研究所

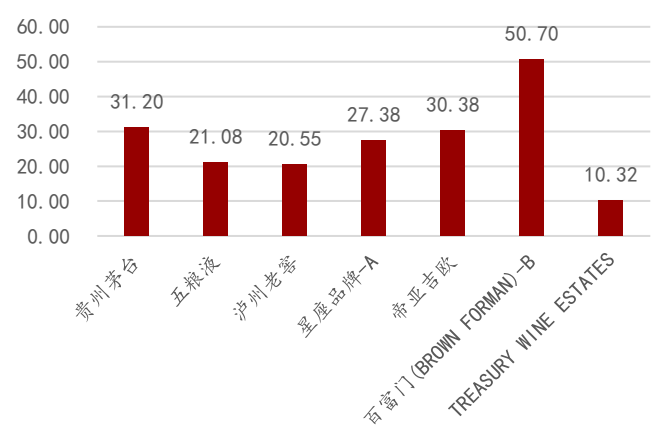
3、品牌+产品+渠道，三大关键因素为白酒帝国建起护城河

茅台的崛起绝非一朝一夕之功，而要归功于公司在品牌、产品及渠道多维度上持之以恒的深耕细作。强大的品牌力、产品力以及渠道力相辅相成成为茅台打造核心竞争力，助其成为我国高端白酒市场的绝对领导者，即使对标国际酒企也毫不逊色。2018年茅台实现营收736.39亿元，虽然距离国际龙头Diageo仍有距离，但已远远高于其他国际知名烈酒公司的烈酒收入。此外，茅台超30%的ROE在国内外皆处领先水平，这也从财务角度佐证了茅台的护城河效应。

图表56: 2018年国内国际烈酒巨头烈酒营收对比(亿元)



图表57: 2018年国内高端酒企及国际烈酒企业ROE (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 国际企业营收规模采用历史汇率折算为人民币

3.1 品牌力: 卓尔不群, “国酒”一杯入魂

品牌历史悠久, “国酒”之名家喻户晓。中国是世界上制曲酿酒最早的国家, 我国白酒文化源远流长, 是我国文化中不可或缺的一部分。纵观我国酒典, 必不会缺少茅台酒的身影。汉武帝饮枸酱酒而曰“甘美之”, 并将其定为贡品, 留下“唐蒙饮枸酱而使夜郎”的传说, 而枸酱酒则是茅台酒的前身。至清代, 贵州地区的白酒酿造已有了千余年的历史, 茅台酒的“回沙”工艺已具雏形, 到了康熙年间茅台村酿制之酒定名“茅台酒”。1949年, 周恩来总理选茅台为“开国宴喜酒”, 1952年茅台在第一届评酒会上拔得头筹, 早在1935年便与红军结缘的茅台酒成为国酒。2001-2018年, 虽然“国酒茅台”的商标最终未能通过审核, 更名为“贵州茅台”, 但是茅台酒凭借其悠久的历史及酿造历史、独特的酿造工艺和口感品质、对社会和经济的重大影响以及多年来的口口相传, 其国酒地位早已深入人心, 难以动摇, 品牌力之强大不言而喻。

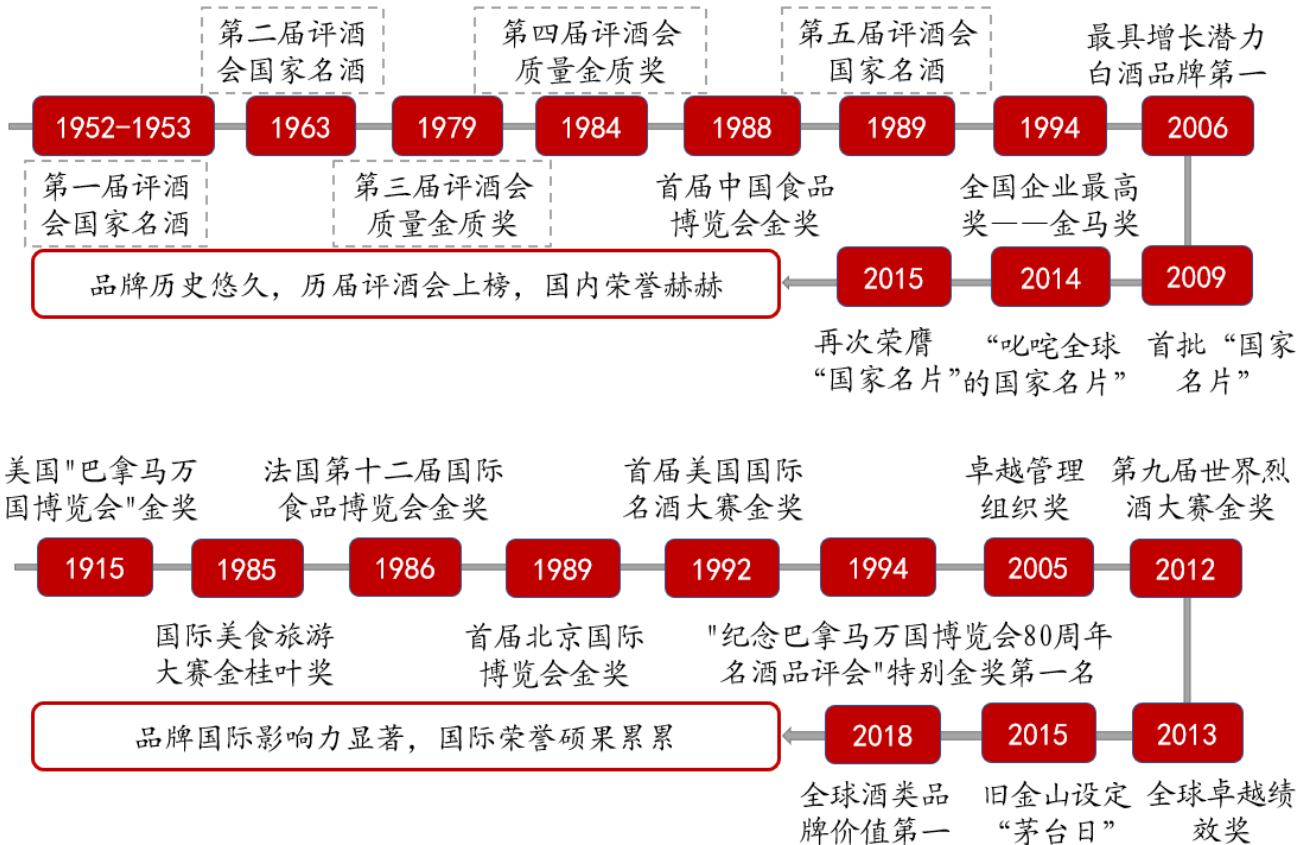
品牌荣誉加身, 享誉国内外。自1952年第一届评酒会开始到1989年第五届评酒会, 茅台从未缺席, 除此之外也斩获了多项荣誉。1915年茅台获得“美国巴拿马万国博览会金奖”, 与苏格兰威士忌以及法国科涅克白兰地并称世界三大蒸馏酒。此后, 茅台在国际上的影响力日益强大, 2018年获得“全球酒类品牌价值第一”。

图表 58: 茅台酒国酒由来



资料来源: 茅台酒收藏 (赵晨著), 互联网资料整理, 万联证券研究所

图表 59: 茅台酒国内外荣誉一览



资料来源: 互联网资料整理, 万联证券研究所

品牌文化提升至战略高度, 持续打造更强品牌力。品牌文化是一个品牌历经岁月, 由时间沉淀赋予其的重要财富。在市场经济导入时期, 我国白酒行业也从“工业酒”阶段步入“品牌酒”阶段, “名牌战略”逐渐流行, 而文化的重要作用也日益凸显, 1999年, 时任茅台酒厂有限责任公司总经理袁仁国先生发表文章《迎接文化酒时代的春天》, 提出**从卖酒到卖文化是大势所趋, 将茅台定位为文化酒**, 积极挖掘茅台品牌背后文化的内涵, 释放文化的力量。在世纪之交的2000年, 袁仁国先生再次提出“绿

色茅台、人文茅台、科技茅台”的“三个茅台”品牌文化战略，旨在为消费者提供具有保健功能的纯天然绿色茅台酒，借助现代科技手段不断创新实现品牌大扩张。此外，茅台又在品牌上加上了“年份”的标签，进一步挖掘茅台品牌的文化内涵，引领消费时尚。近年来，公司大力发展建设“文化茅台”，已将其上升到战略高度，**挖掘出12种文化，继续发扬国酒品牌文化**。2017年开始，公司开始举办一年一度的“全球茅粉节”，帮助茅台更好地传播品牌文化，讲好品牌故事，紧跟时尚潮流，利用“粉丝”效应更好地为品牌做宣传，让文化得以传承。

图表60：品牌文化发展的三大阶段



资料来源：互联网资料整理，万联证券研究所

3.2 产品力：玉液琼浆，物以稀为贵

3.2.1 工匠精神，独特工艺造就产品稀缺性

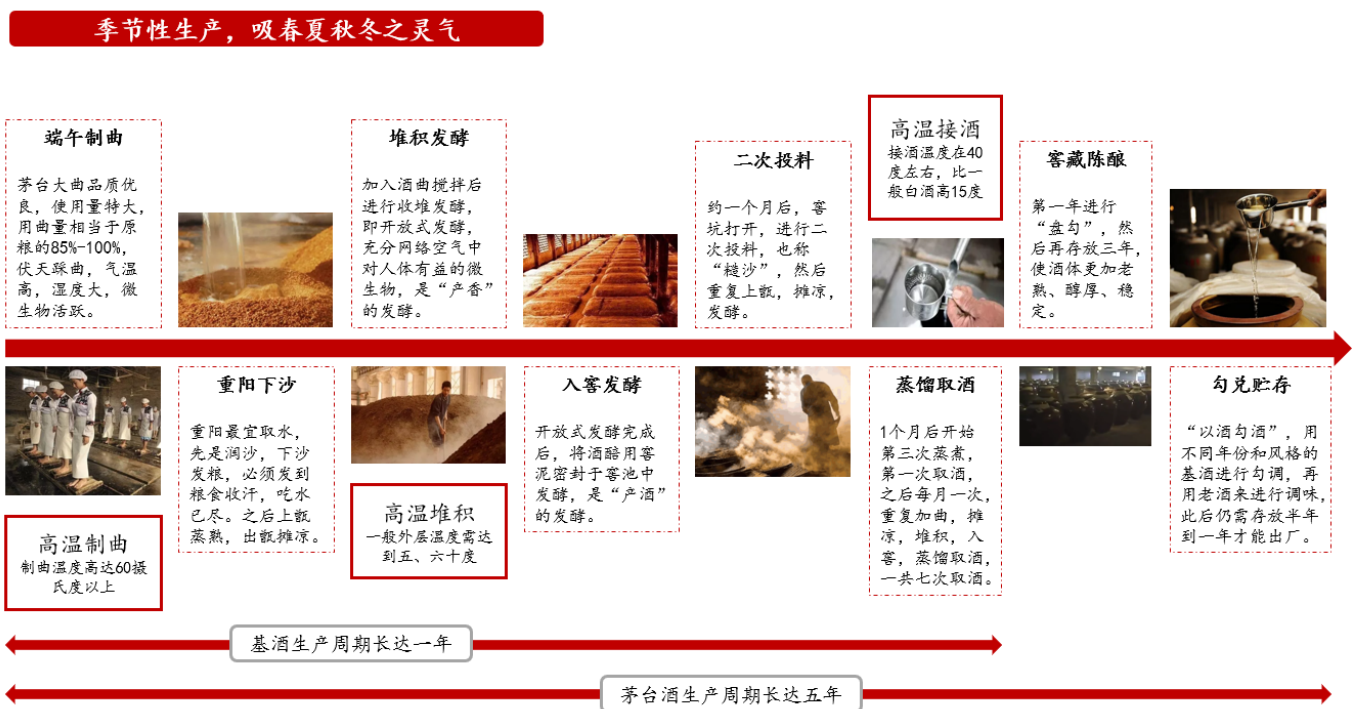
茅台镇地理位置得天独厚，生产周期长只为酿出“醉美茅台”，造就产品稀缺性。茅台酒厂地处地势较低的河谷，冬暖夏热少雨，风小湿润，十分适合酿酒微生物的生成和繁衍，叠加茅台镇特有的土壤土质，水质以及原料等，让茅台有了种“自然垄断”的意味，也就有了“离开茅台镇产不出茅台酒”的说法。此外，作为酱香代表的茅台酒酿造工艺独特复杂，基酒生产周期长达一年，其中包括五月端午制曲，重阳下沙，两次发酵，二次投料，八次加曲，九次蒸煮，七次取酒。生产出的基酒需存放三年，再进行勾兑，勾兑后仍需贮存半年到一年，**茅台酒的整个生产周期长达五年**。在整个生产过程中，茅台坚持高温制曲、高温堆积，高温接酒的“三高”工艺，让茅台酒得以形成独特的风味和香气，挥发掉很多低沸点的有害物质，而最后的勾兑更是点睛之笔，可以说是茅台勾酒师的独门秘技。因此，茅台酒的可供销售量很大程度上受制于基酒的产量。

有别于其他白酒，茅台“健康酒”属性一定程度上消除消费者顾虑。俗话说“饮酒伤身，酒精伤肝”，然而茅台却做到了在一定程度上消除了这一刻板印象。酿酒大师季克良曾公开分享酒厂职工的经历以及所见所闻的事例来佐证茅台酒与健康的关系。1993年，新华社发文《国酒茅台新发现，天天饮用不伤肝》；1999年，北京医科大学副校长王宇博士考察茅台时表示茅台具有保肝功能的合理性；2005年，美国华裔科

学家刘杰博士在金属硫蛋白国际会议上分享适量饮用茅台酒有益于健康与茅台酒能诱导肝脏产生较多的金属硫蛋白有关。久而久之，茅台酒作为优质酱香酒，其天然发酵，富含有益微生物发酵产物，喝完“不打头，不伤身”的健康属性便广为流传，在一定程度上打消了消费者的顾虑，也可以说为茅台酒的销售解除了后顾之忧。

综上分析，茅台酒产地的限制，酿造工艺的独特以及较长的生产周期不仅赋予了茅台酒独一无二的风味，优雅浓郁的口感以及健康养生的独特属性，更让茅台酒具备了产品的稀缺性，“物以稀为贵”，稀缺性则大大提高了茅台的产品力。

图表 61：酿造工艺造就独一无二的茅台酒



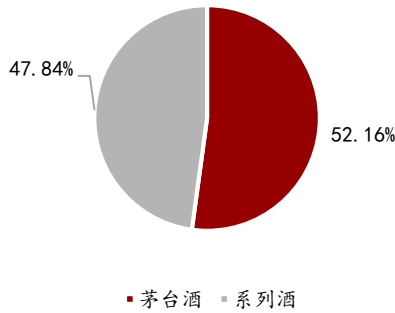
资料来源：互联网资料整理，万联证券研究所

3.2.2 产品线完备，满足多元需求

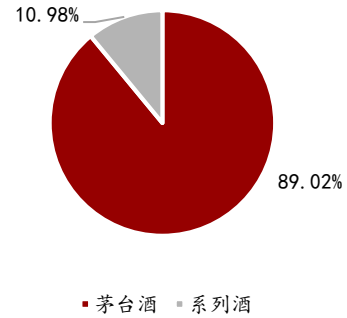
从产品结构入手，可分为茅台酒以及系列酒两大品类，茅台酒为收入主力军。根据2018年年报数据，茅台酒贡献了绝大部分的营收，2018年茅台酒销量占比52.16%，收入占比89.02%，系列酒销量占比47.84%，收入占比10.98%。

消费需求：产品定位高端，完善的产品组合覆盖了较宽的价格带以满足不同的消费需求。茅台酒则可细分为53度普通飞天茅台，低度茅台酒以及附加价值更高的非标酒（包含生肖酒、定制酒、纪念酒等），其中53度飞天茅台则是当之无愧的茅台产品矩阵甚至全国白酒的第一大单品。系列酒则可分为“一曲三茅四酱”，“一曲”即贵州大曲，“三茅”即赖茅、王茅以及华茅，“四酱”则为茅台王子酒、茅台迎宾酒、汉酱酒以及仁酒，其中茅台王子酒是茅台集团的第二大单品，据2019年贵州茅台酱香系列酒全国经销商联谊会消息，2019年王子酒预计实现收入42亿元，占比超系列酒总收入的40%。茅台酒在千元及以上价格带具有统治级的地位，是高端酒的价值标杆；在千元以下价格带则主要是酱香系列酒及其非标版本，产品线覆盖的价格带较宽，可满足不同阶层消费者的需求，以此发展酱香酒消费人群，扩大酱香酒市场份额。

图表62: 茅台产品销量结构



图表63: 茅台产品收入结构



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表64: 贵州茅台产品矩阵一览 (数据截至2020/02/20)

大类	小类	系列名称	价格区间	特点	图片	
茅台	普飞	飞天53度	1499-8688	茅台最具有品牌价值的单品 价格随出厂时间变动		
	低度酒	飞天43度	999	飞天系列的低度酒		
	非标酒	年份酒		5699-213888	年份陈酿, 由沉淀多年的基酒勾兑而成, 包含15年, 30年, 50年及80年年份酒	
		生肖酒		4343-25180	一岁一生肖, 完美融合了茅台文化与生肖文化, 包含了马、羊、猴、鸡、狗、猪、鼠年生肖酒, 鼠年生肖酒官方售价1699元/瓶, 相对普飞溢价13%。	
		定制酒		3745-5805	颜色系列	
		喜宴酒		938	有中国红和优雅白两款, 寓意喜宴用酒	
	纪念酒		3299-7388	各种历史事件的纪念酒, 包括五星、孔子、遵义机场、百年金奖纪念等等		

系列酒	四 酱	王子酒	168-1688	依照传统工艺开发的面向大众的酒品，同样推出标品及非标版本	
		迎宾酒	98-158+	茅台旗下自主核心品牌之一	
		汉酱	358-1198	“四酱”之一，包含汉酱酒以及蓝色铂金	
		仁酒	378	仁酒，酱香系列酒	
	三 茅	华茅	798	历史悠久，品牌重塑	
		王茅	799-1399	包括王茅酒（祥雅/黑）、王茅酒（祥邦/白）、王茅酒（祥泰/红）三大品类	
		赖茅	168-998+	包含传承、金樽、精典、红御、端曲等多种品类	
	一 曲	贵州大曲	198-308+	包含版本70年代及80年代，同时推出大规格及生肖酒	

资料来源：京东商城，万联证券研究所

注：部分断货产品价格采用2019/12/28京东商城报价

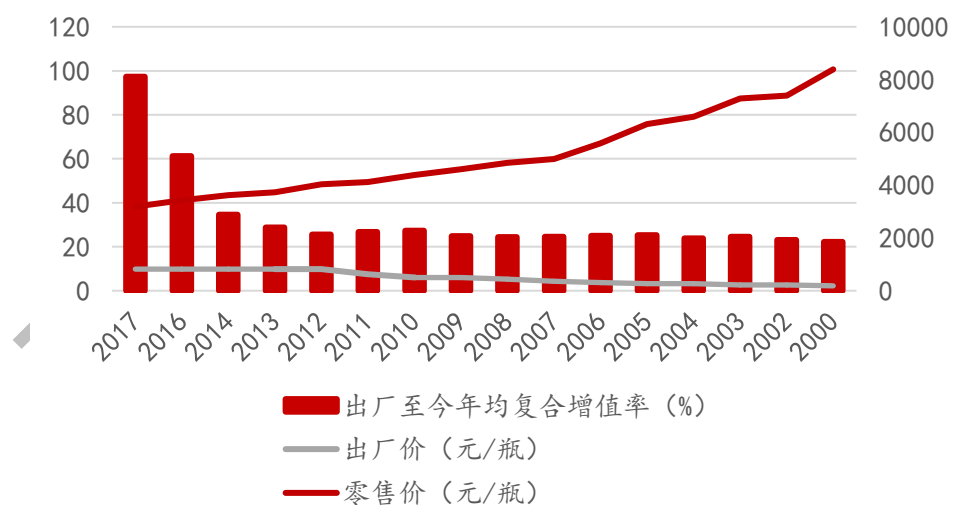
收藏投资需求：茅台不仅是消费品，更是艺术收藏品。援引赵晨在《茅台酒收藏》中所述，“酱香型白酒还有一个喜陈放的特性，越放越香，有别于浓香型等白酒始终保持中性芬芳的陈年特征”。而茅台受益于其“三高”工艺以及较长的贮存周期，香味成分的挥发性更低，进一步增加了其喜陈放的优势。叠加其产品的稀缺性以及强大的品牌力，茅台是陈年白酒市场中当之无愧的宠儿。因此，历年出厂的茅台酒不仅随着出厂的年份的久远而增值，也早已形成了十分成熟的收藏拍卖市场。

图表65：2017年茅台酒原箱拍卖信息节选

年份	名称	成交价 (RMB)	拍卖信息
1986	五星牌茅台酒原箱 (12瓶)	1,173,000	中国嘉德2017.6.19
1986	1704珍品茅台酒 (6瓶)	517,500	中国嘉德2017.12.18
1991	飞天牌茅台酒原箱 (12瓶)	379,500	北京歌德2017.6.19
1997	香港回归茅台酒原箱 (12瓶)	1,080,560	香港保利2017.10.1
2000	飞天牌茅台酒原箱 (60瓶)	632,500	中国嘉德2017.6.19
2011	外交使团特供茅台 (12瓶)	310,500	北京嘉德2017.12.18
2013	全国人大会议中心茅台酒 (12瓶)	126,500	中国嘉德2017.12.18
2013	国宴专供茅台酒原箱 (12瓶)	97,800	西冷拍卖2017.12.25

资料来源：茅台酒收藏 (赵晨著)，万联证券研究所

图表66：茅台酒越沉越香，年均复合增值率皆在20%以上 (截至2020/02/20)

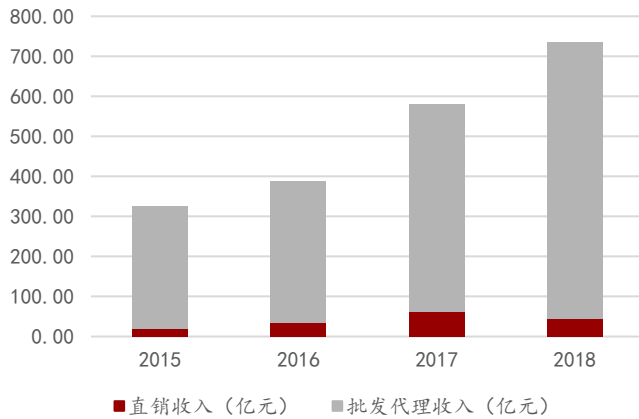


资料来源：京东商城，公司公告，万联证券研究所

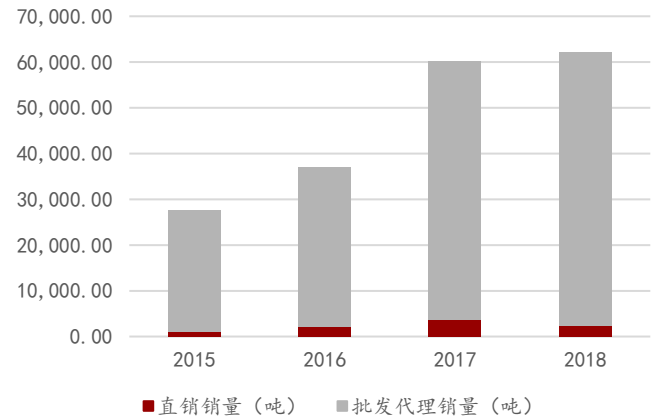
3.3 渠道力：多元布局，积极拥抱渠道变革

纵然茅台坐拥如此强大的品牌力和产品力，但如何将如此珍贵的茅台酒送到消费者手中仍然是不容忽视的一环。整体来看，茅台的销售渠道可以总结为以扁平化的区域经销为主，公司直销为辅，2018年批发代理收入为691.89亿元，占比94.05%，直销收入达到43.76亿元，占比5.95%；批发代理销量达到5.99万吨，占比96.19%，直销销量达到2,371.68吨，占比3.81%。从经销商规模角度分析，相比于同属高端酒行业的五粮液，茅台始终坚持着“小商”策略，前五大经销商收入占比持续低于五粮液，近年来基本在5%左右，2018年经销商CR5仅为4.87%。“小商”策略帮助茅台在经销商面前有了更强的话语权，也因此获得了更强的渠道掌控能力，这也减小了茅台在渠道拓展及下沉过程中的阻力。五粮液被茅台赶超也可以在一定程度上归咎于其“大商”策略导致的品牌管理问题、渠道拓展乏力以及串货问题等。

图表67：茅台渠道收入结构



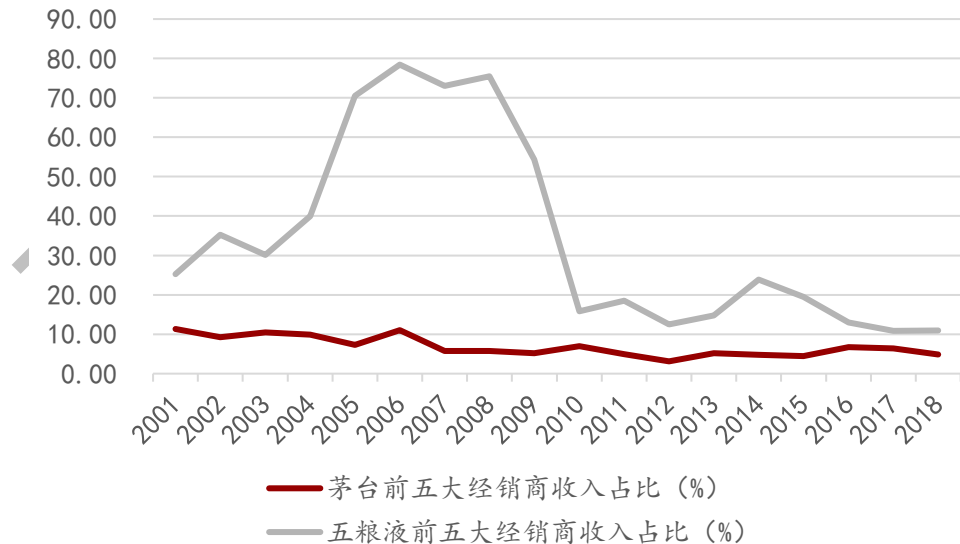
图表68：茅台渠道销量结构



资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表69：相较于五粮液，茅台始终坚持小商为主的渠道策略

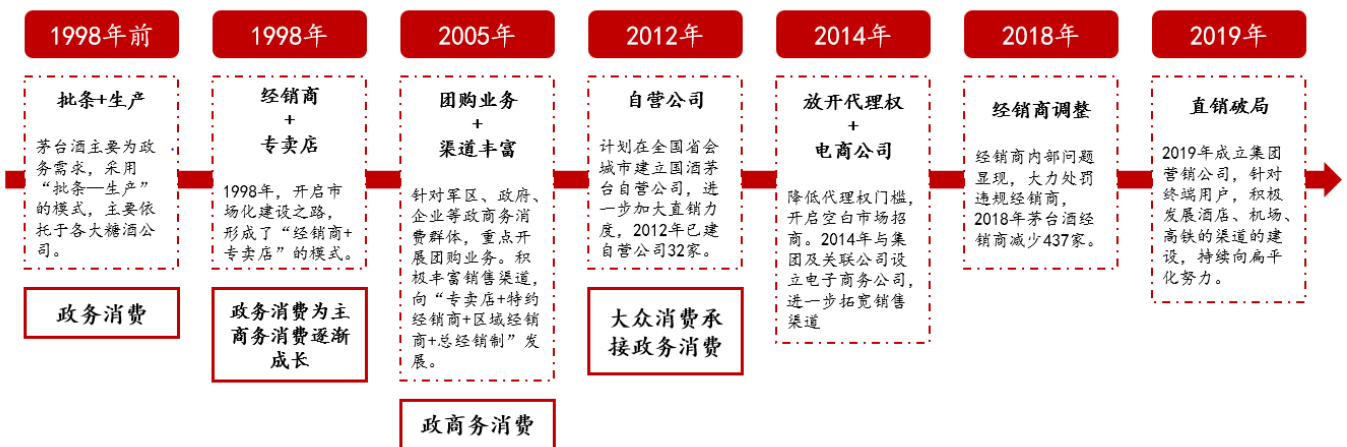


资料来源：公司公告，万联证券研究所

渠道如何布局很大程度上取决于消费群体，而茅台则紧紧抓住消费群体的变化，不断丰富营销渠道网络，推进渠道扁平化。1998年前是政务特供的时代，茅台则采用“批条-生产”的模式，依托各大糖酒公司展开销售。1998-2004年，消费群体仍以政务消费为主，但商务消费也在此期间逐渐成长起来，1998年是茅台营销体系的转折点，茅台开始“经销商+专卖店”的渠道体系建设，积极向市场化营销体系转型，根据招股说明书数据，公司国内销售由控股销售公司及经销商并行，已有销售人员130余人，经销商、代理商300多家。2005-2012年，茅台积极挖掘商务消费群体，大力发展团购业务，不断丰富销售渠道网络，形成专卖店、特约经销商以及区域经销商+总经销制的多元渠道网络。2012年底，三公消费限制造成政务消费需求大幅萎缩，大众消费成为新的增长点，茅台于2013年7月及2014年6月分别两次降低代理权门槛，旨在拓展新渠道，加快渠道下沉，以此满足大众消费需求。2014年茅台股份有限公司出资2500万元与茅台集团及关联公司设立电子商务股份有限公司，持股比例25%，意图开拓电商渠道。2018年起，公司继续拓展渠道，与京东、华昱和中石化合作，有效提高了“线上”和“路上”的供给水平。此外，2018年下半年，公司大力查

处违规经销商，2018年茅台酒经销商减少437家，收回配额约6000吨，彰显公司建设健康渠道体系的决心。2019年，公司成立集团营销公司，主要针对终端客户。公司与知名电商合作，积极开发商超、酒店、机场及高铁站等新渠道，持续推进渠道扁平化。2019年年底，茅台电商公司因贪腐问题注销，显示了公司在快速推进直销扩张中对腐败的零容忍，今年计划建立新的电商公司。我们认为，茅台已经逐步建立起经销+直营（直营店、电商、团购及商超等）的多元渠道销售体系，持续推进扁平化，营销思路逐步理顺，渠道控制力及抗风险能力增强。

图表 70：茅台渠道沿革



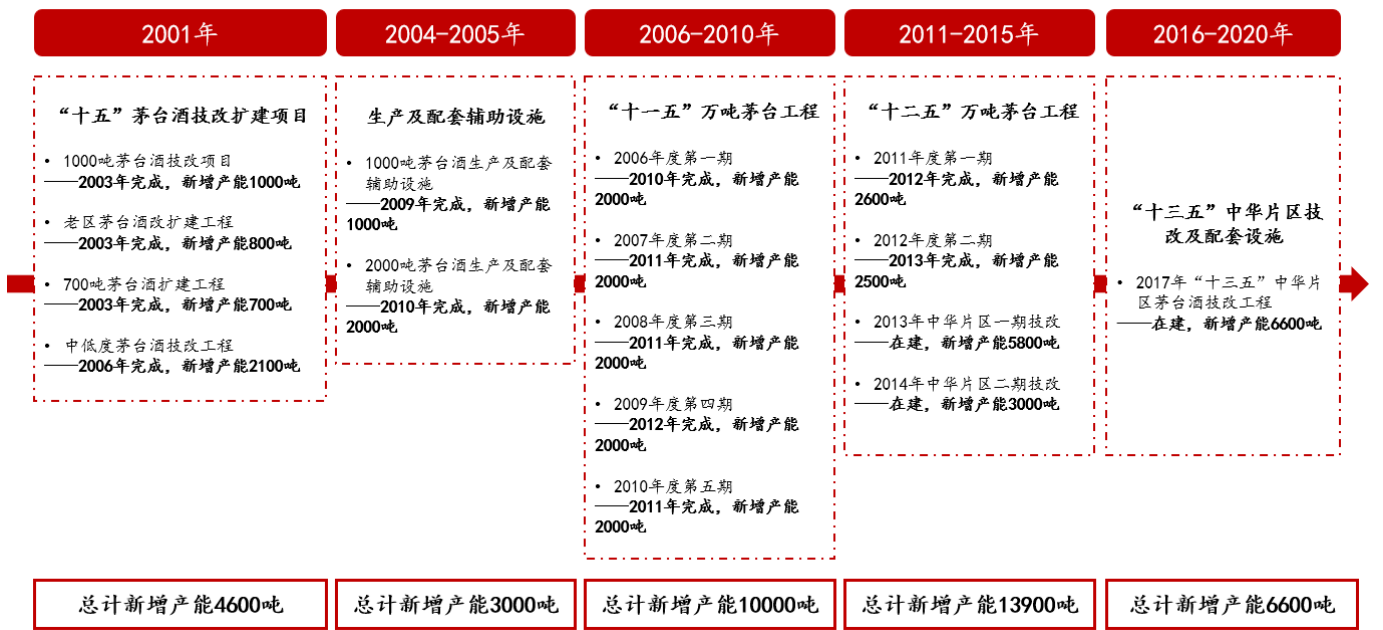
资料来源：公司公告，互联网资料整理，万联证券研究所

4、放眼未来，多因素催化量价齐升

4.1 “量”之催化剂：“量升”通道打开，短期关注销售计划及市场需求

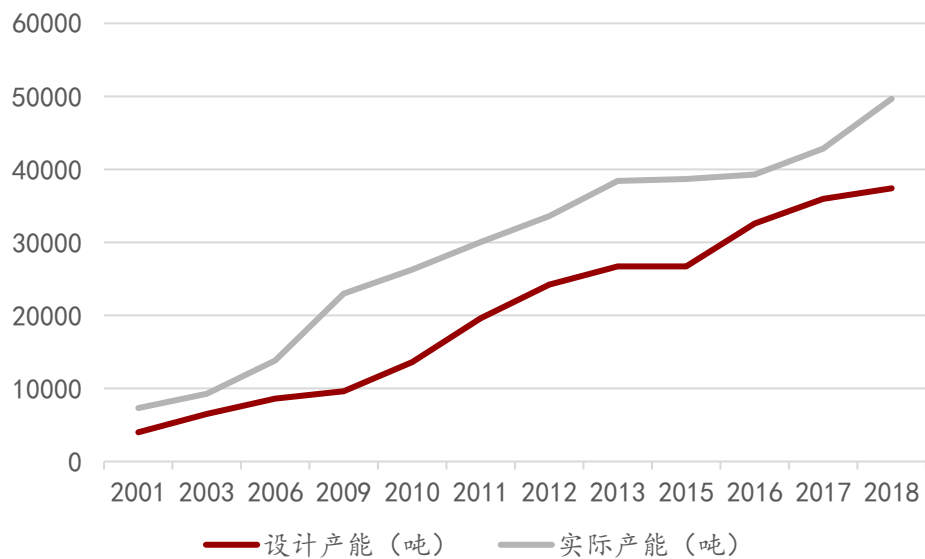
茅台扩产之路即将迎来阶段性终点，茅台酒产能将达5.6万吨。茅台酒依靠其强大的品牌力、产品力、渠道力以及紧跟市场趋势的战略调整能力，并不存在需求不足的情况。茅台酒酿造工艺复杂，生产周期长，兼具不可复制性与稀缺性，因此，产量便成为了其销量的关键制约因素。根据招股说明书中数据，截至2001年，茅台酒的年产能仅为4000多吨。上市之后，茅台便踏上了扩产之路，先后实施了“十五”茅台酒技改及扩建项目（理论新增产能4600吨），生产及配套辅助设施项目（理论新增产能3000吨），“十一五”万吨茅台工程（理论新增产能10000吨），“十二五”万吨茅台工程（理论新增产能13900吨）以及“十三五”中华片区技改及配套项目（理论新增产能6600吨），上述扩产项目将于2020年完工，短期内不再扩建，理论上将为茅台酒带来3.8万吨新增产能，届时茅台酒理论产能约为4.2万吨。茅台集团董事长李保芳先生表示在扩建工程竣工后，茅台酒的实际产能将扩大至5.6万吨。我们分析茅台酒历年实际产能发现，茅台酒的实际产能长期高于设计产能，主因或是在不断技改与扩建的过程中茅台酒酿造工艺不断精进。茅台酒实际产能也在2004年、2008年、2011年以及2017年分别突破一万、两万、三万及四万吨大关，并于2018年达到4.97万吨，预计2019年可达到4.99万吨。因此，我们认为，未来一段时间内，茅台酒基酒产能约为5.6万吨。

图表 71：茅台扩产之路



资料来源：公司公告，互联网资料整理，万联证券研究所

图表 72：茅台实际产能高于设计产能

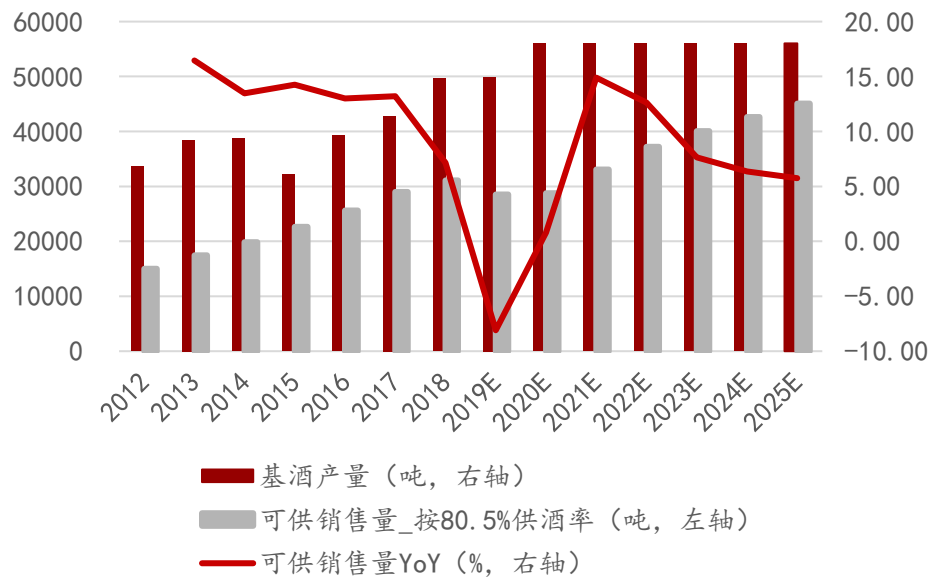


资料来源：公司公告，万联证券研究所

产量释放在即，预计 2025 年可供销售量超 4.5 万吨。茅台酒酿造工艺复杂，基酒生产后需盘勾后存放三年，再进行勾兑，勾兑后再存放一年，因此，我们可以通过四年前的基酒产量大致推测当年的可供销售量。参考文章《2010 年新增 2000 吨茅台酒技改工程投资可行性研究分析》所述“2000 吨基酒，需要调味酒 300 吨左右，共得 53%VOL 茅台酒 2300 吨，其中只销售 70%左右”，我们可以计算出四年前基酒到当年成品酒的转化率约为 80.5% (2300*0.7/2000=80.5%)，勾兑老酒比例约为 15%。此外，考虑到茅台酒基酒的酿造周期，我们假设当年成品酒所用基酒部分来自于四年前，部

分来自于五年前，并假设当年成品酒所用基酒中四年前和五年前的基酒占比分别为50%。以此推算，2019年可供销售量预计为2.9万吨，主因天气等因素带来的2014年基酒产量增速缓慢以及2015年基酒产量下滑。2016年后，茅台酒基酒产量恢复增长，因此2020-2025年茅台酒可供销售量预计逐年上升，2025年有望超过4.5万吨，较2020年计划销量仍有超30%的提升空间，长期看产量正处在逐步释放阶段。

图表73：2025年茅台酒可供销售量预计可超4.5万吨

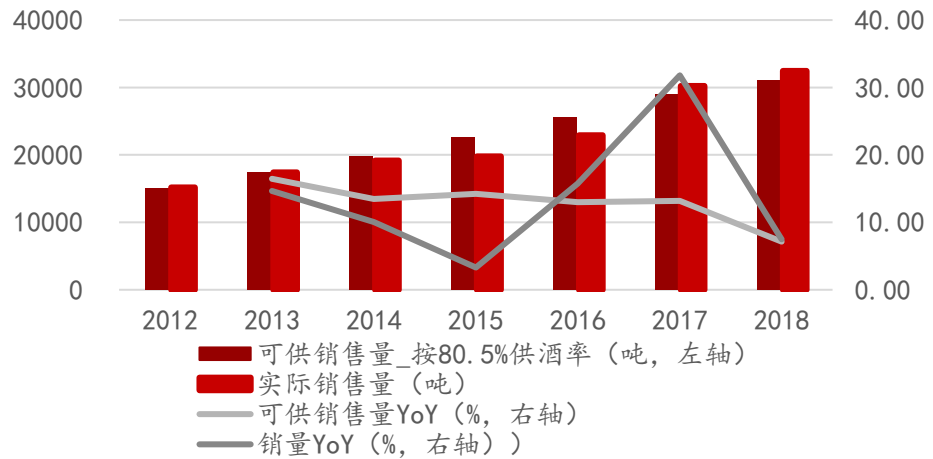


资料来源：茅台酒收藏（赵晨著），2010年新增2000吨茅台酒技改工程投资可行性研究分析（刘杰），公司公告，公开资料，万联证券研究所

茅台酒实际销量并不完全受制于其预测可供销售量，销售计划具有较高可信度及参考价值。按照上述方法测算茅台酒可供销售量，我们发现2014-2016年茅台酒可供销售量高于实际销量，部分茅台酒进入库存，主因行业深度调整销量增速放缓以及4-5年前基酒放量较快。2017年开始，茅台酒则又出现“供不应求”的情况。2019年，根据基酒产量预测的可供销售量出现大幅缩水，然而茅台集团董事长李保芳先生表示2019年茅台酒投放量约3.1万吨，超出可供销售量。我们认为，公司仍可利用库存，调整留存率等方法突破预测可供销售量的限制。此外，2017年及2018年预计投放量分别为2.6万吨和2.8万吨以上，实际销量为3.0万吨和3.2万吨，皆超出计划量。

综上所述，我们通过可供销售量的测算发现茅台酒“量升”通道已被打开，具有一定的提升空间，短期对实际销量的测算则应多加关注销售计划、发货节奏与市场需求。

图表74：茅台酒可供销售量与实际销售量及其同比增速



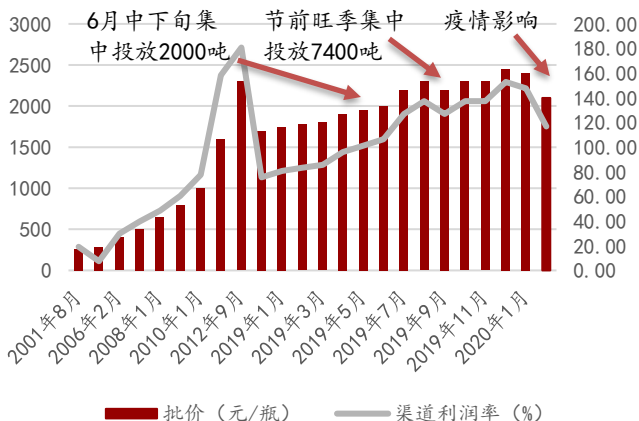
资料来源：茅台酒收藏（赵晨著），2010年新增2000吨茅台酒技改工程投资可行性研究分析（刘杰），公司公告，公开资料，万联证券研究所

4.2 “价”之催化剂：提价空间仍在，直营提升+产品结构升级间接提价

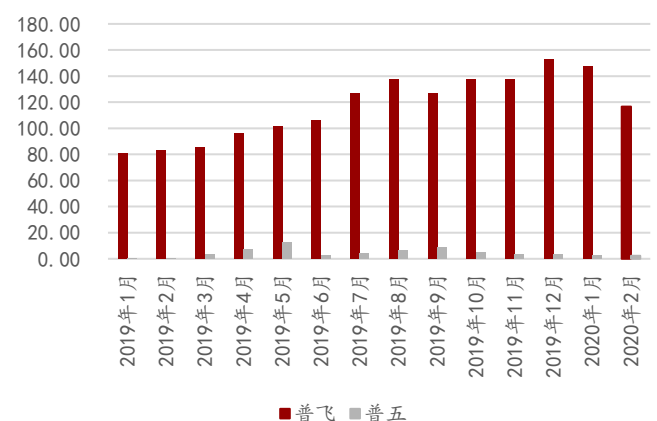
4.2.1 渠道利润较高，需求预期上升，提价空间仍在

茅台渠道利润率高，受益于高端白酒行业发展，强大的品牌力自然拉升销售，预期未来需求仍将上升，供给偏紧格局有望持续，提价空间仍在。公司于2017年12月28日发布公告称自2018年起上调茅台酒产品价格，平均上调幅度18%左右。经调整后，53度飞天茅台出厂价为969元/瓶。近年来茅台酒批价呈上涨趋势，自行业深度调整、高端酒复苏后，2019年茅台酒一批价从1750元/瓶左右一路上升到2450元/瓶左右，期间经历多次放量压力测试，批价仍保持坚挺，反应了茅台酒供不应求的现状。春节旺季集中投放7500吨左右，节前普飞批价仍稳定在2400元/瓶左右，渠道利润率达到147.68%，处于高位，更是远远超出普五，茅台具备较强的提价能力。目前受到2019-nCoV肺炎疫情影响，批价理性回落至2000-2200元左右，预计短期内仍面临下行压力，疫情过后迎来回暖，批价在2000元左右有一定支撑。我们认为，在消费升级，高消费能力人群扩容的背景下，高端酒的有效需求将持续上升，茅台酒强大的品牌拉力，优质并稀缺的产品特性以及增值、投资、收藏等属性将提高其市场需求。与此同时，目前较高的渠道利润率也为茅台提供了提价的空间。

图表75：茅台酒压力测试下批价坚挺



图表76：普飞渠道利润远高于普五



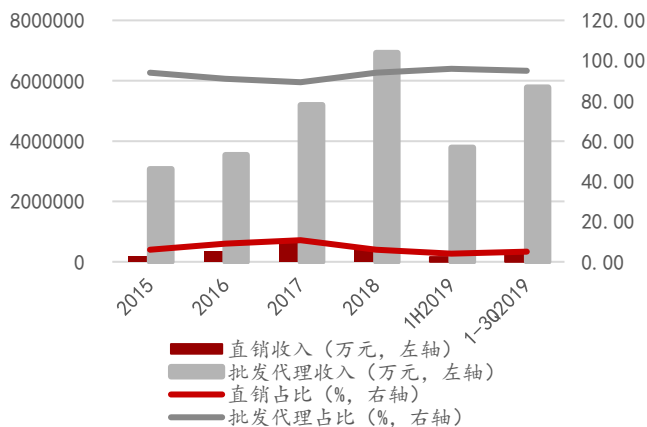
资料来源：公司公告，互联网资料整理，万联证券研究所 资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

4.2.2 直营稳健扩张，提高盈利能力

直销渠道扩张是大势所趋。由于直销吨价高于经销吨价，毛利率较高，发展直营渠道不仅意味着公司整体渠道体系的改善以及盈利能力的提升还将加强公司渠道管理以及稳价控价能力。近年来，茅台开始重视直销渠道的开拓，直销收入占比从2015年的6.03%上升到2017年10.74%，直销销量占比也从2015年的3.49%上升到2017年的6.11%。虽然2018年直销占比有所回落，我们认为主因是内部渠道改革，直营渠道尚未理顺，但直营扩张的大趋势不变。自2018年底，公司便持续表达其发力建设直销渠道的决心。首先，在2018年底的经销商大会上，贵州茅台董事长李保芳先生便表示茅台酒将重点扩大直销渠道，推进渠道扁平化，一段时间内将不再新增专卖店、特约经销商以及总经销商，在2019年预计投放的3.1万吨茅台酒中，将有1.7万吨左右与经销商签订合同，剩余1.4万吨左右将部分用于提高自营及直销比重。

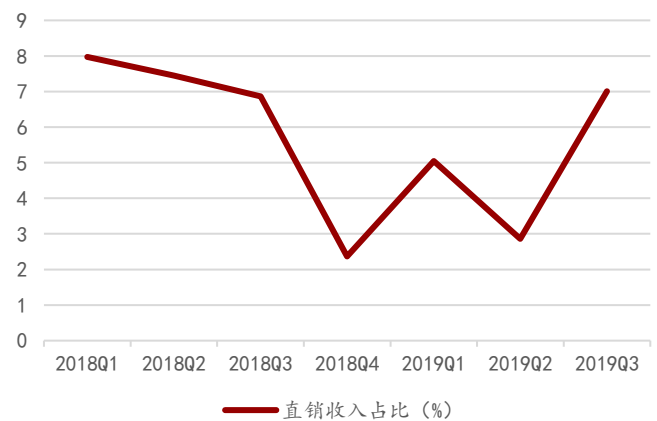
2019年直销政策逐步落地，3Q 直营放量提速。2019年，公司开始积极与商超、团购、电商合作，开拓机场、高铁站等新渠道。2019年4月19日，茅台面向全国及贵州省本地发布首批商超、卖场公开招商公告，预计各选择3家服务商，分别投放400吨及200吨，总计600吨53度贵州茅台酒。此举彰显了公司积极布局直销渠道的决心，也标志着直销政策的真正落地。5月，集团营销公司挂牌成立，一方面为了实施营销体系改革，反腐倡廉；另一方面则是进一步推动渠道扁平化，拓展终端渠道。此外，在2018年年度股东大会上，公司透露直营店茅台酒及系列酒供应量将提高约1000吨/年，并有望增加直营店的数量。7月18日，公司再次发布招商公告，拟选择3家综合类电商，总计供货量为400吨。2019年下半年，公司通过当年招标的6家商超（华润、大润发以及物美等）、2家电商（天猫和苏宁）、机场（茅台机场等）和其他直销渠道以及与Costco合作销售加快直销渠道放量节奏，2019年第三季度直销收入占比7.01%，同比增长0.14pct，环比增长4.15pct，增幅有限，Q4预计发货再提速。2020年，公司再次强调“扁平化”思路，预计大幅提高自营规模。2020年以来，已有位于江苏、河南、四川、吉林、山东、辽宁、四川及广东的10家区域性卖场成为茅台合作伙伴。

图表77：茅台渠道收入及占比拆分



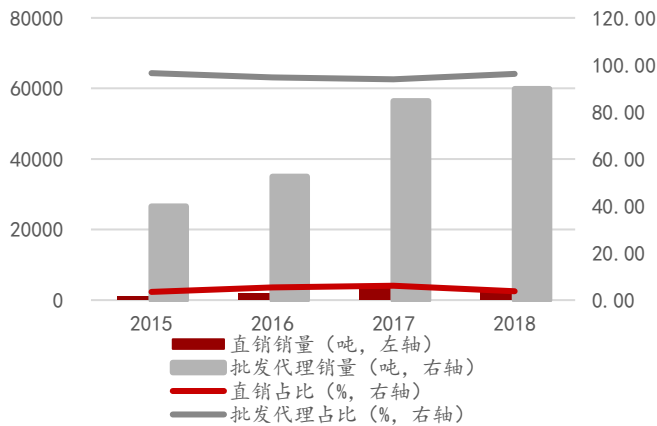
资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表78：单季度直销收入占比

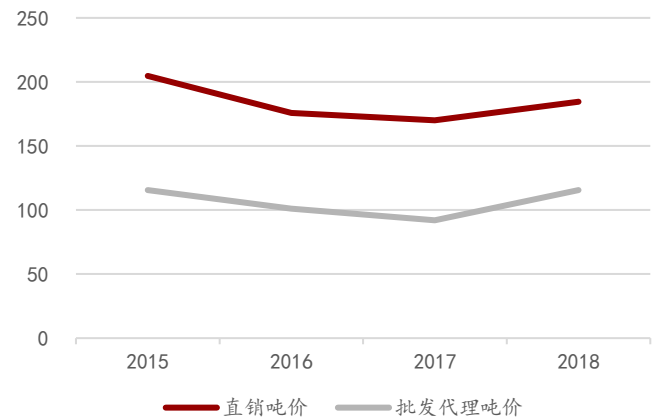


资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表79：茅台渠道销量及占比拆分



图表80：直销吨价远高于经销吨价(万元/吨)



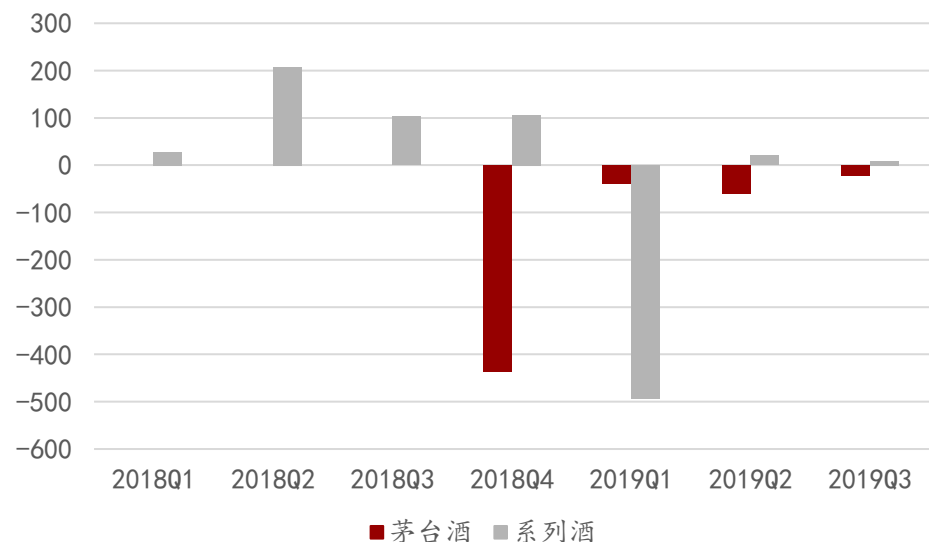
资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

查处违规经销商，推动营销体系健康发展。2018年下半年开始，公司陆续清理茅台酒经销商500多家，2018年查处437家，2019年起清理节奏明显放缓，Q1、Q2以及Q3分别减少39、60及23家，旨在稳定白酒市场价格，建设健康的渠道系统。此次经销商清理共收回茅台酒配额约6000吨，预计将通过直营渠道投入市场。

集团销售方案落地，大部分查处配额将流入股份直营渠道。根据公司于2019年8月10日发布的关于上海证券交易所监管工作函的回复公告，2019年公司将按照不超过2018年末净资产金额5%（56亿元）的标准向茅台集团控股子公司及分公司销售公司产品，销售价格与其他非关联经销商的购货价格相同或定价原则相同。假设2019年扣除集团营销公司的关联交易出售商品金额与2018年保持一致，即25.51亿元，则集团营销公司最多可接受关联交易30.49亿元，按照2018年茅台酒出厂价969元/瓶测算，集团营销公司最多可接受配额约1674吨。因此，我们认为约6000吨的查处配额中约4326吨预计投入公司直营渠道。

图表81：茅台自2018年开始清理经销商

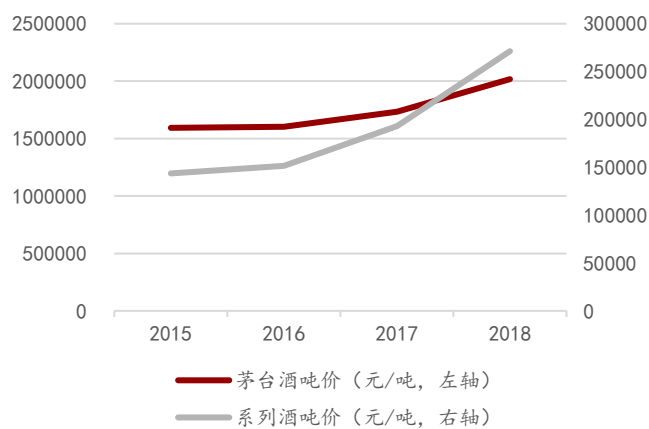


资料来源：公司公告，万联证券研究所

4.2.3 产品结构升级，完成间接提价

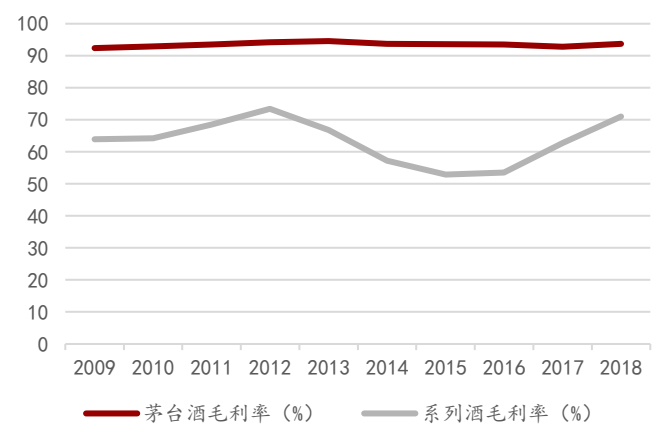
推出非标产品，产品结构持续向上升级，非标产品出厂价较高，拉动吨价上升，起到间接提价的作用。由于茅台酒产销量受限制，价格平稳，公司开发包括年份酒、生肖酒以及定制酒等多款非标产品来推动产品矩阵的结构性升级，提升盈利能力。因为相比于普通茅台酒，非标酒的出厂价及零售价都较高，所以非标酒的占比提高将拉动茅台酒整体吨价。此外，系列酒也借鉴茅台酒的成功经验，布局包括茅台王子酒（戊戌狗年）等非标系列酒产品。产品结构向上升级对均价的拉动效应明显，例如在并未直接提价的2017年，茅台酒及系列酒吨价仍分别同比增长8.28%和27.37%；系列酒的毛利率也从2015年的52.89%持续上升到2018年的71.05%。2019年12月17日，茅台正式发布鼠年生肖酒，共有茅台酒、茅台王子酒以及贵州大曲三个品牌，合计7款产品。我们认为，非标酒的推出不仅可以提高公司产品矩阵的盈利能力，还可以帮助公司夯实高端定位，提升投资收藏价值，也为标准酒提供了一定的价格支撑，保留了一定的提价空间。

图表82：产品结构向上升级拉升吨价



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表83：系列酒毛利率快速提高



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表84：茅台鼠年生肖酒亮相



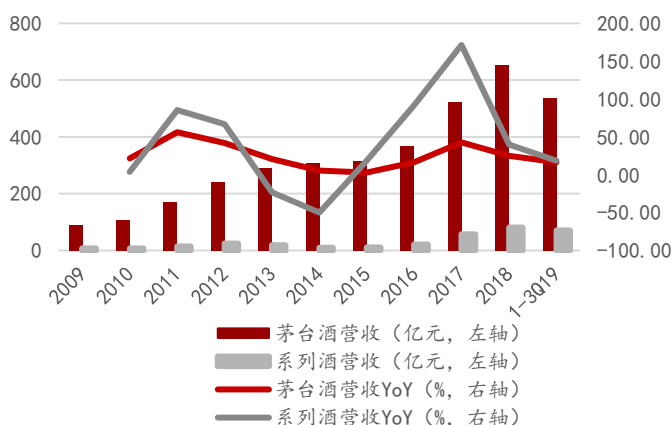
资料来源：互联网资料，万联证券研究所

4.3 “茅台酒+系列酒”双轮驱动，系列酒规模破百亿未来可期

深化实施“133”品牌战略，坚持大单品战略，双轮驱动格局已经形成。2014年，公司成立贵州茅台酱香酒营销公司，将系列酒和茅台酒分开管理。在2015年下半年，时任茅台集团党委书记、总经理李保芳先生提出茅台不能靠一条腿走路，要支持茅台酱香系列酒做大做强，这也是茅台发力打造“双轮驱动”战略格局的开始。2016年，公司实施“133”战略，即打造1个世界级品牌“贵州茅台”，3个全国核心品牌“茅台王子酒+茅台迎宾酒+赖茅”，3个区域性强势品牌“汉酱+贵州大曲+仁酒”，发力推广酱香系列酒。在“133”品牌战略的指导下，坚持“做大单品、做大规模”路线，系列酒依托公司政策（允许三年政策性亏损等）的大力支持，通过茅台酒搭售拉动，营销网络与产品结构不断优化，实现了规模的爆发式增长，形成以茅台王子酒为核心的“1+N”大单品群。回顾2015-2018年，仅仅三年，系列酒营收便从11.08亿元上涨到80.77亿元，增长6.29倍，CAGR93.90%，增速远超茅台酒，系列酒已成茅台新一大增长极。2015-2018年系列酒营收占比也逐年提升，2015年系列酒营收占比仅为3.39%，2018年已达到10.98%，增长7.59pct。我们分析，2015-2017年系列酒的增长主要由销量驱动，2016/2017年销量同比增速高达81.69%/113.19%，2018年系列酒在未增量的情况下，仍然完成80亿元的销售目标，主因产品结构优化，这也标志着“双轮驱动”的格局已经形成。

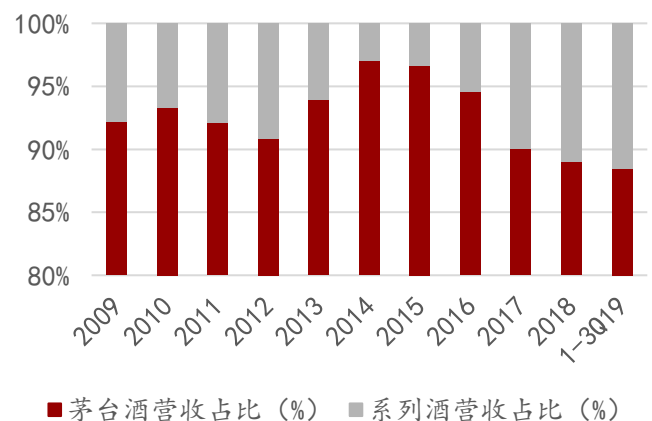
2019年系列酒规模“破百”，未来有望“量价双升”。根据公司第三季度报告，2019年前三季度系列酒营收达到70.38亿元（同比增速18.61%），营收占比进一步上行达到11.56%。在2019年12月18日举行的2019年贵州茅台酱香系列酒全国经销商联谊会上，茅台集团表示旗下酱香系列酒2019年全年预计销量3万吨，实现收入102亿元，同比增长13%。在两年未增量的情况下，系列酒规模仍然连续上涨，突破百亿大关，具有里程碑意义。短期来看，2020年系列酒销量目标仍为3万吨，收入100亿元，积极推动酱香系列酒由高速发展向高质量发展转变。长期来看，系列酒产量提升空间大，2018年，系列酒设计产能2.12万吨，今年茅台系列酒的产能扩建工程将基本完成，未来系列酒基酒产能将提高到5.6万吨，为系列酒量增注入动力。

图表85：近年来系列酒营收增长迅猛



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表86：近年来系列酒占比逐年提高



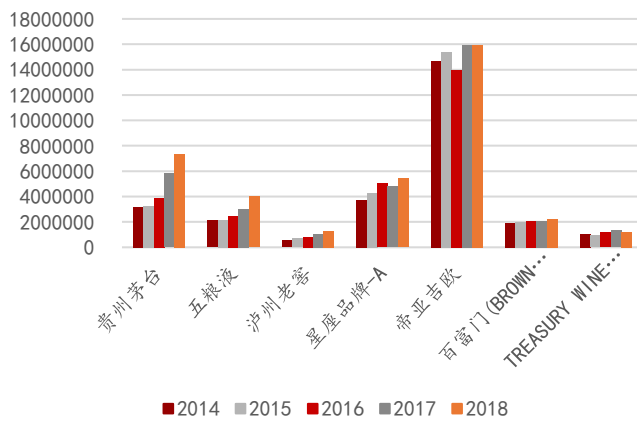
资料来源：公司公告，万联证券研究所

5、财务表现，盈利预测与估值

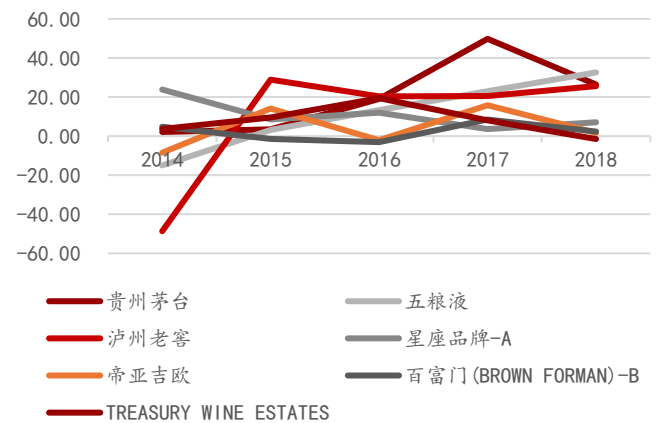
5.1 财务模型健康，盈利能力突出

利润表端表现亮眼：贵州茅台营收规模逐年上升，遥遥领先于国内竞争对手，国内高端酒营收增速高于国际烈酒公司；茅台归母净利全球领先。2014-2018年贵州茅台营收自315.74亿元上升至736.39亿元，CAGR达到23.58%，2018年营收规模远超五粮液（400.30亿元）以及泸州老窖（130.55亿元），但仍远不及国际烈酒巨头帝亚吉欧（1595.31亿元），然而茅台增长率较高，2016/2017/2018年同比增速为18.99%/49.81%/26.49%，远高于帝亚吉欧同期增速。归母净利层面，茅台遥遥领先，2017/2018年分别实现270.79（+61.97%）/352.04（+30.00%）亿元，不仅在国内稳坐第一宝座，更是于2017年反超帝亚吉欧。

图表87：国内高端酒企及国际烈酒巨头营收（万元）



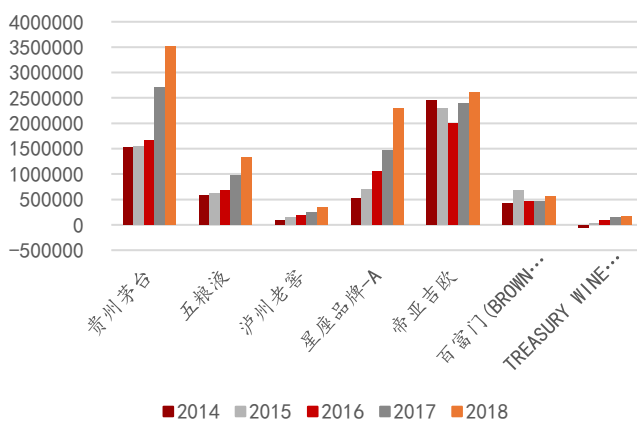
图表88：国内高端酒企及国际烈酒巨头营收增速（%）



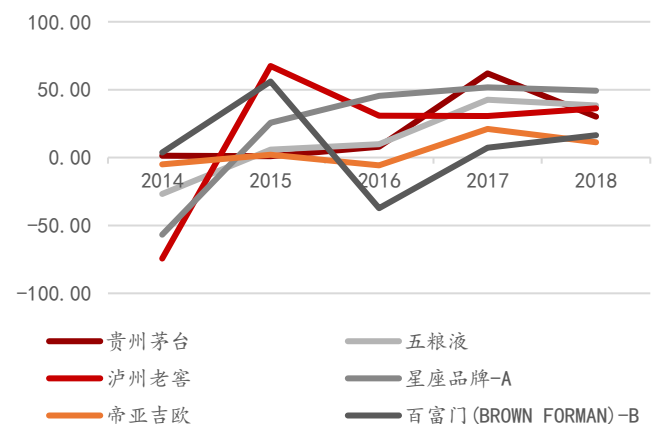
资料来源：Wind，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表89：国内高端酒企及国际烈酒巨头归母净利（万元）



图表90：国内高端酒企及国际烈酒巨头归母净利增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

ROE：国内领先，国际仍具竞争力。2011-2018 年公司 ROE 始终保持在国内高端白酒及国内白酒企业的 ROE 平均水平之上，2018 年达到 31.20%，再次回到 30% 以上。除此之外，8 年间除 2015/2016 年外，公司 ROE 水平始终超过国际烈酒代表公司的均值，近两年再次反超帝亚吉欧。

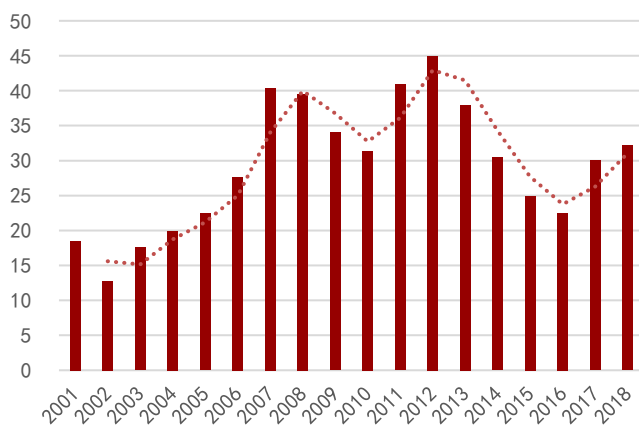
图表 91：国内高端酒企及国际烈酒企业 ROE (%)

国内高端酒	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
贵州茅台	35.07	38.97	35.51	28.73	24.25	22.94	29.61	31.20
五粮液	26.63	31.89	22.09	14.80	14.25	14.41	18.14	21.08
泸州老窖	40.52	45.24	32.53	9.06	14.33	17.48	16.86	20.55
国内高端均值	34.07	38.70	30.04	17.53	17.61	18.27	21.54	24.28
国内白酒均值	25.39	25.34	14.53	8.01	12.11	-2.31	15.43	18.82
国际烈酒								
Constellation	16.63	13.56	0.00	14.54	16.08	22.28	28.82	27.38
Diageo	36.22	34.75	35.32	34.16	30.64	26.31	26.35	30.38
Brown-forman	24.79	36.30	32.43	35.91	68.31	48.83	54.48	50.70
Treasury Wine	2.23	3.06	1.41	-3.55	2.55	4.94	7.47	10.32
国际均值	19.97	21.92	17.29	20.27	29.39	25.59	29.28	29.69
国内外均值	26.01	29.11	22.76	19.09	24.35	22.45	25.96	27.37

资料来源：Wind，万联证券研究所

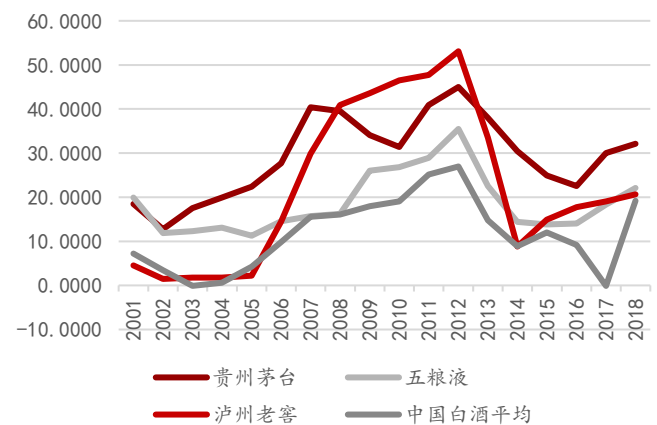
ROIC&ROCE：为了更好地衡量资本的盈利能力以及使用效率，我们采用投入资本回报率（ROIC）以及已启用资本回报率（ROCE）进行分析。**纵向分析**，公司 ROIC 及 ROCE 自上市以来呈现出一定的波动性，主因经济及政策等因素驱动的行业波动，目前正处于高端酒板块性复苏带来的上行趋势中。2018 年 ROIC/ROCE 分别达到 32.14%/43.28%。**横向分析**，近年来茅台 ROIC 在国内处于行业领先地位，2018 年超出高端酒竞争对手五粮液/泸州老窖 10.05pct/11.50pct，超出我国白酒板块（不含贵州茅台）均值 13.7pct。公司 2001-2018 年平均 ROCE 达到 38.66%，在国内外可比公司中排名第一。

图表 92：2001-2018 贵州茅台 ROIC (%)



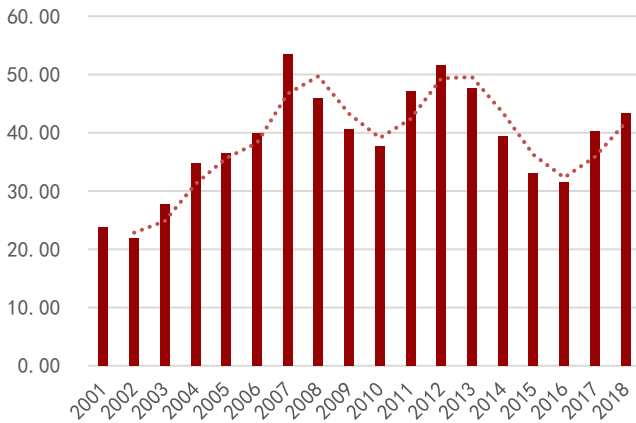
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 93：2001-2018 年我国高端酒企 ROIC (%)



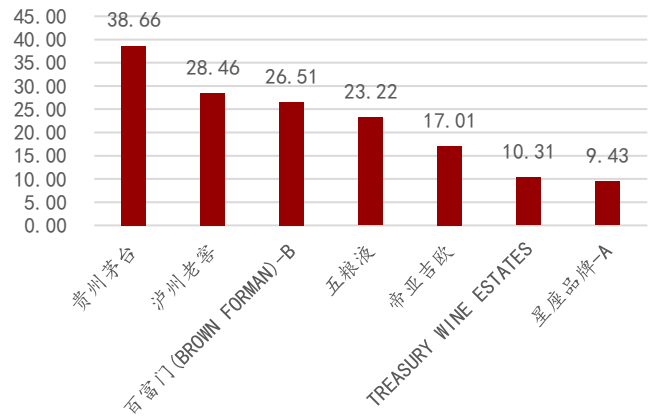
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表94：2001-2018贵州茅台ROCE (%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表95：2001-2018年各酒企平均ROCE (%)



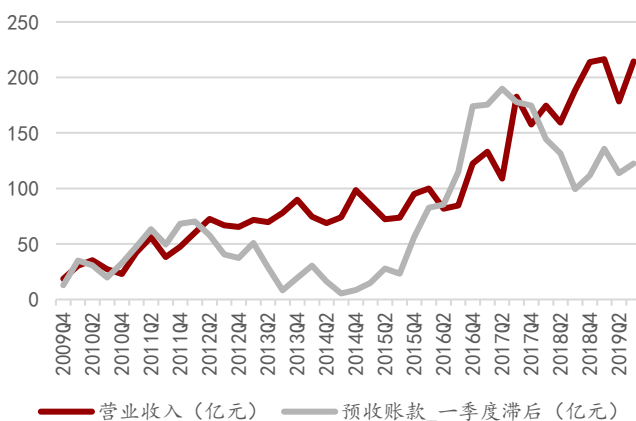
资料来源：Wind，万联证券研究所

注：星座品牌、帝亚吉欧、百富门、Treasury起始年份分别为2005、2006、2004以及2010年

预收款：业绩“蓄水池”，体现渠道掌控能力。由于经销商先打款后收货的商业模式，预收款项对未来业绩有一定的指引性作用，并体现了一定的渠道管控能力。此外，预收款作为业绩“蓄水池”可以对业绩起到一定的调节作用，我们分析近十年的数据发现，2012Q1前营业收入与滞后一季度的预收账款的走势基本相符，而在此后的2012-2015年及2018年至今，公司则通过调节预收款来帮助其业绩实现增长。

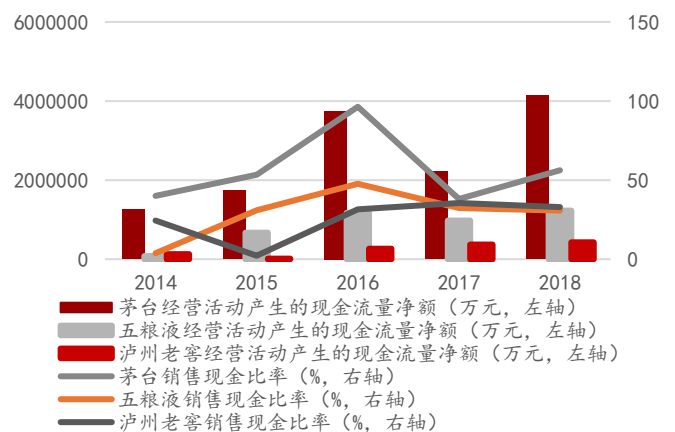
现金流：变现能力强，收益质量好。公司经营活动产生的现金流量净额远高于五粮液与泸州老窖，销售现金比率也处于领先地位，2018年达到56.20%（同比+18.15pct），五粮液/泸州老窖则分别为30.77%（同比-1.58pct）/32.92%（同比-2.61pct），反映了公司较强的变现能力以及更优的收益质量。

图表96：预收款项可作为业绩调节器



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表97：茅台经营现金流充沛，变现能力强



资料来源：Wind，万联证券研究所

5.2 盈利预测与估值

5.2.1 盈利预测及核心假设

● 核心假设

茅台酒

销量端：根据本报告上文分析，短期我们应更加关注销量计划，2017/2018 年计划销量为 2.6/2.8 万吨，实际销量为 3.02/3.25 万吨，任务完成率约为 116%，根据公司 2019 及 2020 年销售计划公告，2019/2020 年计划销量为 3.1/3.45 万吨，计划量同比增长 10.71%/11.29%。通过跟踪 2019 年茅台酒发货情况，我们假设 2019 年茅台酒销量为 3.25 万吨，对应 105% 的任务完成率，受制于 2015 年基酒产量的下滑，19 年任务完成率下滑有逻辑支撑。2020 年，虽然 2019-nCoV 疫情直接打击白酒需求，但预计对高端酒影响较小。贵州茅台反应迅速，实施多举措保证全面有序复工复产，坚持“计划不变、任务不减、指标不调、员工收入不降”既定目标。2020 年，贵州茅台定调基础建设年，更加注重增长的质量，完成目标的底气更足，我们认为公司有能力强完成销量目标，假设 2020 年可实现销量 3.46 万吨。2021 年由于 2016/2017 年基酒产量的上升，预计供给偏紧情况有一定缓解，参考近两年计划量增速，假设销量可达到 3.86 万吨。

吨价端：虽然茅台近期无提价计划，但直销渠道占比的扩大及产品结构的向上升级间接提价。2019 年经销商合同 1.7 万吨，我们根据测算自营店、商超电商、处理经销商配额以及农产品搭售配额等直销渠道投放量假设直销渠道投放 8500 吨，假设直销供货价为 1399 元/瓶，折合吨价为 262.96 万元/吨 (=1399*2124/1.13)，预计直销渠道扩张可提升吨价 8%，叠加产品结构升级，我们假设 2019 年茅台酒吨价可实现两位数的增长。2020 年经销商合同仍延续不增不减的原则，投放量增量部分预计主要加强直销渠道，20/21 年吨价将继续提高。综上，我们假设 2019/2020/2021 年吨价分别达到 2.29/2.38/2.50 百万元/吨。

毛利率：2018 年受益于年底的非标放量，毛利率同比提升 0.92pct，未来在直营落地及产品结构不断向上升级的驱动作用下预计保持稳中有升的态势，2019 年直营推进略慢于预期，叠加 2018 年的基数效应，我们假设 2019 年毛利率增幅趋缓，19/20/21 毛利率分别达到 94.0%/94.2%/94.4%。

系列酒

销量端：根据上文分析，公司将系列酒战略定位从高速发展转向高质量发展，在 2019 年茅台酱香系列酒经销商大会上，茅台表示酱香系列酒将实现营收 102 亿元，销量预计 3 万吨，同时将 2020 年目标定为收入 100 亿元，销量 3 万吨不变，立足“打基础和树品牌”。因此我们预计系列酒未来将稳步放量，假设 2019/2020/2021 年销量为 3.00/3.06/3.21 万吨。

吨价端：系列酒 2019 年在未增量的情况下实现百亿目标，主要受益于产品结构升级带来的吨价上升，2020 年收入目标并未调高，增速预计趋缓。因此，我们假设 19/20/21 年吨价预计为 32.6/36.1/38.7 万元/吨。

毛利率：近年来系列酒依靠主打高端产品，盈利能力提升明显，2017/2018 年毛利率同比提升 9.2pct/8.3pct。2019 年系列酒继续依托产品结构升级发力，因此我们假设

系列酒盈利能力进一步上行。2020/2021 年，公司改变系列酒策略，目标求稳，因此我们假设毛利率趋于平稳，假设 19/20/21 年毛利率分别为 73%/75%/76%。

主要期间费用

销售费用：近年来茅台的快速成长也伴随着波动上行的销售费用率，2017/2018 年销售费用率分别为 4.89%/3.33%，2018 年同比大幅下降 1.56pct，主因当年大力处理违规经销商年底销售费用冲回，18Q4 销售费用为-2.73 亿元。2019 年前三季度销售费用率为 4.12%，Q4 茅台酒投放不顺，收入增长或由系列酒拉动，系列酒因市场地位弱于茅台酒或拉高销售费用率，因此我们假设 2019 年销售费用率同比上升。未来随着茅台酒及系列酒品牌地位的不断提高，渠道体系的逐步理顺，销售费用率将呈下降趋势，我们假设 19/20/21 年销售费用率为 4.8%/4.3%/3.8%。

管理费用：近年来，贵州茅台管理费用率逐年下降，2017 年大幅下降 2.7pct 至 7.73%，主因当年营业总收入高增 52.07%。目前管理费用同比增速低于近 10 年的平均水平，未来随着营收的稳健增长，规模效应显现，管理费用率有望稳中有降。我们假设，19/20/21 年管理费用率分别为 6.6%/6.3%/6.1%。

综上所述，在不考虑 2021 年提价的假设下，我们预计贵州茅台 2019/2020/2021 年实现营业总收入 886/989/1155 亿元，同比增长 14.8%/11.6%/16.7%，实现归母净利润 406/466/553 亿元，同比增长 15.4%/14.7%/18.7%。

● 业绩拆分及预测

图表 98：收入拆分及预测表

项目	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (百万元)	40,155.08	61,062.76	77,199.38	88,647.58	98,943.76	115,465.75
YoY (%)	20.06	52.07	26.43	14.83	11.61	16.70
茅台酒收入 (百万元)	36,714.41	52,394.29	65,487.37	74,410.70	82,387.53	96,444.16
YoY (%)	16.39	42.71	24.99	13.63	10.72	17.06
茅台酒收入占比 (%)	94.52	90.07	89.02	88.40	88.17	88.59
茅台酒销量 (吨)	22,917.66	30,205.52	32,463.95	32,500.00	34,600.00	38,648.20
YoY (%)	15.76	31.80	7.48	0.11	6.46	11.70
茅台酒吨价 (百万元/吨)	1.60	1.73	2.02	2.29	2.38	2.50
YoY (%)	0.54	8.28	16.29	13.50	4.00	4.80
茅台酒毛利率 (%)	93.50	92.82	93.74	94.04	94.24	94.44
pct 变动	-0.12	-0.68	0.92	0.30	0.20	0.20
系列酒收入 (百万元)	2,126.56	5,774.30	8,077.30	9,766.18	11,057.27	12,422.85
YoY (%)	91.86	171.53	39.88	20.91	13.22	12.35
系列酒收入占比 (%)	5.48	9.93	10.98	11.60	11.83	11.41
系列酒销量 (吨)	14,026.70	29,902.84	29,774.46	30,000.00	30,600.00	32,130.00
YoY (%)	81.69	113.19	-0.43	0.76	2.00	5.00
系列酒吨价 (百万元/吨)	0.15	0.19	0.27	0.33	0.36	0.39
YoY (%)	5.60	27.37	40.49	20.00	11.00	7.00
系列酒毛利率 (%)	53.55	62.75	71.05	73.05	74.85	76.35
pct 变动	0.66	9.20	8.30	2.00	1.80	1.50
综合毛利率 (%)	91.51	90.27	91.55	91.95	92.29	92.71

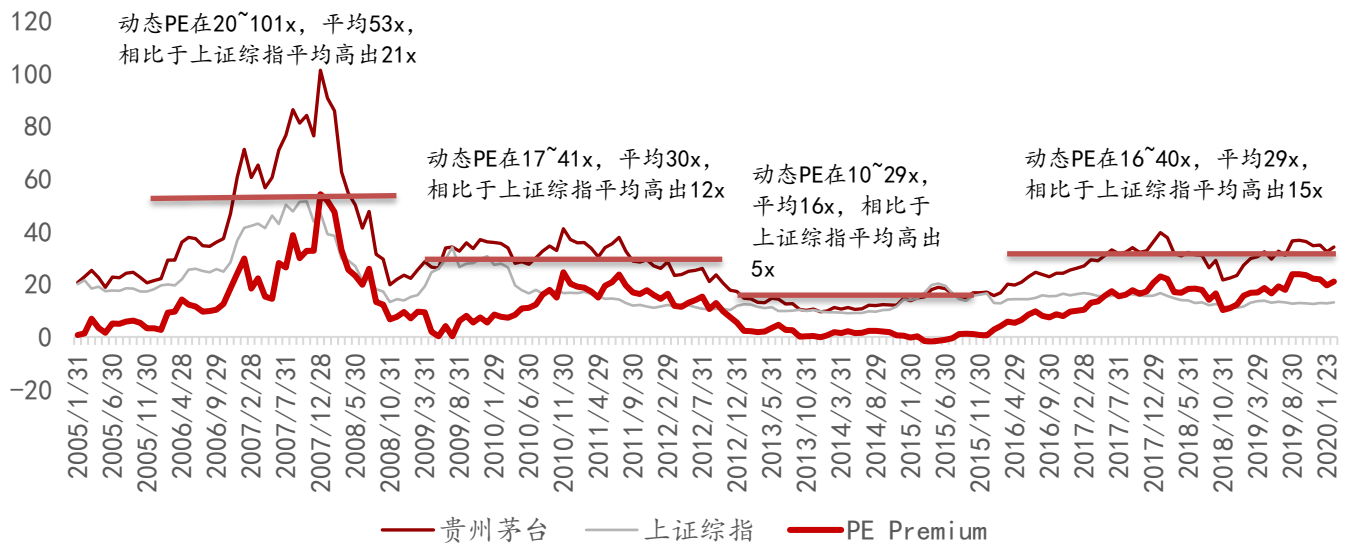
pct 变动	-0.90	-1.24	1.28	0.39	0.34	0.43
--------	-------	-------	------	------	------	------

资料来源: Wind, 公司公告, 万联证券研究所

5.2.2 估值处于合理区间

根据最新收盘价, 贵州茅台动态估值为 34.2 倍。我们分析 2005 年至今公司 PE(TTM) 走势发现, 除 2013-2015 行业深度调整外, 公司估值中枢在 30 倍左右是正常现象, 2016 年至今估值中枢约为 29 倍, 超出上证综指 15 倍左右, 公司目前估值仍处在合理区间。

图表 99: 贵州茅台 PE (TTM) 走势



资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 数据截至 2020 年 2 月 21 日

我们首先选取 10 家国内上市白酒公司作为可比公司进行分析, 10 家上市白酒公司平均 PE (2020E) 为 21.8 倍。白酒板块整体估值低于 2016 年至今的估值中枢, 行业整体受益于其较为确定的盈利模式以及景气周期, 估值合理且仍有向上修复空间, 其中贵州茅台作为绝对的行业龙头, 可享受一定的估值溢价。

图表 100: 国内可比白酒上市公司估值 (截至 2020/02/21)

公司名称	总市值 亿元	EPS				EPS CAGR (%)		PE				PEG 20E
		18A	19E	20E	21E	17-19	19-21	18A	19E	20E	21E	
贵州茅台	13,980	28.02	32.35	37.12	44.05	22.51	16.69	23.3	36.6	30.0	25.3	2.0
五粮液	5,046	3.45	4.51	5.51	6.55	33.05	20.48	16.2	28.8	23.6	19.9	1.1
洋河股份	1,570	5.39	5.62	6.26	7.11	13.07	12.49	17.7	18.5	16.6	14.6	1.5
泸州老窖	1,211	2.38	3.21	3.99	4.83	35.50	22.75	18.0	25.8	20.7	17.1	0.8
山西汾酒	787	1.69	2.83	3.47	4.23	61.02	22.31	21.6	31.9	26.0	21.3	0.0
古井贡酒	672	3.37	4.45	5.55	6.77	39.67	23.39	16.9	30.0	24.0	19.7	1.0
今世缘	412	0.92	1.15	1.43	1.74	26.98	22.93	15.8	28.5	23.0	18.9	1.0
口子窖	288	2.55	3.04	3.52	4.07	27.88	15.74	15.5	15.8	13.7	11.8	0.9
水井坊	232	1.19	1.58	1.98	2.41	51.74	23.36	27.9	30.0	23.9	19.7	0.9

酒鬼酒	115	0.69	0.86	1.17	1.51	25.98	32.43	23.5	41.1	30.3	23.5	0.8
舍得酒业	90	1.01	1.25	1.64	2.24	71.57	33.61	24.0	21.4	16.4	12.0	0.5
均值	1,042	2.26	2.85	3.45	4.15	38.65	22.95	19.7	27.2	21.8	17.8	0.8

资料来源: Wind, 万联证券研究所

备注: 均值不包括贵州茅台, 预测值除贵州茅台外采用 Wind 一致预期

根据茅台的行业地位, 我们选择了国内乳制品及调味品龙头伊利股份和海天味业, 国际三大烈酒巨头以及国际奢侈品龙头 LVMH 作为可比公司进行分析。国内外龙头可比公司目前 PE (TTM) 均值为 34.69 倍, 略高于贵州茅台, 在三大国际烈酒公司中, 百富门 (39.25x) 略高于贵州茅台 (34.16x), 帝亚吉欧与保乐力加动态估值则处在 20-30 倍左右的区间。茅台近年营收及归母净利 CAGR 均远高于可比公司, 成长性优势明显, 当前估值并未明显偏高。

图表 101: 国内外可比上市公司估值 (截至 2020/02/21)

公司名称	总市值 (亿元)	PE (TTM)	营收 2016-2018CAGR	归母净利 2016-2018CAGR
贵州茅台	13,979.97	34.16	38.66	45.11
海天味业	2,831.88	55.87	16.93	23.90
伊利股份	1,872.20	26.66	14.57	6.65
帝亚吉欧	6,631.36	23.59	6.92	14.30
保乐力加	3,323.16	30.15	3.63	15.10
百富门	2,353.17	39.25	4.10	10.38
LVMH	15,694.07	32.61	15.65	30.93
均值	5,450.97	34.69	10.30	16.88

资料来源: Wind, 万联证券研究所

备注: 均值不包括贵州茅台

6、投资建议及风险提示

6.1 投资建议

综合分析，我们认为，**短期来看**，贵州茅台产量逐步释放，直营占比提升，产品结构向上升级间接提价；**长期来看**，消费升级及高消费人群占比上升成为白酒行业的结构性驱动因素，高端酒有效需求进一步释放。受益于高端白酒市场扩容，叠加其强大的品牌力、产品的稀缺性等，公司内在价值有一定支撑。同时，量升通道已打开，未来提价能力及空间较大，提价带来的业绩增长弹性不容忽视。此外，系列酒产能释放可期，“双轮驱动”格局已经形成，将成为公司未来重要的增长引擎；**综合长短期分析**，贵州茅台量价逻辑兼备，业绩确定性强。虽然茅台近期调整，但本质的长期逻辑未变，品牌地位稳固，仍具有行业定价权，供需依旧偏紧。集团营收“千亿”的“桃子”顺利摘下后，茅台步入“后千亿时代”，此时茅台调整战略，强调发展的质量，是为了企业更长久、健康以及稳定的成长，增速自然回落，同时也将带动整个行业的整体良性发展。虽然，在春节期间 2019-nCoV 疫情直接打击白酒需求，但根据消费场景及节前动销情况分析，预计高端酒受到的影响有限。同时，贵州茅台积极应对，坚持“四不变”，我们认为站在全年的角度上，公司有能力和顺利完成销量目标。长期来看，疫情有望加速白酒行业集中度的提升，此时确定性较强的高端酒板块有望收获估值溢价。

我们预期 2019-2021 年 EPS 分别为 32.35/37.12/44.05 元，同比增长 15.4%/14.7%/18.7%，18-21 年 CAGR 达到 16%，我们给出目标价 1262 元，对应 2020 年 PE34x，首次覆盖给出“增持”评级。

6.2 风险提示

1. **宏观经济下行风险**：白酒消费与经济形势息息相关，宏观经济下行或带来商务消费等需求的下降。
2. **食品安全风险**：白酒属于食品饮料板块，白酒行业中若出现食品安全问题，将会降低消费者的信任度，影响消费。
3. **政策风险**：白酒行业受政策影响较大，提示出现抑制白酒消费政策的风险。
4. **疫情风险**：疫情持续时间较长，对白酒终端消费抑制明显。
5. **高端酒景气不及预期**
6. **直营扩张不及预期**

资产负债表

至12月31日	单位：百万元			
	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	137862	159354	185611	218834
货币资金	112075	133172	157365	187912
应收及预付	1746	1891	1830	1793
存货	23507	23801	25872	28518
其他流动资产	534	490	544	611
非流动资产	21985	24182	26329	27926
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	15249	16530	18161	19642
在建工程	1954	2954	3554	3754
无形资产	3499	3415	3331	3247
其他长期资产	1283	1283	1283	1283
资产总计	159847	183536	211940	246761
流动负债	42438	43235	45374	49013
短期借款	0	0	0	0
应付及预收	14755	14529	14688	15324
其他流动负债	27683	28706	30686	33690
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	42438	43235	45374	49013
股本	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375
留存收益	109426	129341	152189	179306
归属母公司股东权益	112839	132760	155609	182726
少数股东权益	4570	7541	10958	15022
负债和股东权益	159847	183536	211940	246761

现金流量表

至12月31日	单位：百万元			
	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	41385	45658	51914	62311
净利润	37830	40642	46630	55340
折旧摊销	1175	1303	1453	1603
营运资金变动	2025	402	74	964
其它	356	3312	3757	4404
投资活动现金流	(1629)	(3841)	(3940)	(3540)
资本支出	(1607)	(3841)	(3940)	(3540)
投资变动	0	0	0	0
其他	(22)	0	0	0
筹资活动现金流	(16441)	(20720)	(23781)	(28223)
银行借款	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	(16441)	(20720)	(23781)	(28223)
现金净增加额	23315	21097	24193	30547
期初现金余额	74928	112075	133172	157365
期末现金余额	98243	133172	157365	187912

资料来源：公司公告，万联证券研究所

利润表

至12月31日	单位：百万元			
	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	77199	88648	98944	115466
营业成本	6659	7140	7632	8413
营业税金及附加	11289	12588	13357	15588
销售费用	2572	4283	4286	4424
管理费用	5326	5850	6232	7042
财务费用	(4)	(7)	(10)	(14)
研发费用	21.95	25.88	28.63	33.51
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	51343	58767	67417	79979
营业外收入	12	11	12	11
营业外支出	527	352	352	352
利润总额	50828	58427	67077	79639
所得税	12998	14814	17030	20235
净利润	37830	43613	50047	59404
少数股东损益	2626	2971	3417	4064
归属母公司净利润	35204	40642	46630	55340
EBITDA	52507	60063	68860	81568
EPS (元)	28.02	32.35	37.12	44.05

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	26.4%	14.8%	11.6%	16.7%
营业利润	31.9%	14.5%	14.7%	18.6%
归属于母公司净利润	30.0%	15.4%	14.7%	18.7%
获利能力				
毛利率	91.4%	91.9%	92.3%	92.7%
净利率	49.0%	49.2%	50.6%	51.4%
ROE	31.2%	30.6%	30.0%	30.3%
ROIC	32.5%	31.3%	30.6%	30.9%
偿债能力				
资产负债率	26.5%	23.6%	21.4%	19.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.2	3.7	4.1	4.5
速动比率	2.7	3.1	3.5	3.9
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	86.5	146.3	144.4	147.4
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	28.0	32.4	37.1	44.1
每股经营现金流	32.9	36.3	41.3	49.6
每股净资产	89.8	105.7	123.9	145.5
估值比率				
P/E	21.05	36.57	29.98	25.26
P/B	6.6	11.2	9.0	7.7
EV/EBITDA	12.0	22.5	18.0	14.8

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场