



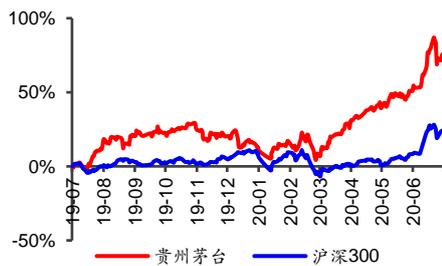
产能释放新周期，量价齐升仍可期

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-07-28

收盘价(元)	1,622.55
近 12 个月最高/最低(元)	1,787/923.80
总股本(百万股)	1,256.20
流通股本(百万股)	1,256.20
流通股比例(%)	100
总市值(亿元)	20,382
流通市值(亿元)	20,382

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：姚启璠

执业证书号：S0010120040033

电话：13795262443

邮箱：yaoqf@hazq.com

相关报告

主要观点：

摘要：2020~2025 年，基酒可支持茅台酒销量年复合增约 4~6.3%，市场扩容和份额增长可保障以产定销。通过涨出厂价、调产品和渠道结构，茅台酒均价未来有望年增 5~10%。假设 2022 年涨一次出厂价，幅度 20%，预计当年归母净利比 2019 年增 47%。茅台 PE 过去 10 年最高，也高于国际烈酒巨头帝亚吉欧，但茅台酒地位独一无二，品牌力超强，抗经济波动等风险能力强，商业价值将随中国经济持续增长，值得溢价。

市场扩容和份额增长可保障以产定销

经济活动扩张、高净值人群增长、收藏投资需求上升推动，估计 2001~2019 年，中国高端白酒市场销量增约 5.6 倍，年复合增约 11%。2000~2014 年，茅台酒销量所占份额从约 39% 升至约 56%，或因产能约束，2019 年降至约 49%。两者合力，2000~2019 年，53 度飞天茅台酒销量增 12.3 倍，年复合增约 14.6%，基本以产定销。茅台是 2,000 元+/瓶市场唯一玩家，能靠价格来调整保证销量，未来仍可以以产定销。

产能释放，支持未来 6 年茅台酒销量年复合增 4~6.3%

2015 年茅台酒基酒产量同比降 16.9%，2016 年恢复至 2014 年水平，会影响 2H19~1H21 可出售成品酒。但通过调整产品结构和留存老酒比例、销售前挪后移等，2020 年销量能增低个位数。2017 年后，基酒产量恢复持续增长，预计 2025 年可出售茅台酒比 2019 年增约 26%~44%，年复合增 4%~6.3%。

涨出厂价和调结构可保均价年复合增 5~10%

2000~2019 年，茅台酒出厂均价上涨 5.75 倍，年复合增约 10.6%，基本与城镇居民人均可支配收入同步。茅台酒主要消费场景是商务接待宴请等，价格与居民收入同步增长，才能满足档次需要，支付能力也才能匹配。2H16 至今，茅台酒市场价格涨幅远超出厂价，但或伴随着供给总量控制和产品结构调整，主导产品 53 度 500ML 飞天茅台酒销量甚至不增反降。考虑茅台酒定位、中国经济持续增长前景、市场价格远超出厂价，未来通过涨出厂价和调结构，茅台酒出厂均价仍能年增 5~10%。

预计 2022 年净利较 2019 年增 47%

假设 2020~2021 年不涨价，2022 年涨价 20%，茅台酒销量每年增中位数，预计 2020~2022 年收入 976、1043、1283 亿元，同比增 9.9%、6.9%、23%，归母净利同比增 8.9%、6.9%、26.5%至 449、480、607 亿元，EPS 35.73、38.2、48.32 元，PE 为 45.4、42.5、33.6 倍。

核心资产，值得溢价，给予“买入”评级

疫情、经济增速波动、经济结构转型给白酒行业带来更大不确定性，但茅台酒地位独一无二，品牌力超强，市场价格与出厂价差巨大，转移经济波动影响的能力强。展望中长期，茅台可涨出厂价收回部分渠道利差，消费升级和份额变化能支持销量增长，价、量仍可齐升，成长前景明确，仍是核心资产，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、白酒行业景气度下行风险。白酒行业景气度与价格走势相关度很高，如果白酒价格下降，可能导致企业营收增速大幅放缓；
- 2、管理层更换易导致业务波动风险。白酒企业受业务策略影响大，如更换管理层，可能会导致企业营收、利润大幅波动；
- 3、政策风险。白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	88,854	97,610	104,301	128,297
收入同比(%)	15.1%	9.9%	6.9%	23.0%
归属母公司净利润	41,206	44,880	47,988	60,704
净利润同比(%)	17.1%	8.9%	6.9%	26.5%
毛利率(%)	91.6%	91.6%	91.7%	92.2%
ROE(%)	33.1%	30.2%	27.6%	29.7%
每股收益(元)	32.80	35.73	38.20	48.32
P/E	49.5	45.4	42.5	33.6
P/B	15.0	12.6	10.9	9.2
EV/EBITDA	33.8	31.2	29.2	23.3

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

一、持续高增长：20 年净利年复合增 30%	6
1.1 历史沿革：“三茅”合并成“茅台”	6
1.2 持续高增长：20 年营收、归母净利年复合增 25.9%、30%	7
1.3 机构长期重仓，核心高管 2018 年后剧变	8
二、产能释放在即，未来量增可期	9
2.1 工艺独特：九蒸八酵七摘酒，一产四存五年成	9
2.2 19 年产量增 8.28 倍，未来 6 年可销量年复合增 4%~6.3%	12
三、以产定销，年复合增 4~6% 无忧	15
3.1 高度茅台酒 19 年增 12.3 倍，基本以产定销	15
3.2 市场扩容和份额提升共振，推动销量增长	15
3.2.1 三因素推动高端白酒市场持续扩容	15
3.2.2 茅台 2,000 元+/瓶市场无对手	17
3.2.3 茅台销量增长潜力仍足：市场增长+份额争夺	18
四、价格 19 年增 5.7 倍，预期年复合增 5~10%	19
4.1 茅台酒 19 年均价增 5.7 倍，年复合增 10.5%	19
4.2 市场价格远超出厂价，出厂价上涨空间足	20
4.3 茅台酒均价年增 5~10% 可期：涨价+结构	23
五 量价仍可齐升，预计 2022 年净利较 2019 年增 47%	25
5.1 预收款余额周期对报表增速影响已小	25
5.2 量价齐升，预计 2022 年净利较 2019 年增 47%	25
5.3 估值虽高位，核心资产值得溢价，给予“买入”评级	26
风险提示	28
财务报表与盈利预测	29

图表目录

图表 1 茅台发展过程中的重要历史事件.....	6
图表 2 20 年营收年复合增 25.9%.....	7
图表 3 20 年归母净利年复合增 30%.....	7
图表 4 茅台酒估计占总营收 85.3% (2019)	7
图表 5 茅台酒毛利贡献占比 87.4% (2019)	7
图表 6 茅台股权结构.....	8
图表 7 17 年至今公募重仓股中茅台持续前三位	8
图表 8 沪港通持股比例稳中有升.....	8
图表 9 茅台上市后核心高管稳定, 2018 年 5 月后两次换帅.....	9
图表 10 生产过程: 九次蒸煮, 八次发酵, 七次摘酒.....	10
图表 11 茅台酒生产工艺流程图.....	11
图表 12 报表公布当年生产基酒, 4 年后的下半年才是成品酒.....	12
图表 13 茅台酒基酒产量 19 年增 8.28 倍, 年复合增 12.4%.....	12
图表 14 实际产能约是设计产能的 1.3 倍, 预计 2020 年产 5.6 万吨.....	13
图表 15 基酒产量与 4 年后成品酒对应比例测算表.....	13
图表 16 根据基酒产量估算可出售成品酒数量.....	14
图表 17 2019 年第一批次酒包装日期较 2015 年晚约一个月.....	14
图表 18 茅台酒销量 19 年增 9.3 倍, CAGR13.1%.....	15
图表 19 53 度茅台酒销量 19 年增 12.3 倍, CAGR14.6%.....	15
图表 20 经济增长尤其投资高速增长推动行业扩容.....	16
图表 21 企业数量持续增长.....	16
图表 22 中国高净值人群快速增长.....	16
图表 23 老酒市场 (收藏) 16、17 年爆发增长.....	16
图表 24 中粮信托发行了三期信托计划投资茅台酒, 总资金规模 3.8 亿元.....	16
图表 25 茅台高端白酒市场份额 2013 年快速增长, 2017 年达顶点.....	17
图表 26 茅台、五粮液价格带早已错位.....	18
图表 27 茅台酒均价 19 年增 5.7 倍, CAGR10.5%.....	19
图表 28 飞天茅台酒出厂价 19 年增 4.44 倍, CAGR9.3%.....	19
图表 29 城镇居民可支配收入 19 年增 5.75 倍, 年复合增速约 10.6%.....	20
图表 30 2H16 至今茅台批价暴涨, 出厂价上涨空间足.....	20
图表 31 报表确认茅台酒销量 2017 年快速增长.....	21
图表 32 推算茅台酒 19 年销量大增, 但主要是 4Q19.....	21
图表 33 2014 年开始, 茅台酒厂持续推动产品结构多元化.....	21
图表 34 产品结构调整或导致标准大单品 500ML 装 53 度飞天茅台酒供给异常紧张.....	22
图表 35 茅台酒价格涨, 经销商盈利大增, 囤货能力增强.....	23
图表 36 生肖茅台酒与大单品茅台酒价差变化.....	23
图表 37 鸡、狗、鼠茅台酒价格已低于当年大单品茅台酒.....	23
图表 38 各类茅台酒出厂价.....	24
图表 39 供经销商渠道茅台酒占比下降.....	24
图表 40 茅台季末预收款余额变化趋势性明显.....	25
图表 41 预收款/下期营收趋势领先季度营收增速趋势.....	25

图表 42 茅台主要产品收入预测表.....	26
图表 43 2020 年预测 PE 十年最高.....	27
图表 44 茅台估值波动性大于帝亚吉欧.....	27
图表 45 茅台归母净利增速远超帝亚吉欧.....	27

一、持续高增长：20 年净利年复合增 30%

1.1 历史沿革：“三茅”合并成“茅台”

茅台是华茅、王茅、赖茅三厂合一。贵州茅台前身，“贵州省专卖事业公司仁怀县茅台酒厂”是 1951 年收购成义烧房（华茅）成立的，1952~1953 年，荣和烧房（王茅）、恒兴酒厂（赖茅）分别划拨给茅台酒厂，于 1953 年划为省直企业，厂名变更为“贵州省人民政府工业厅茅台酒厂”。华茅、王茅分别创立于 1860 年、1879 年，恒兴酒厂始于 1929 年的“衡昌酒房”，生产“衡昌茅台”，1941 年，贵阳赖永初接管并更名为“恒兴酒厂”，“衡昌茅台”也更名为“赖茅”。

1999 年 11 月 20 日，经贵州省人民政府批准，由中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司作为主发起人，联合中国贵州茅台酒厂（集团）技术开发公司（现已更名为贵州茅台酒厂技术开发公司）、贵州省轻纺集体工业联社、深圳清华大学研究院、中国食品发酵工业研究所、北京市糖业烟酒公司、江苏省糖烟酒总公司、上海捷强烟草糖酒（集团）有限公司发起设立“贵州茅台股份有限公司”，2001 年 8 月 27 日在上海证券交易所挂牌交易。

图表 1 茅台发展过程中的重要历史事件

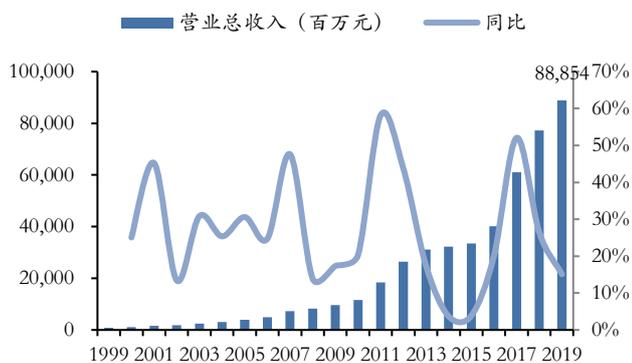
时间	重要历史事件
1951 年	1.3 亿元（旧币）赎买成义（华茅）烧房，正式成立“贵州省专卖事业公司仁怀县茅台酒厂”（简称茅台酒厂）。
1952 年	仁怀县财委会将没收的荣和烧房（王茅）估价 500 万（旧币），划拨给茅台酒厂。茅台酒厂由贵州省专卖事业管理局领导，厂名更为“贵州省专卖事业管理局仁怀茅台酒厂”。
1953 年	“赖茅”商标作为恒兴酒厂无形资产和工业产权，与恒兴酒厂其他财产一并折价划归茅台集团
1953 年	茅台酒厂划为贵州省直企业，由省工业厅领导，遵义地区专员公署代管，厂名更为“贵州省人民政府工业厅茅台酒厂”
1954 年	“贵州省人民政府工业厅茅台酒厂”更名为“地方国营茅台酒厂”。
1955 年	茅台酒商标（车轮牌）在香港、澳门、马来西亚、新加坡等东南亚地区注册。“地方国营茅台酒厂”更名为“贵州省茅台酒厂”。
1975 年	中国粮油进出口公司贵州分公司通知：1975 年出口贵州茅台酒一律使用“飞天”新商标。
1978 年	茅台酒生产突破千吨关，达到 1,068 吨。扭转了连续 16 年的严重亏损。
1999 年	贵州省人民政府批准，由中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司（现已更名为中国贵州茅台酒厂有限责任公司）作为主发起人，联合中国贵州茅台酒厂（集团）技术开发公司（现已更名为贵州茅台酒厂技术开发公司）、贵州省轻纺集体工业联社、深圳清华大学研究院、中国食品发酵工业研究所、北京市糖业烟酒公司、江苏省糖烟酒总公司、上海捷强烟草糖酒（集团）有限公司发起设立的股份有限公司。
2001 年	贵州茅台股票在上海证券交易所成功发行，募集资金 20 亿，8 月 27 日挂牌交易。

资料来源：贵州茅台集团网站，百度百科，华安证券研究所整理

1.2 持续高增长：20 年营收、归母净利年复合增 25.9%、30%

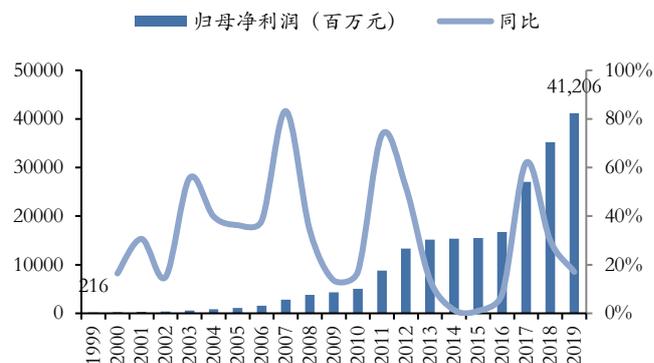
20 年营收、归母净利年复合增 25.9%、30%。1999 年，茅台营收 8.91 亿元，归母净利 2.16 亿元，2019 年，公司营业总收入 889 亿元，归母净利 412 亿元。20 年营收、归母净利分别增约 99.7、191 倍，年复合增 25.9%、30%，可谓 A 股市场高增长的典范。且 2014-2019 年仍保持快速增长，营收、归母净利年复合增 22.5%、21.8%。

图表 2 20 年营收年复合增 25.9%



资料来源：wind，华安证券研究所

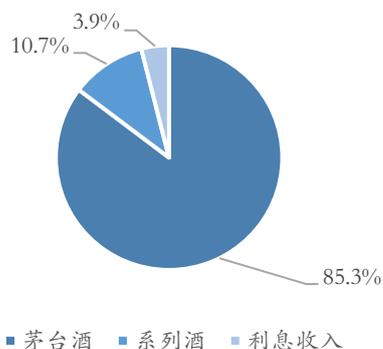
图表 3 20 年归母净利年复合增 30%



资料来源：wind，华安证券研究所

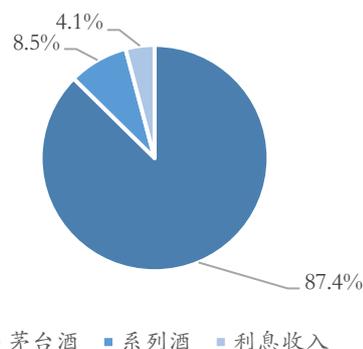
聚焦茅台酒，系列酒初具规模。2019 年，茅台酒占公司营收的 85.3%，毛利贡献占比 86.7%，占绝对主导。连续三年快增后，茅台王子、赖茅、贵州大曲等为代表，系列酒初具规模，税前销售额突破 100 亿，占 19 年公司营收 10.7%，毛利贡献 8.5%。

图表 4 茅台酒估计占总营收 85.3% (2019)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 茅台酒毛利贡献占比 87.4% (2019)



资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 机构长期重仓，核心高管 2018 年后剧变

贵州国资委绝对控股。贵州国资委是贵州茅台 (600519) 实际控制人，通过中国贵州茅台酒厂 (集团) 持有上市公司 58% 的股权。2019 年 12 月 26 日，集团通过无偿划转方式将持有的上市公司 50,240,000 股 (占总股本 4%) 划转至贵州省国有资本运营有限责任公司，后者实际控制人是贵州省财政厅。贵州茅台酒厂集团技术开发公司持有上市公司 2.21% 的股权，由华润雪花啤酒有限公司通过华润雪花啤酒 (遵义) 有限公司绝对控股。至 1Q20，陆股通持有贵州茅台 8.02% 的股权，其他公众股东持股占 27.77%。

图表 6 茅台股权结构

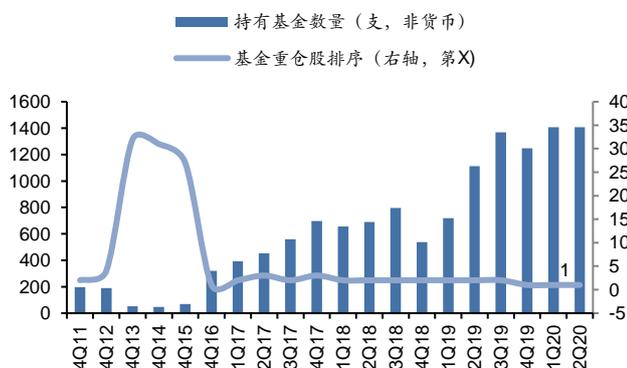


资料来源: wind, 华安证券研究所

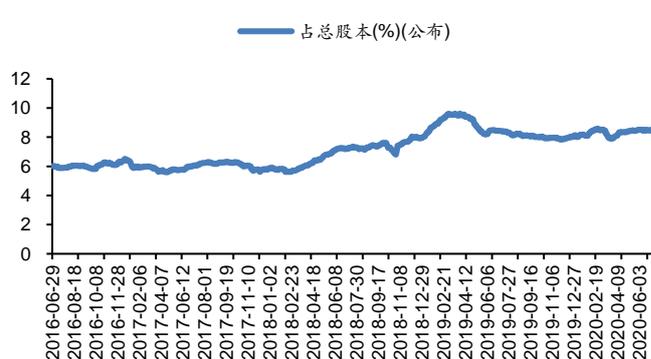
机构长期重仓。17 年至今，以持股市值排序，茅台始终位于公募基金持股前三位，2Q20 有 1408 只非货币基金持贵州茅台，持股市值排名第一。陆股通开通后，香港资金持有茅台比例稳步上升，截止 2020 年 7 月 22 日，陆股通合计持有 1.06 亿股，占总股本的 8.39%。

图表 7 17 年至今公募重仓股中茅台持续前三位

图表 8 沪港通持股比例稳中有升



资料来源: wind, 华安证券研究所



资料来源: wind, 华安证券研究所

18年前核心高管稳定。2001年8月上市后至2018年5月，袁仁国均担任股份公司董事长，且在2007年5月至2010年5月任代总经理。乔洪在2000年12月至2007年5月任股份公司总经理，刘自力在2010年11月至2015年8月任总经理（其中2011年11月~2015年8月代总经理）。上市至2018年5月，茅台核心高管稳定。

2018年5月后两次换帅。李保芳2015年8月任茅台股份公司代总经理，并于2018年5月接任股份公司董事长，继续任代总经理，至2019年7月，李静仁任代总经理。2020年3月，高卫东取代李保芳担任股份公司董事长。2018年5月至今，以股份公司董事长更迭为标志，伴随着总经理等众多高管更换，茅台发展进入新时期。

图表9 茅台上市后核心高管稳定，2018年5月后两次换帅

	股份公司董事长	股份公司总经理
1999年11月~2000年12月	季克良	袁仁国
2000年12月~2007年5月	袁仁国	乔洪
2007年5月~2010年5月	袁仁国	袁仁国（代总经理）
2010年5月~2015年8月	袁仁国	刘自力（2011年11月至2015年8月是代总经理）
2015年8月~2018年5月	袁仁国	李保芳（代总经理）
2018年5月~2019年7月	李保芳	李保芳（代总经理）
2019年7月~2020年3月	李保芳	李静仁（代总经理）
2020年3月开始	高卫东	李静仁（代总经理）

资料来源：WIND，华安证券研究所

*备注：2011年10月之前，季克良任茅台集团董事长，2011年10月~2018年5月，袁仁国任茅台集团董事长，2018年5月至2020年3月，李保芳任茅台集团董事长，2020年3月开始高卫东任茅台集团董事长。

二、产能释放在即，未来量增可期

2.1 工艺独特：九蒸八酵七摘酒，一产四存五年成

工艺独特，九蒸八酵七摘酒。按招股说明书，贵州茅台酒酿酒制造方法独特，每次原料从投入到出酒，要经过二次投料、八次发酵、八次蒸馏、八次烤酒，每次蒸出基酒经鉴定，分酱香、醇甜和窖底香三种香型，分别用陶坛贮存进行陈酿，贮存期越长，其芳香、醇香和回味越好。

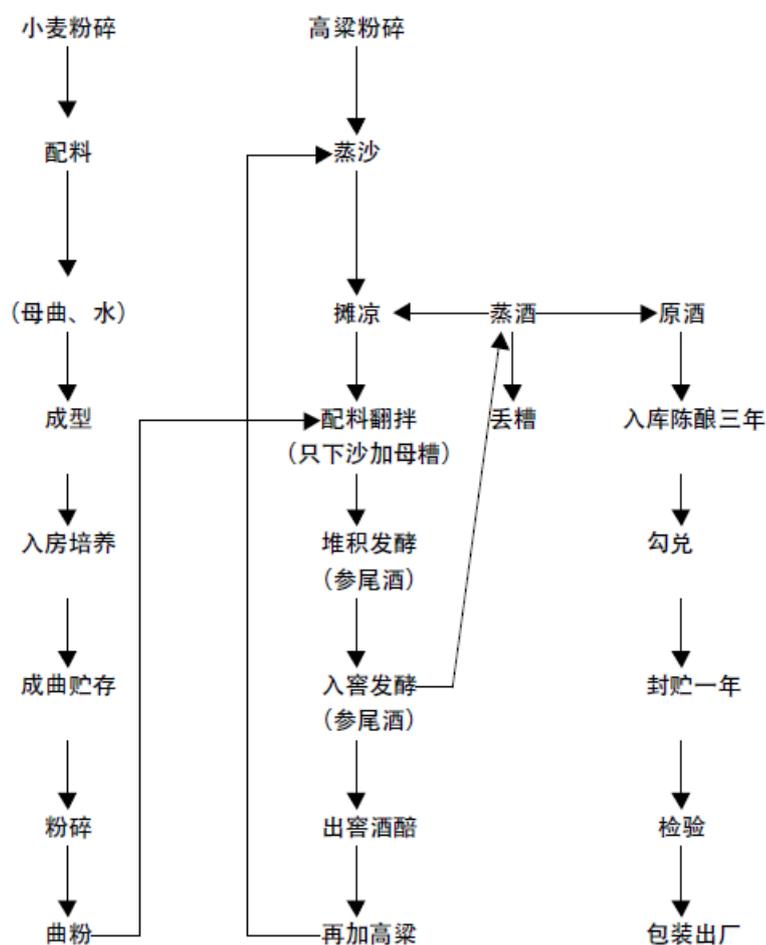
图表 10 生产过程：九次蒸煮，八次发酵，七次摘酒

时间	生产过程	备注
端午始(阳历 6 月或 5 月), 重阳终	制曲	生产 3~6 个月, 部分用于当年, 部分用于第二年
重阳 (阳历 10 月) 第 1 年 11 月~第 2 年 8 月	第一次投料, 投高粱约一半, 第一次蒸粮, 加酒曲, 第一次发酵, 不取酒	称为清蒸下沙, 高粱被称为沙, 第一次投料破碎约 10%, 约 90% 是完整高粱, 称为坤沙
	第二次投料另一半高粱, 第二次蒸煮出酒, 加回酒醅第二次摊凉, 加酒曲, 第二次发酵	称为混蒸糙沙, 第一次蒸酒但不取用
	第三次蒸煮得到熟糟 (醅料), 第一次摘酒, 第三次摊凉, 加酒曲, 第三次发酵	糙沙酒 (造沙酒)
	第四次蒸煮, 第二次摘酒, 第四次摊凉, 加酒曲, 第四次发酵	回沙酒
	第五次蒸煮, 第三次摘酒, 第五次摊凉, 加酒曲, 第五次发酵	大回酒 (大曲酒)
	第六次蒸煮, 第四次摘酒, 第六次摊凉, 加酒曲, 第六次发酵	大回酒 (大曲酒)
	第七次蒸煮, 第五次摘酒, 第七次摊凉, 加酒曲, 第七次发酵	大回酒 (大曲酒)
	第八次蒸煮, 第六次摘酒, 第八次摊凉, 加酒曲, 第八次发酵	小回酒 (小曲酒)
	第九次蒸煮, 第七次摘酒	追糟酒

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 11 茅台酒生产工艺流程图

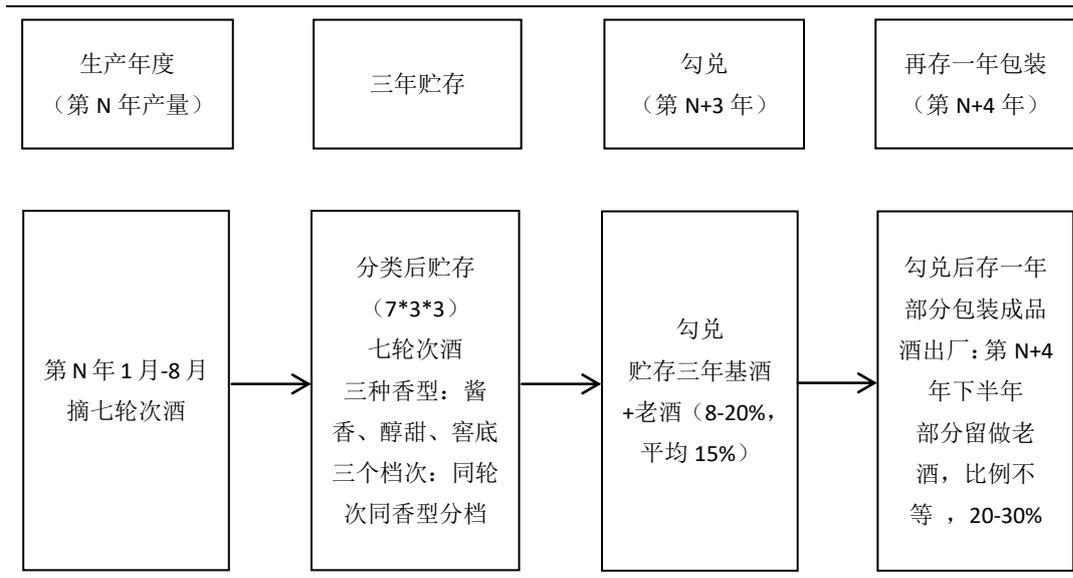
茅台酒工艺流程如下：



资料来源：招股说明书，华安证券研究所整理

一产四存五年成。基酒生产经历一年，财务报表披露当年基酒产量。基酒经三年贮存，再将不同轮次、不同香型半成品酒加入适当比例酒龄更老酒精心勾兑，使各种香味成分更协调，从而勾兑出成品茅台酒；勾兑完成后，需再贮存一年，包装后成品酒可对外销售，此时是日历年度下半年。按茅台酒工艺要求，每年需留存一定量酒用于以后年度勾兑，此比例可变，可认为是勾兑后再贮存一年成品酒的 20~30%，因此，历年生产过程中积累形成了较大数量老酒。

图表 12 报表公布当年生产基酒，4 年后的下半年才是成品酒

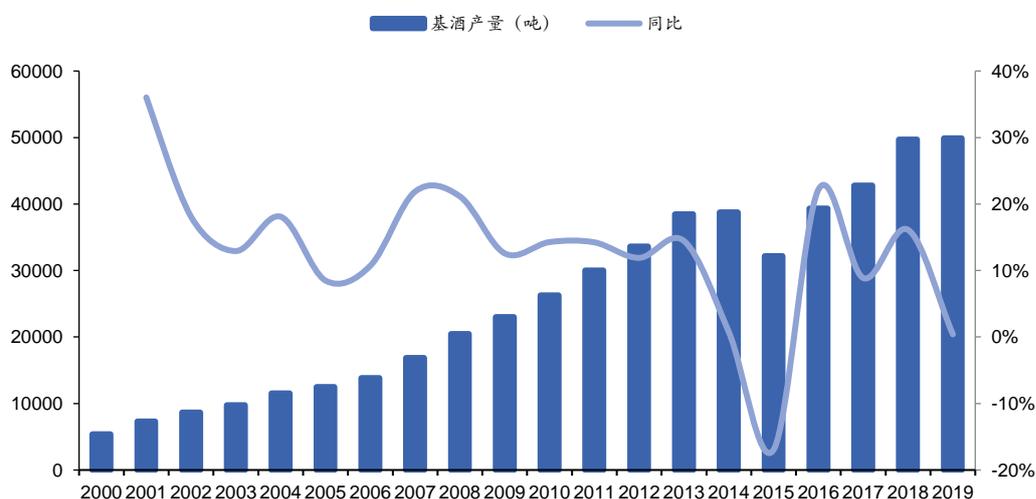


资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

2.2 19 年产量增 8.28 倍，未来 6 年可销量年复合增 4%~6.3%

19 年间基酒产量增 8.28 倍，年复合增 12.4%。2000 年，茅台酒基酒产量 5379 吨，2019 年产量 49923 吨，增长 8.28 倍，年复合增速 12.4%。

图表 13 茅台酒基酒产量 19 年增 8.28 倍，年复合增 12.4%



资料来源: 公司招股说明书, 年报, 华安证券研究所

图表 14 实际产能约是设计产能的 1.3 倍，预计 2020 年产 5.6 万吨

	2016	2017	2018	2019	2020E
(单位: 吨)	2016	2017	2018	2019	2020E
设计产能	32,592	35,952	37,408	38,528	
其中: 下一年使用的产能	1,232	3,360	1,456	1,120	
当年使用的产能	31,360	32,592	35,952	37,408	
实际产能 (实际产量)	39,313	42,829	49,672	49,923	56,000
实际产量/设计产能 (当年)	1.25	1.31	1.38	1.33	

资料来源: 公司招股说明书, 年报, 华安证券研究所

4 年前基酒产量决定成品酒, 有弹性。按生产工艺, 贮存三年后, 基酒勾兑需添一定比例老酒, 8~20% 不等, 2001 年招股说明书披露是 14.86%。勾兑后再贮存一年, 留部分做老酒, 比例约 30%。留存老酒占比较过去应可下降, 因四种主要用途中三种在变: 一是, 保存、勾兑工艺进步, 可降低损耗; 二是, 茅台预期产量增速曲线已平缓, 故为未来基酒产量增长而多留的需求也下降。如产量不增长, 未来勾兑时要添多少比例老酒, 现在就可只留这么多; 三是, 年份酒占销量比例已降低, 如 2011 年年份酒约占茅台酒销量 4%, 2019 年这一比例仅约 2%; 四是开发新产品。

特殊情况, 成品酒可超 4 年前基酒。假设基酒储存勾兑损耗为 3%, 老酒添加比例为 15%, 老酒留存比例 20~30%, 测算成品酒约为 4 年前基酒产量的 78% 至 89%。如果仅留存 15% 老酒, 该比例可升至 95%, 如添加老酒比例增加至 20%, 成品酒量可超过 4 年前基酒产量, 但这应仅为特殊情况。

图表 15 基酒产量与 4 年后成品酒对应比例测算表

	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4
(单位: 吨)				
假设当年基酒产量	10,000	10,000	10,000	10,000
储存勾兑损耗 3%	9,700	9,700	9,700	9,700
3 年后勾兑时添加老酒比例	15%	15%	15%	15%
3 年后勾兑时添加老酒	1,455	1,455	1,455	1,455
3 年后勾兑得到酒总量	11,155	11,155	11,155	11,155
4 年后用于成品酒的比例	70%	75%	80%	85%
4 年后可销售成品酒	7,809	8,366	8,924	9,482
4 年后成品酒/基酒	78%	84%	89%	95%

资料来源: 公司招股说明书, 年报, 华安证券研究所

预计未来6年可出售成品酒增26%~44%，年复合增4%~6.3%。生产流程决定，每年可出售成品酒是跨日历年销售，基酒生产出来后，成品酒大致对应第四年下半年到第五年上半年。按基酒和可出售成品酒比例，可估算N年和N+1年基酒对应4年后可出售成品酒，再取两者均值作为第N+5年可出售成品酒。按酒厂规划，2020年计划茅台酒基酒产量5.6万吨，暂不考虑继续扩产，按78%、89%成品酒比例，2025年可出售成品酒4.37-4.98万吨。2019年报表确认茅台酒销量34,562吨，故2025年可出售成品酒可增26%~44%，年复合增4%~6.3%。

2015年基酒产量低，影响2019~2020年可出售成品酒量，但或可平滑渡过。2015年茅台酒基酒产量同比降16.9%，2016年仅恢复至2014年水平，影响2H19~1H21可出售成品酒。2019年茅台酒销量3.46万吨，酒厂计划2020年出售3.45万吨，均显著超过合理测算值。几方面或可解释：一是年份酒、精品均可用更早年份的基酒，合计每年1500~2000吨。如20190919生产日期精品茅台酒，生产批次是2017~147，意味着是2017年成品酒；二是2015年（甚至2014、2016年）留存老酒比例可能较低；三是2017、2018年可售成品酒数量大于实际销量，多的酒销售时间可能往后挪，保证后续日历年有酒卖。根据我们的跟踪，2019年成品酒包装日期较2015年晚约一个月。

图表 16 根据基酒产量估算可出售成品酒数量

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
单位：吨											
78%估算	21,961	24,814	28,100	30,107	27,660	27,881	32,024	36,075	38,844	41,301	43,680
84%估算	23,650	26,723	30,262	32,423	29,788	30,026	34,487	38,850	41,832	44,478	47,040
89%估算	25,058	28,314	32,063	34,353	31,561	31,813	36,540	41,163	44,322	47,126	49,840
报表销量	19,798	22,918	30,206	32,464	34,562	34,500					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

*备注：2020年报表销量为公司计划数

图表 17 2019 年第一批次酒包装日期较 2015 年晚约一个月

	2015	2017	2018	2019
生产日期（包装箱日期）	20150727	20170727	20180807	20190817
生产批次（成品酒年份-批次）	2015-007	2017-004	2018-007	2019-001
估算当年第一批酒包装日期	20150720	20170723	20180731	20190817

资料来源：华安证券研究所整理

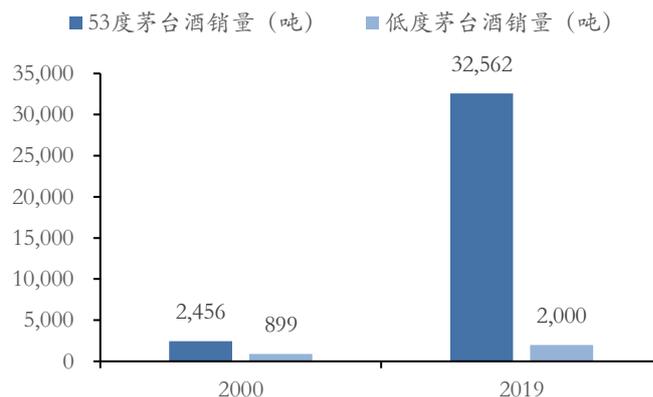
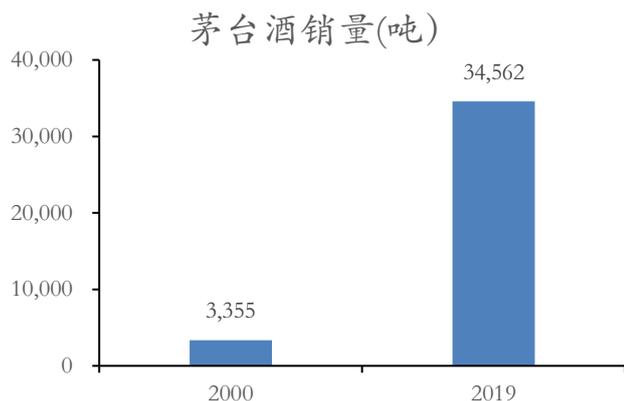
三、以产定销，年复合增 4~6% 无忧

3.1 高度茅台酒 19 年增 12.3 倍，基本以产定销

53 度茅台酒 19 年增 12.3 倍，驱动茅台酒整体增 9.3 倍。2000 年，茅台酒销量 3,355 吨，2019 年销量 34,562 吨，增约 9.3 倍。剔除低度茅台酒，53 度茅台酒（含年份酒等）增约 12.3 倍，年复合增速 14.6%。低度茅台酒（2000 年时有 43 度、38 度，2019 年仅 43 度）19 年增 1.2 倍。53 度茅台酒销量与产量同步，完全以产定销。

图表 18 茅台酒销量 19 年增 9.3 倍，CAGR13.1%

图表 19 53 度茅台酒销量 19 年增 12.3 倍，CAGR14.6%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

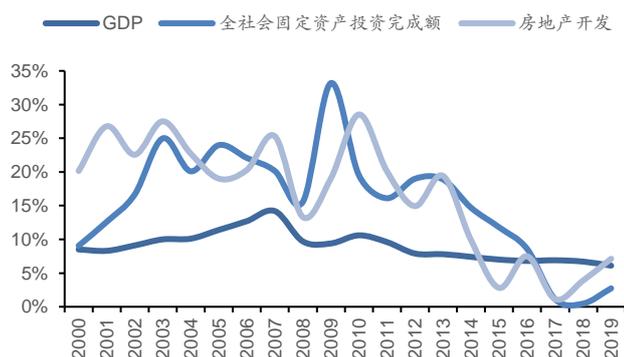
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 市场扩容和份额提升共振，推动销量增长

3.2.1 三因素推动高端白酒市场持续扩容

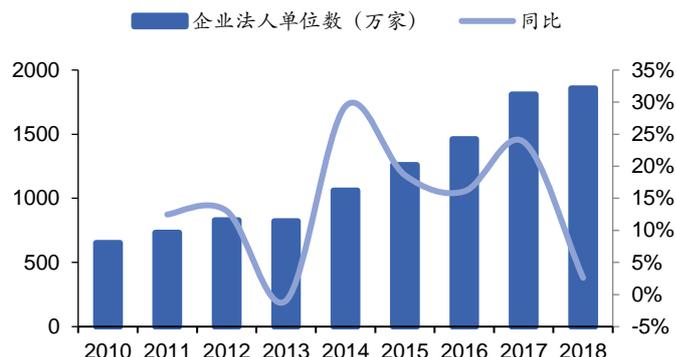
经济持续快增，应是高端白酒市场扩容主要驱动力。商务接待、送礼是高端白酒第一大需求，经济活动越活跃，参与主体越多，需求越多。中国经济持续快速增长，尤其固定资产投资、房地产开发高速增长，参与经济活动企业数量也持续增加，直接刺激了对高端白酒的需求。多年草根调研中，茅台、五粮液经销商普遍反馈，70%~80% 需求源于商务接待、送礼等，所以刚性。需注意，中国经济正在结构转换，固定资产投资增速 2017 年至今明显放缓，且预计将持续放缓，对茅台酒需求的影响值得重点观察。

图表 20 经济增长尤其投资高速增长推动行业扩容



资料来源: wind, 华安证券研究所

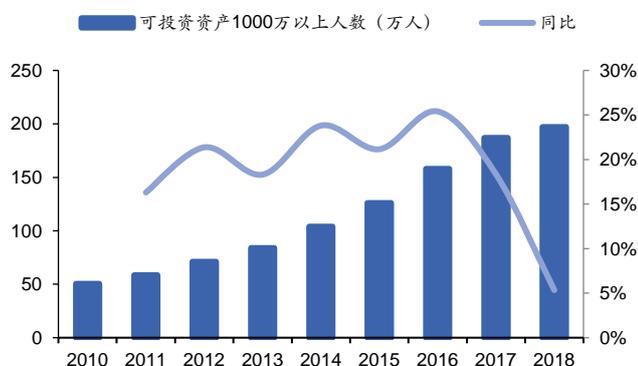
图表 21 企业数量持续增长



资料来源: wind, 华安证券研究所

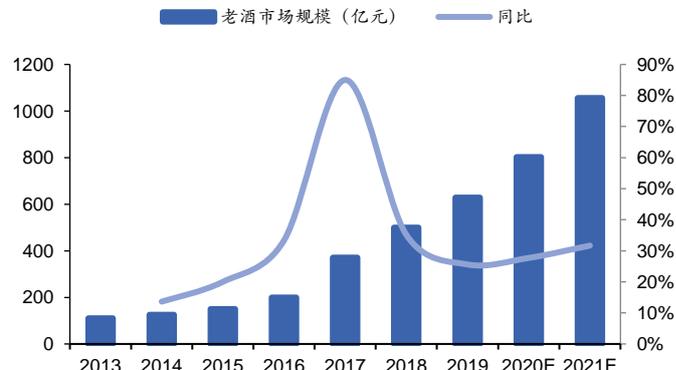
高净值个人、收藏投资助推高端白酒市场扩容。中国高净值人群数量快速增长。根据招行私人财富报告, 2018 年可投资资产超 1,000 万元高净值人群 197 万人, 较 2010 年增长近 3 倍, 他们社交活动中对高端白酒的需求显然也会增长。茅台酒市场价格 2H16 开始从底部回升, 或刺激了老酒收藏、投资属性加速显现。中国酒业协会和歌德盈香公司联合发布了中国老酒指数, 估计 2018 年老酒市场规模达 500 亿元, 较 2013 年增 355%, 且预计 2019~2021 年复合增速将高于 25%。投资属性方面, 中粮信托发行了三期信托产品投资茅台酒, 总资金 3.8 亿元。持续草根调研中, 货源足和渠道能力强的经销商反馈, 客户投资囤集茅台酒是普遍现象。

图表 22 中国高净值人群快速增长



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 23 老酒市场 (收藏) 16、17 年爆发增长



资料来源: 中国老酒指数, 中国酒业协会, 华安证券研究所整理

图表 24 中粮信托发行了三期信托计划投资茅台酒, 总资金规模 3.8 亿元

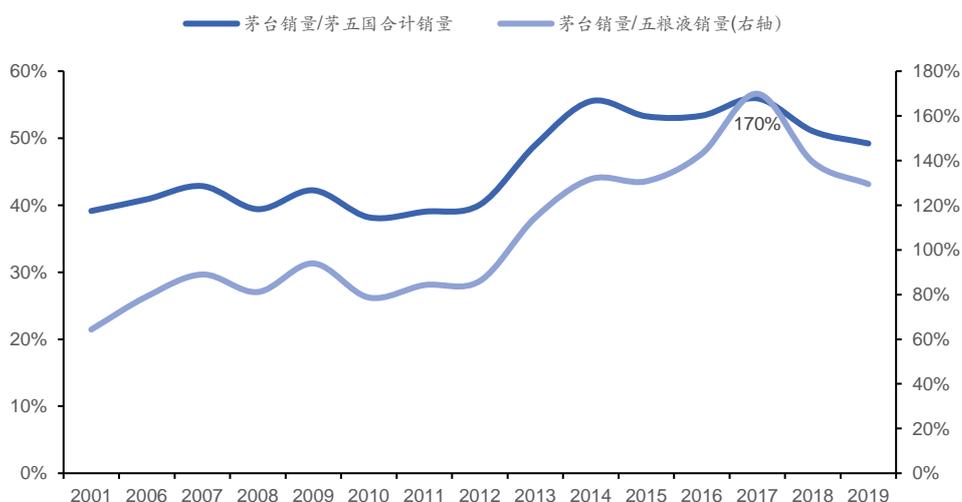
	成立日期	资金规模	运行期限	预期年化收益率
中粮信托·飞天 1 号茅台酒投资集合资金信托计划	2017/3/20	1 亿元	24 个月	6.9%~7.1%
中粮信托·飞天 2 号茅台酒投资集合资金信托计划	2019/7/9	1 亿元	24 个月	9.8%~10.0%
中粮信托·飞天 3 号茅台酒投资集合资金信托计划	2019/8/27	1.8 亿元	24 个月	9.8%~10.0%

资料来源: 中粮信托网站, 华安证券研究所整理

3.2.2 茅台 2,000 元+/瓶市场无对手

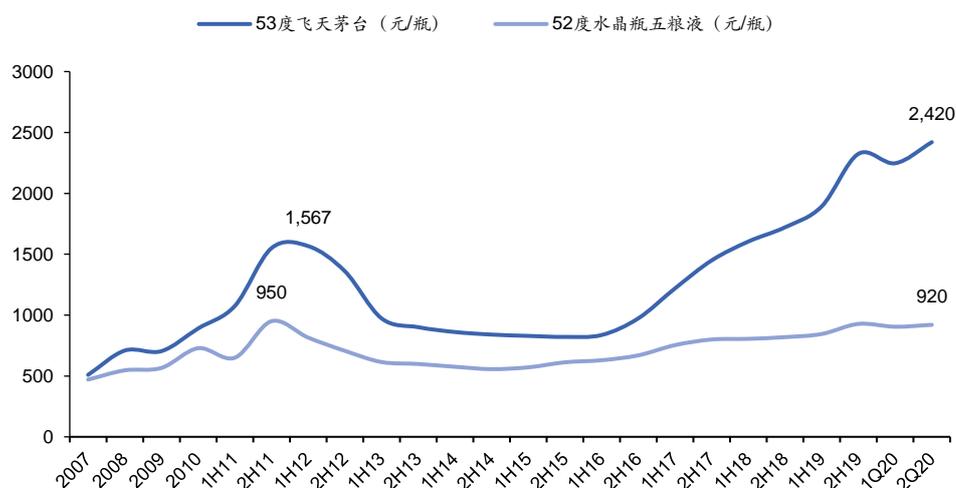
高端白酒行业销量 18 年复合增约 11%，2012 年后茅台市场份额快速提升。高端白酒市场格局稳定，2001 年，茅台、五粮液基本代表整个行业，现在茅台、五粮液、国窖 1573 可代表整个市场。我们估算，2001 年到 2019 年，中国高端白酒市场销量增约 5.6 倍，年复合增约 11%。对比 2001 年，茅台酒市场份额提升明显。尤其 2012 年末打击三公消费，高端白酒行业销量 2013、2014 年连续下降，茅台酒一批价从 2011 年底 1,800 元/瓶降至 2013 年初低于 900 元/瓶，销量逆势增长，市场份额加速上升。或受限于 15 年基酒产能低点拖累，18、19 年茅台酒销量市场份额有所下滑，但仍有 49%，较 2001 年 39% 高 10Pcts。

图表 25 茅台高端白酒市场份额 2013 年快速增长，2017 年达顶点



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2,000 元+/瓶市场无对手，市场地位变化更值得关注。至 2020 年 7 月，53 度飞天茅台酒市场成交价已超 2,500 元/瓶，52 度水晶瓶五粮液市场成交价格约 1,000 元/瓶，国窖 1573 约 900 元/瓶，价差巨大或表明，三者档次已拉开。按价格带细分，茅台是 2000 元+/瓶市场唯一玩家，份额几乎 100%，对比 2001 年，茅台、五粮液市场价格相当，且茅台酒销量当时仅为五粮液酒的 64%。如把价格最高档白酒视为独立市场，2001~2019 年市场销量增 2.25 倍，年复合增约 6.8%，茅台是唯一赢家。

图表 26 茅台、五粮液价格带早已错位


资料来源：华安证券研究所整理

3.2.3 茅台销量增长潜力仍足：市场增长+份额争夺

经济增长支持市场容量持续增长。虽中国经济增速放缓，但市场普遍预期仍有4~5%，且能持续较长时间，经济活动及相应商务社交需求必然持续增长，将推动高端白酒市场容量持续增长。老酒收藏和投资市场波动性可能更大，但茅台酒市场扩大、居民可投资资产增长也应能支持这两个市场增长。

份额争夺是茅台酒销量增长最坚实保障。价格领先表明，茅台酒高端白酒第一品牌地位牢固。高端白酒消费场景主要是社交需求，第一品牌意味着，茅台价格调整能极大地影响份额。2013~2015年已演绎过一次，未来如有必要，也是支持茅台酒销量增长的坚实保障。

综上，预计未来6年，茅台酒销量年复合增长4~6%无忧，与产能基本匹配。

四、价格 19 年增 5.7 倍，预期年复合增

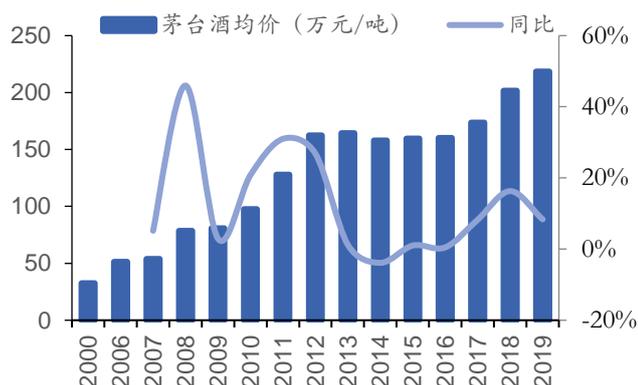
5~10%

4.1 茅台酒 19 年均价增 5.7 倍，年复合增 10.5%

53 度飞天茅台酒出厂价 19 年间增 4.44 倍，产品、渠道结构驱动均价年复合增速提 1Pcts。2000 年，茅台酒出厂均价（不含税）约 32 万元/吨，2019 年约 219 万元/吨，增约 5.7 倍，年复合增约 10.5%。主导产品 53 度飞天茅台酒 2000 年出厂价为 178 元/瓶（含税），2019 年为 969 元/瓶（含税），增 4.44 倍，年复合增约 9.3%，剔除增值税率影响，报表均价（不含税）年复合增约 9.5%。因陈年、精品、订制、生肖等高端产品占比上升，及 19 年削减经销商计划增加售价更高自营、商超渠道销量，两因素合力推动，茅台酒均价年复合增速提高了约 1 Pcts。

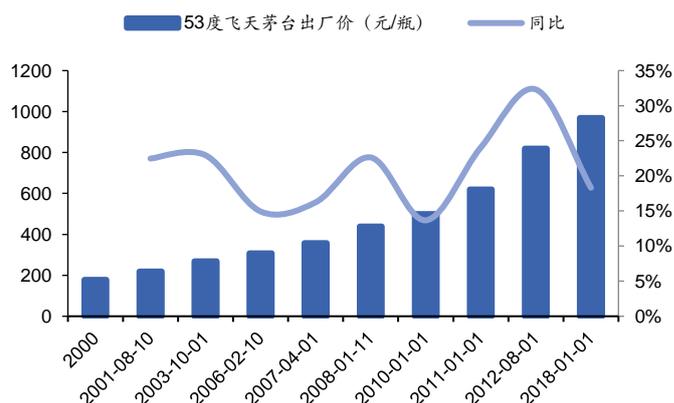
茅台酒出厂价涨幅与城镇居民可支配收入同步。2000 年，城镇居民可支配收入 6,280 元，2019 年增至 42,359 元，增 5.75 倍，年复合增速约 10.6%，与茅台酒出厂价涨幅基本一致。草根调研显示，茅台酒最主要消费场景是商务接待宴请、送礼等，产品价格与居民收入同步增长，才能满足档次和面子需要，另一方面与支付能力匹配，有其合理性。

图表 27 茅台酒均价 19 年增 5.7 倍，CAGR10.5%



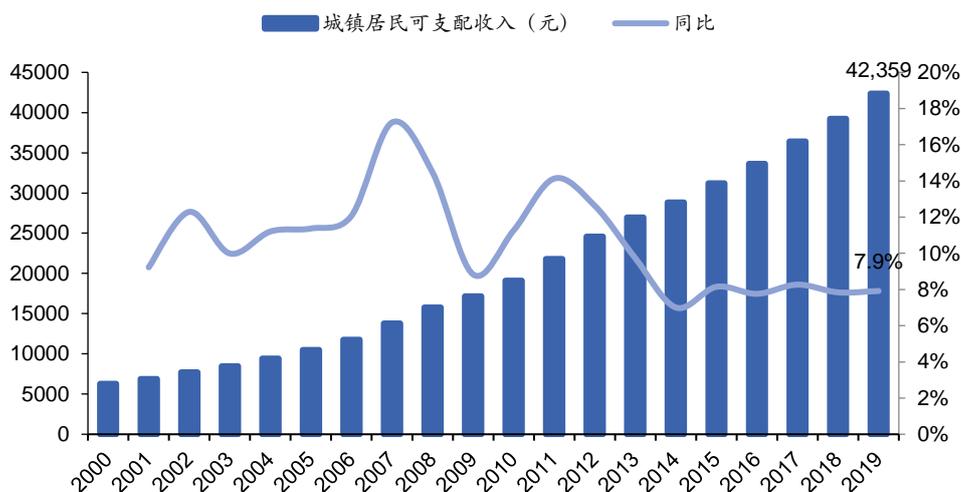
资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

图表 28 飞天茅台酒出厂价 19 年增 4.44 倍，CAGR9.3%



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

图表 29 城镇居民可支配收入 19 年增 5.75 倍，年复合增速约 10.6%

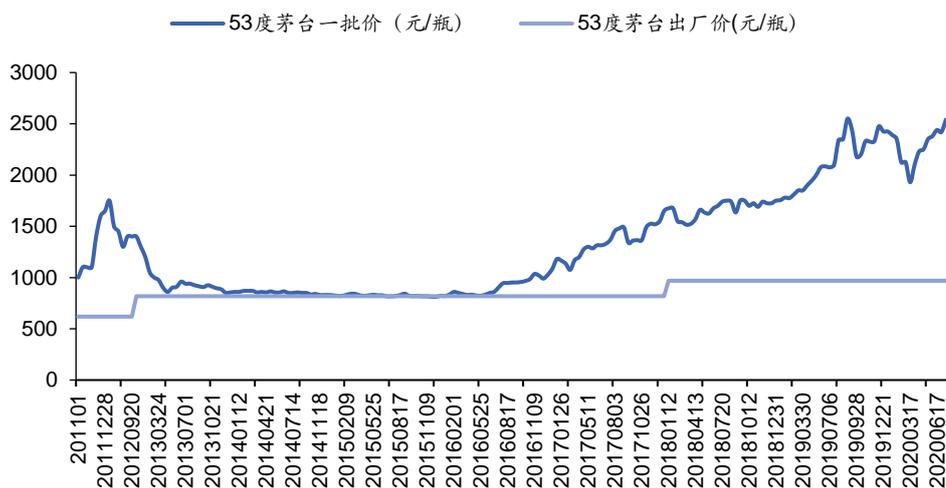


资料来源: wind, 华安证券研究所

4.2 市场价格远超出厂价，出厂价上涨空间足

2H16 开始茅台酒批价暴涨，目前远超出厂价，涨价空间足。严格管理三公费用，迭加酒厂连续三年大幅增加市场供应量，茅台酒市场价格在 2013~1H16 三年半时间里振荡筑底，53 度飞天茅台酒批发价格常年贴近出厂价。此情况 2H16 开始改变，持续草根调研数据显示，53 度飞天茅台酒 2016 年 6 月初批发价仅 830 元/瓶，2020 年 7 月下旬涨至 2,550 元/瓶，涨幅 208%，远超同期出厂价 18% 的涨幅，较 969 元/瓶的出厂价高约 1,581 元/瓶，出厂价上涨有足够空间。

图表 30 2H16 至今茅台批价暴涨，出厂价上涨空间足



资料来源: wind, 华安证券研究所

批价暴涨伴随着茅台酒实际供给收紧。酒厂是先收预收款，再发货。基于草根调研，对预收款进行调整后，估计 2017、2018 年酒厂实际茅台酒投放量远低于报表确认数，2018 年实际出货量甚至可能下降。2019 年，酒厂大幅减少经销商数量，减少经销商的计划转换为供应商超、自营、集团、贵州国资公司，发货主要在 4Q19，故 1~3Q19 酒厂实际投放量仍保持较低水平。总的来说，2H16 至 1~3Q19，茅台酒批价暴涨同时伴随着供给收紧，4Q19 至今流入市场的茅台酒估计也仍紧张。

图表 31 报表确认茅台酒销量 2017 年快速增长
图表 32 推算茅台酒 19 年销量大增，但主要是 4Q19


资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 33 2014 年开始，茅台酒厂持续推动产品结构多元化

产品	基本情况
生肖	2014 年推出第一款生肖茅台酒马年，产量逐年扩大
出口	2015 年开始拓展一带一路，增加茅台酒出口量
开发产品	容量拓展 2015 年开始，陆续推出 1.3L、1.5L、3L、6L、25L 等不同容量产品
	颜色拓展 2015 年开始，陆续推出蓝、红、黑、黄、青等不同颜色茅台
	区域专供拓展 2018 年，推出“茅台粤-粤五羊”和“茅台豫-豫鼎中原”
低度	2018 年 9 月推出低度新品“喜宴”
非 500ML53 度飞天茅台	2H16 开始，酒厂对经销商通过二批商分销的管理逐步从严，尤其标准大单品 500ML 装 53 度飞天茅台酒，但对非 500ML 装产品基本不管，故经销商非 500ML 产品占比上升，比如 50ML、100ML、200ML、375ML、475ML 等

资料来源：华安证券研究所整理

图表 34 产品结构调整或导致标准大单品 500ML 装 53 度飞天茅台酒供给异常紧张

	2016	2017	2018	2019
(单位: 吨)				
可比口径预收款调整后估计销量 (A)	27,444	29,735	28,564	33,952
开发产品 (B)	2,000	4,000	3,000	2,000
低度 (C)	1,300	1,300	1,500	2,000
生肖 (D)	650	800	1,500	1,500
出口 (E)	1,706	1,942	2,022	1,700
直营 (F)	1,600	2,640	1,571	2,052
陈年 (G)	600	750	750	750
关联交易 (H)	909	1,563	1,257	1,370
新渠道 (贵州国资等, I)				6,000
国内经销商到手 53 度飞天茅台酒 (J=A-SUM(B:I))	18,679	16,740	16,964	16,580
同比	1.9%	-10.4%	1.3%	-2.3%
其中:非 500ML53 度飞天茅台酒占 J 的比例 (K)	5%	10%	15%	15%
大单品茅台酒 (L=J*(1-K))	17,745	15,066	14,419	14,093
同比	1.9%	-15.1%	-4.3%	-2.3%
囤货占大单品茅台酒的比例 (M)	5%	10%	15%	20%
囤货量(N=L*M)	887	1,507	2,163	2,819
扣除囤货后流向市场 500ML53 度飞天茅台酒 (O=L-N)	16,858	13,560	12,256	11,274
同比	2%	-20%	-10%	-8%

资料来源: 华安证券研究所整理

*开发产品、低度、陈年、新渠道根据历史草根调研数据估算; 生肖、出口、直营、关联交易根据酒厂年报披露数据估算

产品结构多元化或导致大单品 500ML 装 53 度飞天茅台酒 (以下简称大单品茅台酒) 供给更紧张。2013~2015 年, 大单品茅台酒批价贴近出厂价, 为帮助渠道增加利润, 酒厂推出众多新品, 包括生肖茅台、经销商开发各颜色和容量产品、增量出口茅台、低度等。各类新产品能满足消费者的细分需求, 每类规模不大, 再扣除铺市正常库存, 市场实际流通规模小, 容易引发投资、收藏囤集需求, 推升市场价格, 又进一步强化投资、囤货需求, 并基本退出饮用市场。以生肖茅台酒为例, 酒厂 2014~2016 年依次推出马、羊、猴年生肖酒, 2016 年 6 月份前, 马、羊、猴正常流通, 市场价格仅比大单品茅台酒贵约 50~100 元, 正常饮用。2H16 开始, 马、羊一年时间市场价格涨了 15~25 倍至约 1.7、2.7 万元, 此后猴、鸡、狗、猪均高价运行, 基本退出饮用市场。各类颜色开发产品情况与生肖茅台类似, 出口面向国外市场, 低度产品销售价格低于 1,000 元/瓶不受欢迎, 自营基本流向了黄牛市场。我们估算 2016~2019 年, 大单品茅台酒实际市场投放量不增反降, 供给短缺助推批价上升, 进一步刺激囤货、投资收藏需求。茅台酒市场价格上涨后, 经销商盈利和资金实力大增, 囤酒能力、意愿均会强化, 进一步减少流向市场的大单品茅台酒。

图表 35 茅台酒价格涨，经销商盈利大增，囤货能力增强

	2017	2018	2019
经销商销量 (吨)	16,740	16,964	16,580
市场均价 (元/瓶)	1,348	1,656	2,134
出厂价 (元/瓶)	819	969	969
每瓶盈利 (元/瓶)	529	687	1,165
经销商吨酒盈利(万元, 2124 瓶/吨)	112	146	247
经销商盈利 (亿元)	188	248	410
茅台酒出厂口径销售额 (亿元, 含税)	714	903	1,004

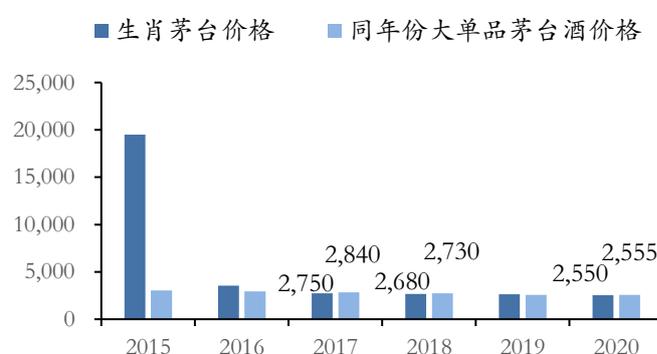
资料来源：华安证券研究所整理

*仅以标准大单品 500ML 装 53 度飞天茅台酒为例测算，考虑经销商有其他产品，其盈利更多

图表 36 生肖茅台酒与大单品茅台酒价差变化


资料来源：华安证券研究所整理

*生肖茅台酒为当年出品，如 2014 年是猴年茅台酒，价格是华安证券研究草根调研积累。

图表 37 鸡、狗、鼠茅台酒价格已低于当年大单品茅台酒


资料来源：茅帝，华安证券研究所

*生肖茅台酒为当年出品，如 2015 年是马年茅台酒，价格是 2020 年 7 月 27 日。

3.3 茅台酒均价年增 5~10% 可期：涨价+结构

茅台酒出厂价持续上涨可期。2,000 元+/瓶以上高端白酒，茅台是唯一玩家，商务宴请接待等，几乎没有替代品。为匹配宴请接待等档次，茅台酒价格有必要保持与居民收入同步增长，居民收入增长又将保证其支付能力。大单品茅台酒一批价 2019 年 8 月达到 2,550 元/瓶，曾一度振荡下跌，7 月 27 日回升至约 2,550 元/瓶，较 969 元/瓶出厂价高约 1,581 元/瓶，茅台酒出厂价上涨无市场压力。

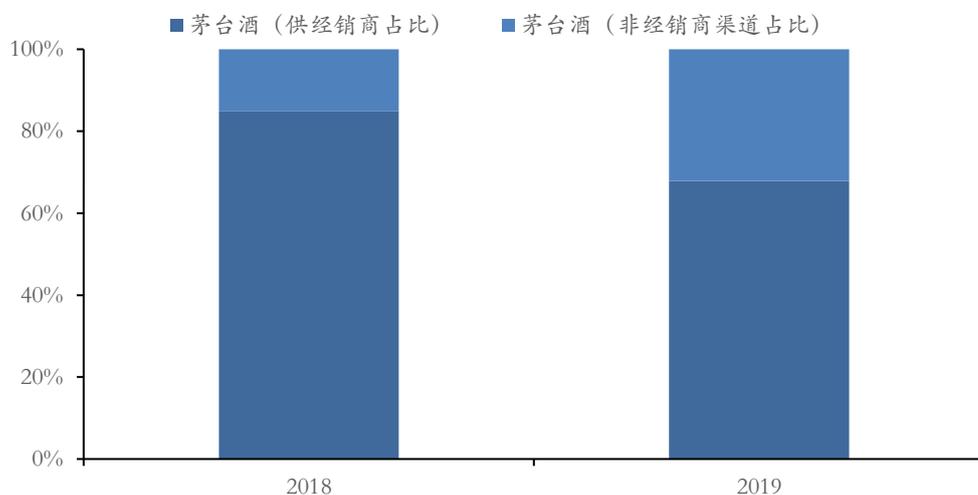
结构转化有望推升均价。一是产品结构方面，公司将继续增加出厂价更高产品销量，如 2020 新推的“走进俄罗斯”、“走进意大利”等，375ML 装出厂价 1,739 元/瓶；二是渠道结构方面，公司 4Q18 至今已减少茅台酒经销商近 700 家，收回的计划量远超 3,000 吨，加上未来增加的销量，可投向供货价更高的渠道，公司 2020 年已加大了自营、商超等新渠道的供给。

图表 38 各类茅台酒出厂价

	出厂价 (元/瓶, 500ML 装)
陈年茅台酒	3,929
精品茅台酒	2,299
生肖茅台酒	1,299
开发产品	1,000+
大单品茅台酒 (自营销售)	1,499
大单品茅台酒 (供商超)	1,299
大单品茅台酒 (供经销商)	969
43 度茅台酒	699

资料来源: 华安证券研究所整理

图表 39 供经销商渠道茅台酒占比下降



资料来源: 华安证券研究所整理

茅台酒均价年增 5~10% 可期。若中国经济持续增长, 靠出厂价上涨和结构调整, 茅台酒出厂均价中长期年复合增速仍可能有 5~10%。因关注度非常高, 出厂价具体上涨时间很难猜测, 或许假设 3 年涨一次较合适。

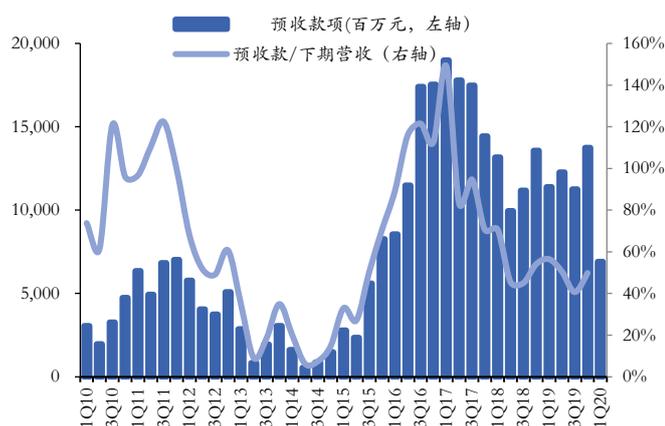
五 量价仍可齐升，预计 2022 年净利较 2019 年增 47%

5.1 预收款余额周期对报表增速影响已小

茅台预收款余额趋势明显，报表易与实际业务脱节。酒厂严格先款后货，经销商打款后收到货物时间非常规范，除非季节性波动，报表预收款规模应与业务量保持一致比例。但酒厂实际预收款季度波幅很大，且呈现明显趋势性上升或下降，报表增速与实际业务发展并非一一对应。

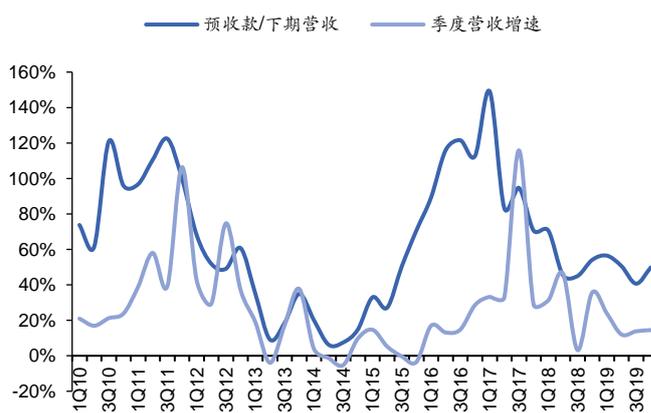
本轮预收款余额周期尾部，报表增速已重回业务驱动。2010 年至今，茅台预收款余额已经历两轮趋势性周期。第一轮是 2010 年至 2014 年，第二轮从 2Q14 开始，预收款余额见底后缓慢修复，3Q15 开始迅速上升，1Q17 见顶后开始下滑。虽酒厂 4Q16 后多次修改经销商打款规则，导致预收款口径大幅波动，但整体趋势依然明显。2019 年每个季末，酒厂都要求经销商额外打款，延缓了预收款余额下降速度，但基本可确认已是本轮周期底部。展望 2020 年及之后，预收款对报表营收增速影响已很低，报表增速或将基本由业务驱动。

图表 40 茅台季末预收款余额变化趋势性明显



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 41 预收款/下期营收趋势领先季度营收增速趋势



资料来源：wind，华安证券研究所

5.2 量价齐升，预计 2022 年净利较 2019 年增 47%

通过留存老酒比例变化、销售前挪后移等多手段平滑后，2020 年销量仍有望增个位数，展望 2021 年及之后，公司新一轮产能释放，能保障年均销量增 4~6%。价格方面，通过产品、渠道结构调整，估计 2020~2021 年茅台酒均价可增中低个位数。综合考虑，我们保守假设 2020~2021 年不提出厂价，2022 年提价 20%，预计 2020~2022 年收入 976、1043、1283 亿元，同比增 9.9%、6.9%、23%，归母净利同比增 8.9%、6.9%、26.5%至 449、480、607 亿元，EPS35.73、38.2、48.32 元，动态 PE 为 45.4、42.5、33.6 倍。

图表 42 茅台主要产品收入预测表

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	88,854	97,610	104,301	128,297
YoY (%)	15.1%	9.9%	6.9%	23.0%
其中：茅台酒				
营业收入 (百万元)	75,802	83,253	89,033	112,052
YoY (%)	15.8%	9.8%	6.9%	25.9%
销量 (吨)	34,562	36,180	37,895	39,697
YoY	6.5%	4.7%	4.7%	4.8%
均价 (万元/吨)	219.3	230.1	234.9	282.3
YoY	8.7%	4.9%	2.1%	20.1%
茅台系列酒				
营业收入 (百万元)	9,542	10,496	11,021	11,572
YoY (%)	18.1%	10.0%	5.0%	5.0%
利息收入				
营业收入 (百万元)	3,510	3,861	4,247	4,672
YoY (%)	-3.4%	10.0%	10.0%	10.0%

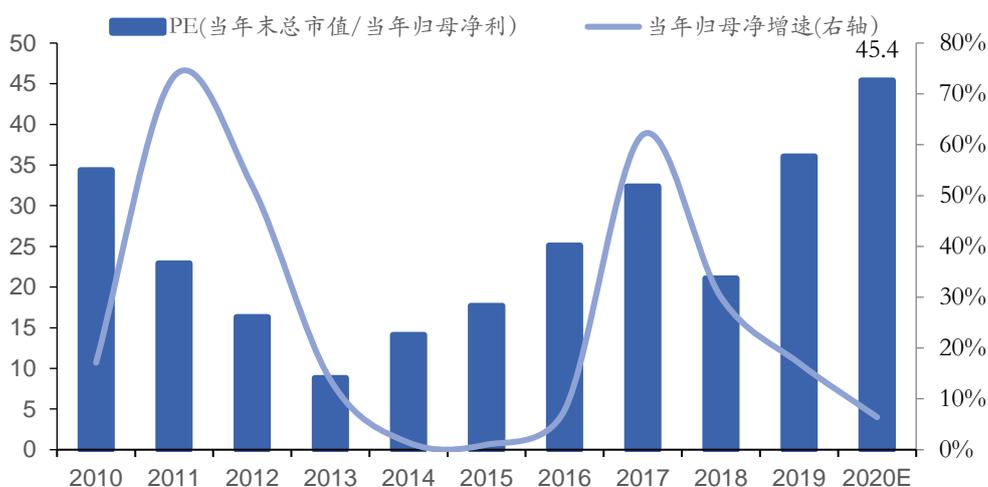
资料来源：wind，华安证券研究所

5.3 估值虽高位，核心资产值得溢价，给予“买入”评级

静态估值升至十年高点。2010 年至今，茅台估值经历了先跌后涨，最底部 2013 年末 PE 仅 8.8 倍，此后一路上涨，2018 年稍有调整，2019 年重拾升势。按 7 月 27 日收盘市值和华安预测 2020 年归母净利计算，目前静态估值是十年最高位。

对标海外，更好成长性值得溢价。对比海外烈酒巨头帝亚吉欧，它的 PE (TTM) 在 20~30 倍间运行。茅台 PE 波动性更大，2020 年预测估值已明显超过帝亚吉欧，但成长性也更好。过去十年茅台归母净利年复增速约 25%，远超帝亚吉欧的 7.3%。茅台酒在中国高端白酒中地位独一无二，帝亚吉欧旗下品牌众多，均难与茅台比较。中国经济持续增长将继续推动茅台酒商业价值上升，成长空间仍大，值得估值溢价。

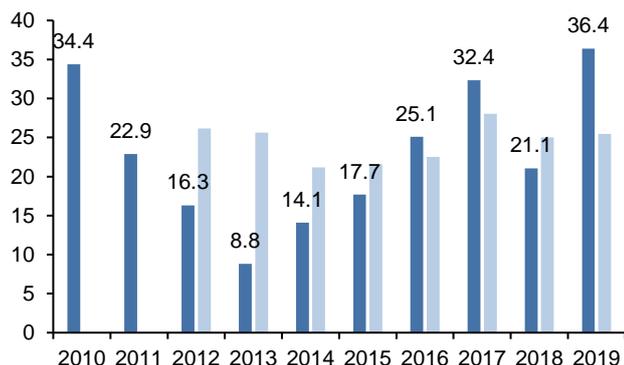
图表 43 2020 年预测 PE 十年最高



资料来源：WIND，华安证券研究所整理

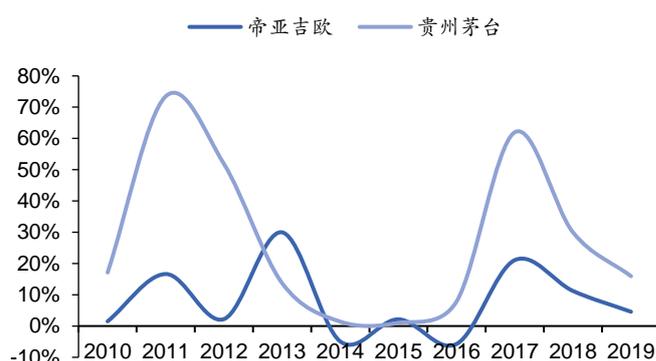
备注：2020E 根据 2020 年 7 月 27 日收盘市值与华安预测 2020 年归母净利润计算。

图表 44 茅台估值波动性大于帝亚吉欧



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 45 茅台归母净利增速远超帝亚吉欧



资料来源：wind，华安证券研究所

无惧经济波动，确定性成长，首次覆盖给予“买入”评级。 疫情、经济增速波动、经济结构转型给白酒行业带来很大不确定性，但茅台品牌力超强，市场价格与出厂价差巨大，转移经济波动风险能力强，业务确定性成长。公司增速放缓已逐步反应，影响也逐渐减少。展望中长期，茅台可涨出厂价收回部分渠道利差，也可享受消费升级和份额变化带来的销量增长，价、量齐升推动，成长前景明确，仍是核心资产，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1) 白酒行业景气度下行风险。白酒行业景气度与价格走势相关度很高，如果白酒价格下降，可能导致企业营收增速大幅放缓。
- 2) 管理层更换易导致业务波动风险。白酒企业受业务策略影响大，如更换管理层，可能会导致企业营收、利润大幅波动。
- 3) 政策风险。白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	159,024	194,753	224,545	275,721	
现金	13,252	46,178	76,524	121,616	
应收账款	1,463	1,160	1,478	1,672	
其他应收款	77	74	84	100	
预付账款	1,549	1,592	1,751	1,989	
存货	25,285	28,616	29,976	34,877	
其他流动资产	117,399	117,132	114,731	115,467	
非流动资产	24,018	24,122	24,207	24,287	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	17,663	17,791	17,863	17,940	
无形资产	4,728	4,705	4,714	4,722	
其他非流动资产	1,627	1,625	1,630	1,626	
资产总计	183,042	218,874	248,752	300,008	
流动负债	41,093	48,548	50,110	61,064	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	1,514	1,570	1,718	1,956	
其他流动负债	39,580	46,978	48,392	59,108	
非流动负债	73	73	73	73	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负	73	73	73	73	
负债合计	41,166	48,621	50,183	61,136	
少数股东权益	5,866	8,884	12,110	16,192	
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	
资本公积	1,375	1,375	1,376	1,378	
留存收益	132,488	157,848	182,936	219,155	
归属母公司股	136,010	161,370	186,459	222,680	
负债和股东权	183,042	218,874	248,752	300,008	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金	45,211	53,779	54,532	70,878	
净利润	41,206	44,880	47,988	60,704	
折旧摊销	1,150	1,106	1,114	1,119	
财务费用	7	-2	-5	-9	
投资损失	0	0	0	0	
营运资金变动	-121,381	4,678	2,102	4,877	
其他经营现金	124,228	3,117	3,334	4,187	
投资活动现金	-3,166	-1,334	-1,293	-1,310	
资本支出	-1,621	-1,334	-1,293	-1,310	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金	-1,544	0	0	0	
筹资活动现金	-19,284	-19,518	-22,894	-24,476	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金	-19,284	-19,518	-22,894	-24,476	
现金净增加额	22,761	32,927	30,345	45,092	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	88,854	97,610	104,301	128,297	
营业成本	7,430	8,168	8,681	10,027	
营业税金及附加	12,733	15,300	16,348	20,109	
销售费用	3,279	3,279	3,443	3,615	
管理费用	6,119	6,608	7,135	7,770	
财务费用	7	-2	-5	-9	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收	-14	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	59,041	64,204	68,639	86,782	
营业外收入	9	9	9	9	
营业外支出	268	268	268	268	
利润总额	58,783	63,946	68,380	86,523	
所得税	14,813	16,048	17,166	21,738	
净利润	43,970	47,897	51,214	64,785	
少数股东损益	2,764	3,018	3,226	4,081	
归属母公司净利润	41,206	44,880	47,988	60,704	
EBITDA	60,292	65,407	69,854	87,996	
EPS (元)	32.80	35.73	38.20	48.32	

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	15.1%	9.9%	6.9%	23.0%
营业利润	15.0%	8.7%	6.9%	26.4%
归属于母公司净利	17.1%	8.9%	6.9%	26.5%
获利能力				
毛利率(%)	91.6%	91.6%	91.7%	92.2%
净利率(%)	46.4%	49.5%	49.1%	49.1%
ROE(%)	33.1%	30.2%	27.6%	29.7%
ROIC(%)	62.1%	36.6%	40.1%	51.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	22.5%	22.2%	20.2%	20.4%
净负债比率(%)	-9.3%	-27.1%	-38.5%	-50.9%
流动比率	3.87	4.01	4.48	4.52
速动比率	3.25	3.42	3.88	3.94
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.49	0.45	0.47
应收账款周转率	87.68	74.43	79.06	81.46
应付账款周转率	5.52	5.30	5.28	5.46
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊	32.80	35.73	38.20	48.32
每股经营现金流	35.99	42.81	43.41	56.42
每股净资产(最新	108.27	128.46	148.43	177.27
估值比率				
P/E	49.5	45.4	42.5	33.6
P/B	15.0	12.6	10.9	9.2
EV/EBITDA	33.8	31.2	29.2	23.3

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。