

**公司深度**
**贵州茅台 (600519)**
**食品饮料 | 饮料制造**
**品牌护城河深厚，茅台业绩增长具有高确定性**
**2021年04月30日**
**评级 推荐**  
 评级变动 维持

**合理区间 2227-2484元**
**交易数据**

当前价格(元)	2026.36
52周价格区间(元)	1250.00-2627.88
总市值(百万)	2545508.97
流通市值(百万)	2545508.97
总股本(万股)	125619.78
流通股(万股)	125619.78

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
贵州茅台	-1.44	-4.24	60.27
饮料制造	8.05	-0.6	93.16

**杨甫**

 执业证书编号: S0530517110001  
 yangfu@cfzq.com

**杨苑**

yangyuan@cfzq.com

**分析师**

0731-84403345

**研究助理**

0731-84403490

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	88854	97993	110687	125422	145951
净利润(百万元)	44215	49980	57013	65117	76282
每股收益(元)	32.80	37.17	42.82	48.91	57.29
每股净资产(元)	108.27	128.42	152.78	180.59	213.18
P/E	61.77	54.51	47.32	41.43	35.37
P/B	18.72	15.78	13.26	11.22	9.51

资料来源: Wind, 财信证券

**投资要点:**

- 极强品牌力构筑茅台最核心的竞争壁垒。**多重因素助力茅台形成深厚的品牌护城河: 1. “世界名酒”称号、“红色文化”基因以及历史上的特殊身份为茅台品牌奠定坚实基础, 卓越的产品品质更为其形成强有力支撑。2. 公司对茅台高端品牌的定位始终清晰, 在发展历程中聚焦核心产品, 牢固树立高端品牌形象, 并通过超高端产品进一步提升品牌高度。3. 价格是高端白酒品牌力最直接的体现, 过去二十年间, 酒企中仅有茅台能实现出厂价穿越周期稳步抬升, 消费者对其品牌地位的认可度增强。4. 公司对品牌建设长期坚守, 积极围绕茅台文化与茅台品质做宣传推广, 营销上紧抓意见领袖, 扩大品牌影响力。
- 渠道体系持续优化助力茅台脱颖而出。**茅台渠道体系的发展经历了四个阶段: 1. 1998-2004年: 由坐商向行商转型, 初步建成市场化营销体系; 2. 2005-2012年: 重点开拓团购渠道; 3. 2013-2015年: 行业深度调整期的渠道拓宽与下沉, 积极承接大众消费需求; 4. 2015年至今: 进一步健全营销网络, 推动渠道扁平化、多元化建设。茅台的渠道结构在变革中持续优化, 当前已形成一个高质量的渠道体系——核心经销渠道稳定, 直营渠道占比提升, 新型渠道建设持续推进。茅台强劲的渠道力进一步凸显。且在强大品牌力以及渠道策略的共同作用下, 茅台形成了对渠道的强掌控力, 保障公司经营战略的较好执行。
- 茅台业绩增长具有高确定性。**受益于强大的品牌力和渠道力, 茅台业绩增长具有高确定性, 未来量价齐升可期。需求方面, 消费升级浪潮推动高端白酒市场扩容, 龙头茅台将深度受益; 茅台深厚的文化底蕴、品牌地位和品牌美誉度使其社交消费需求具有较大粘性, 茅台酒的稀缺性与年份特征为其增添投资与收藏价值。多因素驱动下, 未来茅台产品需求扩张的确定性强。供需关系持续紧张决定了茅台以产定销, 未来随着产能释放, 茅台销量提升有保障。价格方面, 茅台掌握行业定价权, 考虑到茅台需求持续旺盛叠加渠道利润已十分丰厚, 茅台直接提价空间充足; 同时公司推进产品结构升级、渠道扁平化方向明确, 超高端产品放量以及直营比例提升也将持续推升吨价。
- 我们预计, 2021-2023年公司营业总收入分别为1106.87/1254.22/1459.51亿元, 同比增长13.0%/13.3%/16.4%; 归母净利润分别为537.89/614.35/719.68亿元, 同比增长15.2%/14.2%/17.1%; EPS分别为42.82/48.91/57.29元。考虑到茅台长期增长的高确定性, 我们采用DCF估值方法, 从2021年现金流出发, 绝对估值给出公司每股价值2364.9元。从相对估值角度来看, 结合食品饮料其他子行业龙头公司以及海外奢侈品龙头估值水平, 给予公司2021年52-58倍PE, 对应股价合理区间为2227-2484元, 给予公司“推荐”评级。
- 风险提示:** 直营渠道建设不及预期风险; 行业监管趋严风险; 渠道行为不规范导致品牌力受损风险; 宏观经济大幅下行冲击大众消费风险; 消费者白酒消费偏好改变风险。

## 内容目录

<b>1 贵州茅台一枝独秀</b> .....	<b>4</b>
1.1 产品结构：茅台酒与系列酒双轮驱动，茅台酒是盈利主力.....	4
1.2 历史业绩：领先优势明显，呈现高成长性.....	6
<b>2 极强品牌力构筑茅台最核心的竞争壁垒</b> .....	<b>7</b>
2.1 深厚的历史底蕴与卓越的产品品质奠定名酒基础.....	7
2.2 品牌定位明晰，聚焦核心产品，牢固树立高端品牌形象.....	8
2.3 价格与品牌力相互促进.....	9
2.4 坚持品牌建设与维护.....	10
<b>3 渠道体系持续优化助力茅台脱颖而出</b> .....	<b>11</b>
3.1 渠道变革回顾：渠道体系持续优化.....	11
3.1.1 第一阶段（1998-2004年）：市场化营销体系初建成.....	11
3.1.2 第二阶段（2005-2012年）：重点开拓团购渠道.....	11
3.1.3 第三阶段（2013-2015年）：渠道拓宽与渠道下沉.....	11
3.1.4 第四阶段（2015年至今）：渠道扁平化与多元化.....	12
3.2 茅台对渠道具有较强掌控力.....	12
<b>4 茅台业绩增长具有高确定性</b> .....	<b>13</b>
4.1 多因素驱动，茅台产品需求稳健.....	13
4.2 茅台具备强定价权，未来直接提价空间较大.....	14
4.3 产品结构向上升级+直销占比提升间接推升吨价.....	16
4.4 产能稳步扩张，未来量价齐升仍可期.....	17
<b>5 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>19</b>
5.1 盈利预测.....	19
5.2 投资建议.....	20
<b>6 风险提示</b> .....	<b>21</b>

## 图表目录

图 1：公司股权结构图.....	4
图 2：贵州茅台产品分为茅台酒和系列酒两大类.....	5
图 3：贵州茅台收入结构.....	5
图 4：贵州茅台毛利结构.....	5
图 5：2020 年茅台酒与系列酒销量占比.....	6
图 6：2019 年中国高端白酒市场竞争格局（按销量）.....	6
图 7：前五名上市酒企总营收规模（亿元，2020 年排名）.....	6
图 8：前五名上市酒企净利润规模（亿元，2020 年排名）.....	6
图 9：贵州茅台营业收入及同比增速.....	7
图 10：贵州茅台净利润及同比增速.....	7
图 11：茅台酒的生产工艺独特且复杂.....	8
图 12：茅台酒贡献绝大部分酒类销售收入.....	9
图 13：行业深度调整期，高端白酒仅茅台出厂价未降（出厂价单位：元/瓶）.....	10
图 14：茅台营业收入在 2008 年首次超越五粮液，2013 年再次反超后一路领先.....	10
图 15：预收与应收占营业收入的比重.....	12
图 16：行业深度调整期茅台价与一批价（元/瓶）.....	12

图 17: 限制三公消费后茅台酒需求结构趋于健康化 .....	14
图 18: 2019 年白酒细分市场份 额 (按销售收入) .....	14
图 19: 高端白酒出厂价变化 (元/瓶) .....	15
图 20: 茅台出厂价提升空间较大 (元/瓶) .....	15
图 21: 城镇居民可支配收入 (元) 与茅台出厂价 (元/瓶) 具有较强相关性 .....	16
图 22: 城镇居民可支配收入 (元) 与同比增速 .....	16
图 23: 2015-2017 年茅台酒销售收入 (亿元) 与增速 .....	17
图 24: 2015-2017 年茅台酒销售量 (吨) 与增速 .....	17
图 25: 2018 年以来直营渠道销售收入占比持续提高 .....	17
图 26: 2018 年以来直营渠道销售量占比持续提高 .....	17
图 27: 茅台酒设计产能与实际产能 .....	18
图 28: 系列酒设计产能与实际产能 .....	18
表 1: 2020 年上市酒企盈利能力指标排名情况 .....	6
表 2: 2001 年以来茅台共提高出厂价 9 次 .....	15
表 3: 上市以来茅台产能扩张步伐加快 .....	18
表 4: 贵州茅台盈利预测拆分 .....	19
表 5: DCF 估值关键假设 .....	20
表 6: DCF 估值敏感性分析 .....	21

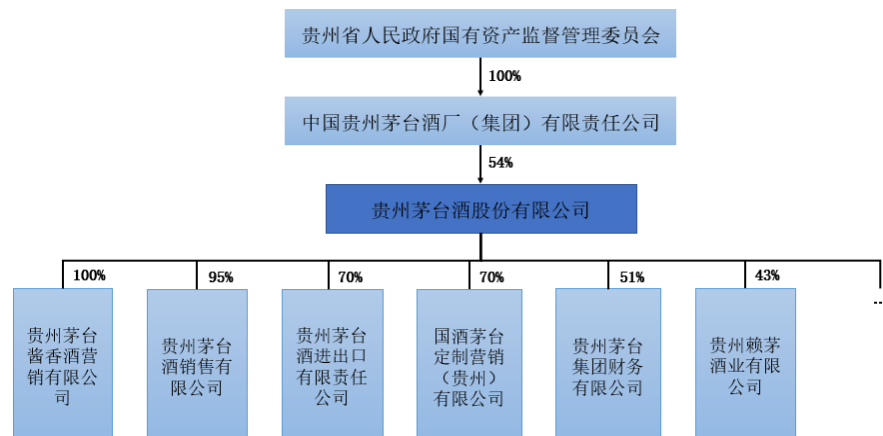
## 1 贵州茅台一枝独秀

贵州茅台酒股份有限公司成立于 1999 年，主营业务为贵州茅台酒及系列酒的生产 and 销售。主导产品贵州茅台酒已有 800 多年的历史，是我国酱香型白酒的鼻祖和典型代表，具有色清透明、醇香馥郁、清冽甘爽、回香持久的特点，与法国科涅克白兰地、英国苏格兰威士忌一并誉为世界三大蒸馏名酒。经过多年发展与沉淀，贵州茅台已成为我国白酒行业的标杆企业，拥有极强的品牌影响力，其产品品质与品牌价值得到了国内及国际社会的高度认可。在英国 Brand Finance 发布的“2020 年全球烈酒品牌价值 50 强”排行榜中，贵州茅台以 393.32 亿美元（约合 2757 亿元人民币）荣膺全球首位。

**历史沿革：**1951 年，贵州省仁怀县人民政府通过没收、接管、赎买等方式，将茅台镇的成义烧房、荣和烧房、恒兴烧房国有化，合并组建成“贵州省专卖事业管理局仁怀茅台酒厂”，1953 年更名为贵州省茅台酒厂。1996 年，贵州省茅台酒厂改制为国有独资公司并更名为中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司（简称“集团公司”）。1999 年 11 月，集团公司作为主发起人出资，发起设立贵州茅台酒股份有限公司。2001 年 8 月贵州茅台酒股份有限公司在上海证券交易所挂牌交易。

**股权结构：**贵州茅台的国资背景稳定，贵州省国资委是贵州茅台的实际控制人，通过中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司持有上市公司 54% 的股权；由贵州省财政厅实控的贵州省国有资本运营有限责任公司持有茅台 4.68% 的股权。贵州茅台酒股份有限公司旗下有多家子公司，其中最重要的两家为贵州茅台酒销售有限公司（上市公司持有其 95% 股份）和贵州茅台酱香酒营销有限公司（上市公司 100% 控股），分别负责茅台酒和系列酒的销售。

图 1：公司股权结构图



资料来源：Wind，财信证券

### 1.1 产品结构：茅台酒与系列酒双轮驱动，茅台酒是盈利主力

公司产品结构清晰，分为茅台酒和系列酒两大类。其中茅台酒又可细分为普通茅台酒（53 度普通飞天茅台、低度飞天茅台、五星茅台）及非标茅台酒（年份酒、生肖酒、精品茅台、纪念酒、特别定制酒等）。系列酒包含“一曲”（贵州大曲）、“三茅”（赖茅、

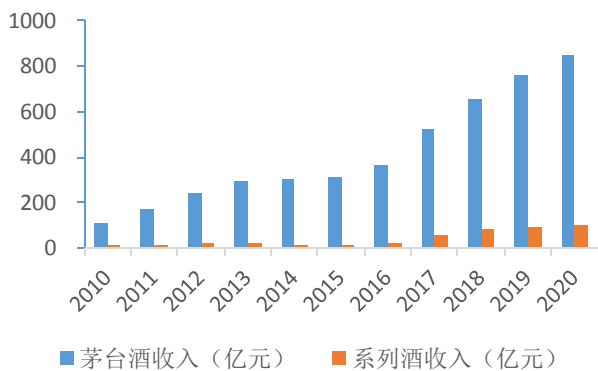
王茅及华茅)、“四酱”(茅台王子酒、茅台迎宾酒、汉酱酒及仁酒)。**茅台酒定位高端与超高端市场，是贵州茅台最主要的业务构成。**2020年茅台酒销售收入848.31亿元，占公司营业总收入的比重为86.6%；茅台酒销量3.43万吨，占比53.6%。公司产品拥有高毛利率，2020年茅台酒的毛利率高达93.99%，高于系列酒70.14%的毛利率水平，茅台酒销售为公司贡献毛利797.33亿元。系列酒中茅台王子酒是公司第二大单品，2019年销售收入37.80亿元，赖茅与汉酱酒也是收入贡献超10亿元的单品。

图 2：贵州茅台产品分为茅台酒和系列酒两大类



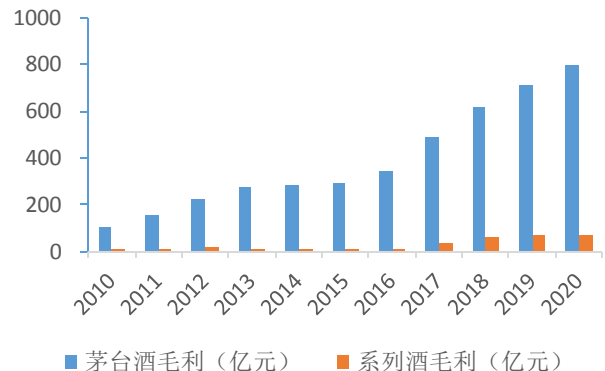
资料来源：公司网站，财信证券

图 3：贵州茅台收入结构



资料来源：公司公告，财信证券

图 4：贵州茅台毛利结构

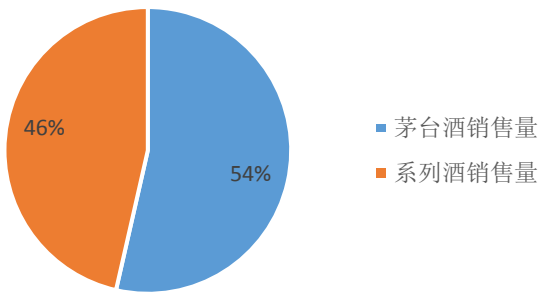


资料来源：公司公告，财信证券

53度普通飞天茅台是公司的核心单品，产品定位高端，长期站稳2000元以上价格带，与其他竞品拉开显著差距，成为高端白酒的价格标杆。2021年春节期间普通飞天茅台一批价整箱/散瓶分别为每瓶3300/2400元左右，与同样定位高端的八代五粮液（890元/瓶）、国窖1573（870元/瓶）相比，茅台在价格上明显领先。普通飞天茅台之上还有超高端的年份酒、生肖酒等非标产品，价格可达每瓶万元以上，持续引领高端白酒价格。从销量来看，2019年53度飞天茅台在高端白酒的市场份额为42.0%，领先于第二名五粮液31.0%，茅台高端白酒龙头地位凸显。

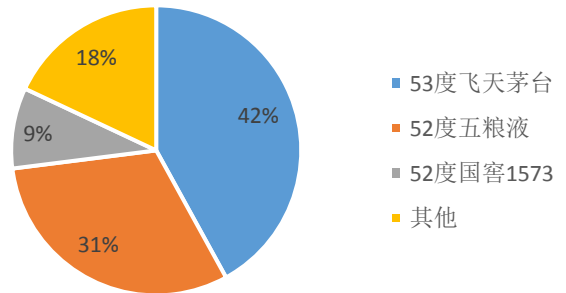


图 5：2020 年茅台酒与系列酒销量占比



资料来源：公司公告，财信证券

图 6：2019 年中国高端白酒市场竞争格局（按销量）

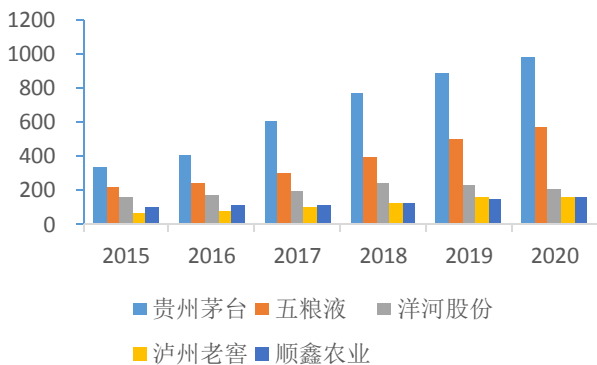


资料来源：前瞻产业研究院，财信证券

## 1.2 历史业绩：领先优势明显，呈现高成长性

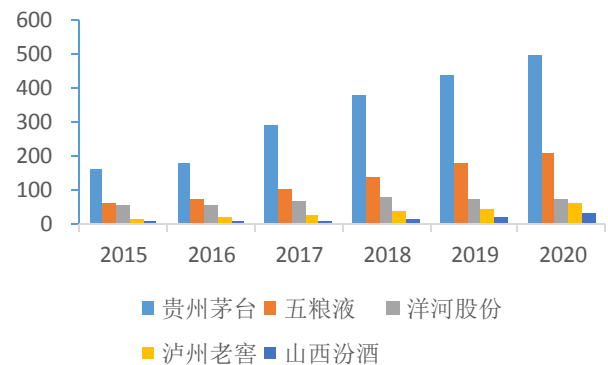
横向比较来看，茅台盈利能力傲居白酒行业第一，行业龙头地位稳固。2020 年公司实现营业总收入 979.93 亿元，净利润 495.23 亿元，毛利率高达 91.4%，净利率 50.5%，盈利能力位居上市酒企前列，且对其他公司保持显著的领先优势，彰显出强大的行业龙头实力。

图 7：前五名上市酒企总营收规模（亿元，2020 年排名）



资料来源：Wind，财信证券

图 8：前五名上市酒企净利润规模（亿元，2020 年排名）



资料来源：Wind，财信证券

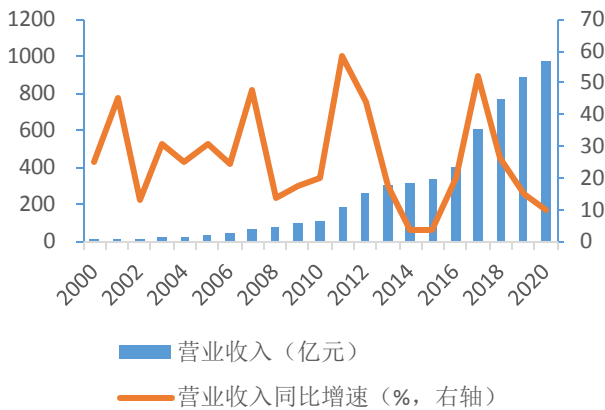
表 1：2020 年上市酒企盈利能力指标排名情况

排名	公司	毛利率	公司	净利率
1	贵州茅台	91.7%	贵州茅台	50.5%
2	水井坊	84.2%	五粮液	36.5%
3	泸州老窖	83.0%	泸州老窖	35.8%
4	酒鬼酒	78.9%	洋河股份	35.5%
5	ST 舍得	75.9%	皇台酒业	32.9%
6	古井贡酒	75.2%	口子窖	31.8%
7	口子窖	75.2%	今世缘	30.6%
8	五粮液	74.2%	迎驾贡酒	27.7%
9	洋河股份	72.3%	酒鬼酒	26.9%
10	山西汾酒	72.2%	水井坊	24.3%

资料来源：Wind，财信证券

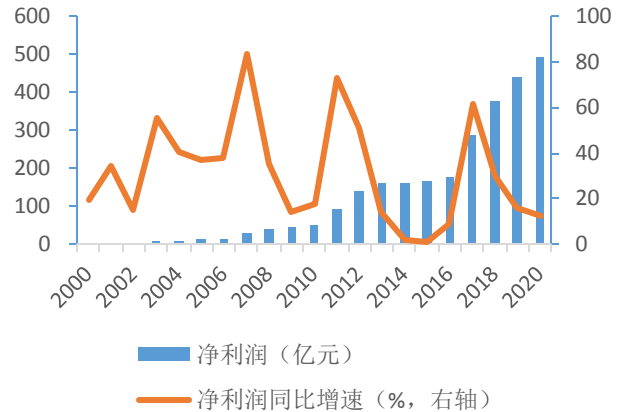
纵向对比来看，上市后的近二十年间贵州茅台展现出高成长性。营收与利润方面，茅台营业总收入/净利润从2000年11.1/2.6亿元增长至2020年979.9/495.2亿元，二十年间平均复合增速分别为25.1%/30.1%，是业绩高成长的典范。即使在2013-2015年行业深度调整时期，茅台依然维持营收与净利润的正增长，展现出较强的抗风险能力。

图 9：贵州茅台营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，财信证券

图 10：贵州茅台净利润及同比增速



资料来源：公司公告，财信证券

## 2 极强品牌力构筑茅台最核心的竞争壁垒

多重因素助力茅台形成深厚的品牌护城河：1. “世界名酒”称号、“红色文化”基因以及历史上的特殊身份为茅台品牌奠定了坚实基础，卓越的产品品质更为其形成强有力支撑。2. 公司对茅台高端品牌的定位始终清晰，在发展历程中聚焦核心产品，牢固树立起高端品牌的形象，并通过推出超高端产品进一步提升品牌高度。3. 价格是高端白酒品牌力最直接的体现，过去二十年间白酒行业几经起落，而仅有茅台能实现出厂价穿越周期稳步抬升，在白酒行业中一枝独秀，消费者对于茅台价格稳中有升的预期不断强化，对其品牌地位的认可度持续提升。4. 茅台超强品牌力还归功于公司对品牌建设的长期坚守。公司不仅积极围绕茅台文化与茅台品质做宣传推广，使得“高端白酒第一品牌”形象深入人心；同时在营销上紧抓意见领袖，对核心消费群体进行重点培育，制造消费需求并扩大品牌影响力。

### 2.1 深厚的历史底蕴与卓越的产品品质奠定名酒基础

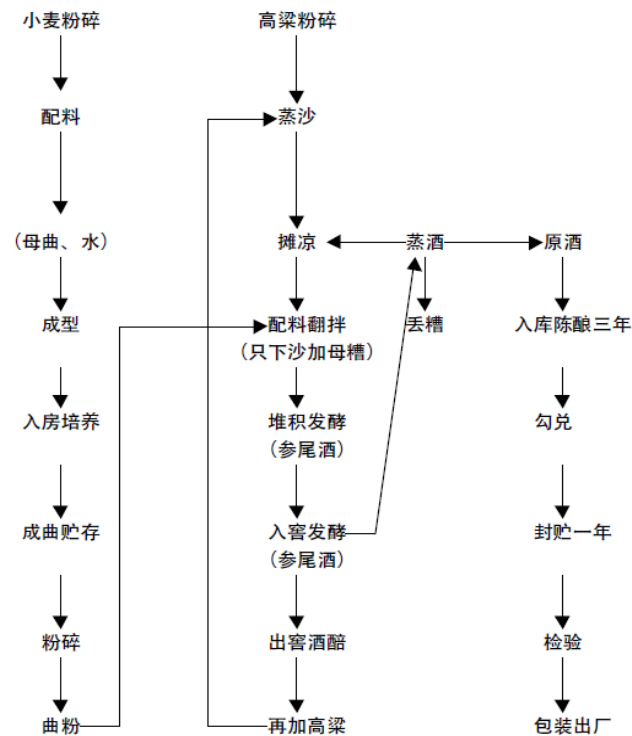
**历史底蕴深厚，茅台拥有国酒文化内涵。**早在1915年巴拿马万国博览会上茅台被誉为“世界名酒”；20世纪30年代茅台酒为红军解乏、消毒疗伤，为茅台品牌植入了“红色文化”基因；新中国成立之后，茅台酒不仅多次成为国家重大宴会的主酒，还作为重要外交礼物由国家领导人赠与外宾；在国家发展艰难时期，茅台又承担了出口创汇的重要责任，为新中国换来宝贵外汇。悠久而光荣的历史、深厚的文化底蕴、“国酒”的特殊身份强力支撑了茅台品牌。

**精良的产品品质是茅台强品牌力的基石。**茅台酒的生产对原材料要求较高，需要用到茅台镇附近特殊的“红缨子”高粱；生产工艺独特且复杂，基酒的生产需要经历两次投料、七次取酒、八次摊晾、九次蒸煮等环节，耗时约1年。产出的基酒在陈酿3年后

进行勾兑，勾兑完成后仍需贮存 1 年左右的时间才能出厂销售。茅台酒从开始投料生产到出厂的整个周期历时 5 年左右，明显长于其他白酒。考究的酿造工艺以及较长时间的陈贮赋予了茅台独特的酱香型风味，同时也决定了茅台酒的稀缺属性。公司在发展历程中始终强调产品质量，不断总结与改进生产技术，保证出厂茅台酒的高品质，为品牌发展打下坚实的基础。也正是因为酒品上乘，茅台才能深受老一辈领导人以及消费意见领袖的青睐，并获得见证诸多重要历史事件的机会。

**茅台酒酿造环境不可复制，增厚品牌壁垒。**茅台酒生产区域仅限于贵州省仁怀市茅台镇中上游地段，紧靠赤水河东岸一侧。曾经两次异地生产茅台的试验工程均以失败告终，原因或为茅台酒的生产依赖于茅台镇特殊的地理气候环境，以及当地微生物菌群。2001 年，国家质量技术监督局宣布对茅台实施原产地域保护，2013 年保护地域面积扩大到 15.03 平方公里，对原产地地理资源的垄断权也增厚了茅台的竞争壁垒。

图 11：茅台酒的生产工艺独特且复杂



资料来源：招股说明书，财信证券

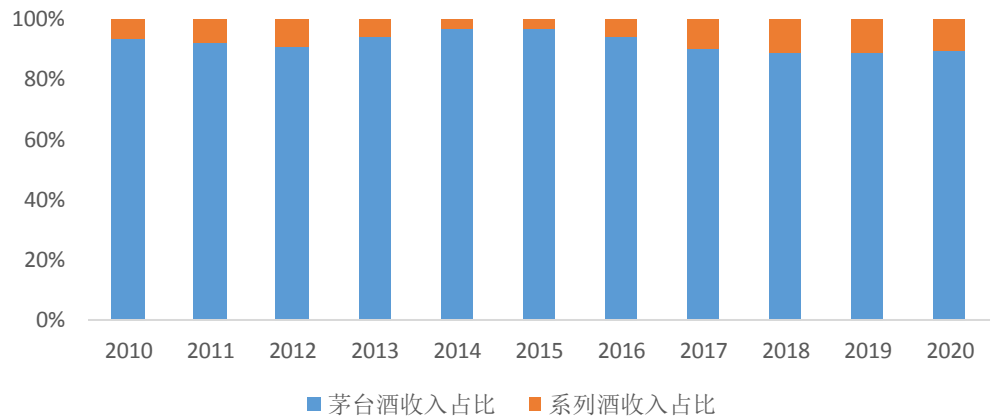
## 2.2 品牌定位明晰，聚焦核心产品，牢固树立高端品牌形象

公司对茅台高端品牌的定位明晰，制定较高的茅台酒出厂标准，严控产品品质，同时对产品研发大量投入，致力于提高茅台酒的档次和质量稳定性。主力产品 53 度普通飞天茅台是高端白酒的典型代表。2013 年以前，对价格相对不敏感的政商务消费是其主要消费力量，普飞因此常出现在高端宴请、礼赠等消费场景。供给少、价格高、消费人群有较大影响力不断强化消费者对茅台高端品牌的认识。普飞之外，公司还推出年份酒、生肖酒、定制酒等超高端产品以满足差异化需求，部分品种的价格可达万元以上。非标产品的成功推出进一步提升了茅台的品牌高度。



酱香系列酒定位次高端，作为公司产品矩阵的重要补充。公司坚定维护高端品牌形象，对系列酒的品质同样严格把关。近年来随着大众消费力量不断增强，叠加“酱香热”浪潮的推动，酱香系列酒的收入占比逐步小幅提升，但更高端的茅台酒依然是公司发展的核心驱动力，茅台酒销售收入占比始终在 85% 以上。为**避免子品牌众多稀释品牌力、防止子品牌之间无序竞争，公司合理控制子品牌数量，做到产品有聚焦**。公司实施“133 品牌战略”，重点打造 1 个世界级核心品牌“贵州茅台酒”，同时发展 3 个全国性重点品牌（茅台王子酒、茅台迎宾酒和赖茅酒）以及 3 个区域性强势品牌（汉酱、仁酒和贵州大曲）。

图 12：茅台酒贡献绝大部分酒类销售收入



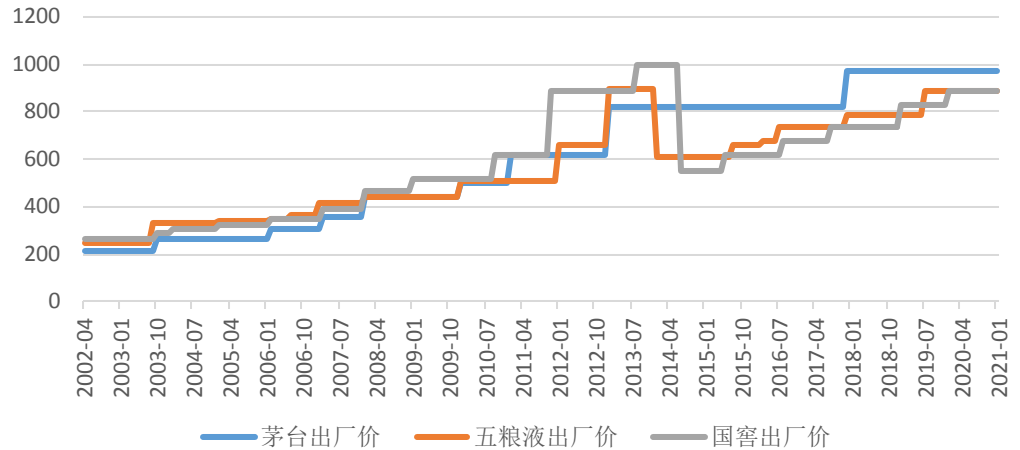
资料来源：公司公告，财信证券

### 2.3 价格与品牌力相互促进

价格是品牌力最直接的体现。从高端白酒提价历史来看，2012 年以前，高端白酒品牌之间出厂价交替领先，没有明显的价格引领者，在此期间茅台主要采取跟随提价战略。2012 年至 2015 年行业深度调整期，需求迅速萎缩导致高端白酒市场价格显著下跌，五粮液与国窖 1573 均被迫降价保量，而茅台顶住压力坚持不降价，展现出极强的品牌自信。在 2012 年经销商大会上，茅台强调必须坚守 1519 元的零售价，团购价必须在 1400 元以上，极力维护茅台的品牌价值。最终公司顺利度过行业寒冬期，此后茅台出厂价和批价稳定处于其他竞品之上，行业龙头地位已十分稳固。

价格是高端白酒的生命线，过去二十年间，面对持续变化的市场环境，公司管理层保持定力，实施精准有效的量价策略，即使是在景气度高时期，公司也有计划、有节制地放量，不仅维护了产品稀缺属性，更使得茅台酒出厂价能穿越周期做到稳步抬升。消费者对于茅台价格稳中有升的预期强化，对其品牌地位的认可度持续提升，这又进一步增强茅台酒的需求，从而形成价格与品牌力相互促进的良性循环。

图 13：行业深度调整期，高端白酒仅茅台出厂价未降（出厂价单位：元/瓶）

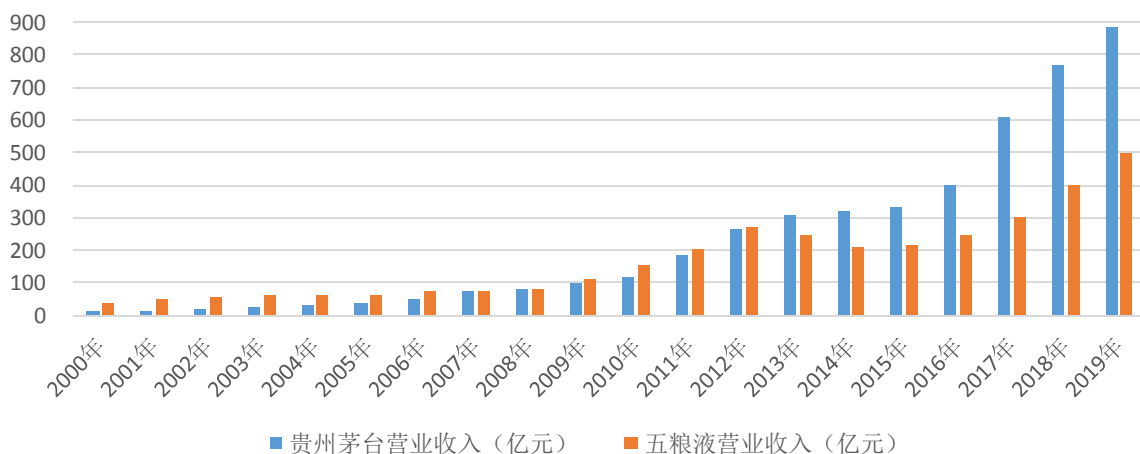


资料来源：公司公告，财信证券

## 2.4 坚持品牌建设与维护

除了具备优良的资源禀赋，茅台的超强品牌力还归功于其对品牌建设的长期坚守。一方面，公司积极围绕茅台文化与茅台品质做宣传推广。曾打出“国酒茅台”的名号对外宣传，注重向消费者讲述品牌故事、宣扬茅台文化，即使后来“国酒茅台”名号被停止使用，“白酒第一品牌”的形象已经深入人心。另一方面，在政务机构主导高端白酒消费时代，茅台采取了紧抓意见领袖的营销策略，对具有引导消费潮流能力的核心消费群体进行重点培育，制造消费需求，例如公司有定期慰问部队的传统，培养口感习惯，形成消费粘性，进一步扩大茅台的品牌影响力。此外，公司持续投入巨额打假资金和防伪技术，保护品牌的市场形象不受损伤。

图 14：茅台营业收入在 2008 年首次超越五粮液，2013 年再次反超后一路领先



资料来源：公司公告，财信证券

白酒行业黄金十年期间，由于长期致力于维护并提升自身品牌价值，茅台得以抓住五粮液因子品牌繁多拖累其品牌价值的重要历史机遇，一举反超五粮液成为新的白酒龙头。此后又逐渐拉开与其他高端白酒的差距，竞争优势日益凸显。大众消费接替政商务消费成为主导消费力量后，公司加大消费者培育力度，实施粉丝经济战略。2017 年开始

定期举办全球茅粉节，公司领导全称参与，拉近粉丝距离，茅台文化在丰富的节日活动中得到进一步推广，消费者对于茅台的品牌认同感也持续提升。

### 3 渠道体系持续优化助力茅台脱颖而出

过去二十余年，茅台渠道体系几经变革以充分适应不同阶段的发展要求：（1）1998-2004年：由“坐商”向“行商”转型，初步建成市场化营销体系；（2）2005-2012年：逐步建成复合营销网络，并重点开拓团购渠道；（3）2013-2015年：行业深度调整期的渠道拓宽与下沉，积极承接大众消费需求；（4）2015年至今：进一步健全营销网络，推动渠道扁平化、多元化转型。茅台的渠道结构在变革中持续优化，当前已具备一个高质量的渠道体系——核心经销渠道稳定，直营渠道占比提升，新型渠道建设持续推进。茅台强劲的渠道力进一步凸显。在强大品牌力以及渠道策略的共同作用下，茅台形成了对渠道的强掌控力，保障公司经营战略的较好执行。

#### 3.1 渠道变革回顾：渠道体系持续优化

在茅台发展历程中，除了极强品牌力主动拉动消费需求，渠道推力也起了不可或缺的作用。茅台的渠道体系几经变革，充分顺应不同发展阶段和市场环境的要求，渠道结构在改革中不断优化，渠道力也不断增强。

##### 3.1.1 第一阶段（1998-2004年）：市场化营销体系初建成

此前茅台酒以政务专用为主，并由各省国营糖酒公司按照计划指标进行销售，销售模式具有明显的“坐商”特征。1998年茅台开始进行由“坐商”向“行商”的渠道转型，打破过去国营糖酒公司按配额销售的僵化模式，招募了第一批营销人员积极主动地开拓市场。除了经销渠道，茅台公司还重点布局专卖店渠道，以便公司对终端加强管控，为价格管控、打击假货等工作奠定了基础。在此期间形成了“经销商+专卖店”的营销模式，茅台的市场化营销体系初步建成。

##### 3.1.2 第二阶段（2005-2012年）：重点开拓团购渠道

此阶段白酒行业处于景气上升周期，茅台抓住发展机遇在渠道上发力，逐步建成“特约经销商+区域经销商+专卖店+总经销商”的复合营销网络，并将重点放在团购渠道的开拓。茅台在重点销售区域招揽特约经销商主做团购业务，加大对政务机构、大型企业等商务消费群体的覆盖。2015年团购业务迅速发展不仅为其业绩增长提供了较强拉动力，同时由于把握住了消费群体中的意见领袖，茅台的品牌势能进一步被放大。在此期间，茅台酒区域经销商、负责个性化产品开发的总经销商以及茅台专卖店的数量均显著增加，渠道扩张与结构完善帮助公司充分享受白酒消费需求大幅扩张的红利。

##### 3.1.3 第三阶段（2013-2015年）：渠道拓宽与渠道下沉

在国家限制三公消费、固定资产投资增速下行、白酒塑化剂事件等因素的共同催化下，2012年下半年白酒行业开始步入寒冬期。面对政务消费的迅速萎缩，公司实施了经销商扩充+渠道下沉的战略。2013年公司降低了茅台经销商的加盟门槛，在诸多有开发潜力的空白市场积极招商，且在江浙沪等重点开拓区域进行渠道下沉，在区县开设茅台

专卖店，积极承接大众消费需求。这一系列渠道建设动作帮助茅台充分挖掘大众消费潜能，成功实现由政务消费驱动向大众消费驱动的转型。

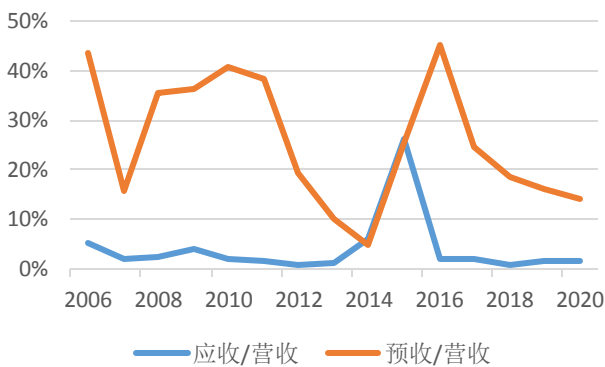
### 3.1.4 第四阶段（2015 年至今）：渠道扁平化与多元化

2012 年茅台开设第一家直营专卖店，开始发力直营渠道建设。2018 年下半年为优化经销商结构，公司取消违规经销商的经销资格，2018 年全年茅台酒经销商减少 437 家。同时公司决定经销商渠道 1.7 万吨茅台酒配额不再增加，从违规经销商收回的配额及新增配额将转为在直营、团购等渠道投放。2019 年 5 月成立集团营销公司，面向团购、商超等终端客户提供服务，是直营渠道建设进程中的重要一步。在此阶段，公司也积极布局商超、电商、社区等新渠道，不断健全营销网络，拓宽消费者覆盖面，增强品牌影响力。

## 3.2 茅台对渠道具有较强掌控力

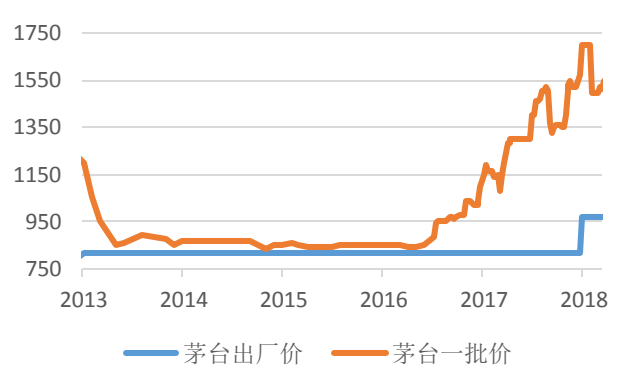
茅台在产业链上占据主导地位，对下游渠道具有强话语权。茅台酒供需关系紧张是常态，一批价与出厂价之间价差大，经营商可从中获取丰厚的利润，于是经销商配售权成为了一种稀缺资源，茅台作为这种资源的提供方，对于整个营销体系有着非常强的话语权。公司采取先款后货的销售制度，从财务数据来看，预收款占营业收入的比重高、应收款占比低，为公司现金流形成有力保障。而在行业不景气时期，公司可以通过适当放松销售政策，缓解渠道压力并提高经销商的积极性，对业绩起到一定的缓冲作用，如 2014 年、2015 年预收账款下降而应收账款增加。

图 15：预收与应收占营业收入的比重



资料来源：Wind，财信证券

图 16：行业深度调整期茅台价与一批价（元/瓶）



资料来源：Wind，财信证券

茅台与经销商保持良好的交互关系，一方面保护经销商的利益，另一方面促使其营销功能最大化。2014 年下半年，茅台酒批价已降至出厂价附近，渠道利润空间受到严重压缩。此时茅台严格控量，维护渠道价格体系不出现倒挂，并对经销商进行补贴，避免经销商利益大幅受损。在 2015-2017 年行业复苏时期，渠道库存逐渐消化，批价稳步上行，而公司选择将出厂价维持在 819 元不变，蓄养渠道利润。厂商与经销商共克时艰使得经销商经营风险较小，因此，即使遇到短期市场波动，茅台经销商也不会轻易放弃代理权。茅台重要经销渠道的稳定有利于保持核心消费群体的稳定，从而充分发挥核心消费群体的意见领袖作用，带动更多的消费需求。此外，与经销商良好的交互关系也为茅台赢得了经销商的忠诚，渠道推力得以放大。

**渠道扁平化持续推进，茅台对渠道的控制力进一步增强。**茅台采取了不同于五粮液大经销商制的渠道模式，在一地招募多家特约经销商，小经销商模式的优势在于可以避免经销商做大以后对厂商形成反制。与其他高端品牌相比，当前茅台渠道扁平化程度更高，对经销商的依赖程度低。根据公司年报披露数据，2019年茅台前五大客户销售额占比为12.9%，低于五粮液（13.3%），更远低于泸州老窖（66.1%）。在此轮白酒景气周期中，各大酒企的渠道改革朝着精细化、扁平化方向迈进。近年来茅台也加码团购、商超、电商等非传统经销渠道建设，提高直营渠道占比，优化渠道结构，增强对渠道的控制力，并提升对终端价格的掌控力（零售价上涨过快不利于公司的可持续发展）。为了规范渠道行为，2018年底茅台开始进行渠道整顿，取消大批违规经销商。**规范的渠道行为有助于维护茅台的品牌形象，茅台相对渠道的强势地位有利于公司经营战略的执行。**

## 4 茅台业绩增长具有高确定性

**受益于强大的品牌力和渠道力，茅台业绩增长具有高确定性，未来量价齐升可期。**需求方面，消费升级浪潮推动高端白酒市场扩容，龙头茅台将深度受益于消费需求的扩张；此外，茅台深厚的文化底蕴、品牌地位和品牌美誉度使得茅台的社交消费需求具有较大粘性，茅台酒的稀缺性与年份特征为其增添投资与收藏价值。多因素驱动下，茅台产品需求稳健增长的确定性强。供需关系持续紧张决定了茅台以产定销，未来随着产能扩张，茅台销量逐步提升有保障。价格方面，茅台掌握行业定价权，考虑到茅台需求的持续旺盛叠加渠道已积累丰厚的利润，茅台直接提价空间充足；同时公司推进产品结构向升级、渠道扁平化方向明确，超高端产品放量以及直营比例逐步提高也将持续推升吨价。

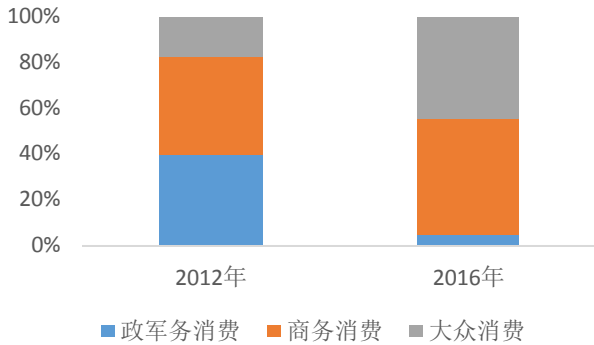
### 4.1 多因素驱动，茅台产品需求稳健

**目标消费人群扩大是茅台需求旺盛的重要推动力。**一方面随着国家经济实力的提高、收入分配结构的优化，我国中产阶级或富裕阶层人群将持续扩张。根据经济学人智库的预测，2017-2030年我国中产阶级及以上人群数量年均复合增速可达7.5%，高端茅台酒消费需求增长有一定的基础。另一方面，公司充分利用品牌势能来满足不同层次消费人群对高品质和高端品牌的消费需求。近年来公司强调发展“系列酒”，在维护品牌力的前提下，通过次高端及中端产品进一步扩大消费人群覆盖范围。

**消费升级推动高端白酒市场扩容，龙头茅台将深度受益。**2012年限制三公消费后茅台酒消费结构趋于健康化，大众消费已成为主导力量。随着我国经济实力不断增强，居民收入和财富水平逐步提高带动大众消费能力进一步提升，消费升级趋势将长期延续，大众消费向品牌化、高端化方向转变。**在消费升级浪潮推动下，高端白酒凭借在品牌、品质等方面的绝对优势，有望加速抢占次高端与中低端白酒的市场份额。茅台品牌壁垒高筑，高端白酒龙头地位难以撼动，将深度受益于高端白酒需求扩张。**2019年，我国高端白酒市场规模约为1011亿元，按销售收入计算的市场份额为18.0%，还远低于中端与低端白酒占比，据Euromonitor预测，2029年高端白酒细分市场份额将扩大至40%左右，市场规模或超1600亿元，仍有较大的增长空间。

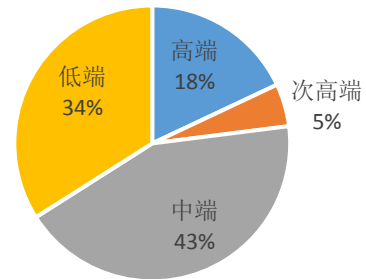


图 17：限制三公消费后茅台酒需求结构趋于健康化



资料来源：公开资料，财信证券

图 18：2019 年白酒细分市场销售额（按销售收入）



资料来源：前瞻产业研究院，财信证券

产品实物价值之外，茅台的社交价值凸显，强品牌力增大需求粘性。白酒在中国社会文化中扮演了不可或缺的角色，高端白酒的社交属性本质上是文化消费、面子消费和精神消费。茅台的品牌与文化经历了长时间的积淀，消费者对于茅台高端酒的地位以及其极高品牌价值的共识度不断提升，使得茅台的社交价值持续放大。茅台也因此常为高端礼赠、宴请等消费场景的首选用酒，强大的品牌影响力使茅台社交需求具有一定粘性。

茅台酒的稀缺性与年份特征为其增添投资与收藏价值。酱香白酒独特的酿造工艺决定了茅台酒存放时间越长，口感与品质越好，慢工出细活也导致茅台每年产量有限。一些消费者因此产生了买新酒、喝老酒的习惯，经销商也有一定的囤货需求。厂商充分利用这一特点为茅台酒开创年份概念并对其定价，茅台酒的储藏年份越长，市场价格越高。成熟稳定的价差体系意味着持有茅台酒可以获得增值收益，彰显了茅台的投资价值。此外茅台二级市场已成熟，为茅台的投资和收藏属性提供支撑。未来茅台的投资与收藏需求仍将持续释放。

#### 4.2 茅台具备强定价权，未来直接提价空间较大

从跟随提价到掌握行业提价主动权。2000 年以来茅台共提高出厂价 9 次，平均提价幅度为 20.3%，2000 年至 2018 年出厂价 CAGR 为 10.2%。在 2006-2012 年白酒行业黄金发展时期，茅台出厂价几乎每年提升一次，2013 年行业步入调整期后，公司长期未调升出厂价，直至 2018 年上调至 969 元。从提价策略来看，2008 年以前茅台出厂价持续低于五粮液出厂价，公司主要跟随五粮液提价，2008 年 1 月茅台出厂价提升至 439 元，以 1 元领先五粮液出厂价，自此行业提价主动权逐渐转移到茅台手中。在行业经历深度调整后，茅台彻底掌握定价权。

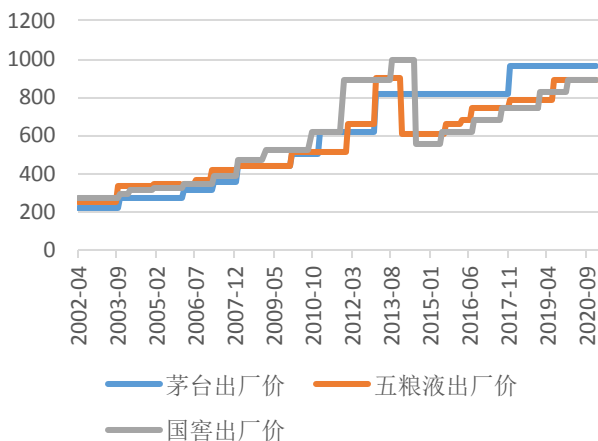
表 2：2001 年以来茅台共提高出厂价 9 次

提价时间	出厂价（元/瓶）	提价幅度
2001 年 8 月	218	17.8%
2003 年 10 月	268	22.9%
2006 年 2 月	308	14.9%
2007 年 4 月	358	16.2%
2008 年 1 月	439	22.6%
2010 年 1 月	499	13.7%
2011 年 1 月	619	24.0%
2012 年 9 月	819	32.3%
2018 年 1 月	969	18.3%

资料来源：公司公告，财信证券

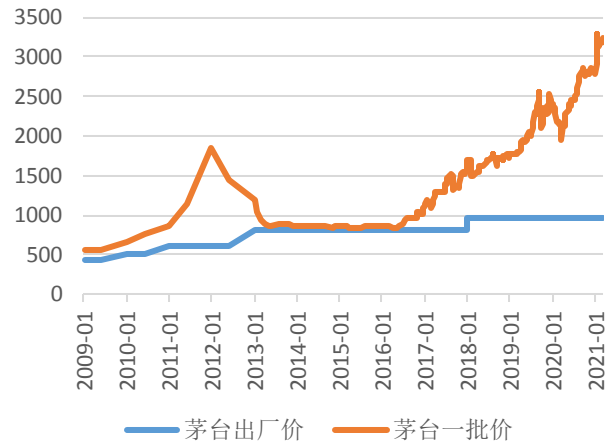
与主要竞争对手相比，茅台出厂价调整频率明显较小，价格策略更稳健。2013 年进入行业深度调整期，五粮液、泸州老窖曾逆势提价试图重新占领行业价格制高点，但在需求迅速萎缩背景下，提价给公司销量造成较大负面冲击，此后五粮液与泸州老窖不得不大幅调降出厂价，其品牌力被严重削弱。茅台在此期间采取了精准有效的量价策略，始终坚持出厂价与零售价不动摇，渠道价格也未出现倒挂，最终顺利度过寒冬期，品牌价值进一步彰显，龙头地位在这段时期过后得到巩固。

图 19：高端白酒出厂价变化（元/瓶）



资料来源：Wind，财信证券

图 20：茅台出厂价提升空间较大（元/瓶）



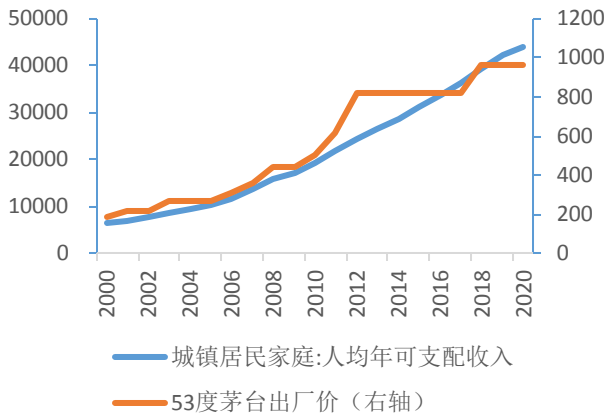
资料来源：Wind，财信证券

批价稳步上行，渠道利润不断增厚，茅台直接提价空间充足。当前白酒行业景气上行趋势明朗，茅台批价中枢稳步抬升，而出厂价 969 元已维持 3 年未调整，渠道积累了丰厚利差。同时茅台拆箱销售政策在一定程度上提高了开瓶率，有效降低社会库存，市场价格大幅波动的可能性减小，未来茅台批价有望持续处于上行通道，渠道利润不断增厚为出厂价提升打开空间。

大众消费能力持续提升，茅台仍有提价基础。拉长周期来看，茅台出厂价与城镇居民人均可支配收入呈现相对稳定的比例关系，近 20 年以来城镇居民人均可支配收入与茅台出厂价的比值维持在 30-45 倍区间。未来随着居民可支配收入的增长以及消费能力的提高，茅台仍有持续提价的动力。05-12 年期间，三公和商务消费对于价格不敏感，茅台酒出厂价 CAGR 高达 15.0%。当前大众消费已成为主导力量，同时考虑到公司行稳致远

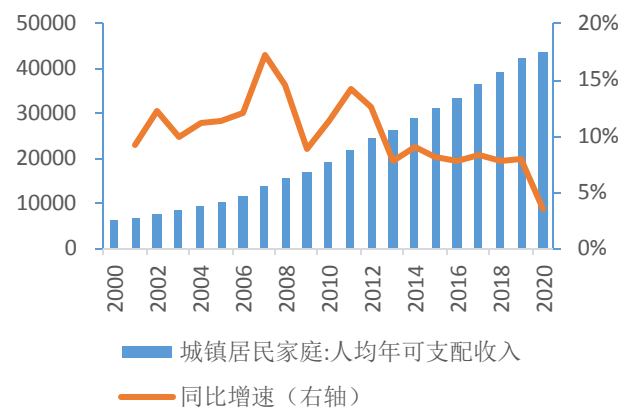
的经营策略，公司或对直接提价的幅度偏谨慎。结合当前渠道利差、我国 GDP 与居民收入增速来看，预计未来 10 年茅台潜在的出厂价年均复合增速可达 6-7%。

图 21：城镇居民可支配收入（元）与茅台出厂价（元/瓶）具有较强相关性



资料来源：Wind, 财信证券

图 22：城镇居民可支配收入（元）与同比增速



资料来源：Wind, 财信证券

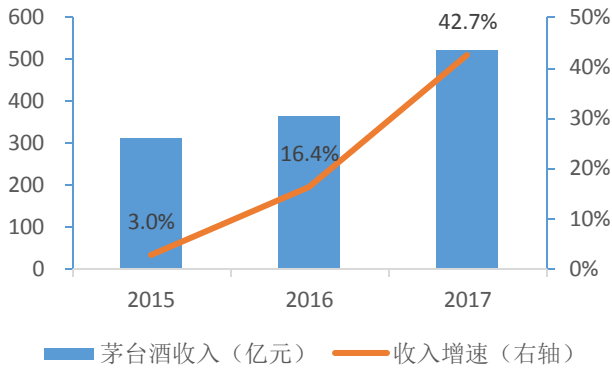
除核心产品飞天茅台以外，超高端的非标酒也是未来公司提价策略的重要着力点。3月中旬公司对生肖酒、精品茅台等部分非标产品进行了提价，其中生肖酒出厂价提升 700 元（提升幅度约 53.9%），精品茅台出厂价提升 400 元（提升幅度约 17.4%）。前期对定制酒的提价也已经落地，定制酒提价幅度在 20-50%。非标产品通常定位更高端，消费人群对于价格敏感度相对较低，未来非标产品出厂价有望继续稳步提升，对公司业绩持续增长提供支撑。

#### 4.3 产品结构向上升级+直销占比提升间接推升吨价

**非标产品放量间接提升吨价。**在普通飞天茅台之上，公司还有出厂价更高的年份酒、生肖酒、定制酒等非标产品。2019 年非标产品销量约 6000 吨，在茅台酒销量占比约 17.4%。未来茅台继续逐步加大非标产品投放，利用超高端产品不断拔高品牌力的同时，也将推动平均吨价及毛利率提升，不断增强盈利能力。2015-2017 年茅台出厂价维持在 819 元，但受益于非标产品放量，茅台酒销售收入增速整体快于销量增速。

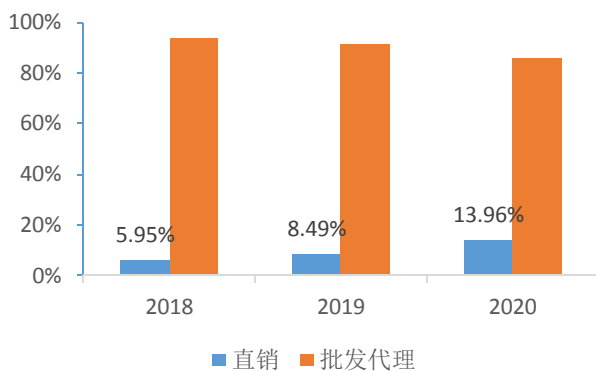
**间接提价还可通过直营比例提升来实现。**以普通飞天茅台为例，团购、直营店等直营渠道售价为 1499 元，而经销渠道出厂价为 969 元，产品直销可为公司贡献更高利润。2018 年以来公司加速直营渠道建设，宣布茅台酒经销商渠道 1.7 万吨计划量不再扩张，对违规经销商进行清理整顿，并成立集团营销公司，大力发展团购、商超、电商等直营渠道。2019 年公司直营渠道销售收入与销售量占比分别为 8.5%/4.1%，较 2018 年 5.9%/3.8% 有明显提升，未来仍有较大的提升空间。公司持续推进渠道扁平化改革，预计未来新增配额主要通过直营渠道进行销售，直营比例放大也将带动吨价持续提升。

图 23：2015-2017 年茅台酒销售收入（亿元）与增速



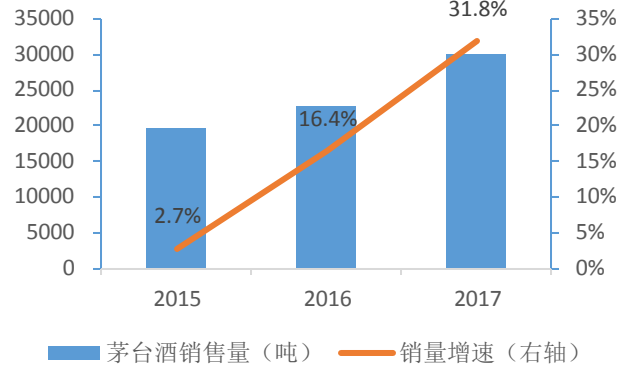
资料来源：公司公告，财信证券

图 25：2018 年以来直营渠道销售收入占比持续提高



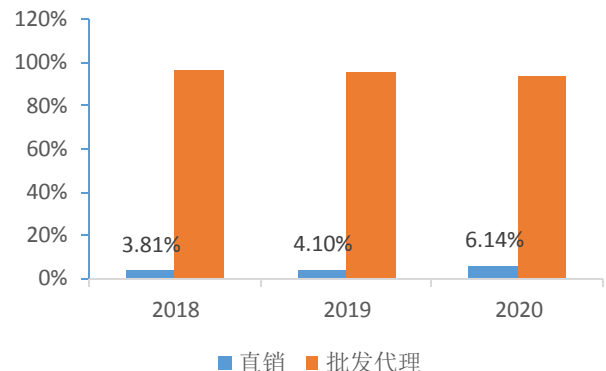
资料来源：公司公告，财信证券

图 24：2015-2017 年茅台酒销售量（吨）与增速



资料来源：公司公告，财信证券

图 26：2018 年以来直营渠道销售量占比持续提高



资料来源：公司公告，财信证券

#### 4.4 产能稳步扩张，未来量价齐升仍可期

供需关系持续紧张决定茅台以产定销。从需求端来看，茅台的精良品质、极强的品牌号召力为需求持续扩张奠定基础。2021 年春节期间茅台一瓶难求，批价快速上行，渠道库存基本清零，春节过后批价依然坚挺，印证茅台需求十分旺盛。供给端，由于茅台生产工艺复杂且对原材料、生产环境等要求高，茅台酒产量短时间内难以大幅扩张，稀缺性进一步凸显。茅台供需关系紧张是常态，这也决定了茅台销量基本取决于产量。

持续的产能建设为茅台的高增长提供有力支撑。受制于特殊的酿造工艺和严苛的生产环境，产能不足曾是困扰公司发展的主要问题。2001 年上市之初，茅台酒产能仅 4000 多吨，上市后公司持续在产能建设上投入，加快产能扩张步伐，截至 2020 年底，茅台酒设计产能已达 3.85 万吨，系列酒产能 2.12 万吨，茅台酒实际产量接近 5 万吨。

十四五期间茅台酒实际产能将达到 5.6 万吨。2019 年末，公司拥有茅台酒设计产能 3.85 万吨，2020 年 9 月，“十三五”中华片区茅台酒技改工程的 18 栋茅台酒制酒生产房试投产，预计茅台酒理论产能将提升至约 4.4 万吨。参考历史数据，茅台酒实际产能利用率在 1.3 左右，因此预计 2022 年茅台酒实际产能可达 5.6 万吨，测算结果与李保芳董事长表示的在扩建工程竣工后，茅台酒实际产能将扩大至 5.6 万吨一致。考虑到环境承载力，后续短期内大概率不再扩建。

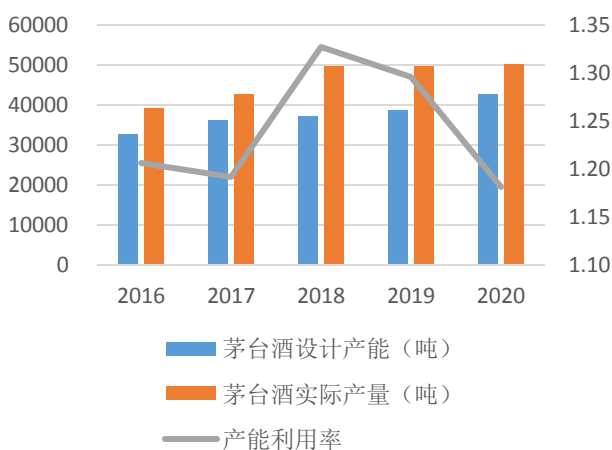
系列酒实际产能有望扩大至 5.6 吨。2019 年末,公司系列酒基酒计划产能 2.12 万吨,未来随着 3 万吨酱香系列酒技改项目完成并投入生产,系列酒基酒计划产能将扩大至 5 万吨以上,根据系列酒实际产能利用率平均为 1.15,新增产能投放后系列酒实际产能预计可达 5.6 万吨,与公司将在“十四五”期间形成系列酒产能 5.6 万吨的规划相符。

表 3: 上市以来茅台产能扩张步伐加快

时间	项目	扩大产能 (吨)
2001 年	1000 吨茅台酒技改工程	1000
	老区茅台酒扩建工程	800
	700 吨茅台酒扩建工程	700
	中低度茅台酒扩建工程	2100
2004 年	1000 吨/年制酒生产房及 1000 吨茅台酒配套设施	1000
2005 年	新增 2000 吨茅台酒生产及辅助配套设施	2000
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
2007 年	“十一五”万吨茅台酒技改工程二期 2007 年新增 2000 吨茅台酒技改项目	2000
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
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
2010 年	“十一五”万吨茅台酒技改工程五期新增 2000 吨茅台酒技改工程	2000
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 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 年	中华片区第一期茅台酒技改工程及配套设施项目	5800
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 年	“十三五”中华片区茅台酒技改工程及其配套设施工程	5152
2019 年	3 万吨酱香系列酒技改及配套设施项目	30000

资料来源:公司公告,财信证券

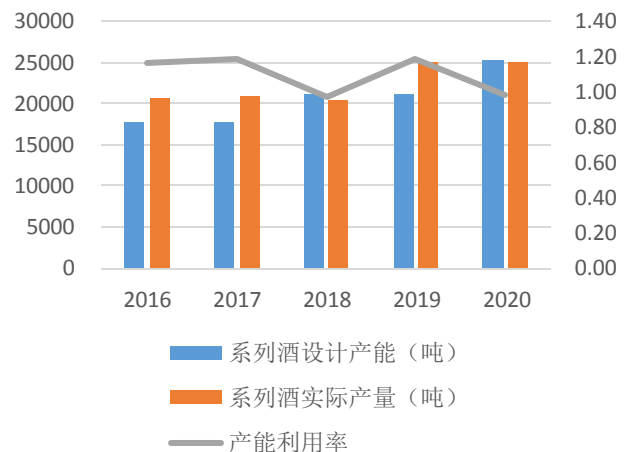
图 27: 茅台酒设计产能与实际产能



资料来源:公司公告,财信证券

注:产能与产量数据均以年为统计周期

图 28: 系列酒设计产能与实际产能



资料来源:公司公告,财信证券

注:产能与产量数据均以年为统计周期



## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

根据以上分析，我们对未来公司盈利情况做出以下假设：

1. 茅台酒销量：根据酒厂产能建设情况以及我们的测算，预计 2021 年茅台酒实际产能可达 5.6 万吨。考虑到茅台酒有 4 年的储酒期，按照平均 85% 左右的基酒转化率计算，预计 2025 年茅台酒可供销量约 4.76 万吨，对应 2019-2025 年茅台酒销量复合增速在 5.4% 左右。
2. 茅台酒吨价：茅台酒中飞天茅台销量占比在 80-90%，预计未来 5 年飞天茅台出厂价 CAGR 在 6-7% 之间，带动茅台酒吨价提升 5% 左右。非标酒量价齐升叠加直营渠道占比加速提升预计也将推动茅台酒吨价上行。综合来看，2021-2025 年茅台酒吨价平均复合增速为 8-11%。
3. 系列酒销售：近年来公司重视系列酒发展，2016 年公司提出“做强茅台酒，做大系列酒”的双轮驱动战略。2010-2019 年系列酒销售收入 CAGR 为 32.0%，2016-2019 年 CAGR 更是高达 64.9%，显著高于茅台酒 CAGR 27.3%。系列酒销售收入占所有酒类销售收入的比重从 2016 年的 5.5% 逐步上升至 2019 年的 11.2%。在茅台酒产能有限的情况下，系列酒未来有望成为公司另一增长极。受益于产能、渠道扩张与产品提价，预计 2020-2023 年系列酒收入 CAGR 15% 左右。
4. 毛利率：2017-2019 年茅台酒与系列酒毛利率持续提升，由于新收入准则将运输费调整至营业成本中核算，2020 年系列酒毛利率小幅下降，而茅台酒毛利率继续小幅上升至 93.99%。2021-2023 年预计在部分产品提价兑现、产品结构优化、直销比例提升的共同作用下，酒类销售毛利率将继续稳步提高。

表 4：贵州茅台盈利预测拆分

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
茅台酒收入 (亿元)	654.87	758.02	848.31	956.54	1094.25	1272.81
yoy	25.0%	15.8%	11.9%	12.8%	14.4%	16.3%
茅台酒毛利率 (%)	93.74	93.78	93.99	94.46	94.89	95.29
系列酒收入 (亿元)	80.77	95.42	99.91	118.33	127.97	154.70
yoy	39.9%	18.1%	4.7%	18.4%	8.1%	20.9%
系列酒毛利率 (%)	71.05	72.20	70.14	72.31	74.24	76.04
其他业务收入 (亿元)	36.35	35.10	31.71	32.00	32.00	32.00
yoy	25.6%	-3.4%	-9.7%	0.9%	0.0%	0.0%
其他业务毛利率 (%)	97.63	98.14	97.77	97.85	97.92	97.85
营业总收入 (亿元)	771.99	888.54	979.93	1106.87	1254.22	1459.51
yoy	26.4%	15.1%	10.3%	13.0%	13.3%	16.4%
毛利率 (%)	91.55	91.63	91.68	92.19	92.86	93.31

资料来源：公司公告，财信证券

## 5.2 投资建议

贵州茅台是公认的高端白酒第一品牌，茅台品牌经历了光荣历史与深厚文化的长时间积淀，并有卓越的产品品质作为强力支撑，极强的品牌力也成为了茅台最核心的竞争壁垒，高端白酒龙头地位难以被撼动。展望未来，在强品牌拉力下，茅台多重属性带动需求持续释放，供不应求或成常态，茅台酒销量将随着产能扩张而稳步增长。茅台产品的消费群体覆盖面足够广、客户粘性较强的背景下，近年来公司持续优化渠道体系并加码直营渠道建设，使部分渠道利润回流，增厚公司盈利。价格方面，考虑到当前茅台批价坚挺在高位，而出厂价多年维持未升，渠道利润十分丰厚，茅台已积累了较大的提价空间，同时高端非标酒的提价预期已于近期兑现，对吨价提升作出贡献；此外，公司推进渠道扁平化、产品结构升级的方向明确，超高端产品放量以及直营比例逐步提高也将持续推升吨价。系列酒方面，由于高端茅台酒的产能有限，叠加近年来的“酱酒热”，公司酱香系列酒收入占比有所提升，受益于产能、渠道扩张与产品提价，未来系列酒有望成为另一重要增长极。综合来看，未来茅台量价齐升可期，业绩增长的高确定性凸显。

我们预计，2021-2023 年公司营业总收入分别为 1106.87/1254.22/1459.51 亿元，同比增长 13.0%/13.3%/16.4%；归母净利润分别为 537.89/614.35/719.68 亿元，同比增长 15.2%/14.2%/17.1%；EPS 分别为 42.82/48.91/57.29 元。考虑到茅台长期增长的高确定性，我们采用 DCF 估值方法，从 2021 年现金流出发，绝对估值给出公司每股价值 2364.9 元。从相对估值角度来看，结合食品饮料其他子行业龙头公司以及海外奢侈品龙头估值水平，给予公司 2021 年 52-58 倍 PE，对应股价合理区间为 2227-2484 元，给予公司“推荐”评级。

**表 5：DCF 估值关键假设**

项目	值
永续期增长率	3.50%
无风险利率	3.00%
市场组合报酬率	7.40%
beta 系数	0.79
股权资本成本	6.48%
债务资本成本	5.00%
有效税率	25.00%
最优资本结构	0.00%
加权资本成本(WACC)	6.48%

资料来源：财信证券

**表 6：DCF 估值敏感性分析**

		永续增长率								
		3.10%	3.20%	3.30%	3.40%	<b>3.50%</b>	3.60%	3.70%	3.80%	3.90%
WACC	6.08%	2421.5	2493.5	2570.6	2653.4	2742.7	2839.2	2943.8	3057.7	3181.9
	6.18%	2340.4	2407.2	2478.7	2555.3	2637.6	2726.4	2822.3	2926.2	3039.4
	6.28%	2264.4	2326.6	2393.0	2464.0	2540.2	2622.0	2710.2	2805.5	2908.8
	6.38%	2193.0	2251.1	2312.9	2378.9	2449.5	2525.1	2606.4	2694.1	2788.8
	<b>6.48%</b>	2125.9	2180.2	2237.9	2299.3	<b>2364.9</b>	2435.0	2510.2	2591.0	2678.1
	6.58%	2062.7	2113.5	2167.4	2224.8	2285.8	2351.0	2420.7	2495.4	2575.7
	6.68%	2003.0	2050.6	2101.2	2154.8	2211.7	2272.4	2337.1	2406.4	2480.6
	6.78%	1946.5	1991.3	2038.7	2088.9	2142.2	2198.8	2259.1	2323.4	2392.2
	6.88%	1893.1	1935.2	1979.8	2026.9	2076.8	2129.7	2185.9	2245.9	2309.8

资料来源：财信证券

## 6 风险提示

直营渠道建设不及预期风险；行业监管趋严风险；渠道行为不规范导致品牌力受损风险；宏观经济大幅下行冲击大众消费风险；消费者白酒消费偏好改变风险。

## 财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	88854.34	97993.24	110687.37	125422.13	145950.71	<b>收益率</b>					
减:营业成本	7430.01	8154.00	8570.50	8999.92	9766.81	毛利率	91.64%	91.68%	92.26%	92.82%	93.31%
营业税金及附加	12733.29	13886.52	15685.39	17773.44	20682.52	三费/销售收入	10.69%	9.58%	9.58%	9.58%	9.58%
销售费用	3278.99	2547.75	2877.78	3260.87	3794.60	EBIT/销售收入	66.72%	68.25%	68.98%	69.50%	69.93%
管理费用	6167.98	6789.84	7669.41	8690.36	10112.76	EBITDA/销售收入	68.12%	69.60%	70.82%	71.29%	71.51%
研发费用	48.69	50.40	56.93	64.50	75.06	销售净利率	49.76%	51.00%	51.51%	51.92%	52.27%
财务费用	7.46	-234.61	-86.92	-98.49	-114.61	<b>资产获利率</b>					
资产减值损失	5.31	71.37	25.99	25.99	25.99	ROE	30.30%	28.95%	28.03%	27.08%	26.87%
加:投资收益	0.00	0.31	0.00	0.00	0.00	ROA	32.39%	31.34%	30.34%	29.92%	29.82%
公允价值变动损益	-14.02	4.90	0.00	0.00	0.00	ROIC	212.68%	35.01%	38.26%	42.67%	48.86%
其他经营损益	-189.20	-90.26	-145.52	-145.52	-145.52	<b>增长率</b>					
<b>营业利润</b>	59028.07	66693.31	75914.28	86731.52	101633.56	销售收入增长率	15.10%	10.29%	12.95%	13.31%	16.37%
加:其他非经营损益	296.58	473.38	439.42	439.42	439.42	EBIT 增长率	14.32%	12.82%	14.16%	14.16%	17.09%
<b>利润总额</b>	59324.65	67166.69	75768.76	86586.00	101488.04	EBITDA 增长率	14.13%	12.67%	14.95%	14.06%	16.73%
减:所得税	15061.22	17136.74	19279.91	21981.33	25702.81	净利润增长率	15.34%	13.04%	14.07%	14.21%	17.15%
<b>净利润</b>	44214.74	49979.55	57012.86	65117.11	76281.55	总资产增长率	14.51%	16.58%	17.91%	15.78%	17.47%
减:少数股东损益	2763.53	2826.04	3223.74	3681.98	4313.27	股东权益增长率	20.54%	18.61%	18.96%	18.21%	18.04%
<b>归母净利润</b>	41206.47	46697.29	53789.12	61435.13	71968.29	<b>资本结构</b>					
<b>资产负债表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率	22.49%	21.40%	18.69%	15.80%	14.20%
货币资金	13251.82	36091.09	70719.51	108333.15	156658.96	投资资本/总资产	77.48%	69.48%	60.38%	53.40%	45.63%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
应收和预付款项	3089.02	2465.65	3154.09	2783.85	3677.64	流动比率	3.87	4.06	4.72	5.67	6.41
其他应收款(合计)	77.23	31.32	48.22	77.23	31.32	速动比率	39.77%	84.42%	157.11%	241.43%	329.86%
存货	25284.92	28869.09	30237.83	31830.58	33281.47	股利支付率	0.44	0.46	0.43	0.43	0.43
其他流动资产	117398.72	118226.32	117815.44	118020.88	117918.16	收益留存率	0.56	0.54	0.57	0.57	0.57
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资产管理效率</b>					
金融资产投资	89.83	62.15	48.50	89.83	62.15	总资产周转率	0.49	0.46	0.44	0.43	0.43
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	5.85	5.11	5.48	5.53	6.20
固定资产和在建工程	17711.87	21625.56	24328.45	25300.06	25738.33	应收账款周转率	60.73	63.93	77.73	73.28	84.72
无形资产和开发支出	4728.03	4817.17	4265.94	3714.70	3163.47	存货周转率	0.29	0.28	0.28	0.28	0.29
其他非流动资产	1488.17	1238.77	-118410.95	-119572.57	-120556.92	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>资产总计</b>	183042.37	213395.81	251617.41	291324.58	342210.26	EBIT	59283.42	66881.68	76349.70	87162.94	102059.42
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	60526.90	68198.55	78391.90	89416.43	104372.38
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	NOPLAT	44042.84	49657.42	56725.99	64835.93	76008.29
应付和预收款项	30044.54	29822.01	31168.04	30172.15	32755.20	归母净利润	41206.47	46697.29	53789.12	61435.13	71968.29
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	32.803	37.174	42.819	48.906	57.291
其他负债	11121.45	15853.12	89816.56	90557.81	91655.12	BPS	108.271	128.421	152.775	180.591	213.176
<b>负债合计</b>	41165.99	45675.13	47019.70	46023.81	48606.86	PE	61.77	54.51	47.32	41.43	35.37
股本	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20	PEG	4.34	3.51	3.12	2.91	2.06
资本公积	1374.96	1374.96	1374.96	1374.96	1374.96	PB	18.72	15.78	13.26	11.22	9.51
留存收益	133379.19	158691.57	189285.02	224227.25	265160.39	PS	28.65	25.98	23.00	20.30	17.44
归属母公司股东权益	136010.35	161322.74	191916.18	226858.41	267791.55	PCF	56.30	49.27	43.68	39.11	32.31
少数股东权益	5866.03	6397.95	9621.68	13303.67	17616.93	EV/EBIT	43.04	37.86	32.82	28.39	23.85
<b>股东权益合计</b>	141876.38	167720.68	201537.86	240162.08	285408.48	EV/EBITDA	42.15	37.13	31.96	27.67	23.32
负债和股东权益合计	183042.37	213395.81	248557.56	286185.89	334015.34	EV/NOPLAT	57.93	51.00	44.17	38.16	32.02
<b>现金流量表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EV/IC	17.99	17.08	16.49	15.90	15.59
<b>经营性现金净流量</b>	45210.61	51669.07	58278.00	65093.87	78785.10	ROIC-WACC	206.20%	28.54%	35.26%	39.67%	45.86%
<b>投资性现金净流量</b>	-3165.69	-1805.23	-1655.52	-3001.67	-2405.30	股息率	0.007	0.008	0.009	0.010	0.012
<b>筹资性现金净流量</b>	-19284.40	-24127.54	-21994.06	-24478.55	-28053.99						
<b>现金流量净额</b>	22760.55	25736.69	34628.42	37613.64	48325.81						

资料来源: Wind, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438