

推荐 (维持)

峥嵘七十载，万亿白酒龙头行稳致远

风险评级：中风险

贵州茅台 (600519) 深度报告

2021年8月9日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

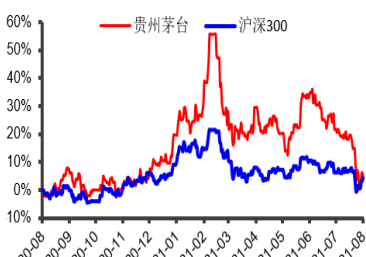
电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2021年8月5日

收盘价(元)	1,699.00
总市值(亿元)	21,342.80
总股本(亿股)	12.56
流通股本(亿股)	12.56
ROE(TTM)	30.14%
12月最高价(元)	2,576.74
12月最低价(元)	1,583.59

股价走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

相关报告

- **公司系国内白酒行业龙头。**贵州茅台成立于1951年，历史悠久，总部位于贵州省仁怀市茅台镇。公司主打酱香高端白酒，是我国白酒行业的龙头。在疫情影响下，公司表现出强确定性，2020年业绩仍实现两位数的增长。2021H1，公司分别实现营业总收入与归属于上市公司股东的净利润507.22亿元与246.54亿元，分别同比增长11.15%与9.08%，2021Q2业绩符合预期。截至2021年8月5日，贵州茅台总市值为2.13万亿，稳居白酒行业第一。
- **我国高端白酒市场增长潜力大，龙头有望受益。**将申万行业中的贵州茅台、五粮液与泸州老窖作为高端白酒市场的衡量标准。2016-2020年，茅五泸营业总收入的年均复合增速为23.89%，我国高端白酒市场持续扩容，但与发达国家相比仍存在一定的差距。根据DISCUS统计，2009-2015年，美国高端烈酒营收占比从23.87%提高至29.47%。2016-2020年，我国高端白酒营收在白酒行业中的占比从11.92%增加至29.47%。受疫情影响，白酒部分企业利润承压，白酒行业加速分化，部分经营能力较差、抗风险能力较低的小企业在发展中被清洗淘汰，白酒行业的市场份额未来有望进一步向龙头企业靠拢。
- **茅台酒与系列酒双轮驱动，直销渠道加速推进。**分品类看，公司在发展高端茅台酒的同时，逐步完善系列酒的发展路径。系列酒方面，公司致力于将茅台王子酒打造成50亿元的超级单品，将汉酱、赖茅培育成20亿元的超级单品，以实现茅台酒与系列酒的双轮驱动。2021年上半年，茅台酒营收同比增长9.39%，系列酒营收同比增长30.32%。系列酒有望成为公司新的增长点。分渠道看，2018年以来公司开始进行渠道改革，大力发展直销渠道，目前已取得一定的成效。2021H1，公司批发代理营收同比增长1.92%，营收占比为80.61%；直销渠道实现营收95.04亿元，同比增长84.44%，营收占比为19.39%。
- **公司核心竞争优势突出。**(1) 酱香酒工艺+赤水河之水，打造茅台醇厚口感。酱香型白酒是所有香型白酒中工艺最复杂、出酒率最低的品类，具有一定的收藏价值。同时，茅台产品的生产依靠赤水河之水，打造出茅台酒醇厚的口感。(2) 公司品牌价值稳居全球烈酒品牌第一。经过七十年的历史沉淀，公司品牌影响力已深入人心。在2020年全球烈酒品牌排行榜中，茅台品牌价值为393.32亿美元，同比增幅29.08%，位居全球烈酒品牌第一。(3) 公司的产品竞争优势突出。对比五粮液与泸州老窖，公司的高端产品营收占比高。同时，公司的明星产品飞天茅台在市場中的份额最高，且出厂价领跑白酒市场。
- **投资建议：维持对公司的“推荐”评级。**公司量价有进一步提升的空间，

强者恒强趋势不变。2021年上半年，疫情影响逐步释放，白酒行业复苏回暖。高端白酒维持确定性增长。公司2021Q2业绩基本符合预期，环比有所改善。2021年是公司“十四五”的开局之年，作为白酒行业的龙头，公司茅台酒与系列酒双轮驱动的策略明确，直销渠道的扩张有望提升产品吨价，公司产品量价有进一步提升的空间。虽然行业短期存在扰动，但从长期发展趋势来看，高端白酒行业整体扩容趋势不变，行业马太效应明显，公司有上行空间。预计公司2021/2022年每股收益分别为42.71元和49.84元，对应PE估值分别为39.31倍和33.69倍，维持对公司的“推荐”评级。

- **风险提示：**系列酒推广不及预期，直销渠道扩张不及预期，行业竞争加剧，食品安全问题，宏观经济影响等。

目 录

1、贵州茅台——白酒行业龙头	6
1.1 公司主打酱香型白酒，酿造工艺复杂	6
1.2 公司发展历程	7
1.3 国资委绝对控股，机构长期重仓持有	12
1.4 主打高端茅台酒，系列酒持续放量	13
1.5 批发代理为主，直销渠道加速推进	15
2、高端白酒市场增长潜力大，龙头有望受益	16
2.1 我国高端白酒市场持续向好，未来仍具上升空间	16
2.2 消费结构转变+消费升级，高端白酒迎机遇	18
2.3 集中度有望提升，龙头企业受益	20
3、核心竞争优势突出，白酒龙头行稳致远	21
3.1 酱香酒工艺+赤水河之水，打造茅台酒醇厚口感	21
3.2 公司品牌价值稳居全球烈酒品牌第一	22
3.3 公司产品竞争优势突出	23
3.3.1 公司高端产品营收占比高	23
3.3.2 公司的明星产品市场份额高	24
3.3.3 飞天出厂价领跑白酒板块	24
3.4 财务指标分析	25
3.4.1 盈利能力分析	25
3.4.2 预收账款分析	28
3.4.3 经营活动现金流净额分析	28
4、对标国际烈酒巨头——帝亚吉欧	29
4.1 发展路径：品牌收购，打造多层次品牌组合	29
4.2 核心策略：产品矩阵多元，全球战略化布局	30
4.3 业绩对比分析：帝亚吉欧业绩步入平稳发展期	31
4.4 盈利指标对比分析	32
5、投资建议	33
6、风险提示	34

插图目录

图 1：茅台酒工艺流程	6
图 2：1953-2000 年茅台酒基酒产量（吨）	7
图 3：2001-2011 年茅台酒基酒产量（吨）	8
图 4：2001-2011 年飞天茅台出厂价（元）	8
图 5：2001—2011 年公司营收与增速	9
图 6：2001—2011 年公司归母净利润与增速	9
图 7：2012-2014 年茅五泸出厂价对比（元）	10
图 8：茅五泸营业收入对比（亿元）	10
图 9：2015-2021H1 年公司营收与增速	11
图 10：2015-2021H1 年公司归母净利润与增速	11
图 11：贵州茅台发展历程	12
图 12：贵州茅台股权结构图（截至 2021H1 末）	12
图 13：公司机构投资者持仓比例（%）（截至 2021H1 末）	13
图 14：公司陆股通持仓比例（%）（截至 2021/8/5）	13

图 15: 茅台酒与系列酒营收与增速	15
图 16: 茅台酒与系列酒营收占比	15
图 17: 公司直销与批发代理营收与增速	16
图 18: 公司直销与批发代理收入占比	16
图 19: 2016-2021H1 年公司国内经销商数量	16
图 20: 2016-2020 年茅五泸营业总收入（亿元）	17
图 21: 茅五泸营收在白酒行业中的占比（%）	17
图 22: 美国高中低端烈酒占比（%）	17
图 23: 中美人均 GDP（美元）	17
图 24: 预计 2029 年我国高端白酒营收占比达 40%	18
图 25: 我国白酒消费结构（%）	18
图 26: 我国人均可支配收入逐年增加	19
图 27: 2016-2020 年我国白酒行业 CR5（%）	20
图 28: 2018 年主要国家烈酒行业 CR5 对比	20
图 29: 雨季的赤水河	22
图 30: 2020 年茅台在中国最具竞争力的品牌中排名第八	23
图 31: 2019 年飞天茅台市场份额	24
图 32: 飞天茅台出厂价表现坚挺（元）	24
图 33: 2016-2021H1 公司毛利率水平（%）	25
图 34: 公司毛利率高于可比公司（截至 2021Q1）	26
图 35: 2016-2021H1 公司费用率水平（%）	27
图 36: 茅五泸期间费用率对比（%）	27
图 37: 2016-2021H1 公司净利率（%）	27
图 38: 茅五泸净利率对比（%）	27
图 39: 2000-2021H1 公司预收账款/合同负债（亿元）	28
图 40: 茅五泸预收账款/下一年营收对比	28
图 41: 2000-2021H1 公司经营活动现金流净额（亿元）	28
图 42: 茅五泸净现比对比	28
图 43: 帝亚吉欧国际品牌营收贡献高（2021H1）	30
图 44: 烈酒为帝亚吉欧主要品类（2021H1）	30
图 45: 帝亚吉欧各业务营收占比	30
图 46: 帝亚吉欧布局全球化战略（2020 年年报）	31
图 47: 帝亚吉欧营业收入与归母净利润情况	32
图 48: 茅台营业收入与归母净利润情况	32
图 49: 茅台与帝亚吉欧毛利率对比（%）	32
图 50: 茅台与帝亚吉欧净利率对比（%）	32

表格目录

表 1: 2001 年-2011 年茅台酒技改扩产历程	8
表 2: 2001 年-2011 年系列酒技改扩产历程	8
表 3: 白酒行业调整期出台的相关政策与通知	9
表 4: 2012 年至今茅台酒技改扩产项目	11
表 5: 2012 年至今系列酒技改扩产项目	11
表 6: 公司产品矩阵	14
表 7: 我国 2015-2020 年中产阶级及以上群体崛起	20
表 8: 酱香型白酒与浓香型白酒对比	21

表 9：2020 年茅台的品牌价值位居全球烈酒品牌第一	22
表 10：茅五泸产品结构对比（2019 年数据）	23
表 11：公司分产品毛利率	26
表 12：帝亚吉欧部分品牌收购情况	29
表 13：帝亚吉欧品牌矩阵	30
表 14：茅台与帝亚吉欧主要信息对比	33
表 15：公司盈利预测简表	34

1、贵州茅台——白酒行业龙头

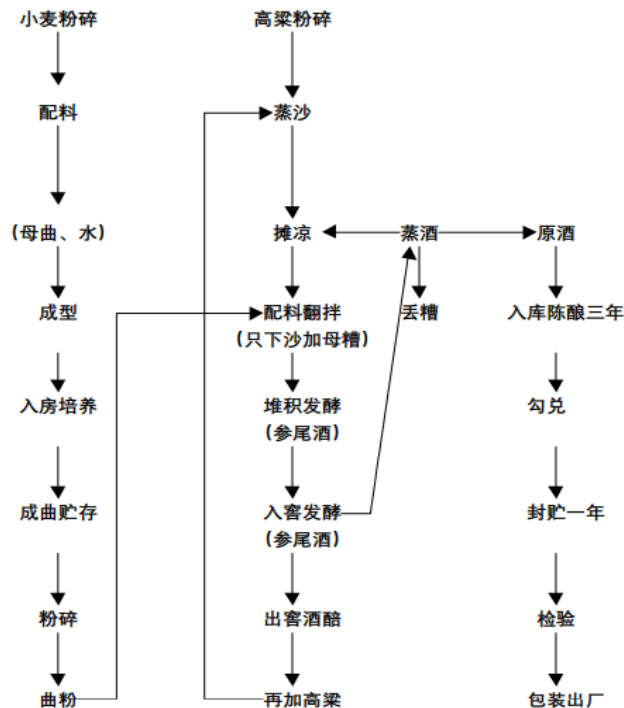
贵州茅台系我国白酒行业的龙头。公司前身是成立于 1951 年的茅台酒厂，总部位于贵州省仁怀市茅台镇。公司自成立以来，秉承“以人为本、以质求存、恪守诚信、继承创新”的价值理念，致力于高品质酱香型白酒的生产，重点打造茅台酒和系列酒两大品类。公司在发展过程中，凭借自身优质的产品和强大的品牌影响力占据了白酒市场高点，成为我国白酒行业领先者，在国内外享有盛名。截至 2021 年 8 月 5 日，贵州茅台总市值为 2.13 万亿，稳居白酒行业第一。

1.1 公司主打酱香型白酒，酿造工艺复杂

公司主打酱香型白酒，生产周期长，酿造工艺复杂。白酒按香型不同，可以分为酱香型、浓香型、清香型、馥郁香型、米香型和凤香型。酱香型白酒的生产周期是所有白酒香型中最长的。经过投料、发酵和贮存，整个生产流程大约需要 5 年的时间。公司生产白酒的工艺流程共分为制曲与制酒二道工序。其中，制酒是以纯净小麦制成的高温大曲和高粱为酿酒原料，经二次投料、九次蒸煮、八次摊凉、加曲、堆积、八次发酵、七次摘酒、分型贮存，勾兑出厂，生产工艺复杂。一般而言，公司产品的生产周期为一月一个小周期，一年一个中周期，六年一个大周期，确保了成品酒的品质。

图 1：茅台酒工艺流程

茅台酒工艺流程如下：



数据来源：招股说明书，东莞证券研究所

1.2 公司发展历程

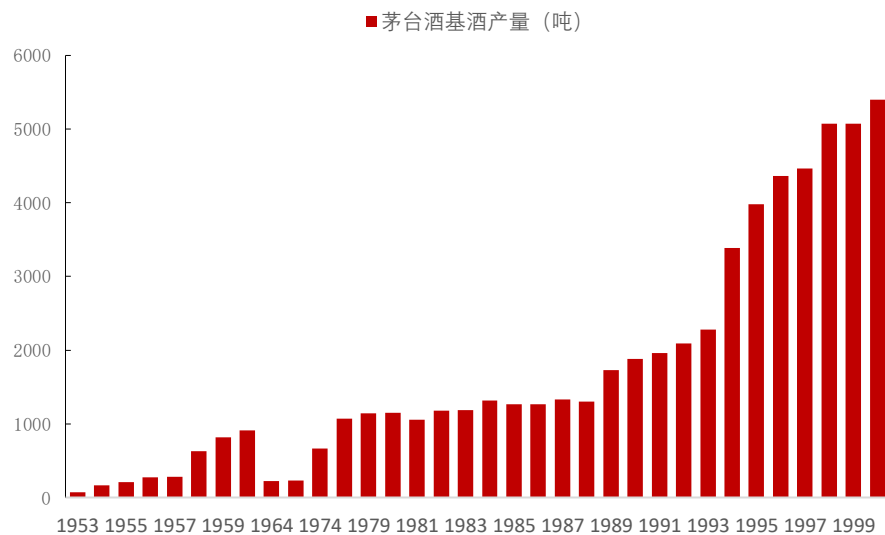
按照公司的发展路径，可以将公司的发展分为早期发展期（1951-2000年）、快速成长期（2001-2011年）、调整期（2012-2014年）与龙头稳固期（2015年至今）四个阶段。

（1）早期发展期（1951-2000年）：政策带动茅台基酒产量大幅增加

茅台酒厂成立前十年，政府出资扶持，茅台酒基酒产量初具规模。1951年，怀仁县人民政府以1.3亿旧币（合人民币1.3万元）赎买成义烧房，成立茅台酒厂。此后，政府多次出资扶持茅台酒厂，酒厂规模逐渐扩大。1958-1960年，全国大跃进活动盛行，白酒原料的大量供给带动了茅台基酒产量大幅增加。1957-1960年，酒厂基酒产量从283吨增至912吨，年均复合增速为47.71%。

改革开放红利推动茅台基酒产量破千吨。全国大跃进结束后，原料供给迅速减少，茅台基酒产量从1960年的912吨跌至1961年的222吨。改革开放政策的红利使白酒行业迎来机遇，1978年茅台酒厂基酒产量达1068吨，扭转了连续16年亏损的局面。随着市场经济不断发展，茅台酒基酒产量稳步提升。1978-2000年，茅台酒基酒产量从1068吨增长至5397吨，年均复合增速为8.02%。

图2：1953-2000年茅台酒基酒产量（吨）



数据来源：网易，东莞证券研究所

（2）快速成长期（2001-2011年）：公司上市后积极技改扩产，业绩快速增长

公司上市后积极技改扩产，产能逐步释放。2001年，公司于上交所上市。公司上市后积极技改扩产，茅台酒与系列酒产能逐步释放。茅台酒方面，2001-2011年，公司陆续展开“十五”、“十一五”、“十二五”茅台酒工程，扩大产能共2.02万吨，累计投资68.43亿元。系列酒方面，2011年公司积极对系列酒开展技改与扩产项目建设，共扩大产能1.48万吨，累计投资45.33亿元。

表 1：2001 年-2011 年茅台酒技改扩产历程

项目	时间	茅台酒技改与产能扩建工程	扩大产能（吨）	投资额（万元）	完成时间
“十五”茅台酒 技改扩建项目	2001	1000 吨茅台酒技改工程	1000	27268	2003 年
	2001	老区茅台酒扩建工程	800	9986	2003 年
	2001	700 吨茅台酒扩建工程	700	9430	2003 年
	2001	中低度茅台酒技改工程	2100	13776	2006 年
生产及辅助 配套设施	2004	1000 吨茅台酒生产及辅助配套设施	1000	42410	2009 年
	2005	2000 吨茅台酒生产及辅助配套设施	2000	78506	2010 年
“十一五”万吨 茅台酒工程	2006	茅台酒工程一期	2000	86444	2010 年
	2007	茅台酒工程二期	2000	84456	2011 年
	2008	茅台酒工程三期	2000	70000	2011 年
	2009	茅台酒工程四期	2000	146090	2012 年
	2010	茅台酒工程五期	2000	56700	2011 年
”十二五“万吨 茅台酒工程	2011	茅台酒工程一期	2600	59281	2012 年
总计			20200	684347	

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

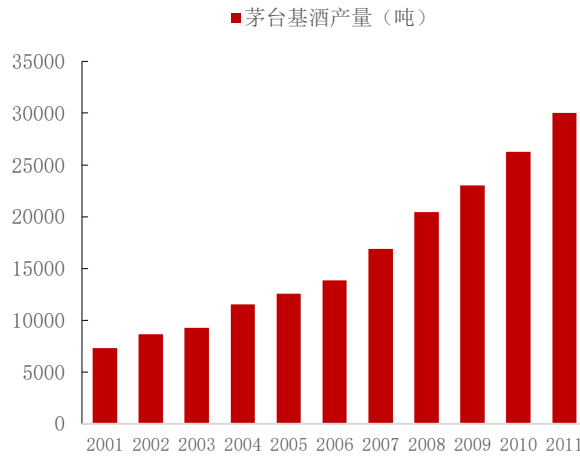
表 2：2001 年-2011 年系列酒技改扩产历程

项目	时间	系列酒技改与产能扩建项目	扩大产能（吨）	投资额（万元）	完成时间
系列酒技改扩建项目	2011	王子酒制酒技改工程及配套设施项目	2000	56000	2012 年
	2011	王子酒制酒技改工程及配套设施项目	2800	39000	2013 年
	2011	系列酒制酒技改工程及配套设施项目	10000	358316	在建
总计			14800	453316	

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

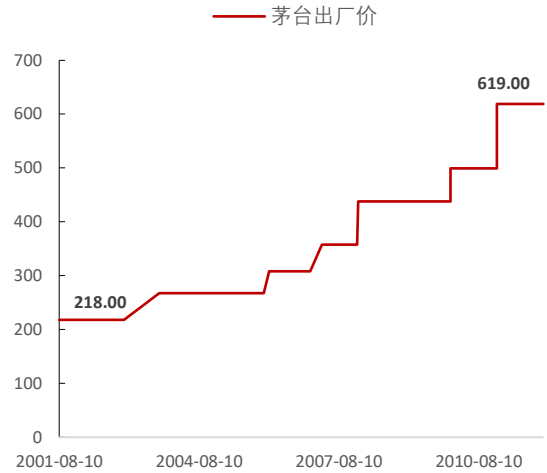
公司在此阶段量价齐升，业绩快速增长。随着技改工程陆续落地，茅台产能逐步释放，基酒产量大幅增加。2001-2011 年，茅台酒基酒产量从 7317 吨增加至 3 万吨。公司在增资扩产的同时，多次上调飞天茅台的出厂价。2001-2011 年，飞天茅台出厂价累计提价 6 次，从 218 元提升至 619 元，提价幅度达 183.94%。量价提升带动公司营收与归母净利润快速增长。2001-2011 年，公司营业收入从 16.18 亿元升至 184.00 亿元，年均复合增速为 27.52%；归母净利润从 3.28 亿元升至 87.63 亿元，年均复合增速为 38.89%。

图 3：2001-2011 年茅台酒基酒产量（吨）
图 4：2001-2011 年飞天茅台出厂价（元）



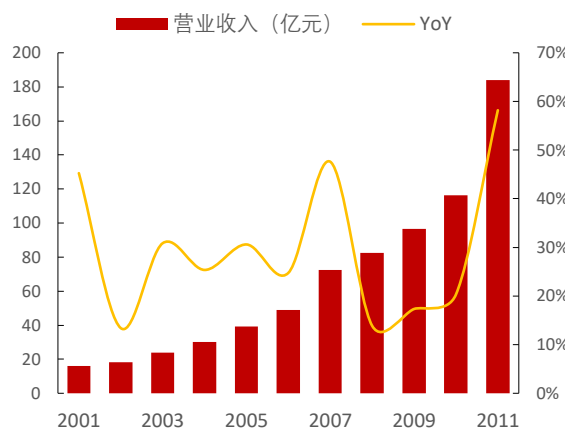
数据来源：网易，东莞证券研究所

图 5：2001—2011年公司营收与增速

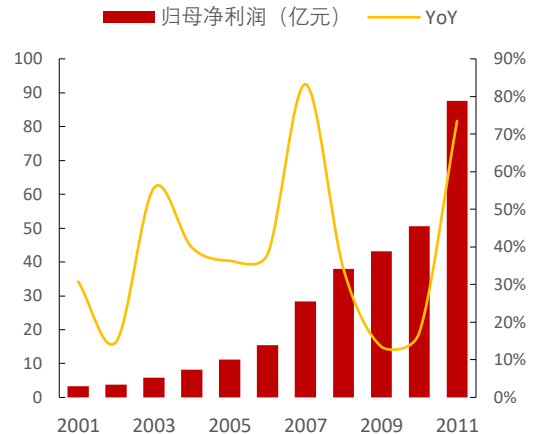


数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 6：2001—2011年公司归母净利润与增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所



数据来源：Wind，东莞证券研究所

(3) 调整期（2012-2014 年）：政府限制三公消费，公司业绩增速放缓

政府限制三公消费，行业进入调整期。政府限制三公消费前，我国白酒消费以政务消费与商务消费为主，二者占比约 80%。2012 年 3 月，政府出台“禁酒令”，严控“三公”消费，明确规定禁止用公款购买高档白酒。此后，政府相继出台一系列政策严控政务消费的规模，政务消费受到严重冲击。与此同时，酒鬼酒在 2012 年 11 月检出塑化剂超标，白酒行业其他公司受到一定程度的波及，全行业进入深度调整阶段。

表 3：白酒行业调整期出台的相关政策与通知

时间	相关政策与通知
2012 年 1 月	中央发布通知称“16 项公务接待费必须使用公务卡而非现金”
2012 年 3 月	国务院出台“禁酒令”，严控“三公”消费，禁止公款购买高档白酒

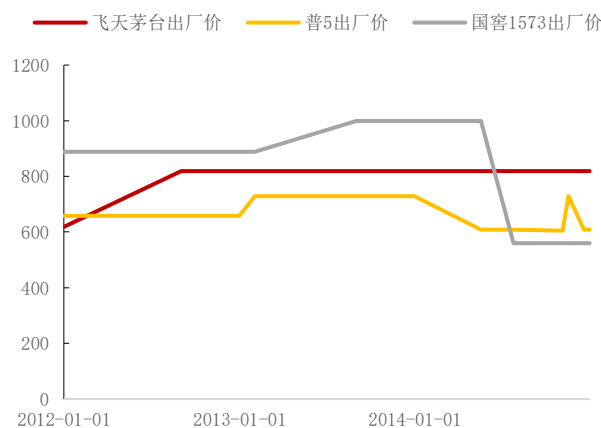
2012年12月	中央军委印发《中央军委加强自身作风建设十项规定》。要求不安排宴请，不喝酒，不上高档菜肴等
2013年3月	国务院召开的第五次廉政工作会议上，明确指出要严格控制“三公”经费，禁止用公款购买香烟、高档酒和礼品
2013年3月	李克强总理在新闻发布会上表示： *本届政府任期内，政府性的楼堂馆所一律不得新建； *财政供养的人员只减不增； *公费接待、公费出国、公费购车只减不增

资料来源：东莞证券研究所

三公消费出台后，公司一批价持续下行，预收账款大幅缩水，业绩增速放缓。在限制三公消费的政策出台后，公司一批价持续下行，从2012年的2200元下降至2014年的950元，降价幅度达131.58%；预收账款大幅缩水，从2012年的50.91亿元降至2014年的14.76亿元；业绩增速放缓，2012-2014年，公司的营业收入同比增速从43.76%下滑至2.11%，归母净利润增速从51.86%下滑至1.41%，业绩增速自公司上市后首次出现个位数增长。

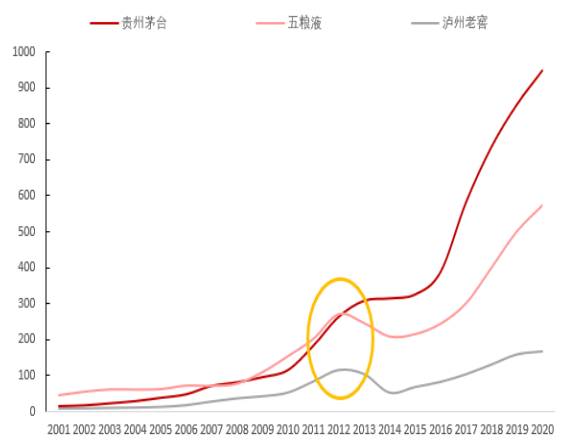
营收反超五粮液成为白酒行业第一。2012年9月，公司将飞天茅台的出厂价从619元增加至819元，上涨幅度达32.31%。2013年初，五粮液、泸州老窖亦对产品进行提价。但三公政策出台后白酒市场需求持续疲软，茅五泸的业绩均出现下滑，一批价亦出现下行。为应对一批价下行带来的压力，普五与国窖1573纷纷下调出厂价。2012年1月-2014年12月，普五出厂价从659元降至609元，跌幅8.21%；国窖1573出厂价从889元降至560元，跌幅58.75%。茅台在飞天一批价大幅下降的情况下，出厂价仍维持坚挺，保持在819元/瓶。在出厂价维持坚挺的情况下，公司的营业收入在2013年反超五粮液，成为白酒行业第一。2013年，公司的营业收入为309.22亿元，五粮液与泸州老窖的营业收入分别为247.19亿元与104.31亿元。

图 7：2012-2014 年茅五泸出厂价对比（元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 8：茅五泸营业收入对比（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

(4) 龙头稳固期（2015 年至今）：产能逐步释放，龙头地位稳固

茅台酒与系列酒双轮驱动，公司产能逐步释放。公司在发展过程中，旨在实现茅台酒与系列酒双轮驱动，产能逐步释放。茅台酒方面，公司茅台酒制酒新投产车间将于2021年10月17日全面投产，这标志着“十三五”茅台酒技改扩建项目全面完工。工程竣工后，茅台酒基酒年产能将达到5.6万吨的规模。系列酒方面，公司自2018年实施的系列酒制酒技改工程及配套项目计划将于今年全面建成，该项目预计扩大3万吨产能，届时系列酒也将有每年5.6万吨产能。

表 4：2012 年至今茅台酒技改扩产项目

项目	时间	茅台酒技改与产能扩建项目	扩大产能（吨）	投资额（万元）	完成时间
“十二五”万吨茅台酒工程	2012	茅台酒工程二期	2500	60859	2013 年
	2013	茅台酒工程中华片区一期技改	5800	413900	在建
	2014	茅台酒工程中华片区二期技改	3000	291455.7	在建
“十三五”技改及配套设施	2018	中华片区技改及配套设施	6600	355900	在建
总计			17900	1122115	

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

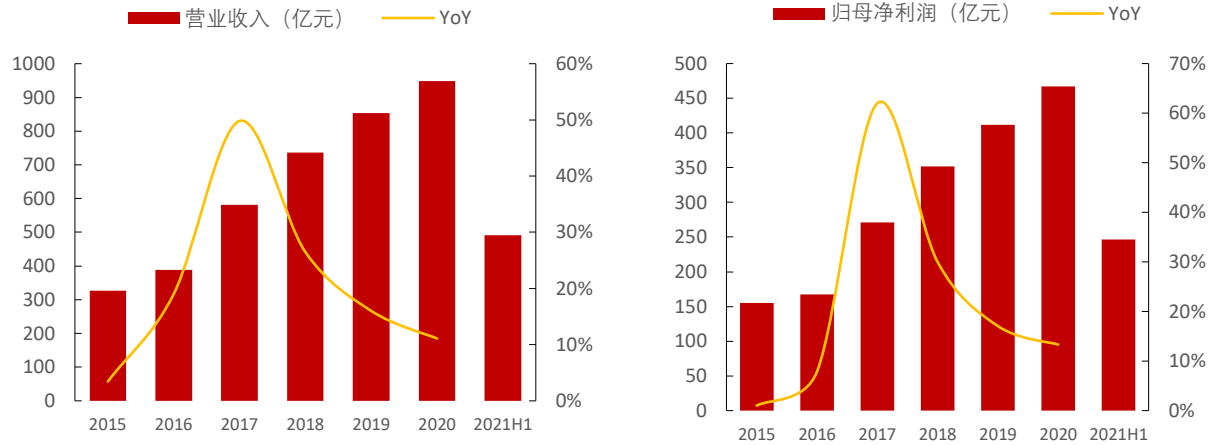
表 5：2012 年至今系列酒技改扩产项目

项目	时间	系列酒技改与产能扩建项目	扩大产能（吨）	投资额（万元）	完成时间
系列酒相关项目	2012	茅台循环经济科技示范园坛厂片区第一批建设工程项目	7806	630600	2014 年
	2018	系列酒制酒技改工程及配套项目	30000	800000	在建
总计			37806	1430600	

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

业绩稳健增长，龙头地位稳固，2021 年公司营业总收入有望突破千亿元。在经历了行业深度调整后，公司在白酒行业中的地位进一步稳固，业绩稳居行业第一。在疫情影响下，公司表现出高确定性，业绩持续向好。2020 年，公司分别实现营业收入与归母净利润 949.15 亿元与 466.97 亿元，分别同比增长 11.10%与 13.33%。2021H1，公司实现营业收入 490.87 亿元，同比增长 11.68%；实现归母净利润 246.54 亿元，同比增长 9.08%亿元。公司此前披露 2021 年经营目标，力争营业总收入较上年度同比增长 10.5%左右。截至 2021H1，公司实现营业总收入 507.22 亿元，营业总收入的实施进度已完成全年目标的约 46.84%。若公司今年能够顺利实现经营目标，营业总收入将突破千亿元大关。

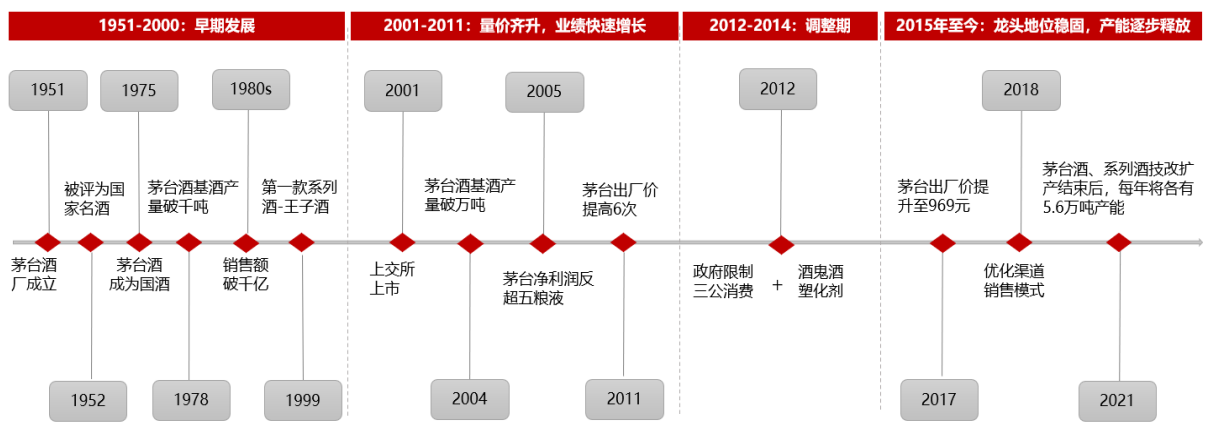
图 9：2015-2021H1 年公司营收与增速
图 10：2015-2021H1 年公司归母净利润与增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 11：贵州茅台发展历程

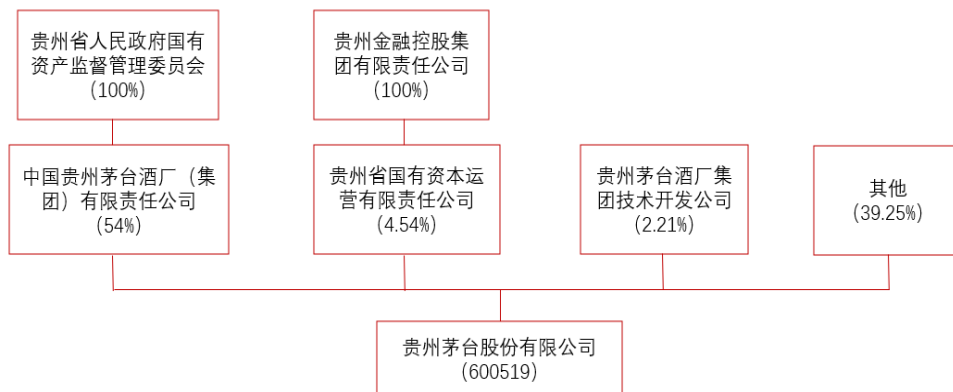


数据来源：东莞证券研究所

1.3 国资委绝对控股，机构长期重仓持有

股权结构稳定，国资委绝对控股。贵州国资委是公司的实控人，通过中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司持有公司 54% 的股权，其余股东持股比例均在 5% 以下。其中，贵州省国有资本运营有限责任公司持有公司 4.54% 的股权，该部分股权的实控人是贵州金融控股集团有限责任公司。贵州茅台酒厂集团技术开发公司持有公司 2.21% 的股权。

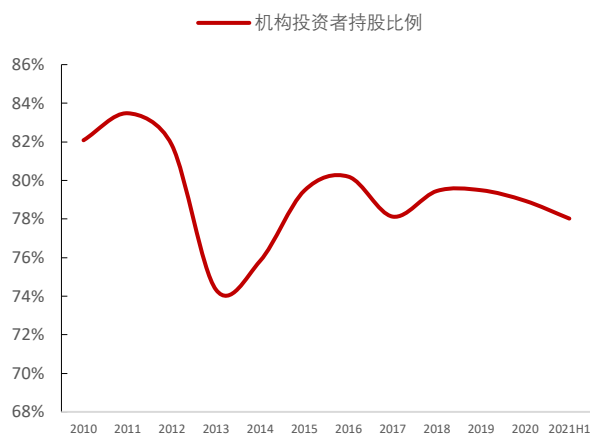
图 12：贵州茅台股权结构图（截至 2021H1 末）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

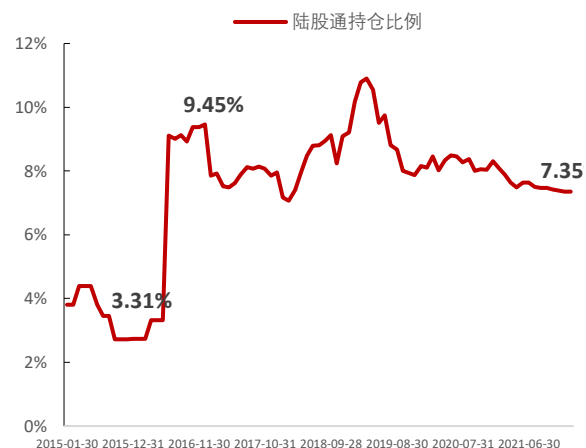
以机构投资者为主，陆股通开通后外资持仓比例显著增加。公司的投资者主要以机构投资者为主，近十年机构投资者持仓比例均维持在 70% 以上。今年以来，白酒行业整体出现回调，机构投资者持股比例有所下降，但仍维持在 75% 以上。2021H1 末，公司机构投资者占比为 78.02%。2016 年陆股通开通后，公司的陆股通持仓比例大幅增加，2015 年-2016 年，陆股通持仓比例从 3.80% 增加至 9.45%。今年以来，公司陆股通持仓比例出现了一定程度的下滑，从年初的 8.10% 下降至 2021 年 8 月 5 日的 7.35%，但仍显著高于陆股通开通之前的持仓比例。

图 13：公司机构投资者持仓比例（%）（截至 2021H1 末）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 14：公司陆股通持仓比例（%）（截至 2021/8/5）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

1.4 主打高端茅台酒，系列酒持续放量

公司产品主要包括茅台酒与系列酒。公司自成立以来，陆续推出多品类的产品供消费者选择，产品矩阵逐步多元化。目前，公司的茅台酒主要包括飞天茅台与非标酒，产品定位高端，价格从几千元到上万元不等。其中，飞天是茅台酒中的明星产品，占比约在 80%-90%。系列酒主要包括一曲（贵州大曲）、三茅（华茅酒、王茅酒、赖茅酒）、四酱（汉酱、王子酒、仁酒、迎宾酒），产品主要面向中低端客群。

表 6：公司产品矩阵

大类	小类	产品子类	零售指导价	图片
茅台酒	飞天系列	飞天 53 度（普飞）	1499 元	
		飞天 43 度	1199 元	
	非标酒	年份酒	5699 元-213969 元	
		生肖酒	4050 元-28500 元	
		喜宴酒	999 元	
		纪念酒	3299 元+	
		定制酒	5899 元-30851 元	
	一曲	贵州大曲	348 元-418 元	
	三茅	华茅酒	549 元-1299 元	
		王茅酒	869 元-1399 元	
		赖茅酒	238 元-1398 元	
	四酱	汉酱	498 元-1498 元	
		王子酒	168 元-658 元	
		仁酒	458 元	

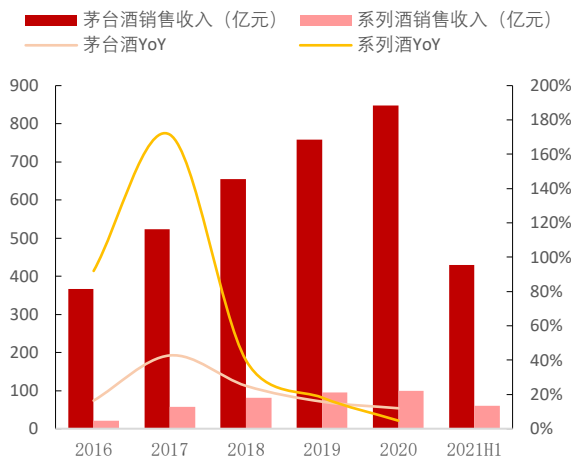
		迎宾酒	128 元-198 元	
--	--	-----	-------------	---

注：价格数据截至 2021/8/5

数据来源：京东商城，东莞证券研究所

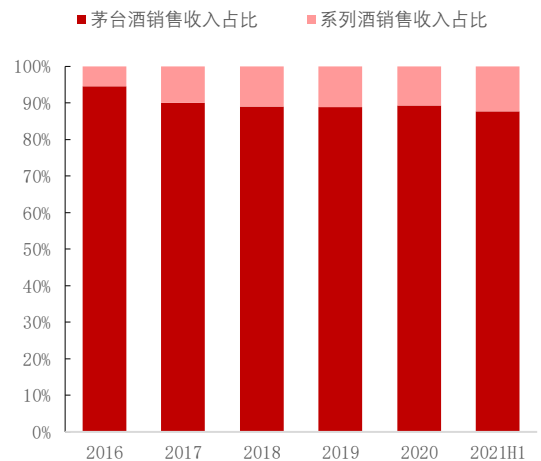
公司产品以高端茅台酒为主，系列酒持续放量。以飞天茅台为代表的茅台酒是公司的主力军，主打高端系列产品。2020 年，茅台酒实现营业收入 848.31 亿元，同比增长 11.91%，营收占比 89.38%。2021H1，公司茅台酒实现营业收入 429.49 亿元，同比增长 9.39%，营收占比 87.63%。自 2016 年开始，在发展茅台酒的同时，公司加大对系列酒的战略布局，旨在实现茅台酒与系列酒的双轮驱动。近几年，茅台酒营收占比有所下降，从 2016 年的 94.52% 降至 2021H1 的 87.63%，系列酒快速发展，营收占比从 2016 年的 5.48% 增加至 2021H1 的 12.37%。2016-2020 年，系列酒营收从 21.27 亿元增长至 99.91 亿元，年均复合增速为 47.22%。2021H1，系列酒实现营业收入 60.60 亿元，同比增长 30.32%。目前，公司致力于将系列酒中的王子酒打造成 50 亿元的超级单品，将汉酱、赖茅培育成 20 亿元的超级单品。在系列酒持续放量的背景下，系列酒有望成为公司新的增长点。

图 15：茅台酒与系列酒营收与增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 16：茅台酒与系列酒营收占比



数据来源：Wind，东莞证券研究所

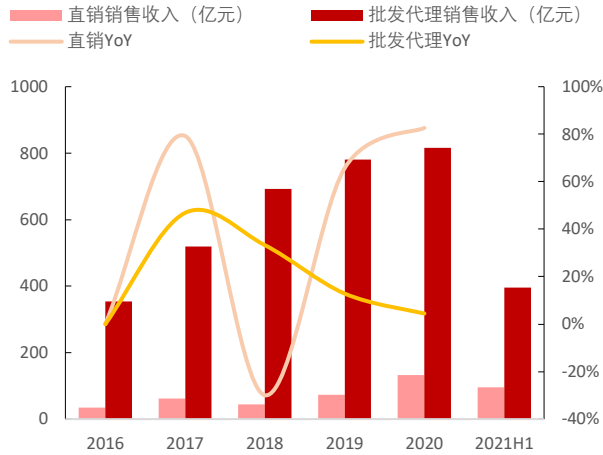
1.5 批发代理为主，直销渠道加速推进

公司渠道销售以批发代理为主，直销为辅。公司的渠道销售包括批发代理与直销。直销主要是通过自营渠道将产品直接销售给终端消费者，批发代理主要以经销商、商超、电商的形式向消费者销售产品。目前，批发代理是公司主要的销售渠道。2021H1，公司批发代理渠道实现销售收入 395.05 亿元，营收占比 80.61%；直销渠道实现销售收入 95.04 亿元，营收占比 19.39%。

直销渠道加速推进，渠道逐步向扁平化迈进。2018 年以来，公司逐步进行渠道改革，大力发展直销渠道，公司的直销渠道实现了快速发展。2018-2020 年，公司直销渠道的销售收入从 43.76 亿元增加至 132.4 亿元，年均复合增速为 73.94%，销售收入占比从 5.94% 升至 13.95%。2021H1，公司的直销渠道实现营业收入 95.04 亿元，同比增

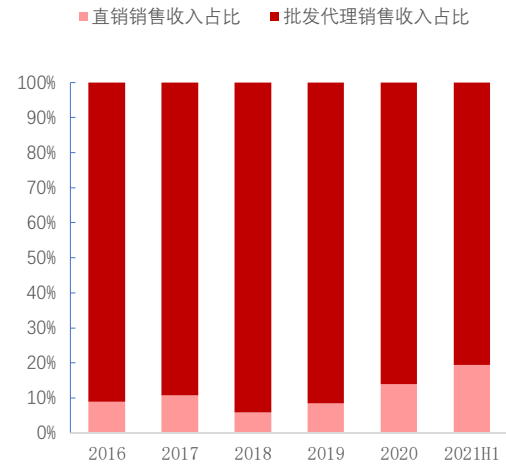
长 84.44%，营收占比为 19.39%。与此同时，为进一步优化营销布局，提升经销商的整体实力，公司对经销商进行适度淘汰清理。2018 年-2021H1 年，公司国内经销商数量从 2987 降至 2096 个，渠道逐步向扁平化迈进。

图 17：公司直销与批发代理营收与增速



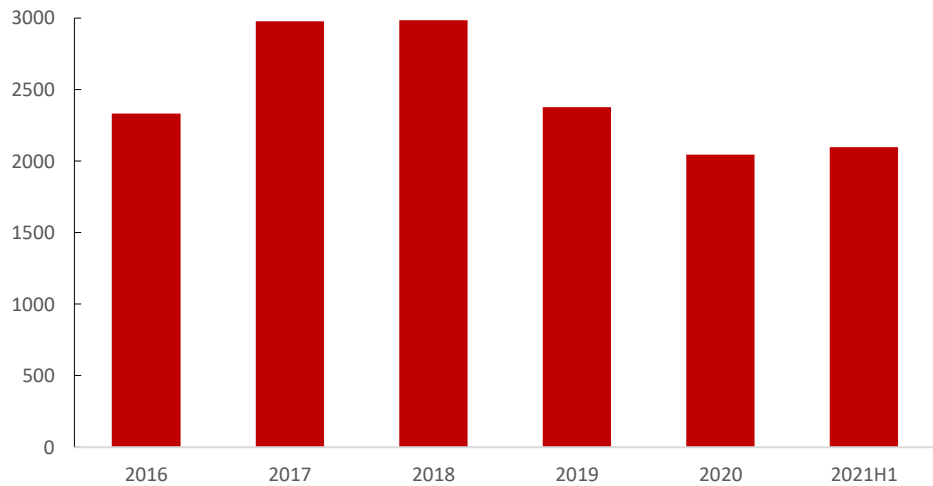
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 18：公司直销与批发代理收入占比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 19：2016-2021H1 年公司国内经销商数量



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

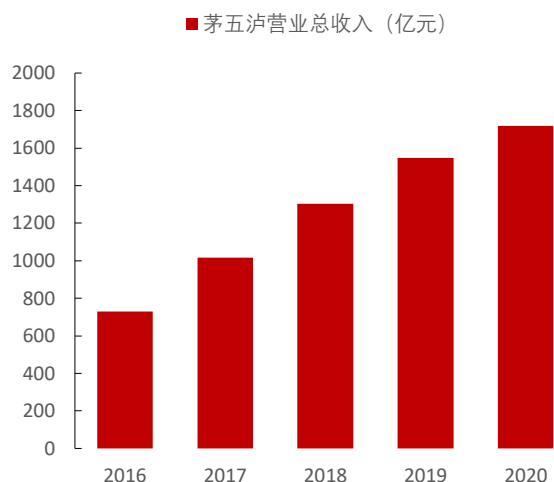
2、高端白酒市场增长潜力大，龙头有望受益

2.1 我国高端白酒市场持续向好，未来仍具上升空间

我国高端白酒市场发展强劲，营收占比持续增加。白酒行业在经历深度调整后，部分经营较差的小企业被市场淘汰，行业加速出清。高端白酒的竞争优势逐步显现，表现持续向好。在我国白酒市场中，将申万行业中的贵州茅台、五粮液与泸州老窖作为高端白酒市场的衡量标准，2020 年，茅五泸共实现营业总收入 1719.67 亿元，同比增长 11.10%。2016-2020 年，茅五泸营业总收入从 730.03 亿元增长至 1719.67 亿元，年均

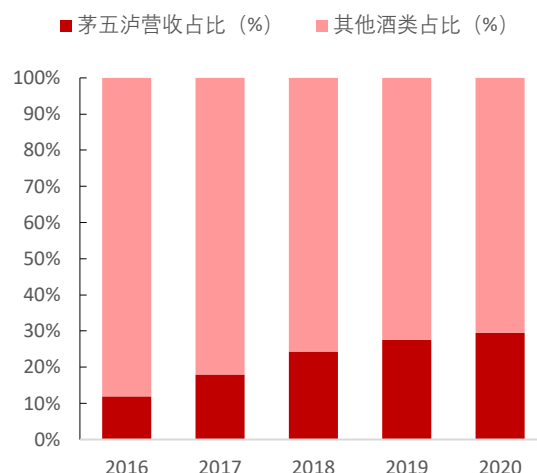
复合增速为 23.89%。同时，茅五泸营业总收入在白酒行业中的占比从 2016 年的 11.92% 增加至 2020 年的 29.47%，我国高端白酒市场持续扩容。

图 20：2016-2020 年茅五泸营业总收入（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 21：茅五泸营收在白酒行业中的占比（%）

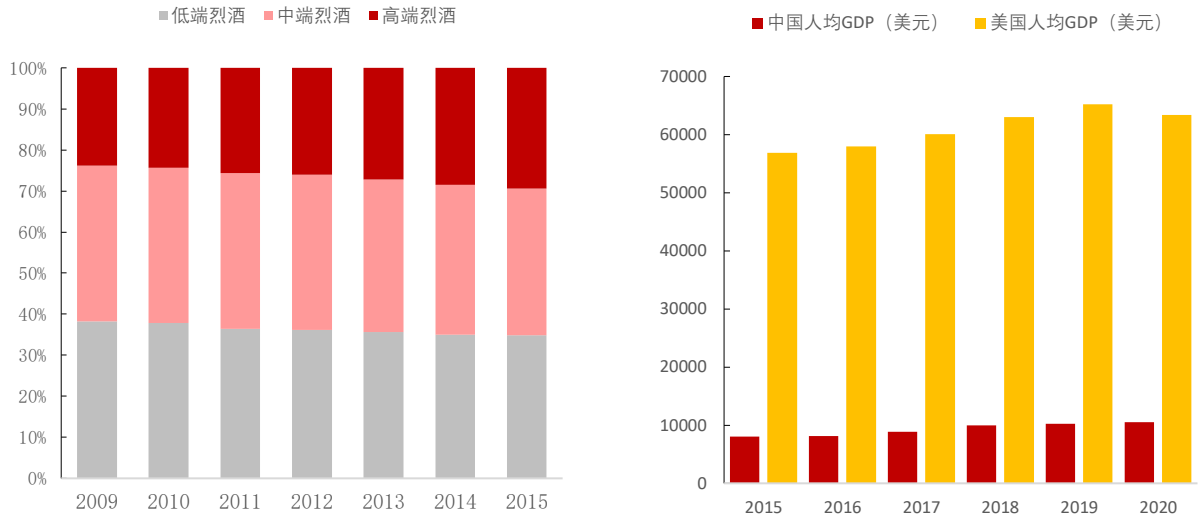


数据来源：Wind，东莞证券研究所

与发达国家相比存在一定差距，我国高端白酒市场未来仍具上升空间。根据 DISCUS 统计，2009-2015 年，美国高端烈酒营收占比从 23.87% 提高至 29.47%。2016-2020 年，我国高端白酒营业总收入在白酒行业中的占比从 11.92% 增加至 29.47%，高端白酒增速较快，但与美国相比仍有一定的差距。居民收入水平的提高是推动我国高端白酒发展的重要因素之一。我国目前虽为全球第二大经济体，但人均 GDP 与美国有显著的差距。2020 年，美国的人均 GDP 为 63415 美元，我国仅为 10484 美元，约与美国 20 世纪 70 年代的水平持平。随着我国经济的发展，人均 GDP 的增加将进一步带动白酒行业需求提高，我国高端白酒行业未来存在较为确定性的上升空间。2016-2020 年，我国高端白酒营业总收入占比的年均复合增速为 23.89%。在我国居民生活水平不断提高的背景下，预计高端白酒未来将保持较快增长。Euromonitor 预测，2015-2029 年，我国高端白酒营收占比将从 9% 增加至 40%，预计年均复合增速将达到 11.24%。

图 22：美国高中低端烈酒占比（%）

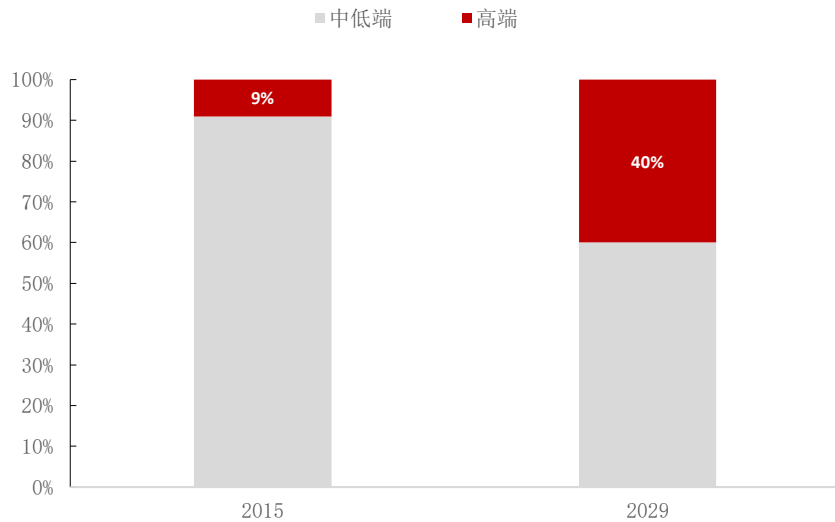
图 23：中美人均 GDP（美元）



数据来源：DISCUS，东莞证券研究所

数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 24：预计 2029 年我国高端白酒营收占比达 40%

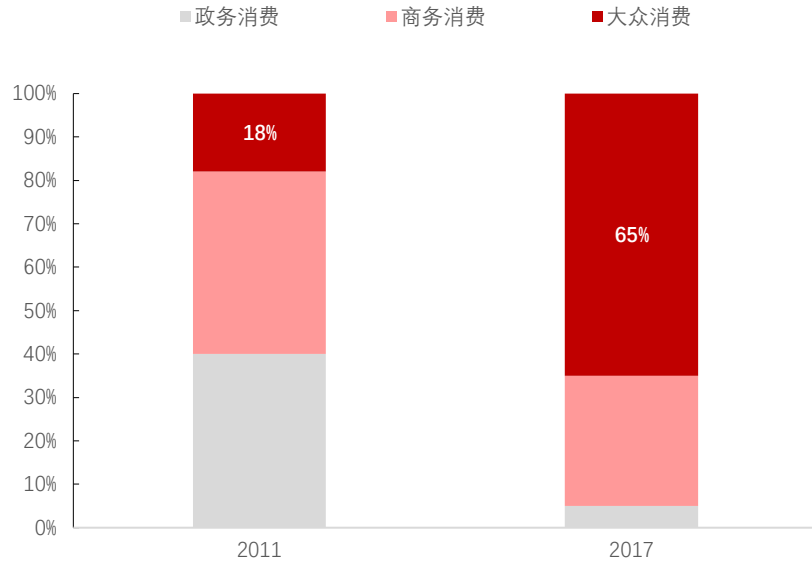


数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

2.2 消费结构转变+消费升级，高端白酒迎机遇

我国白酒消费结构转为以大众消费为主，白酒消费更受支撑。政府出台三公政策前，我国白酒消费以政务消费与商务消费为主。在经历白酒行业深度调整期后，我国白酒消费结构发生改变，政务消费比例严重压缩，商务消费比例大幅下降。2011-2017 年，我国白酒政务消费占比从 40%降至 5%，商务消费占比从 42%降至 30%。在此背景下，我国白酒消费结构转为以大众消费为主，大众消费成为白酒行业中的坚实消费群体。2011-2017 年，我国白酒大众消费占比从 18%升至 65%。白酒消费结构的转变，使我国白酒消费在一定程度上受政策影响减弱，消费群体较此前趋于稳定，白酒消费更受支撑。

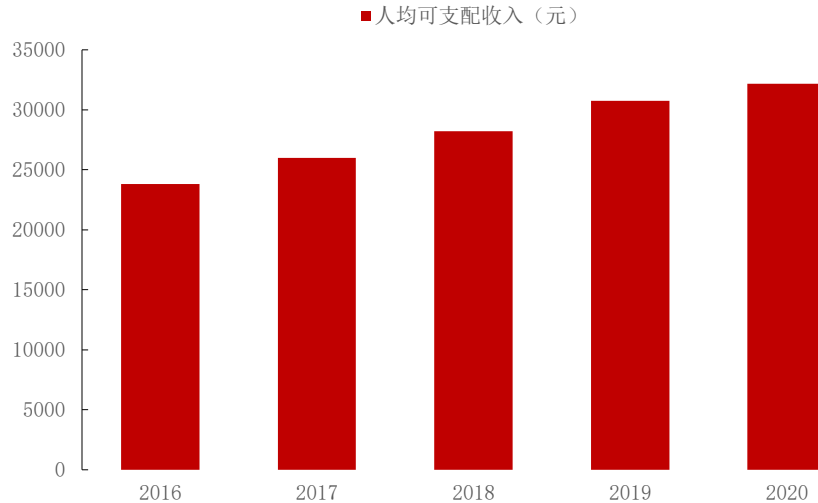
图 25：我国白酒消费结构（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

中产阶级及以上群体崛起，消费结构升级，高端白酒迎机遇。随着我国经济发展，人均可支配收入持续增加，中产阶级及以上人群不断壮大。2020年，在疫情影响下，我国人均可支配收入为32189元，仍保持4.74%的增长。2016-2020年，我国人均可支配收入从23821元增加至32189元，年均复合增速6.2%。人均收入水平的提高使我国中产阶级及以上人群占比不断提升。根据波士顿咨询数据显示，预计到2020年，我国中产阶级人群占比将从2015年的20%增加至24%；上层中产阶级占比将从2015年的14%升至23%；富裕人群占比将从2015年的3%升至6%。其中，富裕人群占比的年均复合增速为16.9%，增长最快；中产阶级与上层中产阶级人群占比的年均复合增速分别为5.8%与12.3%。中产阶级及以上人群的壮大，有望推动我国高端白酒市场进一步发展。此外，随着消费者对健康意识的不断增强，消费者日益重视对白酒品质的追求，越来越多的消费者将“少喝酒、喝好酒”作为白酒消费标准，从消费趋势看，高端白酒迎合了“少喝酒，喝好酒”的消费升级趋势，高端白酒未来有较大的发展空间。

图 26：我国人均可支配收入逐年增加



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

表 7：我国 2015-2020 年中产阶级及以上群体崛起

阶级	CAGR5	2015 年占比	2020E 占比	家庭月均可支配收入划分标准
准中产与低收入阶层	-6.20%	34%	22%	小于 5200 元
新兴中产阶级	0.40%	28%	25%	5200 元-8300 元
中产阶级	5.80%	20%	24%	8300 元-12500 元
上层中产阶级	12.30%	14%	23%	12500 元-24000 元
富裕人群	16.90%	3%	6%	大于 24000 元

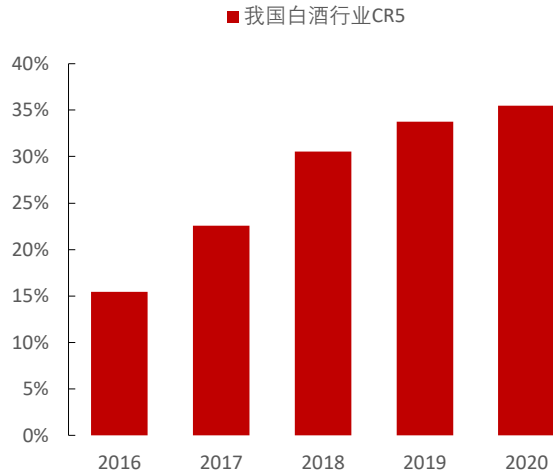
资料来源：波士顿咨询，东莞证券研究所

2.3 集中度有望提升，龙头企业受益

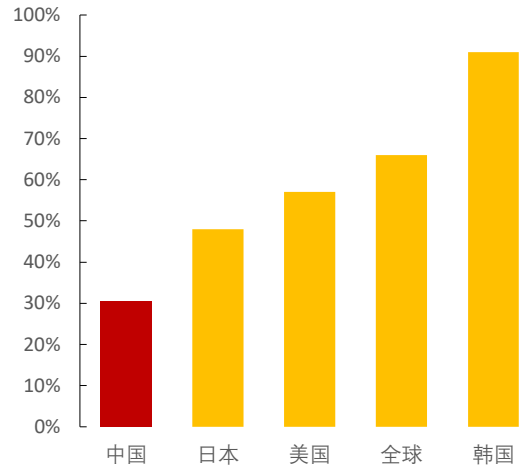
我国白酒市场集中度逐步提高，市场份额有望进一步向龙头企业靠拢。在我国白酒市场中，将贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒与洋河股份五家公司作为白酒 CR5 的衡量标准。2016-2020 年，贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒与洋河股份的营业总收入在白酒行业的占比从 15.44% 增加至 35.48%，实现五年连续增长，我国白酒行业的 CR5 不断提高。但对比国外不同烈酒行业的集中度，我国白酒市场集中度有进一步提升的空间。2018 年，我国白酒市场 CR5 为 30.54%，韩国高达 91%，日本、美国以及全球平均 CR5 均在 45% 以上。受疫情影响，白酒部分企业利润承压，我国白酒行业加速分化，部分经营能力较差、抗风险能力较低的小企业将在发展中被清洗淘汰，白酒行业市场份额未来有望进一步向龙头企业靠拢。

图 27：2016-2020 年我国白酒行业 CR5（%）

图 28：2018 年主要国家烈酒行业 CR5 对比



数据来源：Wind，东莞证券研究所



数据来源：2020中国老酒白皮书，东莞证券研究所

3、核心竞争优势突出，白酒龙头行稳致远

3.1 酱香酒工艺+赤水河之水，打造茅台酒醇厚口感

酱香型白酒是所有香型白酒中工艺最复杂、出酒率最低的品类，具有一定的收藏价值。以茅台为代表的酱香型白酒酿造工艺特殊，与以五粮液、泸州老窖为代表的浓香型白酒有所不同，浓香型白酒重在“窖”，而酱香型白酒重在工艺。酱香型白酒的酿造工艺在所有香型白酒中最为复杂，一瓶酱香酒从原料进厂到产品出厂至少要经过五年时间。在长时间的生物反应过程中，各种微生物留存在酒体，最终打造出酱香酒酱香突出、酒体醇厚的独特口感，饮用时不容易上头和口干。与其他香型白酒相比，酱香型白酒不添加任何易挥发的香味成分，靠自然发酵的纯天然产品生产，酒越陈越好，具有一定的收藏价值。此外，酱香酒出酒率较低，5斤粮食约出1斤酒，成品酒具有稀缺性的特点。

表 8：酱香型白酒与浓香型白酒对比

	酱香型白酒	浓香型白酒
原料	高粱、小麦	高粱等多梁混合
主体香	复合香	己酸乙酯
发酵容器	石窖	泥窖
堆积	高温堆积	不堆积
曲药	高温大曲	中温大曲
生产周期	5年	40-60天
出酒率	5斤粮食出1斤酒	1斤粮食出2.5-4两酒
口感	酱香突出、酒体醇厚、回味悠长、空杯余香	窖香浓郁、绵柔甘冽、入口甜、尾净余长

资料来源：互联网资料，东莞证券研究所

公司依赖赤水河生产白酒，产成品的品质得以保证。公司生产的白酒对地理位置有严格的要求。目前，茅台酒只产于茅台镇，且仅用赤水河之水，酿造工艺费时费力，这些成为了制约茅台酒生产的关键因素。同时，也正是这些因素确保了公司产

成品的品质。赤水河河水在每年雨季时，两岸紫红色的泥沙汇入河中，河水变为棕红色，成为“赤水河”。在这个过程中，河水溶解红土中多种对人体有益的微量元素。茅台酒厂位于赤水河上游，上游的水质好，硬度低、微量元素含量丰富，且无污染。运用赤水河酿造的白酒，使茅台酒的口感得到了保证。

图 29：雨季的赤水河



数据来源：互联网资料，东莞证券研究所

3.2 公司品牌价值稳居全球烈酒品牌第一

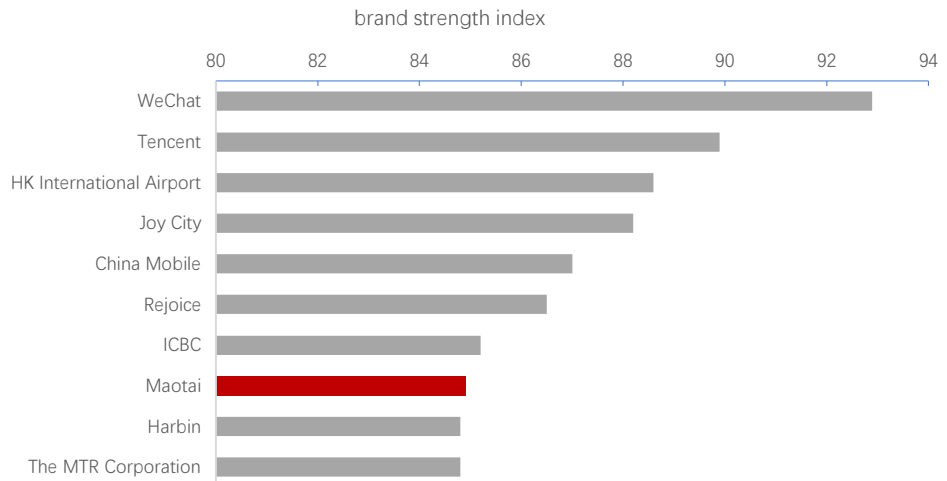
公司品牌价值稳居全球烈酒品牌第一，品牌影响力深入人心。经过七十年的历史沉淀，公司形成了“诚信、独特、稀缺、珍贵”的品牌核心价值。根据 Brand finance 发布的 2020 年全球烈酒品牌排行榜，公司 2020 年品牌价值为 393.32 亿美元，同比增长 29.08%，稳居全球烈酒品牌第一。除了具有超高的品牌价值外，公司的品牌影响力深入人心，在各行业中亦处于领先地位。根据 Statista 统计，2020 年公司品牌影响力在全国排名第八，仅次于微信、腾讯、香港国际机场、大悦城地产、中国移动、飘柔和中国工商银行。

表 9：2020 年茅台的品牌价值位居全球烈酒品牌第一

排名	品牌	原产地	烈酒类型	品牌价值（亿美元）	同比增幅
1	茅台（Moutai）	中国	白酒	393.32	29.08%
2	五粮液（Wuliangye）	中国	白酒	208.72	30.14%
3	洋河（Yanghe）	中国	白酒	76.66	-15.39%
4	泸州老窖（Luzhou Laojiao）	中国	白酒	56.25	4.73%
5	杰克丹尼（Jack Daniels）	美国	威士忌	40.92	-5.60%
6	尊尼获加（Johnnie Walker）	英国	威士忌	40.36	-13.09%
7	轩尼诗（Hennessy）	法国	干邑	36.33	-6.10%
8	斯米诺（Smirnoff）	俄罗斯	伏特加	33.2	-5.06%
9	古井贡酒 （Gujing Gong Jiu）	中国	白酒	33.12	22.53%
10	百加得（Bacardi）	古巴	朗姆酒	36.57	53.78%

资料来源：Brand finance，东莞证券研究所

图 30：2020 年茅台在中国最具竞争力的品牌中排名第八



数据来源：Statista，东莞证券研究所

3.3 公司产品竞争优势突出

在我国白酒市场中，高端白酒公司主要是贵州茅台、五粮液、泸州老窖。

3.3.1 公司高端产品营收占比高

公司的高端产品营收占比高。公司自成立以来，致力于高端白酒的开发，目前在高端白酒市场中具有强大的竞争力。由于五粮液 2020 年未披露细分产品的营收情况，我们在此以 2019 年的数据为参考依据。2019 年，定位高端的茅台酒实现营收 758.02 亿元，营收占比 88.82%。相比之下，2019 年五粮液的高端酒实现营收 396.7 亿元，营收占比 79.15%；泸州老窖的高端酒实现营收 85.96 亿元，营收占比 54.35%。公司的高端产品营收占比高，高端产品的竞争力相对较强。

表 10：茅五泸产品结构对比（2019 年数据）

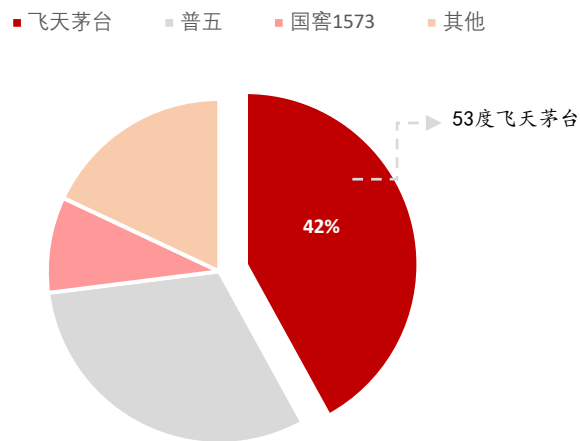
贵州茅台			
产品分类	产品定位	销售收入（亿元）	营收占比
茅台酒	高端	758.02	88.82%
系列酒	中低端	95.42	11.18%
五粮液			
产品分类	产品定位	销售收入（亿元）	营收占比
五粮液酒	高端	396.7	79.15%
系列酒	中低端	66.31	13.23%
其他收入			7.62%
泸州老窖			
产品定位	产品定位	销售收入（亿元）	营收占比
高档酒类	高端	85.96	54.35%
中档酒类	中端	37.49	23.70%
低档酒类	低端	32.71	20.68%
其他收入			1.27%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.3.2 公司的明星产品市场份额高

飞天茅台的市场份额在白酒市场中居首位。放眼我国高端白酒市场，目前公司的飞天茅台、五粮液的普5与泸州老窖的国窖1573分别是各自公司的明星高端产品，三大产品占据了高端白酒市场中的绝大市场份额。其中，公司的飞天茅台在市场中的份额位居白酒行业首位，是目前众多消费者的首选。根据前瞻产业研究院数据显示，2019年，飞天茅台的市场份额为42%，普五与国窖1573的市场份额分别为31%与9%。

图 31：2019 年飞天茅台市场份额

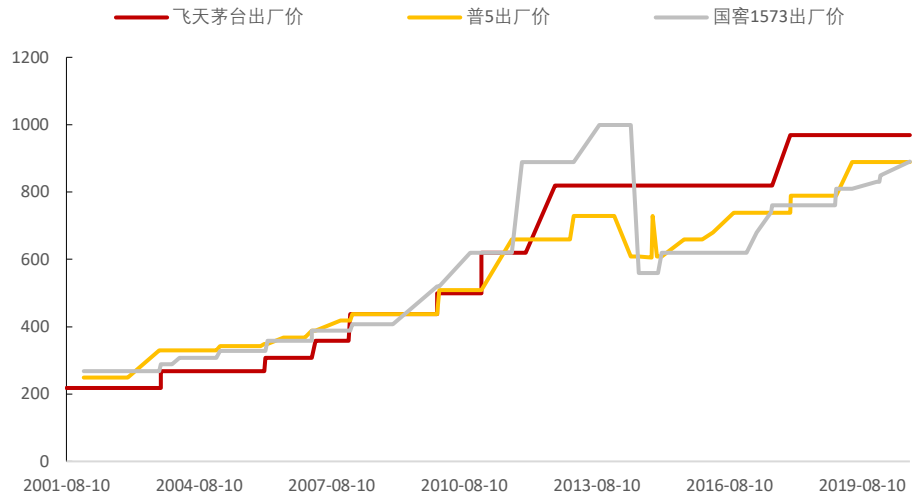


数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

3.3.3 飞天出厂价领跑白酒板块

飞天茅台出厂价稳步提升，价格领跑高端白酒板块。公司上市至今，飞天茅台的出厂价表现持续坚挺，共提价8次，从2001年的218元提高至目前的969元，期间从未出现过降价的情况，彰显强确定性。相比之下，五粮液的普五、泸州老窖的国窖1573出厂价均出现过不同程度的下滑。目前，飞天茅台出厂价为969元，在市场中保持高位，高于普5的889元与国窖1573的890元，领跑高端白酒板块，成为高端白酒市场的标杆。

图 32：飞天茅台出厂价表现坚挺（元）



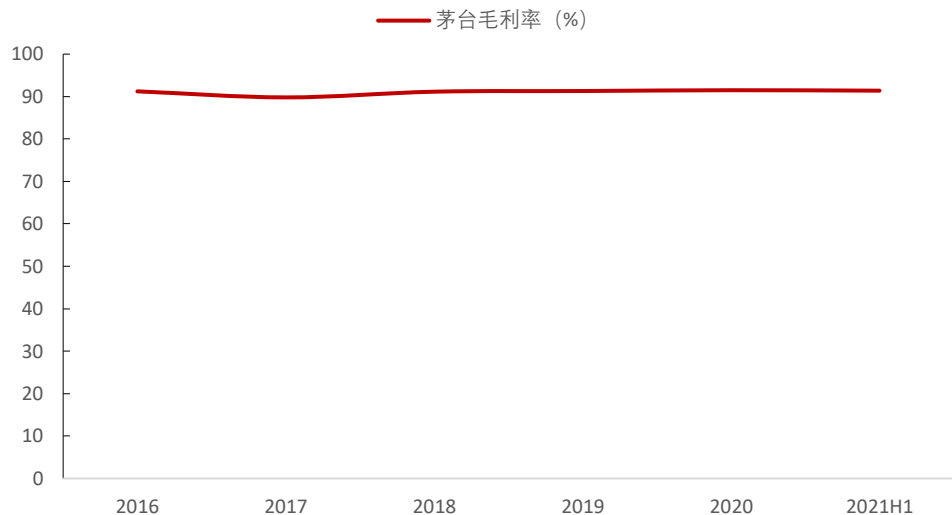
数据来源：Wind，东莞证券研究所

3.4 财务指标分析

3.4.1 盈利能力分析

公司盈利能力稳中有升。2016年以来，公司的毛利率维持在89%以上。2016-2020年，公司毛利率从91.31%增加至91.38%，盈利能力稳中有升。2021H1，公司的毛利率达到91.38%，同比下降0.08个百分点，主要是公司系列酒占比有所提高所致。

图 33：2016-2021H1 公司毛利率水平 (%)



数据来源：Wind，东莞证券研究所

茅台酒与直销渠道业务对公司的毛利率贡献大。分品类看，2020年茅台酒的毛利率为93.99%，系列酒的毛利率为70.14%，以高端产品为主的茅台酒毛利率高于以中低端产品为主的系列酒毛利率。其中，茅台酒的毛利率较为稳定，从2016年的93.50%增加至2020年的93.99%。系列酒的毛利率有较大幅度的提高，从2016年的53.55%

提升至 2020 年的 70.14%。系列酒毛利率涨幅较大主要系公司近几年积极布局系列酒，丰富系列酒品类，并对系列酒进行适度提价所致。分渠道看，公司 2020 年直销渠道的毛利率为 95.62%，批发代理的毛利率为 90.80%，直销渠道的毛利率整体高于批发代理的毛利率，直销渠道对毛利率贡献较大。以飞天茅台为例，在批发代理模式下，飞天茅台以 969 元/瓶的出厂价进货给经销商，而在直销渠道下产品的对外售价为 1499 元/瓶。因此，公司的产品在直销渠道下的收入要高于批发代理模式下的收入，进而提高了公司直销渠道整体的毛利率水平。

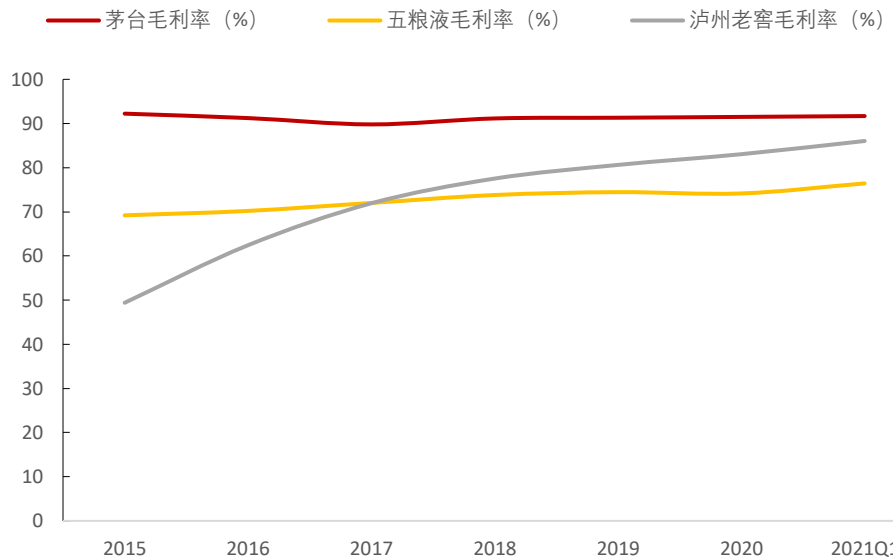
表 11：公司分产品毛利率

分品类	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
茅台酒毛利率	93.50%	92.82%	93.74%	93.78%	93.99%	
系列酒毛利率	53.55%	62.75%	71.05%	72.20%	70.14%	
分渠道	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
直销毛利率	93.89%	93.48%	93.99%	95.01%	95.62%	
批发代理毛利率	91.06%	89.39%	91.08%	91.03%	90.80%	
总毛利率	91.31%	89.83%	91.25%	91.37%	91.48%	91.38%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司毛利率高于可比公司。与可比公司相比，公司的高端产品占比高且飞天的出厂价较高，使公司的毛利率具有较为明显的优势，高于五粮液与泸州老窖的水平。2021Q1，公司的毛利率为 91.68%，五粮液与泸州老窖的毛利率分别为 76.43%与 86.04%。

图 34：公司毛利率高于可比公司（截至 2021Q1）

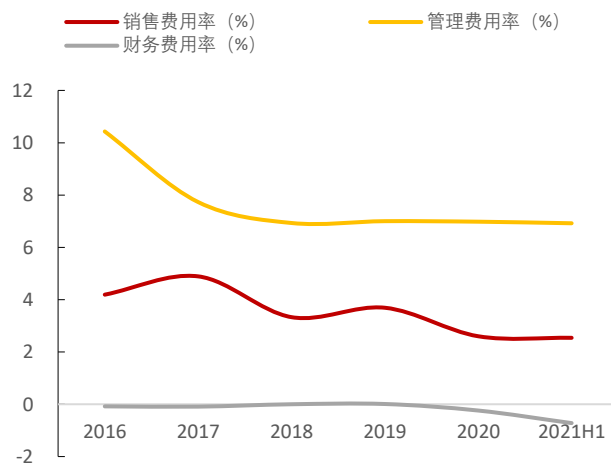


数据来源：Wind，东莞证券研究所

公司期间费用结构逐步优化，费用把控力度较好。公司在发展的过程中，根据自身的实际情况对费用的支出进行灵活调整。近几年来，公司的费用结构逐步优化，费用率稳中有降。2016-2020 年，公司的销售费用率从 4.19%降至 2.60%；管理费用率从 10.43%降至 6.98%；财务费用率从 -0.08%降至 -0.24%；期间费用率从 15.01%降至

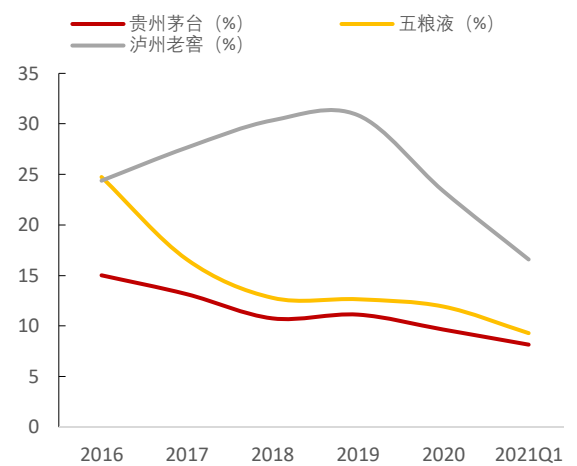
9.64%。2021H1，公司的销售费用率 2.54%，同比下降 0.01 个百分点；财务费用率-0.72%，同比下降 0.56 个百分点；管理费用率 6.92%，同比增加 0.35 个百分点；期间费用率为 9.03%，同比下降 0.27 个百分点。公司的管理费用率增加主要是职工薪酬费用、商标许可使用费等增加所致。与可比公司相比，公司目前已凭借自身超高的品牌影响力占据了白酒市场高位，因此公司的宣传推广力度较可比公司低，费用把控力度较好，销售费用率处于可比公司的低位水平。公司较低的销售费用率，拉低了公司整体的期间费用率水平。2021Q1，公司的期间费用率为 8.15%，分别低于五粮液的 9.95%和泸州老窖的 26.47%。

图 35：2016-2021H1 公司费用率水平（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

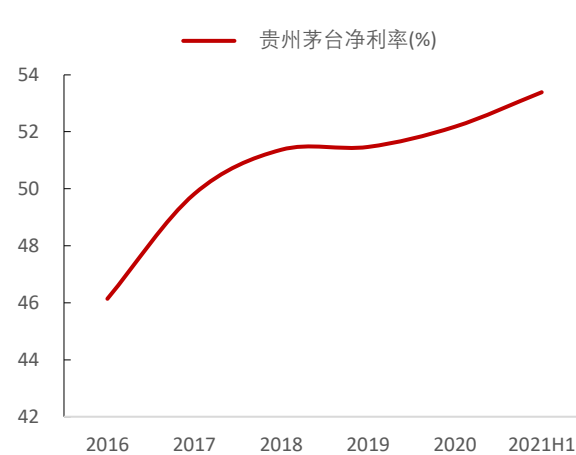
图 36：茅五泸期间费用率对比（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

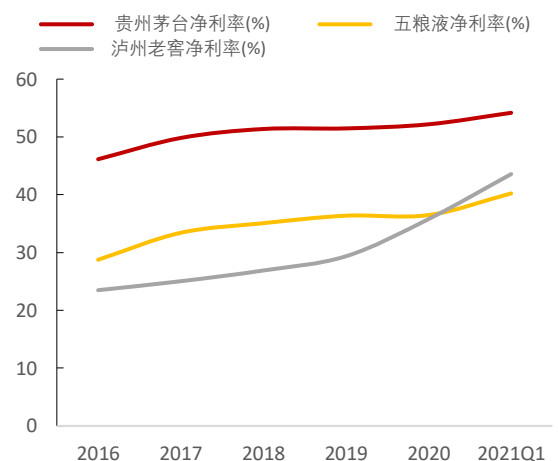
公司净利率稳步提高，高于可比公司水平。随着公司毛利率有所提高以及费用结构的改善，公司的净利率稳中有升。公司的净利率从 2016 年的 46.14%提高至 2020 年的 52.18%。2021H1，公司的净利率为 53.39%，同比下降 1.05 个百分点，主要受公司毛利率微降与管理费用率增加所致。与可比公司相比，公司的净利率高于可比公司水平。2021Q1，公司净利率为 54.17%，五粮液与泸州老窖的净利率分别为 40.22%与 43.56%。

图 37：2016-2021H1 公司净利率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 38：茅五泸净利率对比（%）

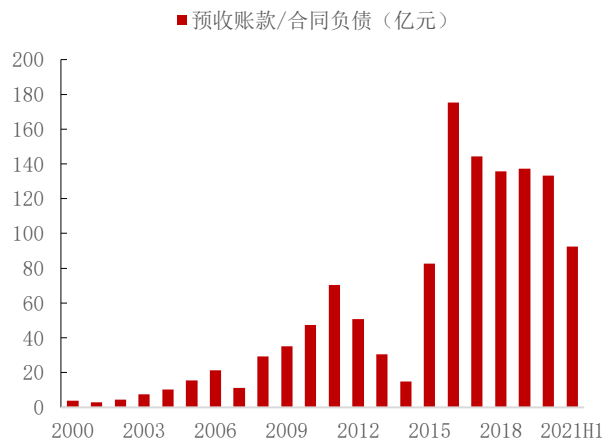


数据来源：Wind，东莞证券研究所

3.4.2 预收账款分析

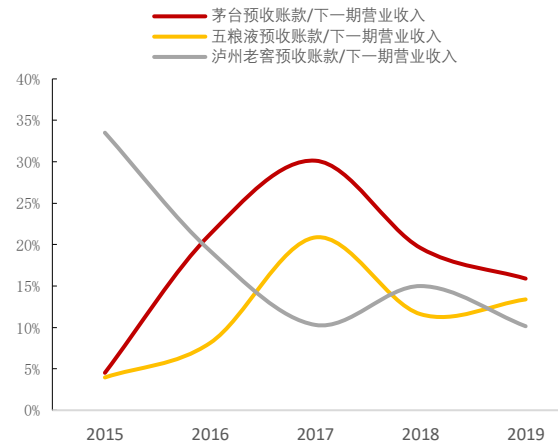
公司预收账款指标稳健。政府出台三公消费政策前，公司的预收账款整体呈上升趋势。2000-2011年，公司的预收账款从3.85亿元增加至70.27亿元。2012年起，政府限制三公消费，白酒行业进入深度调整期，公司预收账款受到严重影响，从2011年的70.27亿元降至2014年的14.76亿元。2015年起，行业逐步回暖，公司的预收账款在2015年大幅提升至82.62亿元。为防止经销商存货积压降价销售，2017年公司出货量进行控制，稳控发货速度，预收账款有所下降。2020年，公司合同负债为149.31亿元，同比增长8.67%，说明疫情并未对公司的合同负债产生重大实质性影响。与可比公司进行对比，在经历行业深度调整后，公司的预收账款/下一年营收指标得到改善，2019年为15.89%，高于五粮液与泸州老窖的同期水平，稳健的预收账款为公司业务的开展提供了一定的保障。

图 39：2000-2021H1 公司预收账款/合同负债（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 40：茅五泸预收账款/下一年营收对比



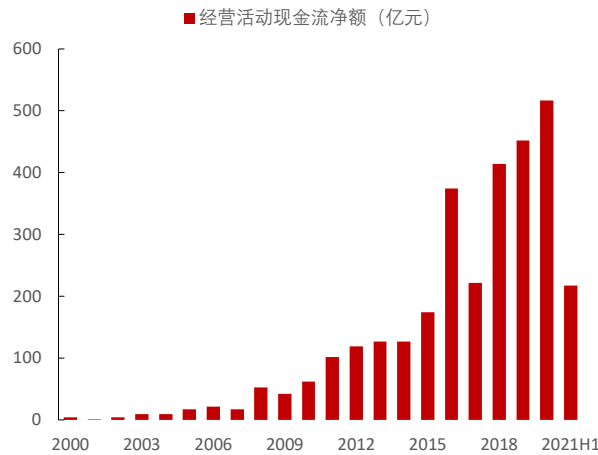
数据来源：Wind，东莞证券研究所

3.4.3 经营活动现金流净额分析

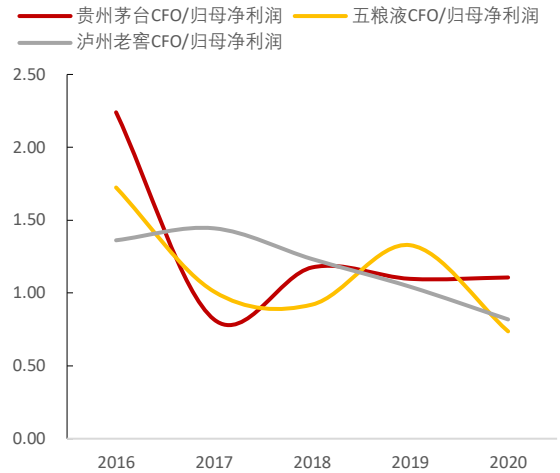
公司现金流充裕。公司自上市以来，经营活动现金流净额总体呈现稳中有升态势，2017年同比有所下降主要是公司存放在中央银行和同业款项净增加额、税费出现大幅度增加所致。2020年在疫情下，公司经营活动现金流净额仍实现同比14.29%的增速，达到516.69亿元。2021H1，公司的经营活动现金流净额为217.19亿元，同比增长72.09%，同比大幅增长的主要原因在于集团及子公司在财务公司存款增加所致。与可比公司对比，公司净现比处于较好的水平。

图 41：2000-2021H1 公司经营活动现金流净额（亿元）

图 42：茅五泸净现比对比



数据来源：Wind，东莞证券研究所



数据来源：Wind，东莞证券研究所

4、对标国际烈酒巨头——帝亚吉欧

帝亚吉欧是全球最大的洋酒企业，目前总市值约为 1175 亿美元（伦敦与纽约合计值）。公司成立于 1997 年，历史悠久，由大都会和健力士两大公司合并而成，总部位于英国伦敦，已分别在伦敦股票交易所和纽约股票交易所上市。公司旗下拥有蒸馏酒、葡萄酒和啤酒等各种酒类品牌，共占据全球 30% 以上的洋酒份额。目前，公司业务遍布 180 多个国家和地区，设有 99 个生产基地。在 2020 年全球最具价值的酒业集团榜单中，帝亚吉欧品牌价值 229.15 亿美元，排名全球第三。

4.1 发展路径：品牌收购，打造多层次品牌组合

品牌收购，实现规模扩张。帝亚吉欧能够成为全球最大烈酒公司的其中一个重要原因系公司不断收购多品类的优质品牌，旨在通过收购实现公司规模迅速扩张。21 世纪以来，帝亚吉欧结合自身战略发展目标陆续完成多类品牌收购。2007 年，帝亚吉欧进军中国白酒市场，收购定位中高端的水井坊。

表 12：帝亚吉欧部分品牌收购情况

时间	收购品牌	标的国家	品牌定位
2000	Crown Royal（皇冠威士忌）	加拿大	威士忌领导品牌
2001	Captain Morgan（摩根船长朗姆酒）	加拿大	一款畅销的朗姆酒品牌
2005	Don Julio（唐·胡里奥）	墨西哥	高端龙舌兰酒
2006	Smimoff（斯米诺伏特加）	俄罗斯	世界十大名酒之一
2007	水井坊	中国	中高端白酒
2017	Casamigos	美国	高端龙舌酒
2017	Ypioca	巴西	全球朗姆酒销量第三

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

打造多层次品牌组合，国际品牌营收贡献高。帝亚吉欧在收购的过程中，致力于打造多层次的组合，品牌矩阵不断丰富。目前，帝亚吉欧的品牌分为国际品牌、区域品牌和储备品牌三大类。其中，国际品牌有 6 个，包括尊尼获加、斯米诺伏特加、百利甜酒、摩根船长、添加利金酒和珍酒；区域品牌与储备品牌分别为 11 个和

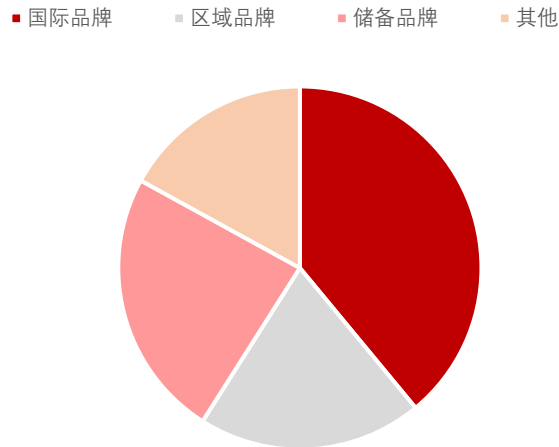
12 个。2021H1 数据显示，帝亚吉欧的国际品牌营收贡献高，占比为 39%；区域品牌营收占比为 20%；储备品牌营收占比为 24%。

表 13：帝亚吉欧品牌矩阵

Global giants					
Our business is built around six of our biggest global brands.					
Johnnie Walker	Smirnoff	Baileys	Captain Morgan	Tanqueray	Guinness
Local stars			Reserve		
Can be individual to any one market and provide a platform for our business to grow.			Exceptional spirits brands at premium price points to capture the global luxury opportunity.		
Crown Royal	Yeni Raki	Shui Jing Fang	Johnnie Walker Blue Label	Bulleit Bourbon	Don Julio
Buchanan's	J&B	Old Parr	Tanqueray No. TEN	Ron Zacapa Centenario XO	Casamigos
Bundaberg	McDowell's No. 1	Ypióca	Lagavulin	The Singleton of Glen Ord	Johnnie Walker Gold Label Reserve
Windsor	Black&White		Ciroc	Ketel One vodka	Talisker

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

图 43：帝亚吉欧国际品牌营收贡献高（2021H1）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

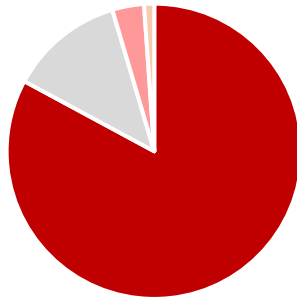
4.2 核心策略：产品矩阵多元，全球战略化布局

产品矩阵丰富，烈酒是公司主要品类。帝亚吉欧在发展的过程中，致力于多元业务的发展，业务范围广，横跨烈酒、啤酒、便捷饮品等多品类，产品层级从低端至高端全覆盖，可以较好的满足市场需求。目前，烈酒为公司的主要业务。2021H1，公司实现营业总收入 927.79 亿元。其中，烈酒实现营业收入 768.83 亿元，营收占比为 82.87%；啤酒实现营业收入 116.46 亿元，业务占比为 12.55%。

图 44：烈酒为帝亚吉欧主要品类（2021H1）

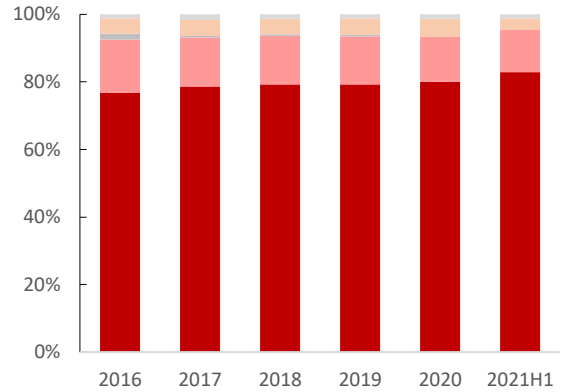
图 45：帝亚吉欧各业务营收占比

■ 烈酒营收占比 ■ 啤酒营收占比
■ 便捷饮品营收占比 ■ 其他产品营收占比



数据来源：Wind，东莞证券研究所

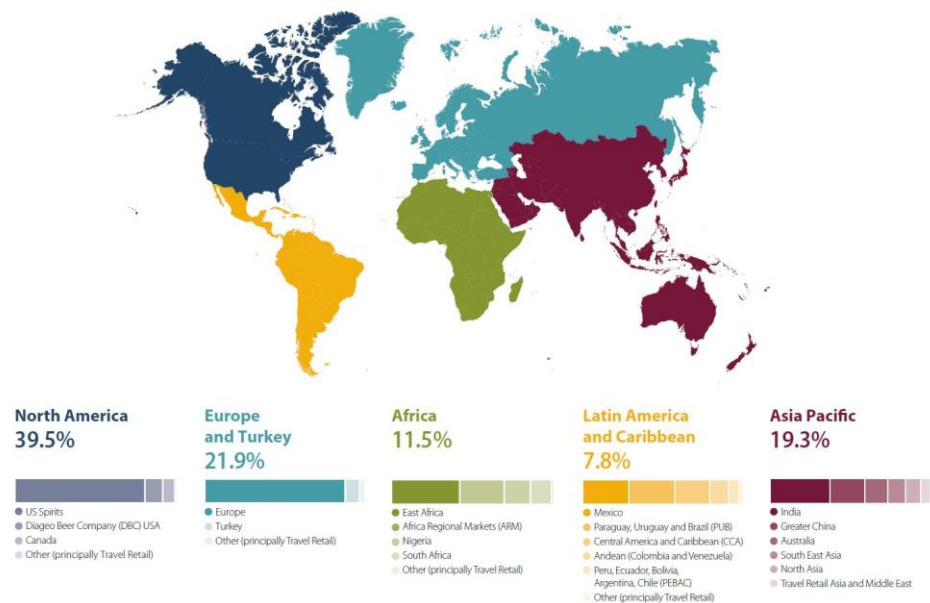
■ 烈酒营收占比 ■ 啤酒营收占比
■ 葡萄酒营收占比 ■ 便捷饮品营收占比



数据来源：Wind，东莞证券研究所

全球化战略布局，业务遍布全球多地。帝亚吉欧自成立以来积极进行全球化推广，不断提高公司的知名度与品牌影响力。目前，公司业务遍布 180 多个国家和地区，设有 99 个生产基地，涉及北美、欧洲、亚太地区、非洲、拉丁美洲等多个区域。北美和欧洲为公司的主要业务区域。2020 年，公司在北美地区共实现营业收入 609.17 亿元，营收占比 39.5%；欧洲地区营收占比 21.9%；亚太地区营收占比 19.3%。公司全球化的布局一方面可以加大加深公司业务区域的广度，另一方面可以在一定程度上增加公司抗风险的能力。

图 46：帝亚吉欧布局全球化战略（2020 年年报）



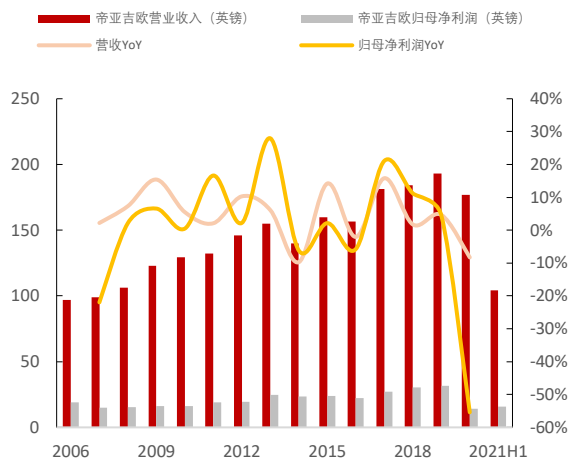
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

4.3 业绩对比分析：帝亚吉欧业绩步入平稳发展期

帝亚吉欧业绩步入平稳发展期。帝亚吉欧起步早，与茅台相比，已进入比较成熟的发展阶段，业绩增速有所放缓。2006-2020 年，帝亚吉欧的营业收入从 97.04 亿英镑增加至 176.97 亿英镑，年均复合增速为 4.39%。其中，仅有 4 年营收增速超过 10%，有

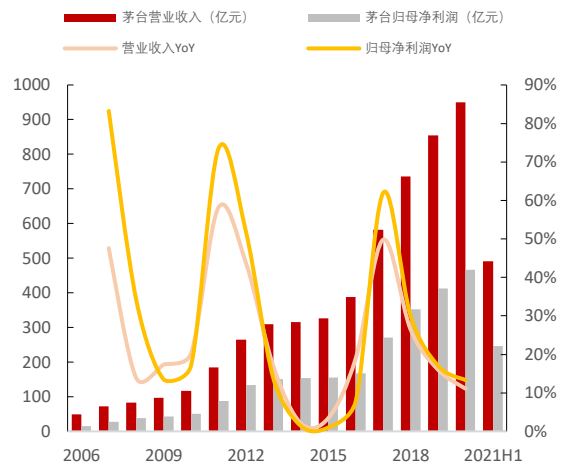
3年的营收增速为负。由于帝亚吉欧的产品在全球多个国家销售，帝亚吉欧受疫情影响较大，业绩增速出现负值。2020年，帝亚吉欧的营业收入与归母净利润分别为176.97亿英镑与14.09亿英镑，分别同比下降8.28%与55.41%。随着公司不断成熟发展，预计帝亚吉欧未来的业绩增速将平稳缓增。相比之下，贵州茅台业绩增速整体高于帝亚吉欧。在疫情影响下，贵州茅台的业绩仍实现稳健增长。2020年，茅台实现营业收入949.15亿元，同比增长11.1%；实现归母净利润为466.97亿元，同比增长13.32%。2006-2020年，茅台营收从49.03亿元升至949.15亿元，年均复合增速为23.57%；归母净利润从15.45亿元升至466.97亿元，年均复合增速为27.57%。

图 47：帝亚吉欧营业收入与归母净利润情况



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 48：茅台营业收入与归母净利润情况



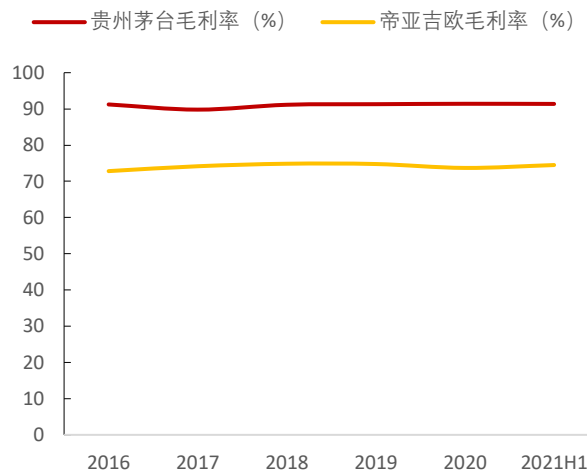
数据来源：Wind，东莞证券研究所

4.4 盈利指标对比分析

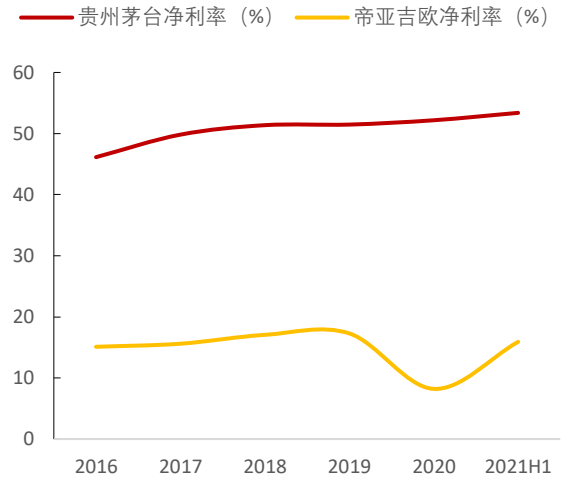
帝亚吉欧的毛利率与净利率低于茅台。帝亚吉欧的产品结构丰富，产品涉及的价格带广，业务横跨烈酒、葡萄酒、啤酒等多品类。相比之下，茅台主要以高端茅台酒为主，系列酒为辅，产品定位高端消费群体。因此，帝亚吉欧的毛利率相对较低。2021H1，帝亚吉欧毛利率为74.50%，贵州茅台的毛利率为91.38%。此外，帝亚吉欧的费用率水平高于茅台。2021H1，帝亚吉欧的销售费用率与财务费用率分别为10.40%与3.13%，茅台对应的指标分别为2.55%与-0.72%。在此情况下，帝亚吉欧的净利率整体低于茅台。2021H1，帝亚吉欧与茅台的净利率分别为15.92%与53.39%。帝亚吉欧2020年的净利率下滑主要是一笔其他营业费用增加所致。

图 49：茅台与帝亚吉欧毛利率对比（%）

图 50：茅台与帝亚吉欧净利率对比（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 14：茅台与帝亚吉欧主要信息对比

		贵州茅台	帝亚吉欧
基本信息对比	产品定位	高端白酒	多档位酒品
	产品策略	茅台酒为主，系列酒为辅	多品牌策略
	2020 年品牌价值	393.32 亿美元	229.15 亿美元
	主要发展战略	丰富品类、扩大产能	并购
财务信息对比	营收 CAGR	23.57%	4.39%
	2021H1 毛利率	91.48%	73.70%
	2021H1 净利率	52.18%	8.22%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

5、投资建议

2021年上半年，疫情影响逐步释放，白酒行业复苏回暖。高端白酒维持确定性增长。公司2021Q2业绩基本符合预期，环比有所改善。公司此前披露2021年经营目标，力争营业总收入较上年度同比增长10.5%左右。截止2021H1，公司实现营业总收入507.22亿元，营业总收入的实施进度已完成全年目标的约46.84%。步入三季度后，经销商打款积极性将有所提高。在中秋与国庆双节的催化下，公司产品销量将进一步释放，全年10.5%的营业总收入增长目标有望达成。2020年，公司的营业总收入为979.93亿元，2021年若达成全年目标，公司的营业总收入将突破千亿元。

公司量价有进一步提升的空间，强者恒强趋势不变，维持对对公司的“推荐”评级。2021年是公司“十四五”的开局之年，作为白酒行业的龙头，公司茅台酒与系列酒双轮驱动的策略明确，直销渠道的扩张有望提升产品吨价，公司产品量价有进一步提升的空间。虽然行业短期存在扰动，但从长期发展趋势来看，高端白酒行业整体扩容趋势不变，行业马太效应明显，公司有上行空间。预计公司2021/2022年每股收益分别为42.71元和49.84元，对应PE估值分别为39.31倍和33.69倍，维持对公司的“推荐”评级。

表 15：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	97993	110664	127252	144279
营业总成本	31305	34277	38752	42971
营业成本	8154	8410	9391	10532
营业税金及附加	13887	15471	17790	19622
销售费用	2548	2767	2927	3174
管理费用	6790	7525	8526	9522
财务费用	-235	-79	-69	-62
研发费用	50	53	51	44
公允价值变动净收益	5	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	66635	76386	88501	101308
加：营业外收入	11	11	11	11
减：营业外支出	449	440	351	301
利润总额	66197	75957	88161	101018
减：所得税	16674	19065	21802	24244
净利润	49523	56892	66359	76774
减：少数股东损益	2826	3243	3749	4760
归母公司所有者的净利润	46697	53649	62609	72014
摊薄每股收益(元)	37.17	42.71	49.84	57.33
PE（倍）	45.17	39.31	33.69	29.29

资料来源：Wind，东莞证券研究所

6、风险提示

- (1) 系列酒推广不及预期。
- (2) 直销渠道扩张不及预期。
- (3) 行业竞争加剧。
- (4) 食品安全问题。
- (5) 宏观经济影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn