

茅台 VS 五粮液 VS 泸州老窖

高端白酒产业链 2021 年 10 月跟踪，增长动力？

今天，我们来跟踪高端白酒产业链的近期景气度情况。

贵州茅台——2021 年中报，实现收入 507.22 亿元，较上期增长 11.15%；归母净利润 246.54 亿元，同比增长 9.08%。

10 月 23 日，贵州茅台披露三季报，前三季度茅台实现收入 770.53 亿元，同比增长 10.75%，归母净利润 372.66 亿元，同比增长 10.17%。

五粮液——2021 年中报，实现收入 367.52 亿元，较上期增长 19.45%；归母净利润 132.00 亿元，同比增长 21.60%。

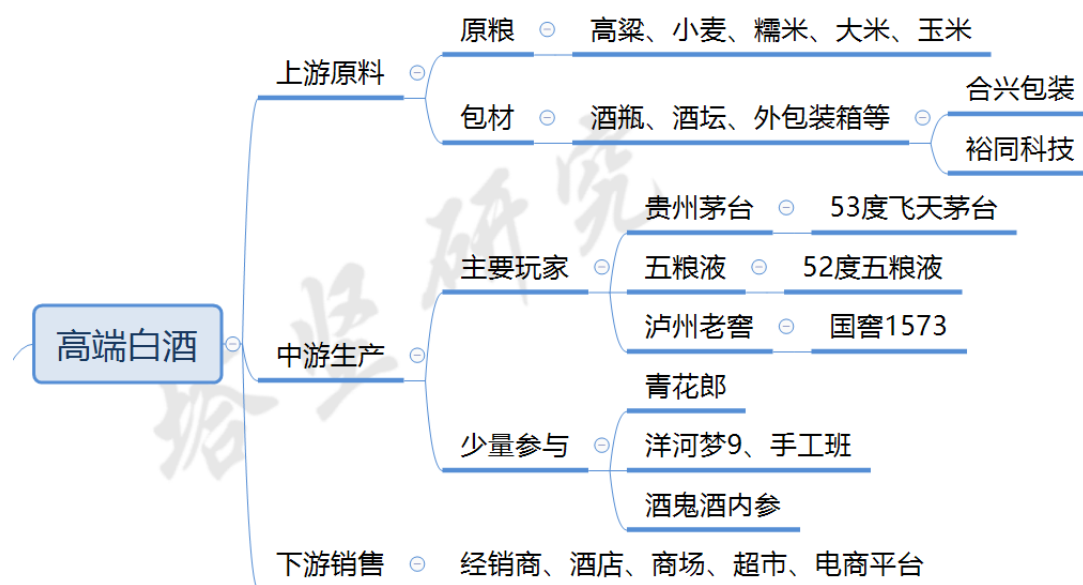
泸州老窖——2021 年中报，实现收入 93.17 亿元，较上期增长 22.04%；归母净利润 42.26 亿元，同比增长 31.23%。

从机构对产业链景气度的预期情况来看：

贵州茅台——2021-2023年，wind机构一致预期收入规模为1,098.84亿元、1,258.31亿元、1,435.02亿元，预期同比增速为15.82%、14.56%、13.96%；预期归母净利润为533.28亿元、620.26亿元、714.51亿元，预期增速14.18%、16.38%、15.10%。

五粮液——2021-2023年，wind机构一致预期收入规模为678.46亿元、788.90亿元、909.38亿元，预期同比增速为18.36%、16.28%、15.27%；预期归母净利润为243.05亿元、289.16亿元、339.97亿元，预期增速21.80%、18.97%、17.57%。

泸州老窖——2021-2023年，wind机构一致预期收入规模为204.75亿元、248.58亿元、298.46亿元，预期同比增速为23.01%、21.50%、19.91%；一致预测归母净利润为75.81亿元、94.54亿元、116.45亿元，预期增速26.34%、24.81%、22.96%。



图：高端白酒产业链 来源：塔坚研究

高端白酒产业链，其上中下游，依次为：

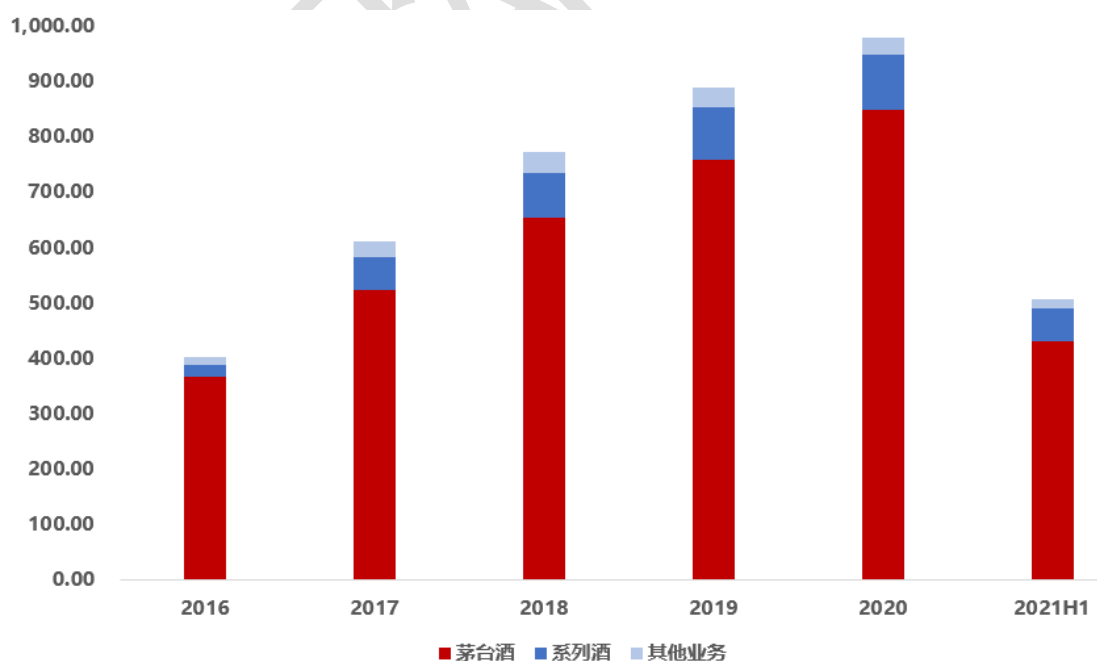
- 1) 上游——主要原材料为粮食（包括高粱、小麦、糯米、大米、玉米）和包装材料（包括酒瓶、酒坛、外包装箱等），包装材料代表厂商有合兴包装、裕同科技。
- 2) 中游——高端白酒生产商，代表公司有茅台、五粮液和泸州老窖，代表产品分别是 53 度飞天茅台、52 度五粮液、国窖 1573，此外，高端序列还包括青花郎、洋河的梦 9、手工班、酒鬼酒内参等部分单品。
- 3) 下游——下游客户为经销商（经销）和终端消费者（直销）。

本次跟踪，有几个值得思考的问题：

- 1) 几家龙头的关键经营数据有什么变动，数据变动背后的逻辑是什么？ 2) 这个行业，具备哪些素质，才能建立长期竞争优势？

(壹)

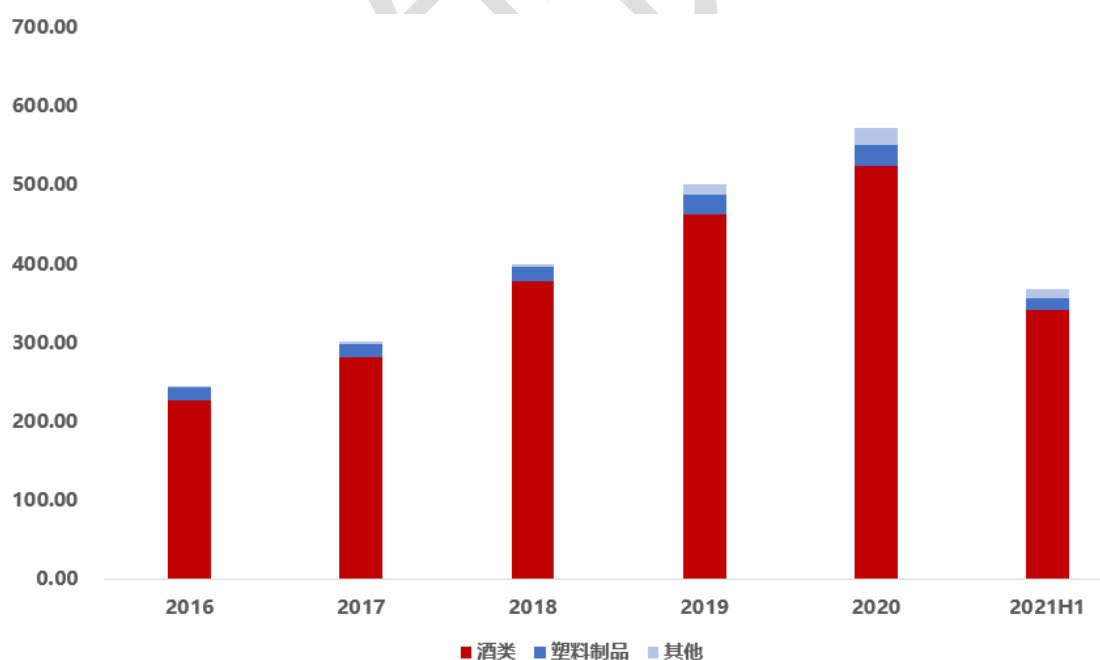
从整体收入体量看，2020 年，贵州茅台（979.93 亿元）>五粮液（573.21 亿元）>泸州老窖（166.53 亿元）。从收入结构上来看：1) 贵州茅台——2016 年以来，茅台产品实行“133”战略，即 1 个世界级核心品牌（飞天茅台），3 个全国知名品牌（王子、迎宾、赖茅），3 个区域知名品牌（贵州大曲，汉酱，仁酒），打造大茅台品牌集群。2021 年上半年，其 84.68% 的收入来自茅台酒，11.95% 来自系列酒，其他收入占比 3.38%。



图：贵州茅台收入结构 来源：塔坚研究

2) 五粮液——五粮液的品牌矩阵，为主版块“1+3”，系列酒“4+4”，其中：“1”指核心产品 52 度普五，“3”指超高端 501 五粮液（对标茅台年份酒）、经典五粮液（对标飞天茅台），及针对区域市场的 39 度低度五粮液，此外还有五粮液 1618、五粮液交杯酒、及定制产品等。系列酒“4+4”品牌矩阵中，全国性单品包括五粮特曲、五粮春、五粮醇、尖庄；区域性单品包括五粮人家、友酒、火爆等。2021 年上半年，其收入中 92.79%为白酒，3.96%为塑料制品（防伪瓶盖、PET 原料、塑胶管材等），其他收入占比 3.25%。

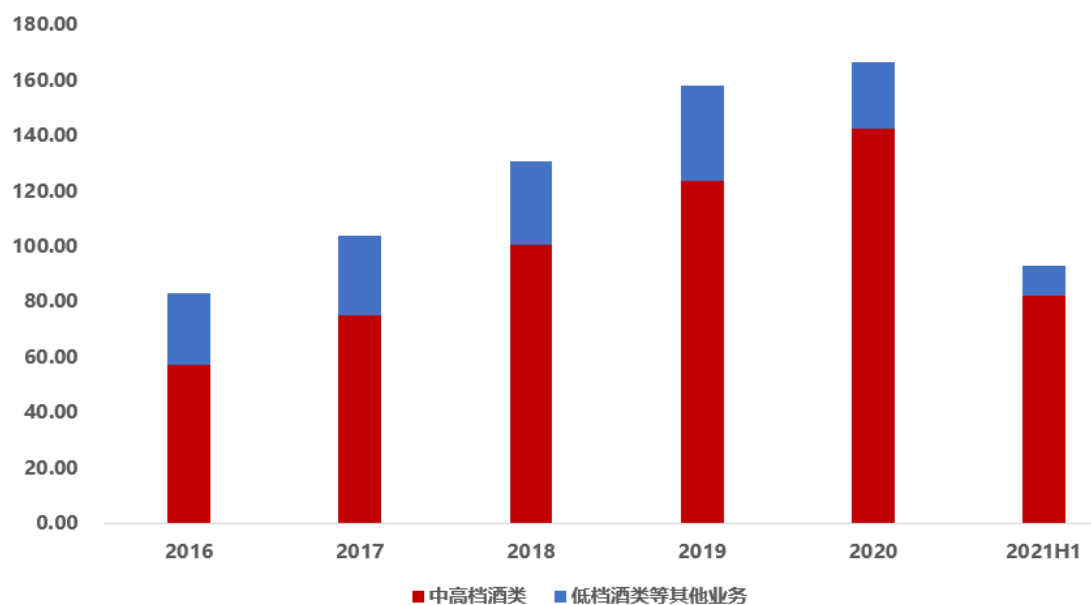
白酒收入中，79.58%来自五粮液产品（1+3），20.42%来自系列酒。作为五粮液的高端酒代表，2020 年八代普五销量贡献比例在 75%左右。



图：五粮液收入结构 来源：塔坚研究

3) 泸州老窖——2015 年新管理层上任后，经过梳理产品线、品牌瘦身

等措施，重点打造“双品牌、三品系、五大单品”的产品体系，其中双品牌是指国窖 1573 和泸州老窖，三品系是指白酒、养生酒、创新酒，五大单品分别是国窖 1573、窖龄酒、特曲、头曲、二曲。2021 年上半年，88.20%的收入来自中高档酒类，11.80%来自低档酒类等其他业务收入。

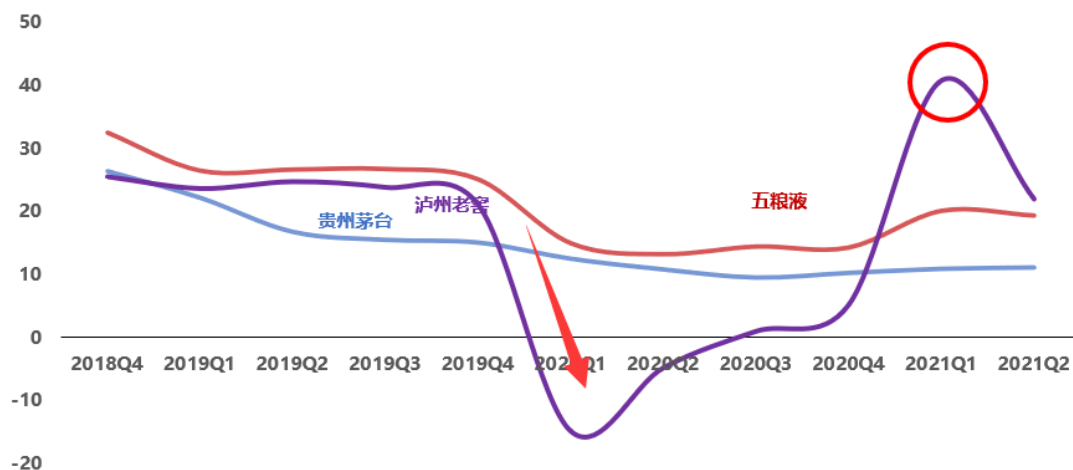


图：泸州老窖收入结构 来源：塔坚研究

(贰)

接下来，我们将近 10 个季度的收入和利润增长情况放在一起，来感知增长趋势：

1) 收入增速



图：季度累计收入增速（单位：%） 来源：塔坚研究

从增速排序来看，五粮液 > 贵州茅台，泸州老窖波动较大，其中：

五粮液——2017 年，其提出“二次创业”口号，从渠道、营销、产品及品牌等多维度进行调整。为了聚焦品牌，其对系列酒实行瘦身计划，清理冗余品牌，2019 年，系列酒销量下滑 18%，整体收入增速放缓；但以普五为代表的高端产品，仍然实现量价齐升。

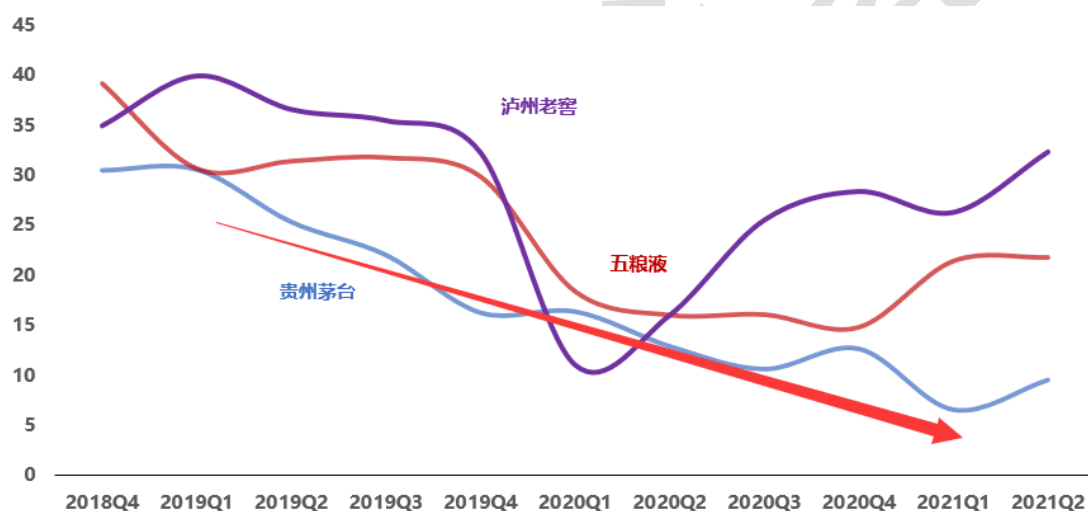
贵州茅台——2018 年至今，增速较同行平稳，即便是 2020 年 Q1 卫生事件期间，需求波动也不大。

茅台收入增速有所放缓，主要是产能受限且主动控量，销量增长缓慢，2020 年茅台酒销量 3.43 万吨，同比下滑 0.87%，收入增长主要靠吨均价提升拉动（直销销量比例从 4.10% 提升至 6.14%）。

泸州老窖——2020 年一季度，其收入增速下降，主要是主动控货，帮

助经销商消化库存，以及特曲产品大幅提价后，销量下滑所致。之后，收入增速环比改善，2020 年中报，收入仍然为负数 (-4.5%)，主要是卫生事件之后，中低档酒提价不畅（特曲系列产品价格上调约 30%），拖累增长。但是，高端产品同比增长 10%，主要是国窖提价（2019Q4 国窖 1573 出厂价上调）效应体现。2021 年 Q1 爆发增长，同比增长 40.85%，较 2019 年增长 20.03%，一是 2020 年同期基数较低，二是高档酒发货动销较好，产品结构持续升级，带动业绩提升。

2) 净利润增长



图：季度累计利润增速（单位：%） 来源：塔坚研究

茅台、五粮液净利润增速走势与收入增速基本一致，其中，2021Q1，茅台的净利润增速不及收入增速，主要是茅台销售公司在调节发货节奏，消费税提前于收入确认，一季度消费税同比增加 56.4%，导致净利润承压。老窖的净利润增速远高于收入增速，主要是中高端白酒占比提升，带动毛利率上行。

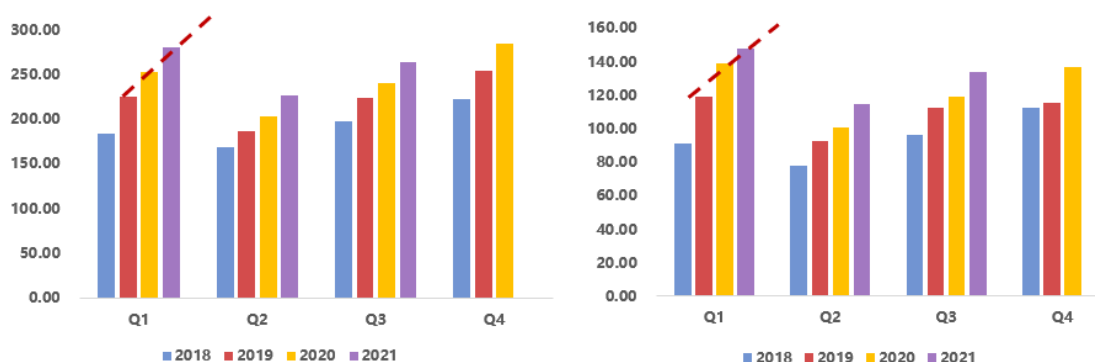
(叁)

对增长态势有所感知后，我们接着再将各家公司的收入和利润情况拆开，看 2021 年中报数据。

公司名称	营业收入	归母净利润	销售毛利率	销售净利率	营业收入增速	净利润增速
贵州茅台	507.22	246.54	91.38	53.39	11.15	9.08
五粮液	367.52	132.00	74.96	37.67	19.45	21.60
泸州老窖	93.17	42.26	85.67	45.79	22.04	31.23

图：2021 年中报数据（单位：亿元、%） 来源：塔坚研究

从上半年体量看，2021 年上半年，贵州茅台（507.22 亿元）>五粮液（367.52 亿元）>泸州老窖（93.17 亿元）。具体来看：1) 贵州茅台——2021 年中报，实现收入 507.22 亿元，较上期增长 11.15%；归母净利润 246.54 亿元，同比增长 9.08%。

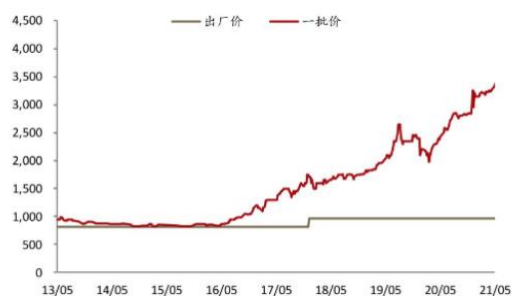


图：贵州茅台单季度收入（图左）、单季度净利润（图右）（单位：亿元）来源：塔坚研究

茅台年初开始的拆箱政策继续严格执行，同时双节（中秋、国庆）旺季

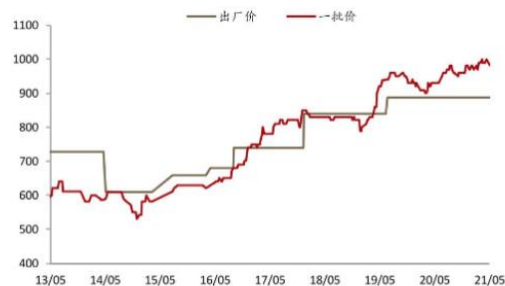
加大配额投放至 8000 吨以上（去年约 7500 吨），叠加电商、商超等各大渠道放量，散瓶飞天批价从高点 3000 元以上平稳回落至 2800 元左右，批价过热的风险有所降低。

图表16： 飞天茅台出厂价、一批价价格



资料来源：Wind，茅帝，方正证券研究所

图表17： 普五出厂价、一批价价格



资料来源：Wind，茅帝，方正证券研究所

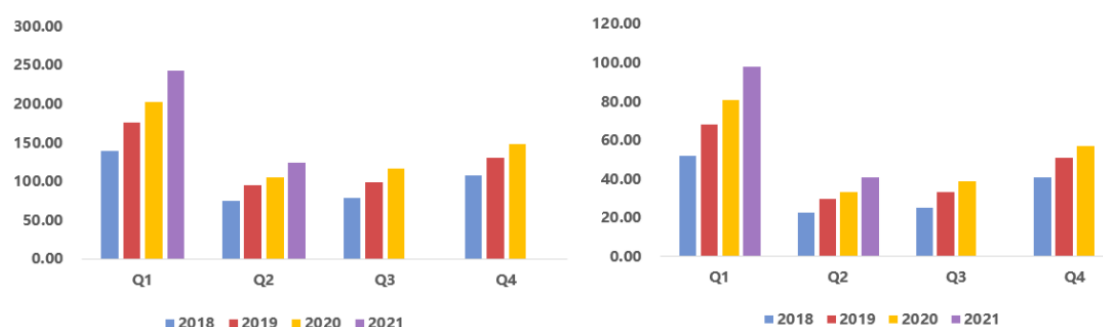
图： 飞天茅台、普五出厂价及一批价对比

来源：Wind，茅帝，方正证券研究所

新品方面，2021 年 9 月，其推出千元价格带大单品茅台 1935，今年首批投放约 600 吨，Q3 起陆续投放，对业绩形成增量贡献。从行业调研情况来看，茅台 Q4 增长需要达到 18%左右，才能实现全年目标。此外，新董事长上任，明年可供销售的茅台酒约 4 万吨，量价空间兼具，增速有望达到 15%以上。

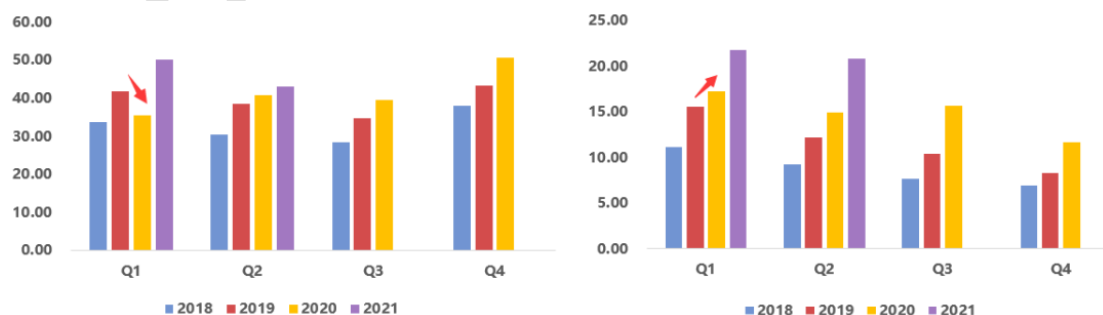
2) 五粮液——2021年中报，实现收入367.52亿元，较上期增长19.45%；归母净利润132.00亿元，同比增长21.60%。五粮液高端产品收入达到271.38亿元，同比增长17.27%，其中量增7.22%，价升9.37%。五粮液季度差异明显，一季度营收占比在35%左右，而茅台和老窖这一比例在

25%左右，预计与其经销策略有关。五粮液旺季动销表现较好，目前八代普五批价 970-990 元，终端价维持在 1050 元左右，较为稳定，整体回款进度在 90%以上，其中江浙等大商反馈全年打款已经完成，河南反馈回款进度 95%，计划内发货 85%以上，库存 1 个月左右。



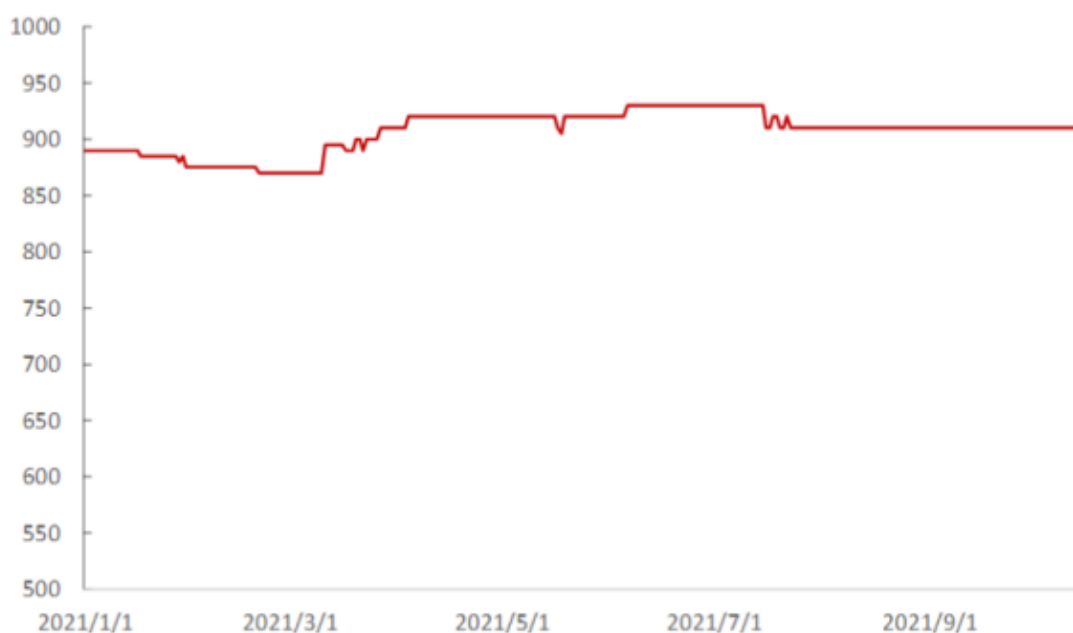
图：五粮液单季度收入（图左）、单季度净利润（图右）（单位：亿元）来源：塔坚研究

经典五粮液，这个单品处于产品培育期；五粮春提价至 200 元以上，在江浙瞄准宴席场景，预期 Q3 收入和业绩同比增长 20%左右。出厂价方面，计划内价格维持 899 元，直营团购采用计划外价格 999 元，计划外占比持续提升。3) 泸州老窖——2021 年中报，实现收入 93.17 亿元，较上期增长 22.04%；归母净利润 42.26 亿元，同比增长 31.23 %。



图：泸州老窖单季度收入（图左）、单季度净利润（图右）（单位：亿元）来源：塔坚研究

2021 年 9 月底，国窖销售公司在全国范围内停止接单，进入停货挺价阶段，后续经销商打款主要按照计划外价格（950 元）进行，预计持续至 12 月份。



图：国窖 1573 批价（元/瓶）

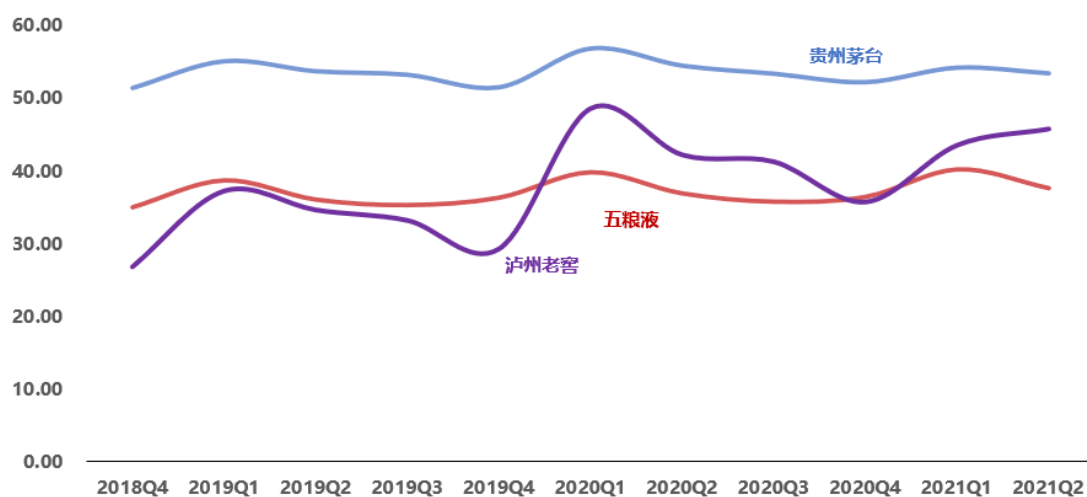
来源：茅粉鲁智深，今日酒价，东莞证券研究所

根据行业调研情况来看，中秋旺季动销表现平稳，目前国窖已完成全财年（非报表口径）回款任务，预计同比增长 30% 以上，批价 910-930 元，较为稳定，库存 1-1.5 个月。此外，近期新品推出较为频繁，10 月 15 日召开高线光瓶酒黑盖招商会，10 月 17 日发布泸州老窖 1952，定价 899 元/瓶，较受渠道看重，有望成为次高端价格带新的增长点。

整体来看，三家高端白酒厂商增长较为稳健。

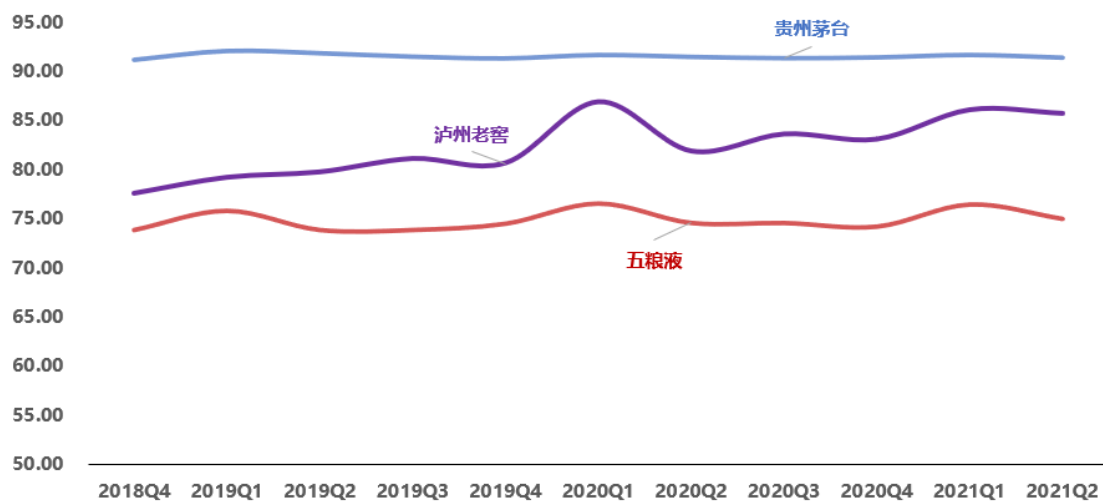
(肆)

对比完增长情况，我们再来看利润率、费用率的变动情况。



图：净利率（单位：%） 来源：塔坚研究

茅台利润率领先，一是毛利率较高，二是品牌领先，销售费用率极低。先看毛利率。白酒的成本中，原材料占 55%、人工 30%、制造费用 5-10%，动力 5%。其中原材料包括高粱、大米、小麦、玉米等粮食，以及包装材料等。三家厂商毛利率的差异，主要来自高端白酒占比，贵州茅台>五粮液>泸州老窖。



图：毛利率（单位：%） 来源：塔坚研究

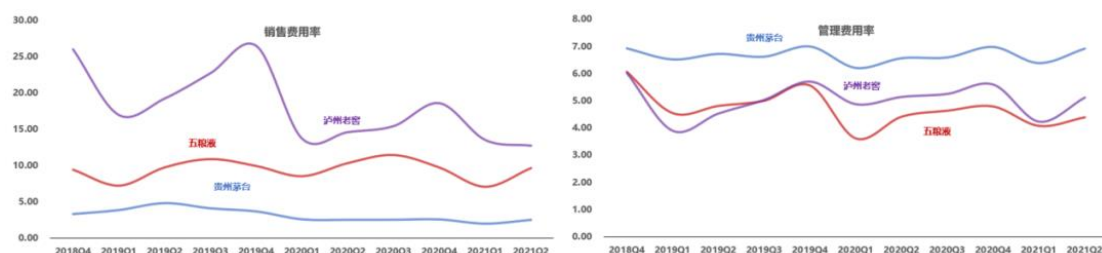
拉长周期看，五粮液、泸州老窖 2017 年的毛利率持平，但之后泸州老窖的毛利率持续上升，并反超五粮液，预计是国窖 1573 销售情况较好，且在频繁提价。

日期	提价类型	具体提价内容
2018.6	北方酒行渠道/供货价/零售价	酒行渠道 38 度国窖 1573 经典装供货建议价 650 元/瓶，零售价 739 元/瓶
2018.7	停货控价	停止接收国窖 1573 订单及暂停国窖 1573 货物供应
2018.7	华中区域渠道供货价	包含河南、湖南、湖北、江西在内的华中区域，52 度 500ml 的国窖 1573 经典装酒行渠道供货价建议按照 810 元/瓶执行
2019.1	北方酒行/团购价	38 度国窖 1573 经典装（规格 500ml*6）的建议供货价为 650 元/瓶，建议团购价 680 元/瓶，建议零售价为 799 元/瓶
2019.5	湖南终端价/停货控价	暂停湖南区域国窖 1573 经典装订单接收及货物发运；调整 52 度国窖 1573 酒终端配送价至 860 元/瓶，建议终端客户团购价为 919/瓶
2019.05	山东终端价/停货控价	暂停山东区域国窖 1573 经典装订单接收及货物发运；调整 38 度国窖 1573 酒终端配送价至 640 元/瓶，调整 52 度国窖 1573 酒终端配送价至 860 元/瓶
2019.8	团购价/零售价/配额扣减	52 度及 38 度国窖 1573 酒计划外价格提升 30 元/瓶，团购价分别为 919 元/瓶、680 元/瓶，终端零售价分别为 1099 元/瓶、799 元/瓶；2019 年 8-9 月 52 及 38 度国窖经典装产品配额扣减 30%
2019.12	出厂价/团购价/零售价	43 度及 46 度国窖 1573 计划内配额价格分别上调 30 元/瓶、50 元/瓶，团购价分别建议调整为 860 元/瓶、900 元/瓶，零售价分别建议调整为 969 元/瓶、1009 元/瓶；国宝红、曾娜大师装、红瓷瓶、典藏等差异化产品计划内配额价格上调 30 元/瓶，其中国宝红产品团购价建议调整为 1100 元/瓶，零售价建议调整为 1299 元/瓶；从 2020 年 1 月 12 日开始，上述产品计划内配额价格再次上调 30 元/瓶。
2019.12	出厂价	52 度国窖 1573 经典装计划内配额价格上调 20 元/瓶
2020.6	河南区域终端价	调整 52 度国窖 1573 经典装结算价提升 10 元/瓶，调整终端供给价至 920 元/瓶

图：泸州老窖近期主要提价政策 来源：东亚前海证券

销售费用率方面，老窖销售费用率在 20%左右，高于五粮液（10%）、茅台（3%），主要因为茅台、五粮液品牌力较强，反哺渠道，销售投入需求较低。而泸州老窖目前处于市场扩张期，管理层认为目前与行业龙头企业在品牌影响力上尚有差距，需要坚持费用投入开展品牌塑造和营销推广，并且，在品牌专营公司模式下，泸州老窖承担了部分线下渠道费用。管理费用方面，茅台高出五粮液和老窖 1.5pct 左右，差异主要来自职工薪酬，2020 年茅台、五粮液、老窖三家管理人員工资（不含研发薪资）占收入比重分别为 3.46%、1.69%、2.45%。

其中，五粮液 2017 年提出二次创业以来，管理效率提升，管理费用率下降趋势明显，2017 年至 2020 年，管理费用率由 7.52% 降至 4.78%。



图：可比厂商费用率情况 来源：塔坚研究

(伍)

高端白酒，一般指单瓶价格在 700 元以上的白酒。根据前瞻产业研究院发布的数据，2019 年，销量口径，53 度飞天茅台在高端白酒市场的占比为 42%，52 度五粮液和 52 度国窖 1573 位列二、三位，占比分别为 31% 和 9%。国联证券的数据显示，2020 年我国高端白酒销量为 7.5 万吨，从销量口径看占整体白酒市场的比例仅为 1%；而如果从收入口径看，高端白酒市场规模为 1486 亿元，占比则达 25%。

对于白酒市场规模的预测，我们将量价拆分预测，用公式表示为：**高端白酒行业市场规模=上一年高端白酒市场规模×(1+高端白酒需求量增速)×(1+高端白酒提价增速)**；

几个核心参数，接下来我们分别来拆解：

.....

(后文还有大约 8000 字内容，详见产业链报告库)

以上，仅为本报告部分内容。如需获取本文全文，以及其他更多内容，请订阅：

产业链报告库报告库。



识别二维码，订阅产业链报告库

了解咨询，请添加工作人员微信



【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未注明来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容

仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】【数据支持】部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查、data.im 数据库；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。