

公司研究

跬步千里，登高望远

——贵州茅台（600519.SH）投资价值分析报告

要点

寸积铢累，铸就行业龙头。1) **树品牌：**茅台酒是世界三大蒸馏名酒之一，屡次斩获国内外大奖。光荣历史塑造特殊身份，“国酒”地位深入人心。公司长期注重核心消费者培育，在政商务精英中的品牌认可度不断提升，并且通过产品瘦身有效维护主品牌价值。2) **立产品：**赤水河流域酱酒黄金产区+茅台镇核心产区双重划定，原产地垄断增强竞争壁垒，精选原料、酿酒工艺、勾兑工艺等保证优良品质，无保质期、越陈越香的特点赋予茅台酒金融属性。3) **捭渠道：**从坐商到行商，再到推进渠道扁平化建设，公司渠道改革顺应行业趋势。价格调整更为稳健，控货节奏采取“淡季挺批价、旺季走销量”的政策，量价节奏把握精准。

高端白酒需求扩容，产能扩张奠定增长基石。1) 高端白酒以政商务精英为主要消费者，伴随高净值人群的扩大及其财富水平的提升，需求稳步扩容。行业呈现强者恒强的马太效应，高端白酒品牌护城河深厚，头部品牌有望收割更多市场份额。2) 茅台酒与系列酒自上市以来产能稳步扩张，经测算我们预计2021年茅台酒/系列酒实际产能分别为5.53/2.9万吨，“十四五”期间公司将在供需紧平衡基础之上，审慎扩建产能，保障未来销量扩张。

茅台酒：产品、渠道调整有望提升均价。1) 茅台酒渠道利润率远高于其他高端白酒，叠加需求弹性较低，飞天茅台客观上具备提价空间。2) 非标茅台作为满足消费者差异化需求的超高端产品，提价时面临的压力相对较小，有利于增厚业绩。非标准装飞天茅台可实现更高吨价。3) 目前茅台酒经销网点仍以专卖店和特约经销商为主，2019年以来电商、商超渠道投放量增加，直销渠道占比稳步提升，有助于提高实际均价。

系列酒：定价灵活，产品升级趋势持续。1) 系列酒作为公司产品线的向下延伸，价格调整较为灵活，2021年1月茅台王子酒、茅台迎宾酒、汉酱等产品出厂价均有不同幅度上调，为系列酒规模扩张贡献了一定增量。2) 系列酒产品结构升级趋势持续，短期看茅台王子酒、迎宾酒、汉酱等产品向高价位带倾斜、产品结构优化，长期看公司有望推出流通版飞天茅台迎宾酒、53度汉酱及贵州大曲60年代等高端系列酒新品，拔高系列酒整体档次。

盈利预测、估值与评级：维持2021-23年净利润预测为525.20/601.66/691.64亿元，对应EPS为41.81/47.90/55.06元，当前股价对应P/E为42/37/32倍。考虑：1) 茅台酒具备深厚的品牌壁垒，未来增长确定性较高。2) 系列酒发展空间较高，有望享受酱酒红利继续快速扩张。2021年以来公司估值水平回落，高估值得到一定消化，长期投资价值显现，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增速下行风险，白酒政策趋严风险，行业竞争加剧风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	88,854	97,993	109,739	124,738	142,934
营业收入增长率	20.66%	10.29%	11.99%	13.67%	14.59%
净利润(百万元)	41,206	46,697	52,520	60,166	69,164
净利润增长率	17.05%	13.33%	12.47%	14.56%	14.96%
EPS(元)	32.80	37.17	41.81	47.90	55.06
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.30%	28.95%	27.84%	27.13%	26.66%
P/E	54	48	42	37	32
P/B	16.4	13.8	11.8	10.0	8.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-11-12

买入（维持）

当前价：1,773.78元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.56
总市值(亿元)	22282.19
一年最低/最高(元)	1525.50/2603.37
近3月换手率	20.02%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.04	5.50	3.38
绝对	-8.09	4.34	5.01

资料来源：Wind

相关研报

渠道调整成效显著，高质量稳增可期——贵州茅台（600519.SH）2021年三季报点评（2021-10-24）

稳健增长，白马本色——贵州茅台（600519.SH）2021年半年报点评（2021-08-01）

短期扰动不改坚实基本面——贵州茅台（600519.SH）2021年一季报点评（2021-04-28）

投资聚焦

关键假设

1) **茅台酒**：2021 年受可供基酒限制，量增较少。后续产能保障下，预计销量平稳提升，生肖酒、精品酒等非标茅台提价，以及自营、电商、商超等渠道投放量增加，将推动茅台酒实际均价提升。预测 2021-23 年茅台酒收入 940/1051/1180 亿元，同比增长 10.87%/11.77%/12.26%，其中预计销量 3.62/3.87/4.14 万吨，同比增长 5.42%/6.92%/7.06%，吨价 260.0/271.8/285.0 万元/吨，同比增长 5.17%/4.53%/4.86%。毛利率层面，预测 2021-23 年茅台酒毛利率分别为 94.5%/95.0%/95.5%。

2) **系列酒**：酱酒红利下系列酒销量扩张、产品结构优化，同时伴随三万吨酱香系列酒技改工程及其配套设施项目稳步推进，预期系列酒将实现较高增速。预测 2021-23 年系列酒收入 132/171/224 亿元，同比增长 32.0%/29.8%/31.0%，其中预测销量 3.57/4.21/4.97 万吨，同比增长 20%/18%/18%，吨价 37.0/40.6/45.1 万元/吨，同比增长 10%/10%/11%。毛利率层面，预测 2021-23 年系列酒毛利率分别为 70.5%/71.0%/71.5%。

我们的创新之处

1) **对于公司老酒储备**，我们将股份公司从集团公司收购部分与酒厂自产自留部分分开测算，通过追溯公司早期产销量数据，发现不同时期公司存在库存积累与释放的显著差异。20 世纪八十年代公司处于小幅积累库存阶段，20 世纪末公司开始小幅消化库存，21 世纪初受益于白酒行业高速发展，公司在库存充足情况下开始大幅消化库存。

2) **对于公司茅台酒与系列酒两大产品线**，不同于行业内常规的品种口径划分，我们按照结算口径对产品线进行详细梳理，将茅台酒分为自营产品、总经销产品、定制产品，系列酒分为自营品牌、专销品牌和联营品牌。

3) **对于茅台酒实际均价的提升**，我们不仅关注到非标茅台和非标准装飞天茅台带来的产品结构调整，也对通过渠道结构调节实现间接提价的过程进行了拆解。**系列酒提价方面**，我们立足于产品升级角度，认为短期系列酒向高价位带倾斜、实现产品结构优化，长期看公司有望推出流通版飞天茅台迎宾酒、53 度汉酱及贵州大曲 60 年代等高端系列酒新品，拔高系列酒整体档次。

股价上涨的催化因素

1) 飞天茅台量价提升幅度超出预期；2) 非标产品提价，自营、电商、商超等渠道投放量增加下，公司业绩增长加速；3) 高端白酒在疫情冲击、宏观经济增速下行期间具备较强的抵御风险能力，公司作为行业龙头，有望继续享受估值溢价；4) 系列酒、新品茅台 1935 等产品规模扩张超出预期。

估值与评级

维持 2021-23 年净利润预测为 525.20/601.66/691.64 亿元，对应 EPS 为 41.81/47.90/55.06 元，当前股价对应 P/E 为 42/37/32 倍。考虑：1) 高端白酒需求稳步扩容，茅台酒品牌壁垒深厚，奠定行业价格天花板，未来增长确定性较高。2) 系列酒发展空间较高，有望充分享受酱酒行业红利实现规模扩张。2021 年以来公司估值水平回落，长期投资价值显现，维持“买入”评级。

目 录

1、寸积铢累，铸就行业龙头	6
1.1、白酒标杆，品牌护城河深厚	6
1.1.1、名酒评选屡创佳绩，酱香鼻祖地位稳固	6
1.1.2、红色基因加持，“国酒”地位深入人心	6
1.1.3、产品持续“瘦身”，维护核心品牌价值	7
1.2、匠心铸就品质，茅台酒产品力强劲	8
1.2.1、产区铸就地域壁垒	8
1.2.2、工艺奠定产品品质	8
1.2.3、兼具消费与金融属性	11
1.3、渠道模式顺应潮流，量价策略把握精准	13
1.3.1、从等市场到做市场	13
1.3.2、调价控货节奏把控得当	15
2、需求扩容仍有空间，产能扩张奠定基石	16
2.1、需求平稳扩张，行业分化明显	16
2.2、产能稳步扩张，奠定增长基石	17
3、茅台酒：产品、渠道调整有望提升均价	19
3.1、渠道利润丰厚，直接提价具备空间	19
3.2、非标茅台投放有利于增厚业绩	21
3.3、渠道结构调整带动均价提升	23
4、系列酒：定价灵活，产品升级趋势持续	26
4.1、系列酒价格调整相对灵活	26
4.2、产品优化升级贡献增长极	27
5、盈利预测与估值评级	28
5.1、盈利预测	28
5.2、相对估值	29
5.3、绝对估值	30
5.4、估值与评级	31
6、风险分析	31

图目录

图 1: 茅台酒具有红色历史基因, “国酒”地位深入人心.....	7
图 2: 赤水河流域名优酱酒聚集.....	8
图 3: 茅台酒“12987”酿造工艺流程图.....	9
图 4: 茅台酒原酒中三大典型体占比依次为醇甜、酱香、窖底.....	10
图 5: 茅台酒年储存量测算.....	11
图 6: 社交场合为消费者饮用白酒的核心驱动因素.....	12
图 7: 高端白酒不同于一般消费品的特点: 金融属性.....	12
图 8: 不同档次白酒消费场景: 高端白酒以商务场合居多.....	12
图 9: 贵州茅台渠道模式改革: 从坐商到行商, 再到扁平多元化建设.....	13
图 10: 贵州茅台渠道改革呈现五大方向转变.....	14
图 11: 行业深度调整期, 公司预收账款占营收比重降低.....	14
图 12: 行业深度调整期, 飞天茅台出厂价保持坚挺.....	15
图 13: 中国高净值人群持续扩容.....	16
图 14: 中国高净值人群人均可投资资产规模已经超过 3 千万.....	16
图 15: 中国上层中产及富裕家庭数量 (百万) 将持续增加.....	16
图 16: 中国上层中产及富裕家庭数量及消费占比将继续提升.....	16
图 17: 茅五泸洋营收合计占比显著提升.....	17
图 18: 2020 年千元以上价格带竞争格局.....	17
图 19: 2021 年茅台酒实际产能预计实现 5.53 万吨.....	18
图 20: 2021 年系列酒实际产能预计实现 2.9 万吨.....	18
图 21: 茅台酒产品结构拆分.....	19
图 22: 飞天茅台原箱/散瓶批价 (元/瓶).....	20
图 23: 马/羊年生肖茅台原箱一批价 (元/瓶).....	20
图 24: 猴/鸡/狗/猪/鼠/牛年茅台原箱一批价 (元/瓶).....	20
图 25: 精品/15 年年份茅台原箱一批价 (元/瓶).....	20
图 26: 公司业绩承压时非标茅台投放带动业绩增长.....	22
图 27: 贵州茅台渠道结构拆分.....	23
图 28: 茅台经销网点以专卖店、特约经销商为主.....	24
图 29: 茅台经销网点分布 (家).....	24
图 30: 2018 年以来经销商整顿力度较大 (家).....	24
图 31: 飞天茅台直营店、电商、商超等渠道出厂价较高, 有助于提高均价.....	25
图 32: 公司直销渠道占比稳步提升.....	25
图 33: 茅台系列酒产品结构.....	26
图 34: 茅台系列酒各品牌产品矩阵.....	27
图 35: 2021 年 1 月系列酒出厂价进行不同幅度上调.....	27
图 36: 系列酒 2021 年收入规模实现较高增长.....	27
图 37: 贵州茅台历史 PE TTM (倍).....	29

表目录

表 1: 茅台酒连续五届入选国家名酒	6
表 2: 2021 年度全球最具价值烈酒品牌 Top10, 茅台酒位居第一	6
表 3: 茅台聚焦核心品牌, 持续做减法推进品牌瘦身	7
表 4: 茅台酒酿造工艺特点	9
表 5: 茅台酒七个轮次产量呈现“两头低, 中间高”	10
表 6: 2000-2010 年间股份公司收购集团公司老酒测算	11
表 7: 茅台酒投资类型	12
表 8: 生肖茅台体现具备较强金融属性	13
表 9: 行业深度调整期, 公司不断放宽经销商政策	14
表 10: 旺季集中投放, 平抑市场价格	15
表 11: 茅台酒产能扩建情况	17
表 12: 系列酒产能扩建情况	18
表 13: 茅台酒主要产品简介	19
表 14: 茅台酒渠道利润率远高于其他高端白酒	20
表 15: 2001 年以来飞天茅台 9 次提升出厂价	21
表 16: 2020 年 Q1 走进四国纪念茅台酒销售安排	21
表 17: 生肖、精品茅台提价增量估算	22
表 18: 500ml 标准装飞天茅台每毫升均价最低	22
表 19: 茅台主要经销网点类型及说明	23
表 20: 系列酒主要产品简介	26
表 21: 系列酒主要产品销售额 (亿元)	28
表 22: 茅台酒及系列酒销量及销售吨价预测	28
表 23: A 股白酒公司盈利预测与估值对比	29
表 24: 绝对估值核心假设表	30
表 25: 现金流折现及估值表	30
表 26: 敏感性分析表	31
表 27: 绝对估值法结果汇总	31

1、寸积铢累，铸就行业龙头

1.1、白酒标杆，品牌护城河深厚

1.1.1、名酒评选屡创佳绩，酱香鼻祖地位稳固

茅台酒是世界三大蒸馏名酒之一，屡次斩获国内外大奖。茅台酒曾蝉联五届国家名酒，是我国酱香型白酒的鼻祖，并位居世界三大蒸馏名酒之一（法国科涅克白兰地、英国苏格兰威士忌、中国贵州茅台酒）。根据英国 Brand Finance 发布的《2021 全球烈酒品牌价值 50 强》榜单，茅台酒以 453.33 亿美元的品牌价值位居全球烈酒品牌第一，是中国名优白酒的典型代表。

表 1：茅台酒连续五届入选国家名酒

届数	时间	获奖名单
第一届	1952 年	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
第二届	1963 年	茅台酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	1979 年	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
第四届	1984 年	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	1989 年	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：中国食品工业协会，光大证券研究所

表 2：2021 年度全球最具价值烈酒品牌 Top10，茅台酒位居第一

排名	品牌	品牌价值 (亿美元)	品牌价值增长率	所在国家
1	茅台	453.33	15.3%	中国
2	五粮液	257.68	23.5%	中国
3	洋河	70.88	-7.5%	中国
4	泸州老窖	70.32	25.0%	中国
5	古井贡酒	40.48	22.2%	中国
6	杰克丹尼	33.88	-17.2%	美国
7	轩尼诗	32.94	-9.3%	法国
8	斯米诺	31.69	-4.5%	俄罗斯
9	百加得	25.4	-19.0%	古巴
10	尊尼获加	23.98	-40.6%	英国

资料来源：Brand Finance，光大证券研究所

1.1.2、红色基因加持，“国酒”地位深入人心

茅台酒光荣的历史塑造了特殊的政治身份，使其拥有了“国酒”标签。历史上茅台酒频繁用于外宾接待及国内重要会议，被誉为政治酒、外交酒、友谊酒。从 1935 年四渡赤水期间茅台酒为红军疗伤洗尘结下不解情缘，1949 年毛泽东主席出访苏联时将茅台酒作为国礼赠予斯大林，1954 年日内瓦会议、1955 年万隆会议周恩来总理将茅台酒作为加深国际友谊的纽带，到 1972 年美国尼克松、日本首相田中角荣访华时茅台酒成为融化历史坚冰的润滑剂，1973 年毛主席将茅台酒作为国礼赠送给朝鲜主席金日成，再到中英香港问题谈判结束后邓小平用茅台酒宴请撒切尔夫人，茅台酒多年来的“国酒”地位深入人心。

图 1: 茅台酒具有红色历史基因, “国酒” 地位深入人心



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

1.1.3、产品持续“瘦身”，维护核心品牌价值

公司深度聚焦主品牌，对股份公司和集团公司产品做减法。21 世纪初部分高端白酒公司采用 OEM 贴牌模式，实现销售规模迅速扩张，但同时大量的贴牌生产导致主品牌价值被稀释，加之众多经销商产品参差不齐，导致价格体系混乱，为后续发展埋下隐患。且部分厂家由于渠道模式高度依赖有政企资源的大商，盘根错节的利益纽带下，未能及时对贴牌产品进行改革。相比之下，公司近年来聚焦核心品牌，对其余品牌和产品进行精简，有效维护了茅台酒品牌力、避免过度开发致主品牌价值透支，另外茅台经销渠道以小商模式为主，厂家话语权较高，改革阻力亦相对较小。

表 3: 茅台聚焦核心品牌，持续做减法推进品牌瘦身

时间	公司举措
2014 年	贵州茅台酒股份有限公司和贵州茅台酒销售有限公司只能选择使用独家使用标识；茅台集团内除这两家公司以外的其他成员单位，只能选择使用共同使用标识
2017 年	子公司由原来 214 个品牌、2389 款产品减少到 59 个品牌、406 款产品
2018 年	子公司再次减少到 51 个品牌、321 款产品
2019 年	全面停止包括茅台酒在内的各子公司定制、贴牌和未经审批产品所涉业务，相关产品和包材在未经集团允许的情况下，就地封存，不再生产和销售。各酒业子公司将陆续停用集团 LOGO 和集团名称，推行品牌“双五”规划，即将子公司品牌数缩减至 5 个左右，产品总数控制在 50 个以内
2020 年	坚持大单品发展战略；除联营品牌外，其余品牌不实行全国总经销制；除茅台王子酒、贵州大曲酒、赖茅酒外，其他产品不再研发生肖产品；保护公司自营品牌和主销市场不受联营和专销产品影响
2021 年	鼓励子公司培育自主知识产权品牌，力争 2021 年底前全面完成停用集团 LOGO 工作

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

1.2、匠心铸就品质，茅台酒产品力强劲

1.2.1、产区铸就地域壁垒

大产区——赤水河流域是世界酱酒黄金产区。赤水河流域内没有大型污染企业，自然生态保护良好，受地质地貌及土壤成分影响，水体中富含多种有益微量元素，水质良好，酸碱度适中，集聚了茅台、国台、习酒、郎酒、潭酒、金沙、珍酒、安酒等大批名优酱酒。伴随近年酱酒热下行业规模快速扩张，赤水河谷已经成为世界一流酱酒产区。

图 2：赤水河流域名优酱酒聚集



资料来源：酒业家，光大证券研究所

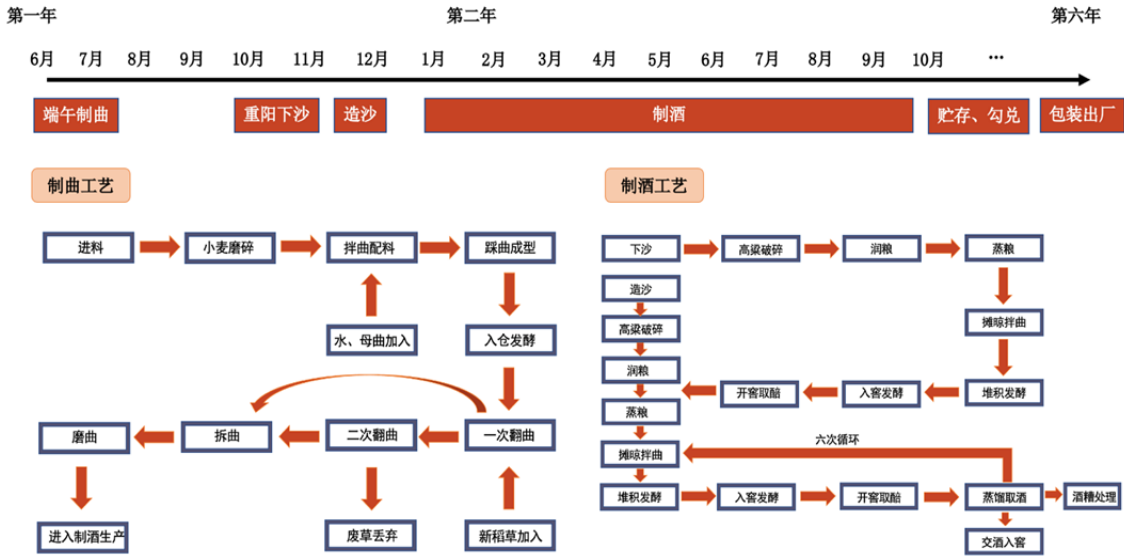
小产区——茅台镇核心产区微生物环境得天独厚。茅台酒酿造过程需要充分网罗空气中的微生物参与发酵，而微生物数量和种类受气候、海拔、水质、土壤、植被等因素综合影响。茅台镇四面环山、地势低凹，形成相对封闭的自然生态圈，冬暖夏热，风力较小，雨量适中，适合微生物的生存繁衍。多年来茅台镇酿酒经久不息，微生物活动愈发活跃，种类也趋于稳定。2001 年茅台酒成功获批原产地域保护产品，保护地域面积 7.5 平方公里，2013 年扩大至 15.03 平方公里，原产地的垄断增强了茅台酒产品的地域壁垒。

1.2.2、工艺奠定产品品质

原料严选是基础。茅台酒以优质冬小麦为制曲原料，以在仁怀本地域有机原料生产基地种植的“红缨子”糯高粱为制酒原料，与外地高粱在理化性质上存在显著差异。小红粱颗粒饱满、粒小皮厚，含水量不高于 13%，淀粉含量不低于 60%，淀粉中支链淀粉含量占到 90%以上，耐蒸煮、耐翻拌，使之能经受多轮次复杂的工艺处理。

酿造工艺做保障。茅台酒是独特的大曲酱香型工艺白酒，采用开放式固态发酵。茅台酒“12987”生产工艺可总结为端午制曲，重阳下沙，一年一个生产周期，历经两次投料、九次蒸煮、八次发酵、七次取酒，再经分型贮存、精心勾兑后方可包装出厂。

图 3：茅台酒“12987”酿造工艺流程图



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 4：茅台酒酿造工艺特点

酿造工艺步骤	酿造工艺特点	酿造工艺特点简介
制曲	1.生料、开放式制作	生料制作使小麦自身所带的菌及环境微生物在制作时共同作用，由此而部分形成茅台酒制酒生产的产香、产酒功能菌和茅台酒香气、香味的前驱物质；开放式制曲最大限度地网罗了环境中的微生物，以增加大曲培养过程中微生物的总量
	2.堆积升温、自然培养、季节性强	茅台镇夏季气温高、湿度大、空气中的微生物种类、数量多且活跃，有利于微生物的生长繁殖，对于高温大曲较为有利。在大曲培养期间品温达到 60 度以上时，进行第一次翻仓，一周后再进行第二次翻仓，以降低品温并使曲块发酵均匀
	3.高温制曲、培养周期长	曲块要经过 40 天仓期的培养，其间品温可高达 60 度以上。曲中耐高温细菌能产生大量的香味前驱物质，使酱香更加浓厚。茅台酒每个轮次生产都要加曲翻拌，用曲量大，全年累计用量占原料用量的 50%以上，这是茅台酒酱香的重要来源
	4.成曲糖化力低	在制曲生产过程中因曲醅的品温不同，自然形成了黄曲、白曲、黑曲。白曲品温较低，是发酵不彻底时形成的，但其糖化率相对较高；黑曲品温过高，是曲块烧坏而形成，糖化率低并有糊苦味；以黄曲最香，质量最好，所占比例最高，达 80%以上
制酒	1.严格的季节性生产	重阳下沙，一年一个生产周期。茅台生产地区夏季炎热，酒醅温度高，如果淀粉含量高，收堆、下窖升温过猛，生酸幅度过大，对酿酒极为不利。重阳下沙既避开了夏季高温期，又避开了夏季赤水河洪水期
	2.两次投料	重阳节前后第一次投料，占原料的 50%，称为下沙，蒸粮、入窖发酵一个月后出窖，再投入 50% 的粮混合蒸粮，称为造沙，全年投料即告完成，有异于其他白酒四季投料。茅台酒投料期间的润粮一次性投足水分，以后各轮次均不再加水
	3.生产周期长	下沙、造沙投料入窖发酵 1 个月，出窖烤酒，以后每轮次入窖发酵 1 个月左右烤酒 1 次，共烤 7 次，只加大曲不再投料。同一批原料要经过 9 次蒸煮、8 次加曲、堆积发酵、入窖发酵，7 次馏酒才丢糟，加上窖期间隙就是一年一个生产周期
	4.高温堆积	茅台酒采用开放式晾堂堆积发酵与封闭式入窖内发酵相结合的两发酵方式，有别于其它白酒摊晾加曲后立即入池发酵的方式。通过高温堆积，微生物在消长过程中相互利用，以达到代谢产物具备酱香突出、幽雅细腻、酒体醇和、回味悠长的目的
	5.高温接酒	其他白酒要求蒸馏接酒温度为 25 度，而茅台酒的接酒温度要求在 40 度以上，有利于排除低沸点、刺激性的物质，有利于保留高沸点物质，提高酱香型酒的质量
	6.以酒养窖，以酒养糟	制酒生产除在投料润粮时加水外全年不再加水，下窖时在窖底、窖壁、酒窖内和做窖底、窖面时喷洒尾酒，用以调节糟醅的水分，另外尾酒更主要的作用是在窖内再次发酵增香
	7.合理的酒精浓度	茅台酒的各轮次摘取酒度按不同轮次有不同的严格规定，茅台酒的成品酒浓度是 53%vol（低度酒经降度处理除外），这时酒精分子和水分子结合得最紧密，而许多只溶于酒精不溶于水的高级酯类、醇类物质此时能达到酒与水的最佳结合而融为一体
	8.出酒率低、大曲用量多、辅料用量少	茅台酒粮率率为 5:1，即 5 公斤粮食生产 1 公斤酒，这在所有白酒生产中是最低的，其他香型白酒仅 2 公斤多粮食就可生产 1 公斤酒。茅台酒大曲粮曲比为 1:0.9，即 1 公斤高粱要耗用 0.9 公斤大曲，是所有蒸馏酒中用曲量最大的。茅台酒辅料用量少，仅占原料量的 5%。因此辅料对人体健康不利的甲醇等成分含量较少，其含量远远低于国家标准控制要求

资料来源：公司官网，光大证券研究所

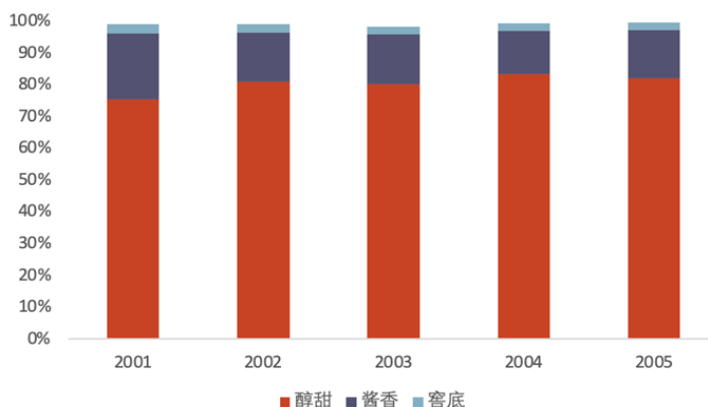
勾兑工艺成关键。茅台酒是以不同轮次、不同典型体、不同酒龄的原酒精心勾兑而成，茅台酒原酒分为七轮次酒，每一轮次酒又分为酱香、醇甜、窖底三种典型体，每一种典型体又可分为三个等级，同时勾兑时还需加入口味独特的调味酒和不同年份的老酒。茅台酒坚持以酒勾酒，禁止添加任何外来物质，包括香味物质和水，是纯天然发酵产品。精良工艺铸就了茅台酒酱香突出、优雅细腻、酒体醇厚、回味悠长、空杯留香持久、饮后不易上头的特质。

表 5：茅台酒七个轮次产量呈现“两头低，中间高”

轮次	2020 取酒年各轮次开始时间	说明
下沙	2019 年 10 月 4 日	下沙、造沙投粮各占原料 50%
造沙	2019 年 11 月 19 日	
一轮次酒	2019 年 12 月 13 日	一二轮次酒产量占比不大，酒体略显酸涩
二轮次酒	2020 年 2 月 13 日	
三轮次酒	2020 年 3 月 30 日	三四五轮次为“黄金轮次酒”或“大回酒”，产量占到全年基酒产量 60%以上，也是全年集中出产酱香典型体轮次，在勾兑时占到茅台成品酒的大部分，酒体酱香突出，醇厚平和，与成品酒最为接近
四轮次酒	2020 年 5 月 9 日	
五轮次酒	2020 年 6 月 15 日	
六轮次酒	2020 年 7 月 22 日	六轮次酒又称“小回酒”，六七轮次酒体焦香味明显。虽然 1、2、6、7 轮次酒产量占比不大，但却是茅台酒勾兑的重要组成部分
七轮次酒	2020 年 8 月 26 日	

资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 4：茅台酒原酒中三大典型体占比依次为醇甜、酱香、窖底



资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：统计口径为合格原酒中醇甜、酱香、窖底的产量占比，根据公司 2021 年度生产目标，茅台酒基酒产量将达到 5.53 万吨，其中酱香产量将达到 0.68 万吨，占比 12.30%

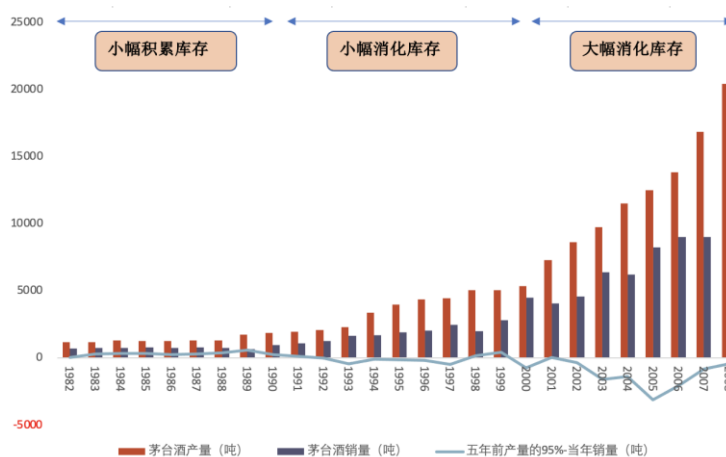
老酒数量制约成品酒质量，股份公司的老酒储备一部分来自上市以来从集团公司收购的老酒，一部分来自每年新生产酒中留存下来的部分。1999 年 9 月集团与股份公司签订《老酒供应协议》，据我们估算，2000-2010 年间股份公司累计从集团公司收购老酒约 6705 吨。由于茅台酒生产工艺的特殊性，当年生产的茅台酒需要至少 5 年后方可出厂销售，在假设 5 年后挥发 5%的情况下，我们采取 5 年前产量的 95%与当年销量的差值测算当年留存下的茅台酒，发现 20 世纪八十年代公司处于小幅积累库存阶段，20 世纪末公司开始小幅消化库存，21 世纪初受益于白酒行业规模扩张，公司在库存充足情况下开始大幅消化库存。总体来看，1982-2008 年间，茅台酒累计实现产量约 15 万吨，累计销量约 8.5 万吨，二者差值高达 6.5 万吨，库存老酒储备充足。

表 6：2000-2010 年间股份公司收购集团公司老酒测算

时间	收购老酒吨价 (万元/吨)	总金额 (万元)	收购老酒数量 (吨)
2000 年	18.42	6320	343
2001 年	18.42/19.16	27997	1500
2002 年	22.89	6866	300
2003 年	23.81	19045	800
2004 年	24.75	60104	2428
2005 年	25.74	10298	400
2006 年	26.77	8032	300
2007 年	27.85	11255	404
2008 年	28.96	3757	130
2009 年	30.12	2409	80
2010 年	31.32	626	20
合计		156709	6705

资料来源：公司公告，光大证券研究所测算。注：1999 年 9 月约定从第二年起股份公司按每年递增 4% 的价格向集团公司收购老酒，2006 年起只披露总金额而不再单独披露吨价和数量，因此 2000-2006 年收购数量为公告披露，2006-2010 年收购数量按照协议价估算。2001 年以 18.42 万元/吨的价格收购 1000 吨老酒，以 19.16 万元/吨的价格收购 500 吨老酒。

图 5：茅台酒年储存量测算

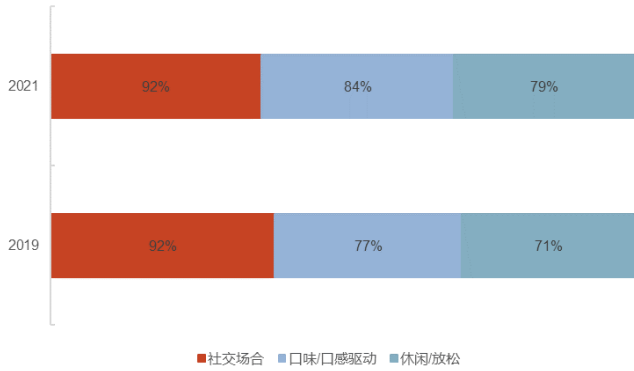


资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：茅台酒产量和销量为公司披露，年储存量为我们估算值。

1.2.3、兼具消费与金融属性

高端白酒不同于一般消费品，品类特征赋予了其较强的金融属性。白酒具备较强的社交属性，在社交场合中需要承担烘托气氛、彰显阶层身份的作用，特别是高端白酒以送礼、商务应酬场景居多，因此不同于一般快消品，消费者对于价格高的白酒接受程度较高。同时，白酒不存在保质期、越放越陈、储藏年份可以凸显其时间价值和稀缺性，这些都赋予了高端白酒金融属性。

图 6: 社交场合为消费者饮用白酒的核心驱动因素



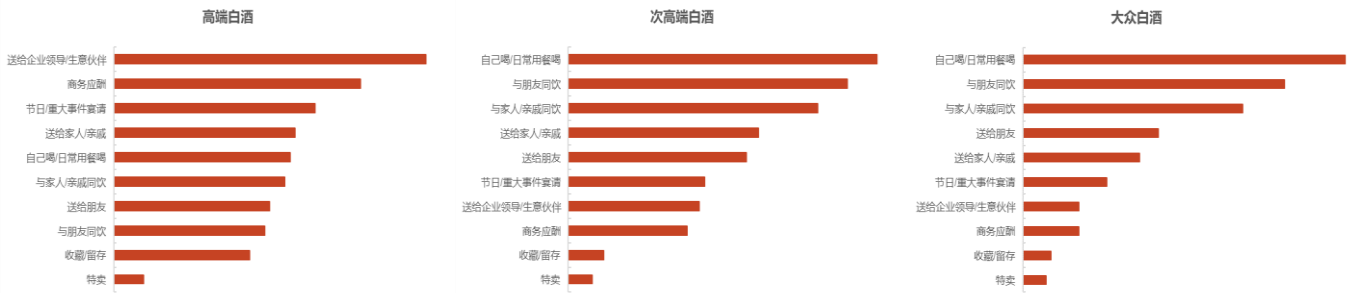
资料来源: 尼尔森 2021 白酒趋势报告, 光大证券研究所

图 7: 高端白酒不同于一般消费品的特点: 金融属性



资料来源: 光大证券研究所绘制

图 8: 不同档次白酒消费场景: 高端白酒以商务场合居多



资料来源: 尼尔森 2021 白酒趋势报告, 光大证券研究所

价格随时间攀升, 茅台酒成为资金的热门投资标的。得益于规模日渐庞大的茅台酒二手交易市场, 新飞天、生肖、精品、年份等常规茅台酒流转频率提高, 一定程度上赋予了茅台酒“一般等价物”的属性。随着近年来茅台酒价格持续攀升, 较高价差导致资本大量涌入, 现货茅台逐渐成为资金投资标的之一。

表 7: 茅台酒投资类型

投资类型	投资期限	特点
快进快出	一般 3 个月以内	一般以资金实力较弱的酒商为主, 资金周转速度极快, 单瓶酒利润一般在百元以下, 主要追求成交量
囤货待涨	一般 1 年以内	资金实力相对适中, 提前数月低价买入, 待后续高位抛出, 需要对市场价格走向有较为精准把握
资产配置	一般 1 年以上	资金实力相对较强, 将茅台酒作为长期资产配置的一部分, 要求投资主体具有多年茅台酒投资经验, 对出货渠道要求较高

资料来源: 腾讯新闻报道, 光大证券研究所

表 8：生肖茅台体现具备较强金融属性

上市时间	生肖	产品图	出厂价 (元/瓶)	指导价 (元/瓶)	一批价 (元/瓶)
2014 年	马年		849	-	21000
2015 年	羊年		849	-	32000
2016 年	猴年		899	1299	6800
2017 年	鸡年		919	1299	4450
2018 年	狗年		1299	1699	4300
2019 年	猪年		1299	1699	4450
2020 年	鼠年		1299	1699	4480
2021 年	牛年		1999	2499	4750

资料来源：今日酒价，光大证券研究所。注：此处均指原箱价格，统计时间为 2021 年 9 月底。

1.3、渠道模式顺应潮流，量价策略把握精准

1.3.1、从等市场到做市场

行业调整期扶持经销商，发展期加大直销渠道建设，是茅台典型的渠道特征。计划经济时期茅台以政务特供为主，采取计划调拨方式，1988 年受公费宴请禁用高价白酒政策影响，开始在全国主要城市建立经销点公开挂牌经销，1998 年受东南亚金融危机及朔州假酒案影响，开始在全国范围招募经销商设立专卖店，“黄金十年”（2003-2012 年）期间公司深入拓展团购渠道，2013 年受国家限制三公消费影响，公司大幅降低经销商加盟门槛积极招商，近年来公司积极推动营销渠道扁平化、多元化建设。总体来看，茅台的渠道改革顺应行业趋势，呈现由公务消费向商务消费、高端客户向普通客户、专营专卖向直营直销、国内市场向国内国际市场并重、被动营销向主动营销五大方向的转变。

图 9：贵州茅台渠道模式改革：从坐商到行商，再到扁平多元化建设



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 10：贵州茅台渠道改革呈现五大方向转变



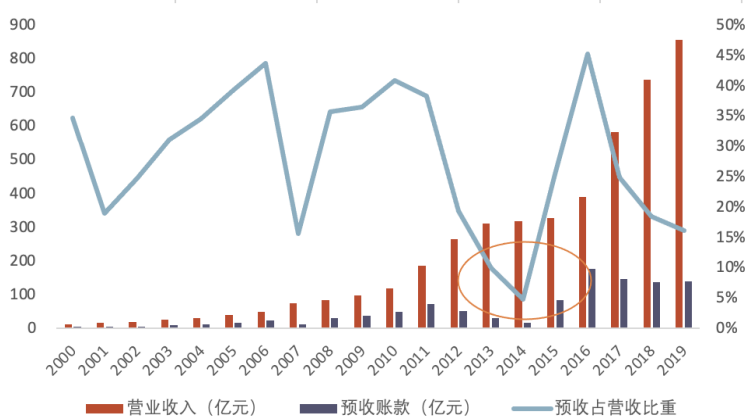
资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 9：行业深度调整期，公司不断放宽经销商政策

时间	经销商政策
2013 年 7 月	当年以 999 元/瓶进货 30 吨飞天茅台，一次打款 6365.6 万元，次年就可以成为茅台经销商，享受 819 元/瓶的出厂价
2013 年 11 月	1) 凡原有老经销商在 12 月底前按 999 元/瓶打款进货 1 吨飞天茅台酒，可再按 819 元/瓶配给 20%，明年这 20% 自动增加到经销商计划内，以此类推； 2) 凡在 12 月底前按厂价 819 元/瓶打款进年份酒（15 年至 50 年任选）一吨，明年按 819 元/瓶增加一吨飞天茅台的计划，以此类推
2014 年 4 月	只要两年内卖出 20 吨飞天茅台就能获得经销商资格
2014 年 6 月	在空白市场区域，经销商以团购价 999 元/瓶向公司采购 1.5 吨飞天茅台，随后可以以经销价 819 元/瓶向公司采购 3 吨

资料来源：佳酿网，光大证券研究所

图 11：行业深度调整期，公司预收账款占营收比重降低

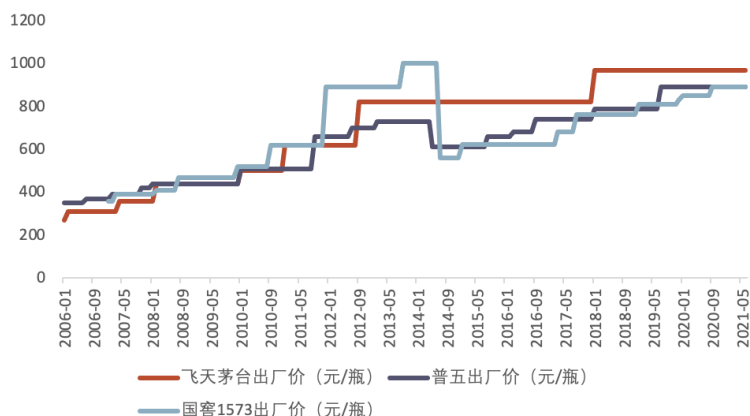


资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.3.2、调价控货节奏把控得当

从调价节奏来看，茅台酒价格调整更为稳健。2006-2012年，飞天茅台出厂价从268元大幅提升至819元，增幅高达206%。2013年面对行业深度调整，五粮液、泸州老窖逆势提价欲抢占价格制高点，但随后渠道利润倒挂，2014年被迫降价保量。而茅台坚持控量保价，飞天茅台出厂价和零售价维持不变，凭借前期预留的价格缓冲带保持渠道顺价。在坚守飞天茅台价格的同时，公司对系列酒价格体系进行了大幅调整，顺利度过行业调整期。2018年飞天茅台出厂价提高至969元，而后一直维持至今。

图 12：行业深度调整期，飞天茅台出厂价保持坚挺



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：统计截至 2021 年 9 月

从控货节奏来看，茅台酒采取“淡季挺批价、旺季走销量”的政策。考虑到不同时间节点茅台酒存在较大需求差异，公司在产品投放方面根据淡旺季进行调配。具体而言，销售淡季市场投放量相对有限，供给紧张有利于茅台酒批价坚挺，而在中秋、国庆、元旦、春节等销售旺季，公司对市场进行较大规模投放，一定程度上缓和供需矛盾，平抑终端市场价格，有助于公司的长期良性发展。

表 10：旺季集中投放，平抑市场价格

时间	投放力度
2018 年 1 月	从 2018 年 1 月 25 日起，向市场集中投放 7000 吨茅台酒
2018 年 8 月	从 8 月 1 日起一直到 9 月底，飞天茅台酒两个月市场投放量共计达到 7000 吨
2018 年 12 月	在春节前向市场投放普通茅台酒 7500 吨左右。另外，元旦节后猪年生肖酒要集中投放市场，确保春节前投放量达到 30%左右
2019 年 8 月	将在中秋、国庆前夕，向市场集中投放 7400 吨茅台酒
2019 年 12 月	从 2019 年 12 月 12 日起，提前执行 2020 年第一季度茅台酒计划，主要投放于经销商、自营公司、商超、电商渠道，预计投放量约 7500 吨
2020 年 11 月	2020 年四季度，公司直销渠道计划销售 4160 吨飞天茅台酒（指自营渠道）
2021 年 9 月	2021 年中秋、国庆双节，茅台酒投放市场总量将保证在 7500 吨以上，加上茅台 1935 和香溢五洲茅台酒两款新品，茅台合计投放量超 8000 吨

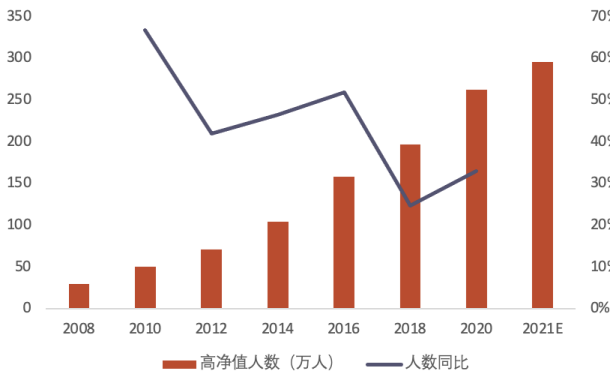
资料来源：酒业家，国酒时空，光大证券研究所

2、需求扩容仍有空间，产能扩张奠定基石

2.1、需求平稳扩张，行业分化明显

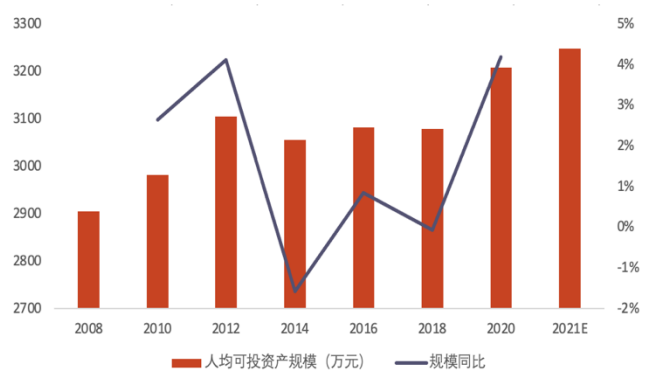
高端白酒以政商务精英、高净值人群为主要消费者，需求仍将继续扩容。高端白酒社交属性较强，消费群体以政商务精英为主，品牌粘性较强、更加重视白酒的稀缺性与社交价值。据贝恩-招行《2021 私人财富报告》，2020 年可投资资产在 1 千万以上的中国高净值人数达 262 万人，2018-2020 年 CAGR 达 15%，2020 年中国高净值人群人均可投资资产规模达 3209 万元。据 BCG 预测，2020-2025E 每月可支配收入超过 1.2 万元的家庭数量 CAGR 有望达到 8.63%，2025 年有望达到 1.41 亿户。从量的角度，高净值人群的扩大及其财富水平的提升，奠定了茅台酒需求继续扩容的坚实基础。

图 13：中国高净值人群持续扩容



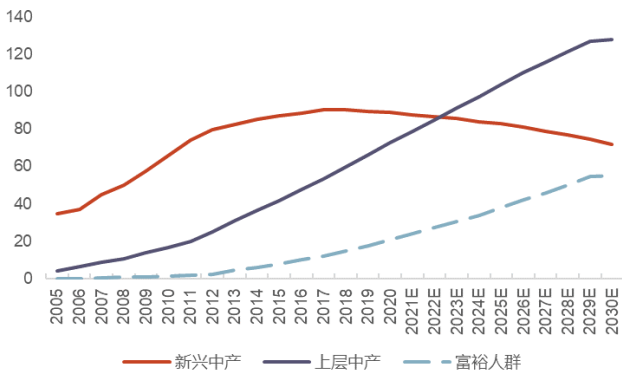
资料来源：贝恩-招行《2021 私人财富报告》，光大证券研究所整理。注：高净值人群指个人可投资资产在 1 千万以上。

图 14：中国高净值人群人均可投资资产规模已经超过 3 千万



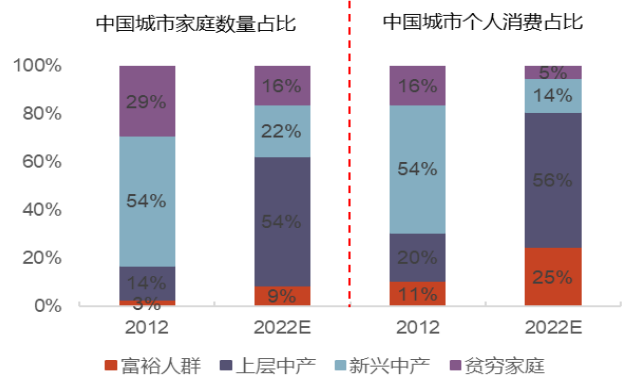
资料来源：贝恩-招行《2021 私人财富报告》，光大证券研究所整理

图 15：中国上层中产及富裕家庭数量（百万）将持续增加



资料来源：BCG 预测，阿里研究院，光大证券研究所 注：新兴中产：每月可支配收入 5000-8000 元；上层中产：每月可支配收入 12000-22000 元；富裕人群：每月可支配收入 22000 元及以上

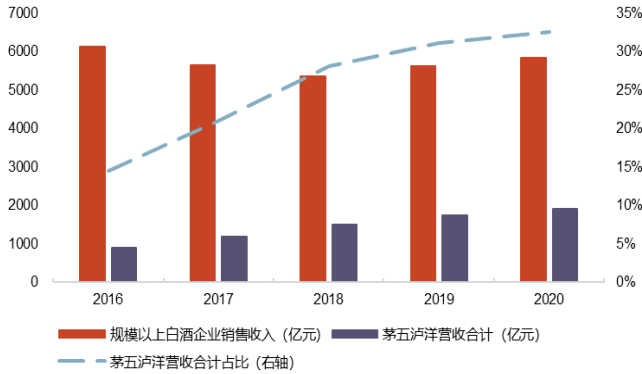
图 16：中国上层中产及富裕家庭数量及消费占比将继续提升



资料来源：BCG 预测，光大证券研究所

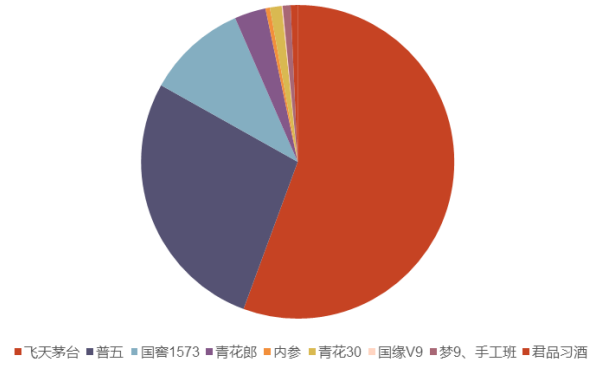
行业内呈现挤压式增长，名优酒企集中度有望继续提升。2016-2020 年，茅五泸洋营收合计占规模以上白酒企业销售收入从 14.5% 上升至 32.6%，头部名酒集中度显著提升。千元以上的高端价格带竞争格局更加清晰，2000+ 价位茅台酒地位稳固，千元市场作为黄金赛道，以普五、国窖 1573 两大产品竞争为主，另有汾酒、郎酒、习酒等名优白酒入局。考虑到高端白酒品牌护城河深厚，在行业平稳扩容、结构升级趋势显著的背景下，头部品牌有望收割更多市场份额。

图 17: 茅五洋营收合计占比显著提升



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 18: 2020 年千元以上价格带竞争格局



资料来源: 各公司公告, 酒业家, 光大证券研究所, 注: 君品习酒为销售规模, 其他产品为收入规模, 由于统计口径存在一定差异, 占比为估算值

2.2、 产能稳步扩张, 奠定增长基石

茅台酒与系列酒自公司上市以来产能稳步扩张。1) 茅台酒产能扩建: 上市以来老厂区新增产能合计 22700 吨, 中华片区新增产能合计 13952 吨, 全厂新增产能合计 36652 吨, 加上上市前 4000 多吨产能, 估计设计产能达到 40652 吨, 与公司披露的 2020 年 42560 吨设计产能基本相符。2) 系列酒产能扩建: 上市以来习水县习酒镇计划新增产能合计 44800 吨 (其中 3 万吨酱香系列酒技改工程及其配套设施项目公司预计 2022 年底建成), 仁怀市坛厂工业园区新增产能合计 7806 吨, 全厂计划新增产能合计 52606 吨。

表 11: 茅台酒产能扩建情况

开始时间	茅台镇老厂区		茅台镇中华片区	
	项目	新增产能/吨	项目	新增产能/吨
2001-2005 年 (十五)	1000 吨茅台酒技改工程	1000		
	800 吨老区茅台酒扩建工程	800		
	700 吨茅台酒扩建工程	700		
	2100 吨中低度茅台酒扩改建工程	2100		
	新增 1000 吨茅台酒生产及辅助配套设施	1000		
	新增 2000 吨茅台酒生产及辅助配套设施	2000		
2006-2010 年 (十一五)	“十一五”万吨茅台酒工程第一期新增 2000 吨茅台酒技改项目	2000		
	“十一五”万吨茅台酒工程第二期新增 2000 吨茅台酒技改项目	2000		
	“十一五”万吨茅台酒工程第三期新增 2000 吨茅台酒技改项目	2000		
	“十一五”万吨茅台酒工程第四期新增 2000 吨茅台酒技改项目	2000		
	“十一五”万吨茅台酒工程第五期新增 2000 吨茅台酒技改项目	2000		
2011-2015 年 (十二五)	“十二五”万吨茅台酒工程第一期新增 2600 吨茅台酒技改项目	2600	“十二五”中华片区第一期新增 5800 吨茅台酒技改工程及配套设施项目	5800
	“十二五”万吨茅台酒工程第二期新增 2500 吨茅台酒技改项目	2500	“十二五”中华片区第二期新增 3000 吨茅台酒技改工程及配套设施项目	3000
2016-2020 年 (十三五)			“十三五”中华片区第一期新增 5152 吨茅台酒技改工程及配套设施项目	5152
新增产能合计/吨		22700		13952

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 12: 系列酒产能扩建情况

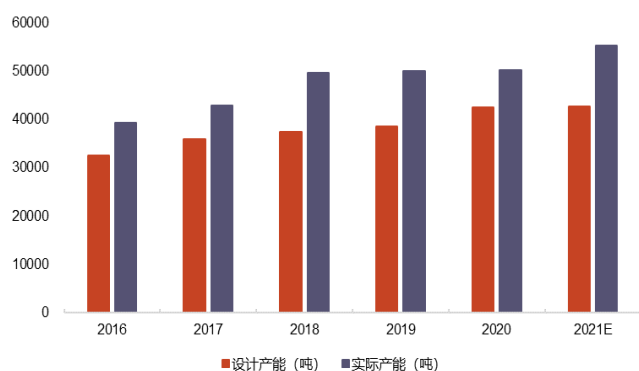
开始时间	习水县习酒镇		仁怀市坛厂工业园区	
	项目	新增产能/吨	项目	新增产能/吨
2011 年	2000 吨茅台酒王子酒制酒技改工程及配套项目	2000		
2012 年	2800 吨茅台酒王子酒制酒技改工程及配套项目	2800	茅台循环经济科技示范园坛厂片区第一批建设工程项目	7806
2013 年	酱香系列酒制酒技改工程及配套项目 (6400 吨高档酱香型系列酒基酒、3600 吨中低档酱香型系列酒基酒)	10000		
2019 年	3 万吨酱香系列酒技改工程及其配套设施项目	30000		
新增产能合计/吨		44800		7806

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

2021 年茅台酒、系列酒实际产能预计分别达到 5.53/2.9 万吨。根据 2020 年年报披露, 42560 吨茅台酒基酒设计产能中, 由于茅台酒的生产工艺特点, 4032 吨茅台酒基酒设计产能在 2020 年 10 月投产, 实际产能将在 2021 年释放。25260 吨系列酒基酒设计产能中, 4015 吨系列酒基酒设计产能在 2020 年 11 月投产, 实际产能将在 2021 年释放。根据 2021 年度茅台集团生产·质量大会, 2021 年茅台酒设计/实际产能预计 4.27/5.53 万吨, 系列酒设计/实际产能预计 2.52/2.9 万吨。

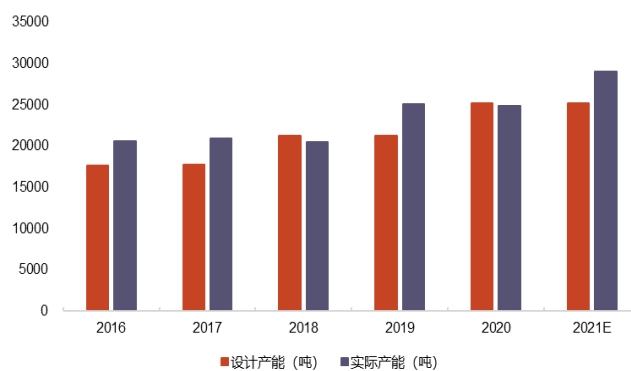
“十四五”期间产能扩张较为审慎。根据《仁怀市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》, “十四五”期间仁怀将倾力支持茅台集团及其子公司技改扩能, 推动“两个 10 万吨”目标早日实现, 助力其成为全省首家世界 500 强企业, 到 2025 年茅台集团营业收入达到 2000 亿元。未来公司将在供需紧平衡基础之上, 综合考虑有机原料、生态环境承载力和技术人才等因素, 审慎扩建产能、提高产量。

图 19: 2021 年茅台酒实际产能预计实现 5.53 万吨



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 20: 2021 年系列酒实际产能预计实现 2.9 万吨



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

3、茅台酒：产品、渠道调整有望提升均价

3.1、渠道利润丰厚，直接提价具备空间

按结算体系拆分，茅台酒主要包括自营产品、总经销产品、定制产品。2020年茅台酒销售收入 848.31 亿元，同比增长 11.91%，毛利率高达 94%。其中，1) 自营产品体量最大，一般茅台酒经销商均有配额，包括普通茅台（53 度飞天茅台、五星茅台）、低度茅台（43 度飞天茅台、喜宴）、生肖茅台、精品茅台、年份茅台及其他产品。2) 总经销产品种类最多，由某经销商独家运营，包括绝大部分纪念酒及除 50/200/375/500/1000ml 规格外的其他飞天茅台酒，近年来总经销产品改革力度较大，在最新经销网点名单中已不再公示总经销产品名录。3) 定制产品一般在瓶身标示“国酒定制”标识，目前公司对于定制酒业务已全面收紧。

图 21：茅台酒产品结构拆分



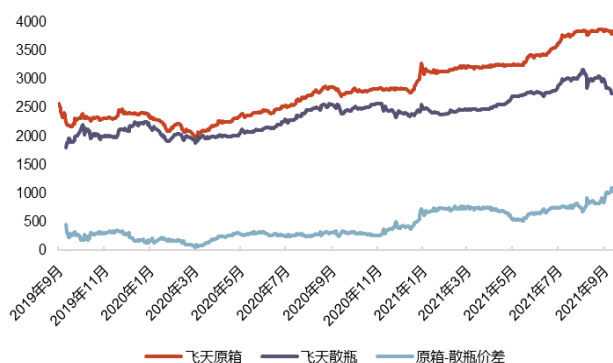
资料来源：公司官网，光大证券研究所

表 13：茅台酒主要产品简介

茅台酒产品	主要品类	产品简介
普通茅台酒	53 度飞天茅台、五星茅台	53 度飞天茅台是公司最具代表性的产品，是市场公认的“硬通货”。53 度飞天茅台与五星茅台酒质完全相同，只在外包装上存在差异。但鉴于二者在品牌知名度上存在差异，目前五星茅台社交属性及投资属性不及飞天茅台，反映在价格上，五星茅台出厂价/指导价较 53 度飞天茅台仅有 10 元差距，一批价差距却维持在百元以上
低度茅台酒	43 度飞天茅台、喜宴	39 度、43 度、33 度茅台酒分别于 1986 年、1991 年、1997 年通过省级鉴定。中低度茅台酒采用 53 度茅台酒作为基酒，通过一系列降度、除杂、除浊、留香、增香工艺制作而成，最终经过市场选择，公司放弃了 33 度、39 度两种规格，确立了以 53 度为绝对主体，43 度为有限补充的度数体系。43 度茅台酒包括 43 度飞天茅台和喜宴，其中喜宴定位宴席用酒。根据 2019 年春糖会期间召开的 43 度茅台酒经销商座谈会，2018 年 43 度茅台酒销量 1281 吨，销售额 20.3 亿元，总体来看目前低度茅台酒市场接受度不高
生肖茅台酒	马、羊、猴、鸡、狗、猪、鼠、牛年	自 2014 年第一次推出马年生肖茅台以来，截至 2021 年 9 月公司已推出马年、羊年、猴年、鸡年、狗年、猪年、鼠年、牛年共计 8 款生肖茅台。马年、羊年生肖茅台刚推出时市场热度不高，市场价接近出厂价，2017 年以来生肖茅台价格开始猛涨。截至 2021 年 9 月底，马年、羊年生肖茅台终端价已分别突破 2 万元和 3 万元，其他生肖酒均在万元以下
精品茅台酒	精品茅台	2017 年正式上市，作为公司补充飞天茅台与年份茅台之间价格带的承上启下产品，在品质、包装及价格定位上较普茅均有一定幅度提高。精品茅台上市以来价格长期倒挂，伴随 2020 年下半年以来飞天茅台批价持续上行，超高端价格空间顺势打开，叠加消费者培育更趋成熟，大量资金持续涌入，精品茅台终端价开始大幅超过指导价
年份茅台酒	15 年、30 年、50 年、80 年	作为品牌战略向超高端市场的延伸，公司于 1997 年推出 30 年、50 年茅台酒，1998 年推出 80 年茅台酒，1999 年推出 15 年茅台酒。年份茅台数字并非自然瓶存放年限，产品说明中明确告知，年份酒基本基酒酒龄不低于 15 年，按照相关年份陈年茅台酒标准精心勾兑而成。同精品茅台价格走势颇为相似，2020 年下半年以来 15 年年份茅台终端价开始逐渐超过指导价，目前 30/50/80 年年份酒体量相对较小

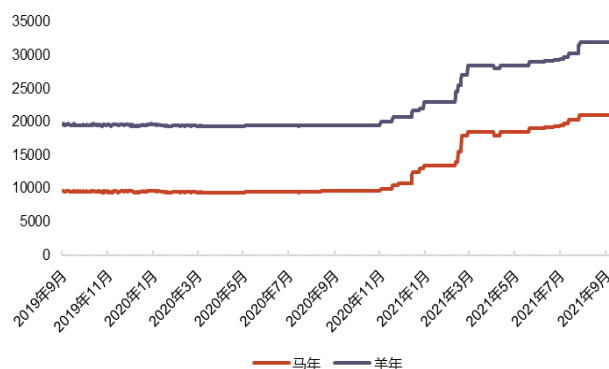
资料来源：公司公告，公司官网，搜狐网，光大证券研究所

图 22: 飞天茅台原箱/散瓶批价 (元/瓶)



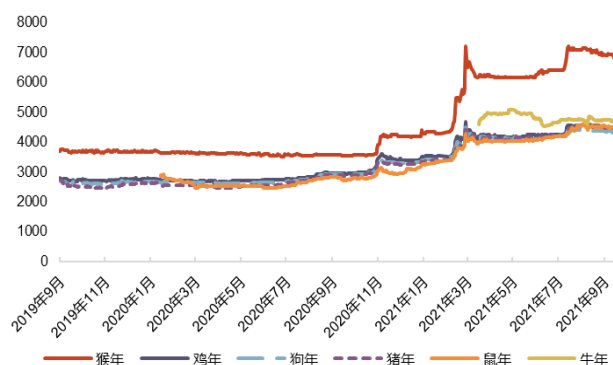
资料来源: 今日酒价, 光大证券研究所, 注: 统计截至 2021 年 9 月底

图 23: 马/羊年生肖茅台原箱一批价 (元/瓶)



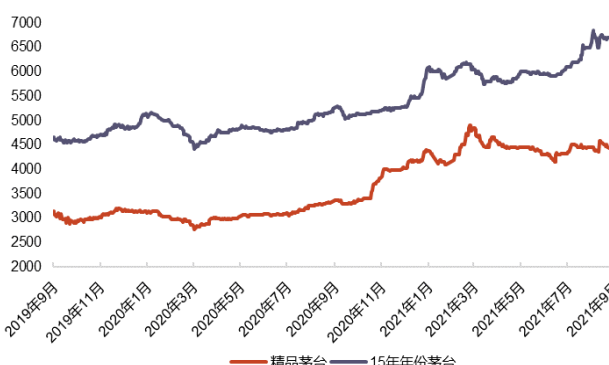
资料来源: 今日酒价, 光大证券研究所, 注: 统计截至 2021 年 9 月底

图 24: 猴/鸡/狗/猪/鼠/牛年茅台原箱一批价 (元/瓶)



资料来源: 今日酒价, 光大证券研究所, 注: 统计截至 2021 年 9 月底

图 25: 精品/15 年年份茅台原箱一批价 (元/瓶)



资料来源: 今日酒价, 光大证券研究所, 注: 统计截至 2021 年 9 月底

茅台酒渠道利润率远高于其他高端白酒。截至 2021 年 9 月底, 53 度飞天茅台 (散瓶) 出厂价与一批价利润率超 150%, 远高于公司制定的出厂价 969 元与指导价 1499 元之间 55% 的利润率。牛年茅台 (原箱) 出厂价与一批价利润率超 100%, 相较之下精品茅台 (原箱) 和 15 年年份茅台 (原箱) 利润率略低但也在 50% 以上。43 度飞天茅台 (原箱) 市场接受度相对有限, 指导价接近一批价, 渠道利润率在 30% 以上。其他高端白酒一批商环节利润率远低于茅台酒, 八代普五、国窖 1573 利润率基本在 10% 以内 (不考虑厂商返利、费用支持等因素)。

表 14: 茅台酒渠道利润率远高于其他高端白酒

产品	出厂价 (元/瓶)	指导价 (元/瓶)	一批价 (元/瓶)	出厂价-指导价利润率	出厂价-一批价利润率
53 度飞天茅台 (散瓶)	969	1499	2750	55%	184%
牛年茅台 (原箱)	1999	2499	4750	25%	138%
精品茅台 (原箱)	2699	3299	4430	22%	64%
15 年年份茅台 (原箱)	3929	4999	6500	27%	65%
43 度飞天茅台 (原箱)	739	999	970	35%	31%
普五八代	889	1399	975	57%	9%
国窖 1573	890	1399	910	57%	2%
青花郎	909	1499	930	65%	2%

资料来源: Wind, 今日酒价, 光大证券研究所, 注: 截至 2021 年 9 月底, 普五、国窖 1573 为计划内配额利润率, 且不考虑厂商返利、费用支持等因素

价差空间大，需求弹性低，飞天茅台直接提价空间客观存在。2001年以来飞天茅台合计直接提升出厂价9次，由于渠道利润丰厚，出厂价与批价、终端价之间存在较大顺差，飞天茅台客观上具备提价空间。但由于价格调整涉及国家、企业、消费者、经销商等多方利益，公司对于飞天的直接提价较为谨慎。

表 15：2001 年以来飞天茅台 9 次提升出厂价

提价时间	出厂价 (元/瓶)	提价幅度
2001-08	218	17.8%
2003-10	268	22.9%
2006-02	308	14.9%
2007-04	358	16.2%
2008-02	439	22.6%
2010-01	499	13.7%
2011-01	619	24.0%
2012-09	819	32.3%
2018-01	969	18.3%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.2、 非标茅台投放有利于增厚业绩

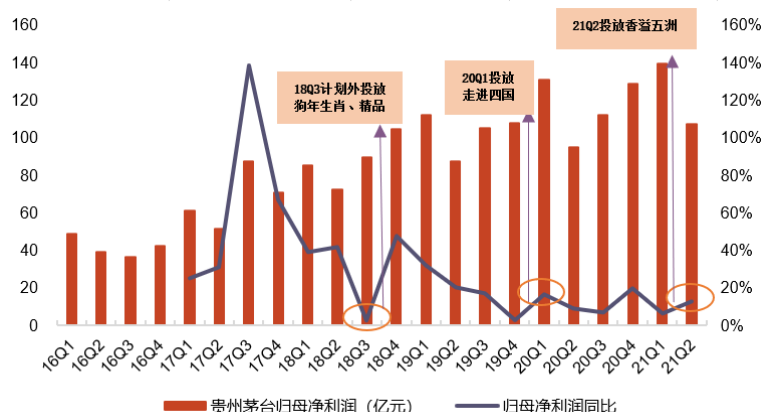
公司业绩承压时非标茅台投放有利于拉动业绩增长。2018年Q3公司净利润增速明显回落，2018年11月30日，公司向专卖店和特约经销商限量投放狗年生肖酒和精品茅台酒，且此次投放产品均不占用2018年度茅台酒合同计划。2020年Q1受疫情影响，销售任务面临较大压力，公司投放走进四国纪念茅台酒，单一经销商最大申购金额高达247万元。2021年Q2公司小规模上市香溢五洲茅台酒，为公司带来部分增量利润。

表 16：2020 年 Q1 走进四国纪念茅台酒销售安排

产品名	经销商申购价 (元/瓶)	经销商申购数量 (件)	金额合计 (万元)
走进智利·圣地亚哥 375ml	1739	35	36.52
走进智利·圣地亚哥 750ml	4659	9	25.16
走进坦桑尼亚·达累斯萨拉姆 375ml	1739	35	36.52
走进坦桑尼亚·达累斯萨拉姆 750ml	4659	9	25.16
走进意大利·米兰 375ml	1739	35	36.52
走进意大利·米兰 750ml	4659	9	25.16
走进俄罗斯·莫斯科 375ml	1739	35	36.52
走进俄罗斯·莫斯科 750ml	4659	9	25.16
小计			246.71

资料来源：渠道调研，光大证券研究所，注：1 件为 6 瓶装。

图 26: 公司业绩承压时非标茅台投放带动业绩增长



资料来源: Wind, 光大证券研究所

非标茅台作为满足消费者差异化需求推出的超高端产品, 提价时面临的压力小于飞天茅台。2021 年牛年生肖茅台出厂价 1999 元, 相比鼠年生肖茅台出厂价 1299 元提升 54%, 精品茅台出厂价由 2299 元提升至 2699 元, 提价 17%。假设净利润率维持 2020 年水平、且不考虑渠道结构调整, 估算 2021 年生肖、精品茅台提价可以贡献约 5% 的收入和利润增量。作为公司产品向超高端价格带的延伸, 非标茅台定价灵活性高于飞天茅台, 有利于增厚业绩。

表 17: 生肖、精品茅台提价增量估算

产品	提价幅度	2021 年投放量/吨	收入增量/亿元	净利润增量/亿元
生肖酒	54%	2400 吨左右	36	18
精品酒	17%	1500 吨左右	13	7
合计			49	25
相较 2020 年增厚比例			5%	5%

资料来源: 酒业快讯, 渠道调研, 光大证券研究所测算, 注: 按照 1 吨 2124 瓶

非标准装飞天茅台可实现更高吨价。目前飞天茅台以 500ml 标准装为主, 标准装每毫升出厂价、指导价在所有规格飞天茅台中处于最低水平。近年非标准装飞天茅台投放呈现加大趋势, 且管理政策较标准装更为宽松, 在目前茅台酒供需偏紧的格局下, 通过适当增加非标准装飞天茅台投放可在销量平稳的情况下提高吨价, 从而推动销售收入提升。

表 18: 500ml 标准装飞天茅台每毫升均价最低

飞天规格 (ml)	出厂价 (元/瓶)	指导价 (元/瓶)	每毫升出厂价 (元/ml)	每毫升指导价 (元/ml)
1000	1939	3799	1.94	3.80
500	969	1499	1.94	3.00
375	749	1299	2.00	3.46
200	409	699	2.05	3.50

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

3.3、渠道结构调整带动均价提升

茅台售卖渠道以专卖店和特约经销商为主。茅台经销网点可分为专卖店、特约经销商、自营店、43度经销商（茅台酒）、系列酒经销商、总代理（系列酒）、机场高铁、电商客户、商超客户、体验馆、专卖柜、个性化定制客户、俱乐部、直销客户等类型。截至2021年9月，茅台经销网点中专卖店/特约经销商/其他渠道占比约7:2:1。其中贵州、河南、山东、广东四省经销网点均在100家以上，为四大重点经销区域。2021年公司已在重庆增设1家自营店，此外深圳自营店也正在推进中，预计后续公司有望根据市场需求适当增加自营网点设置。

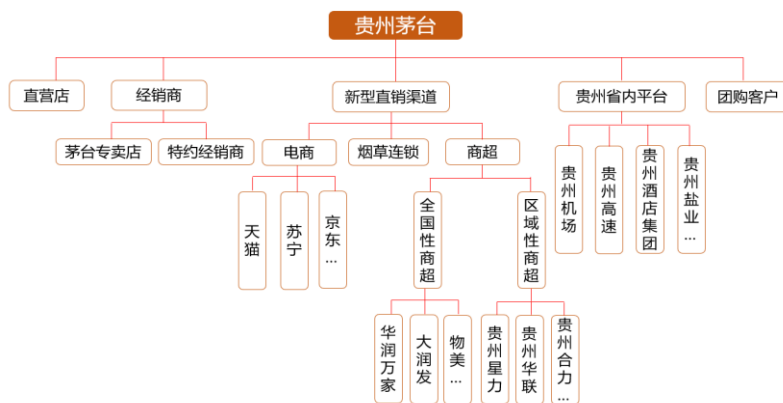
表 19：茅台主要经销网点类型及说明

经销网点类型	说明
专卖店	门店样式全国统一，所有权归属经销商，产品有一定议价空间
特约经销商	可以没有销售门店，一般设在写字楼内，由商贸公司或糖酒公司运营。近年来部分地区已开始要求特约经销商走出写字楼，开展“设店”销售服务
自营店	2012年开始布局。门店样式全国统一，由酒厂直接派驻店长和营销员，所有权归属厂家，产品以指导价出售。目前除贵州4家、北京3家、上海2家、重庆2家外，其他省份各开设1家自营店，未来重点城市有望继续增开自营店
电商客户	2019年开始布局。包括天猫、苏宁、京东、国美、1919、也买网、酒仙网、顺丰优选、网易严选、小米有品、寺库等
商超客户	2019年开始布局。包括华润万家、大润发、物美、永辉超市、麦德龙、山姆、家乐福、盒马鲜生、七鲜超市、安徽百大、安徽红府超市、北京王府井、北京华联、北京翠微股份、重庆重百新世纪、福建新华都、福建闽百汇、福建夏商、贵州星力、贵州华联、贵州合力、广东人人乐、广东沃尔玛、广东天虹商场、甘肃国芳百货、河南酒便利、河南丹尼斯、河南大张实业、河北北国商城、河北信誉楼、湖南步步高、湖北中百、黑龙江比优特、吉林欧亚卖场、江苏金鹰商贸、江苏中央商场、江苏文峰大世界、辽宁大商、宁夏新百联超、上海costo、上海百联、山东振华、山东银座、山西美特好超市、四川百伦、四川红旗连锁、四川伊藤洋华堂、新疆汇嘉时代、浙江物产中大等
烟草连锁	2019年开始布局，包括重庆渝烟连锁、贵州黔彩零售、广东二十支、湖南六三六、湖北金叶阳光、吉林金叶烟草、四川诚至诚等

资料来源：公司公告，渠道调研，光大证券研究所

数据截至2021年9月

图 27：贵州茅台渠道结构拆分



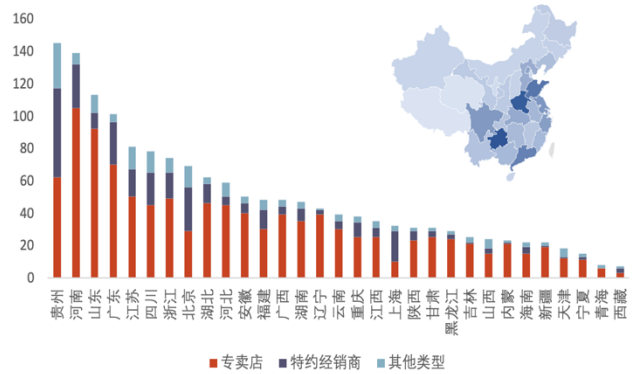
资料来源：公司公告，渠道调研，光大证券研究所

图 28：茅台经销网点以专卖店、特约经销商为主



资料来源：公司官网，光大证券研究所，注：统计口径为网点数，截至 2021 年 9 月，其他渠道包括自营店、43 度经销（茅台酒）、系列酒经销商、总代理（系列酒）、机场高铁、电商客户、商超客户、体验馆、专卖柜、个性化定制客户、俱乐部、直销客户等。

图 29：茅台经销网点分布（家）

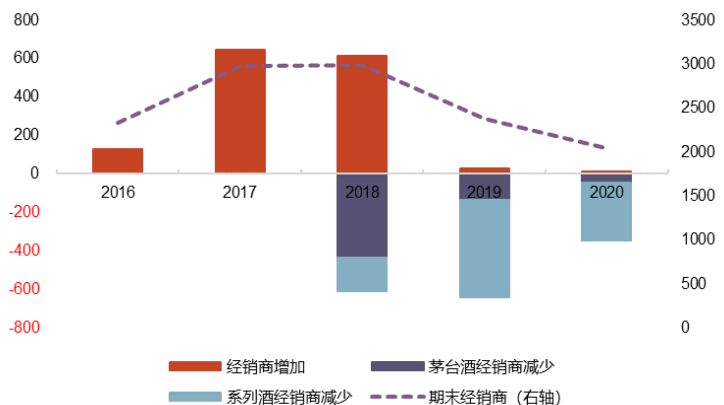


资料来源：公司官网，光大证券研究所，注：截至 2021 年 9 月

近年来电商、商超渠道投放量增加。2019 年 6 月华润万家、大润发、物美分获 150/130/120 吨飞天茅台配额成为首批茅台酒全国商超服务商，贵州星力、贵州华联、贵州合力分获 80/70/50 吨配额成为首批茅台酒贵州本地商超服务商，同年 9 月天猫、苏宁分获 170/130 吨配额成为首批茅台酒电商服务商，京东也于 2020 年 3 月成为第三家茅台酒电商服务商。截至 2020 年底，茅台已与包括商超卖场、电商、国资企业、烟草连锁等领域 68 家直销渠道商进行合作，渠道扁平化建设取得初步成效。

经销商深度调整成效显著。茅台酒销售渠道长期以来以批发代理为主，占比九成左右。2018 年以来，茅台对经销商进行了较大力度整顿，根据 2019 年股东大会，公司清理违规经销商收回茅台酒配额共计 6000 吨，其中包含违规专卖店、经销商 3500 吨以及 2500 吨批条货。国内经销商数量从 2017 年年末 2979 家下降到 2020 年年末 2046 家，三年间经销商净减少 933 家，其中茅台酒经销商减少 619 家，系列酒经销商减少 974 家，而增加的 660 家主要是系列酒经销商，预计未来公司对于经销商审批将持续收紧，以继续优化经销商队伍。

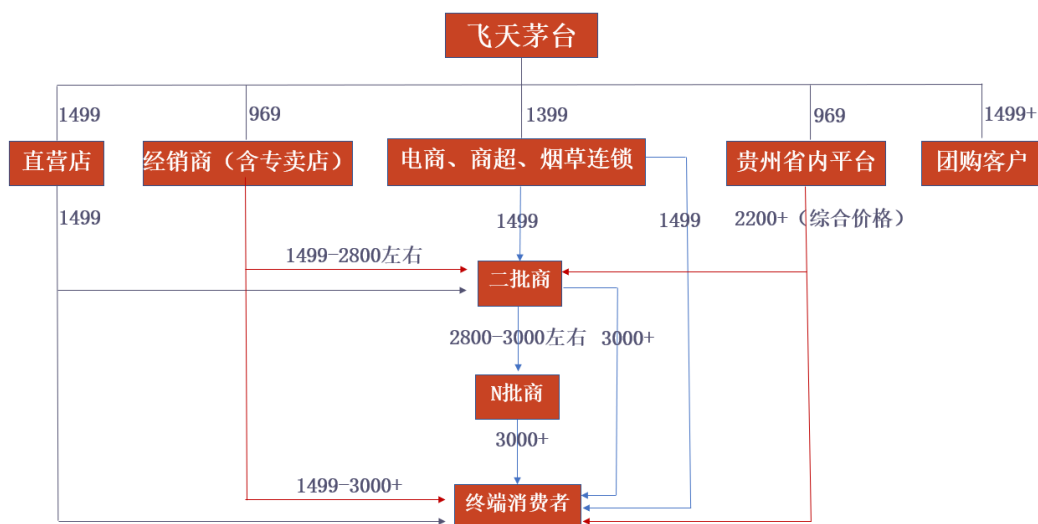
图 30：2018 年以来经销商整顿力度较大（家）



资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：经销商单位/家

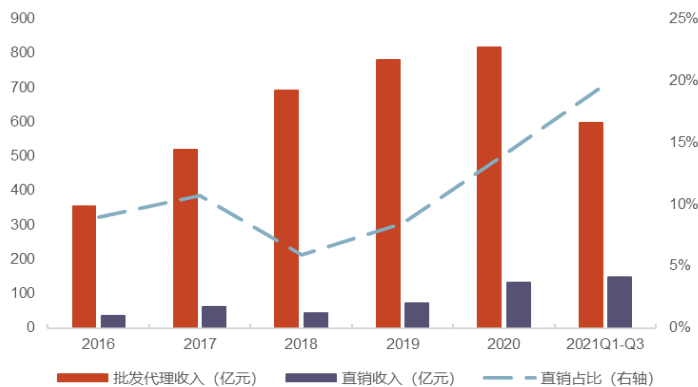
直营店、电商、商超等渠道投放量增加，有利于提升实际均价。以 500ml 飞天茅台为例，自营店、团购客户由公司直接对接消费者，售价 1499 元，电商和商超客户出厂价 1399 元，远高于传统经销商渠道（含专卖店）和新兴贵州省内平台 969 元/瓶的出厂价，增加自营店、团购渠道、电商和商超客户配额有助于提高实际出厂均价，进而拉动收入增长。2020 年茅台直销渠道（指自营渠道）销售额 132.40 亿元，同比大幅增长 82.66%，占比 13.96%，2021 年前三季度直销占比进一步提升至约 20%，预期未来直销渠道占比仍将稳步提升。

图 31：飞天茅台直营店、电商、商超等渠道出厂价较高，有助于提高均价



资料来源：渠道调研，今日酒价，光大证券研究所。注：电商平台以 1499 元以上价格出售 500ml 飞天茅台店家均属于批发商，不属于电商，贵州省内平台包括机场高铁（如贵阳机场、茅台机场、机场云商）、酒店（如贵州酒店集团旗下酒店）、特产平台（如贵高速、贵旅优品、安心 e 购、空港商城、金州名品）等；单位：元/瓶；统计截至 2021 年 9 月底。

图 32：公司直销渠道占比稳步提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：报表直销渠道指自营渠道，批发代理渠道包括社会经销商、商超、电商等。

4、系列酒：定价灵活，产品升级趋势持续

4.1、系列酒价格调整相对灵活

按结算体系拆分，系列酒可分为自营品牌、专销品牌和联营品牌。2020年系列酒销售收入99.91亿元，同比增长4.70%，毛利率70.14%。其中，1) 自营品牌由茅台酱香酒营销有限公司自主销售和运营（除赖茅由赖茅酒业公司负责），包括茅台王子酒、茅台迎宾酒、汉酱、仁酒、贵州大曲酒、赖茅等；2) 专销品牌在自营品牌下开发，专门在指定区域或特殊渠道销售，包括茅台王子酒（黑金、酱色、酱源金樽、传承1999）、汉酱（铂金蓝、135BC）等；3) 联营品牌在自营品牌外开发，由特定运营商销售和运营，包括华茅、王茅等。

图 33：茅台系列酒产品结构



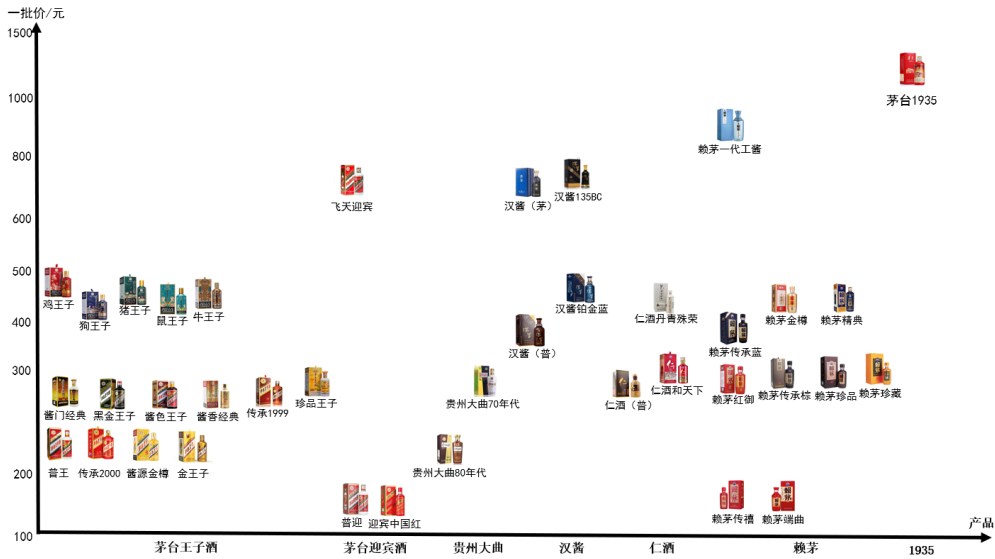
资料来源：公司官网，光大证券研究所

表 20：系列酒主要产品简介

系列酒产品	主要品类	产品简介
茅台王子酒	茅台王子酒（普）、珍品王子、传承1999、传承2000、黑金王子、金王子、酱色王子、酱香经典、酱源金樽、生肖王子	1999年上市，产品知名度较高，产品迭代较为频繁，目前是系列酒第一大单品，占系列酒销售总收入的40%以上
茅台迎宾酒	茅台迎宾酒（普）、迎宾中国红、飞天茅台迎宾酒	2000年上市，普通迎宾酒、迎宾中国红定位酱香入门级产品。飞天茅台迎宾酒定位相对较高，于2016年首次发行，属于非流通产品，只针对单位客户销售，后续有望提升品质并上调出厂价，成为流通产品
汉酱	汉酱（普）、汉酱铂金蓝、汉酱135BC、汉酱（茅）	2005年习酒公司首次推出汉酱酒，习酒版汉酱停产，由茅台股份公司于2011年全新改版上市51度汉酱，定位系列酒高端产品，后续有望推出53度汉酱
仁酒	仁酒（普）、仁酒和天下、仁酒丹青殊荣	2012年上市，目前市场影响力有限，在系列酒中占比不高
华茅	华茅金奖、华茅传承1862、华茅鉴藏（3L）	2015年股份公司重启华茅品牌，推出华茅百年印象；2018年茅台集团与华昱集团联手上市3款华茅新品
王茅	王茅祥泰、王茅祥邦、王茅祥雅	2015年股份公司重启王茅品牌，推出王茅百年印象；2018年上市3款王茅新品
赖茅	赖茅传禧、赖茅端曲、赖茅红御、赖茅金樽、赖茅传承棕、赖茅传承蓝、赖茅珍品、赖茅珍藏、赖茅精典、生肖赖茅、赖茅一代工酱	1988年贵州茅台酒厂获准注册赖茅商标，2005年商标由于多年未使用被撤销，2014年赖茅商标再次判归茅台公司所有，同年10月贵州茅台酒股份有限公司与中石化易捷销售有限公司合资成立贵州赖茅酒业有限公司，推出赖茅系列产品
贵州大曲	贵州大曲70年代、贵州大曲80年代、生肖大曲（2.5L）	前身是1963年出产红粮窖酒，主要作为茅台员工福利酒，1976年改名为贵州大曲，1999年为配合茅台酒产能调整而停产，2015年由股份公司重新推出。生肖大曲（猴年开始）与生肖王子（鸡年开始）、生肖赖茅（狗年开始）一同构成了目前生肖系列酒体系。贵州大曲70年代定位高于80年代，后续有望推出定位更高端的60年代，实现贵州大曲形象升级
1935	遵义/茅台1935	2016年改版前的遵义1935发行，属于非流通产品，只针对单位客户销售，首批出厂价288；其间历经3次提价，分别涨至388/488/588元。2021年改版后茅台1935成为流通产品，预计经销商打款价788元，商超电商打款价988元，销售指导价1188元，后续有望成为公司向千元价格带进军的重要力量

资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所；统计截至2021年9月底。

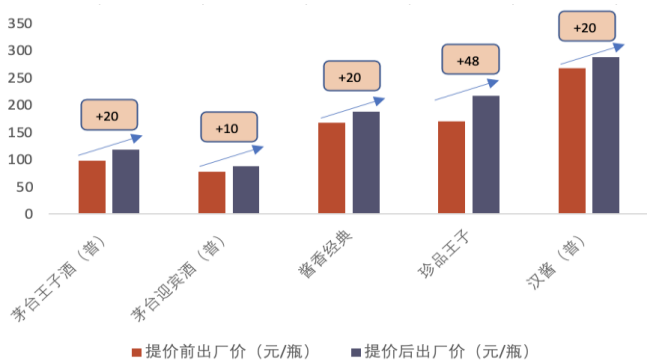
图 34：茅台系列酒各品牌产品矩阵



资料来源：公司官网，光大证券研究所。注：统计时间为 2021 年 9 月 30 日。

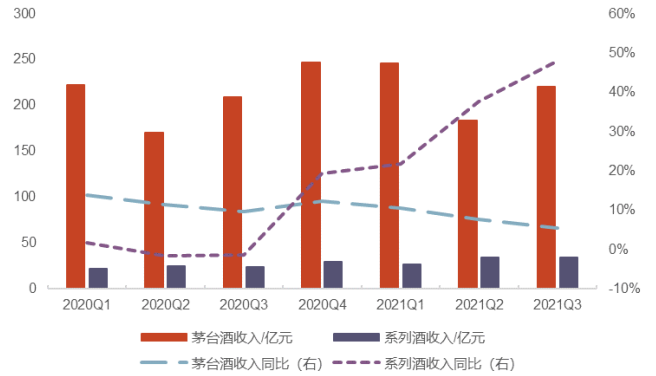
作为公司产品线的向下延伸，系列酒提价时面临的压力较小，定价更灵活。2021 年 1 月贵州茅台酱香酒营销有限公司将茅台王子酒、茅台迎宾酒、汉酱等产品出厂价进行不同幅度上调，为系列酒规模扩张贡献了一定增量，叠加去年同期基数较低，2021 年前三季度系列酒收入同比增幅达到 36%，疫情冲击结束后实现快速增长。

图 35：2021 年 1 月系列酒出厂价进行不同幅度上调



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 36：系列酒 2021 年收入规模实现较高增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

4.2、产品优化升级贡献增长极

系列酒产品升级将继续增厚利润。1) 短期来看：根据 2020 年 12 月茅台酱香酒经销商大会，2021 年普通王子合同计划减量 80%，王子酒重点将向金王子及酱香经典倾斜；普通迎宾酒减量 75%，迎宾酒重点向 2.0 版本倾斜；汉酱重点向 2.0 版本及汉酱（茅）倾斜。2) 长期来看：在茅台 1935 上市后，公司后续有望继续推出流通版飞天茅台迎宾酒、53 度汉酱及贵州大曲 60 年代等高端系列酒新品，拔高系列酒整体档次。

表 21: 系列酒主要产品销售额 (亿元)

产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
茅台王子酒	8.7	25	38	37.8	45
茅台迎宾酒	6.5	10+	10+	-	-
汉酱	2.3	7.88	12.2	13.4	15+
赖茅	1.8	8.5	14.22	18+	20+
贵州大曲	0.69	6.78	10.3	11	10+

资料来源: 公司公告, 酒业家, 微酒, 云酒头条, 光大证券研究所

5、盈利预测与估值评级

5.1、盈利预测

1) **茅台酒**: 2021 年受可供基酒限制, 量增较少。后续产能保障下, 预计销量平稳提升, 生肖酒、精品酒等非标茅台提价, 以及自营、电商、商超等渠道投放量增加, 将推动茅台酒实际均价提升。预测 2021-23 年茅台酒收入 940/1051/1180 亿元, 同比增长 10.87%/11.77%/12.26%, 其中预计销量 3.62/3.87/4.14 万吨, 同比增长 5.42%/6.92%/7.06%, 吨价 260.0/271.8/285.0 万元/吨, 同比增长 5.17%/4.53%/4.86%。毛利率层面, 预测 2021-23 年茅台酒毛利率分别为 94.5%/95.0%/95.5%。

2) **系列酒**: 酱酒红利下系列酒销量扩张、产品结构优化, 同时伴随三万吨酱香系列酒技改工程及其配套设施项目稳步推进, 预期系列酒将实现较高增速。预测 2021-23 年系列酒收入 132/171/224 亿元, 同比增长 32.0%/29.8%/31.0%, 其中预测销量 3.57/4.21/4.97 万吨, 同比增长 20%/18%/18%, 吨价 37.0/40.6/45.1 万元/吨, 同比增长 10%/10%/11%。毛利率层面, 预测 2021-23 年系列酒毛利率分别为 70.5%/71.0%/71.5%。

综上, 预测公司 2021-23 年总营收为 1097.39/1247.38/1429.34 亿元, 同比 +11.99%/+13.67%/+14.59%, 预测 2021-23 年净利润为 525.20/601.66/691.64 亿元, 同比+12.47%/+14.56%/+14.96%。

表 22: 茅台酒及系列酒销量及销售吨价预测

产品	指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
茅台酒	收入 (亿元)	758.02	848.31	940.51	1051.19	1180.12
	YOY	15.75%	11.91%	10.87%	11.77%	12.26%
	销量 (吨)	34562	34313	36172	38676	41405
	YOY	6.46%	-0.72%	5.42%	6.92%	7.06%
	吨价 (不含税, 万元/吨)	219.3	247.2	260.0	271.8	285.0
	YOY	8.72%	12.73%	5.17%	4.53%	4.86%
系列酒	收入 (亿元)	95.42	99.91	131.88	171.18	224.22
	YOY	18.14%	4.70%	32.00%	29.80%	30.98%
	销量 (吨)	30083	29743	35692	42117	49698
	YOY	1.04%	-1.13%	20.00%	18.00%	18.00%
	吨价 (不含税, 万元/吨)	31.7	33.6	37.0	40.6	45.1
	YOY	16.93%	5.90%	10.00%	10.00%	11.00%
其他	收入 (亿元)	35.10	31.71	25.00	25.00	25.00
合计	营业总收入 (亿元)	888.54	979.93	1097.39	1247.38	1429.34
	YOY	15.10%	10.29%	11.99%	13.67%	14.59%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

5.2、 相对估值

贵州茅台历史估值。2003-2007年白酒黄金十年前半程,公司PE大幅抬升,2007年底达到历史最高点(PE约100倍)。2008年受金融危机等影响,估值大幅下跌至20倍左右。2009-2011年小幅修复至30-40倍。2012-2014年受三公消费限制等影响,估值一度跌至历史最低位(2014年初PE在9倍左右)。2015-2017年白酒行业开启新一轮增长周期,公司PE稳步上升,2018年初突破40倍。2018年受A股市场整体回调、叠加公司三季度业绩增长低于市场预期,估值水平回落,2018年底回调至20倍左右。2019年开始,公司估值持续攀升,白酒行业结构性升级,高端白酒成长确定性较高,公司作为行业龙头享受较高估值溢价,2021年春节前夕PE突破70倍。春节后估值有所回落,估计主要与市场投资风格转化有关,截至21年11月12日贵州茅台PE在44倍左右,基本位于近三年来的中枢水平,过去累积的高估值已经得到一定消化。

图 37: 贵州茅台历史 PE TTM (倍)



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 注: 截至 2021 年 11 月 12 日

贵州茅台相对估值。1) A股白酒公司,截至2021年11月12日,按Wind一致盈利预测对应的2021-23年P/E均值分别为46/34/27倍,中位数分别为40/32/24倍。2) 主力产品位于千元价格带的五粮液2021-23年P/E为33/28/24倍,泸州老窖P/E为40/32/26倍。3) 市值达千亿以上的白酒公司,2021-23年P/E均值为44/35/28倍。根据我们预测,贵州茅台2021-23年EPS为41.81/47.90/55.06元,对应P/E为42/37/32倍。考虑贵州茅台品牌壁垒深厚、手握高端白酒定价权、行业龙头地位稳固、未来增长确定性较高,我们认为公司目前的估值水平已位于长期布局区间。

表 23: A 股白酒公司盈利预测与估值对比

公司	代码	总市值/亿元	收盘价/元	EPS/元				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
五粮液	000858.SZ	7913	203.85	5.14	6.19	7.36	8.65	40	33	28	24
泸州老窖	000568.SZ	3076	210.00	4.10	5.25	6.59	8.15	51	40	32	26
山西汾酒	600809.SH	3561	291.89	3.53	4.56	6.19	8.09	83	64	47	36
古井贡酒	000596.SZ	1230	232.75	3.68	4.50	5.68	6.93	63	52	41	34
洋河股份	002304.SZ	2628	174.37	4.97	5.27	6.46	7.67	35	33	27	23
酒鬼酒	000799.SZ	662	203.65	1.51	2.95	4.29	5.84	135	69	47	35
水井坊	600779.SH	616	126.16	1.50	2.38	3.12	3.93	84	53	40	32
舍得酒业	600702.SH	608	183.07	1.73	3.95	5.69	7.60	106	46	32	24

今世缘	603369.SH	659	52.55	1.25	1.57	1.95	2.37	42	34	27	22
口子窖	603589.SH	356	59.30	2.13	2.74	3.30	3.91	28	22	18	15
顺鑫农业	000860.SZ	246	33.21	0.57	0.92	1.17	1.43	59	36	28	23
迎驾贡酒	603198.SH	460	57.55	1.19	1.66	2.06	2.49	48	35	28	23
伊力特	600197.SH	116	24.56	0.73	1.02	1.25	1.49	34	24	20	16
金种子酒	600199.SH	111	16.88	0.11	0.15	0.30	0.40	160	116	56	42
金徽酒	603919.SH	168	33.21	0.65	0.83	1.04	1.30	51	40	32	26
平均								68	46	34	27
中位数								51	40	32	24
市值过千亿公司平均								54	44	35	28
贵州茅台	600519.SH	22282.19	1773.78	37.17	41.81	47.90	55.06	48	42	37	32

资料来源: Wind, 光大证券研究所, 可比公司 EPS 为 Wind 一致盈利预测, 贵州茅台 EPS 为光大证券研究所预测, 数据截至 2021-11-12

5.3、绝对估值

- 1、长期增长率:** 考虑高端白酒需求持续扩容, 公司品牌护城河深厚, 龙头地位稳固, 假设长期增长率为 2%。
- 2、β 值选取:** 参考公司历史平均 β, 选取 β 值为 1.00;
- 3、无风险收益率:** 采用十年期国债收益率 (2.90%) 作为无风险收益率;
- 4、税率:** 我们预测公司未来税收政策较稳定, 结合公司过去几年的实际税率, 假设公司未来税率为 25%。

表 24: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	2.90%
β(Blevered)	1.00
Rm-Rf	3.30%
Ke(levered)	6.20%
税率	25.0%
Kd	3.26%
Ve	2,325,332.50
Vd	102.83
目标资本结构	0.00%
WACC	6.20%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 25: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	303,558.88	9.70%
第二阶段	620,191.83	19.81%
第三阶段 (终值)	2,206,793.03	70.49%
企业价值 AEV	3,130,543.73	100.00%
加: 非经营性净资产价值	46,539.00	1.49%
减: 少数股东权益 (市值)	14,431.03	-0.46%
减: 债务价值	102.83	0.00%
总股本价值	3,162,548.87	101.02%

股本 (百万股)	1256.20	-
每股价值 (元)	2517.56	-
PE (隐含)	57.70	-
PE (动态)	42.16	-

资料来源: 光大证券研究所预测

表 26: 敏感性分析表

WACC/长期增长率	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.20%	2763.06	3037.94	3398.71	3893.11	4612.25
5.70%	2431.73	2636.90	2897.53	3239.60	3708.36
6.20%	2165.81	2322.97	2517.56	2764.73	3089.14
6.70%	1948.01	2070.94	2220.03	2404.61	2639.08
7.20%	1766.61	1864.44	1981.08	2122.55	2297.69

资料来源: 光大证券研究所预测

表 27: 绝对估值法结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	2517.56	1766.61-4612.25	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	2456.76	1705.82-4551.41	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据我们的假设和预测,采用 FCFF/APV 两种绝对估值法得到贵州茅台的每股价值为 2517.56/2456.76 元。

5.4、估值与评级

维持公司 2021-23 年归母净利润预测为 525.20/601.66/691.64 亿元,对应 EPS 为 41.81/47.90/55.06 元,当前股价对应 P/E 为 42/37/32 倍。考虑: 1) 高端白酒需求稳步扩容,茅台酒具备深厚的品牌护城河,奠定行业价格天花板,未来增长确定性较高。2) 系列酒存在较高发展空间,有望充分享受酱酒行业红利实现规模扩张。2021 年以来公司估值水平回落,长期投资价值显现,维持“买入”评级。

6、风险分析

- 1) 宏观经济增速下行风险:** 如果社会总需求下行,影响人均收入和消费意愿,公司收入增长或将放缓。
- 2) 白酒政策趋严风险:** 高端白酒消费群体以政商务人士为主,政策变动对于行业具有一定影响,若白酒行业政策趋紧,可能会导致茅台酒需求下滑,进而影响公司业绩。
- 3) 行业竞争加剧风险:** 国内其他名优酒企近年来积极布局高端及以上价格带,系列酒所处的次高端价格带亦存在较多竞品,行业竞争加剧可能会导致公司收入及业绩增长放缓。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	88,854	97,993	109,739	124,738	142,934
营业成本	7,430	8,154	9,108	10,265	11,746
折旧和摊销	1,233	1,306	1,208	1,422	1,560
税金及附加	12,733	13,887	15,638	17,775	20,439
销售费用	3,279	2,548	3,676	4,116	4,788
管理费用	6,168	6,790	7,572	8,607	9,862
研发费用	49	50	22	25	29
财务费用	7	-235	-50	-22	-23
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	59,041	66,635	73,805	84,009	96,121
利润总额	58,783	66,197	73,678	83,923	95,926
所得税	14,813	16,674	18,420	20,981	23,981
净利润	43,970	49,523	55,259	62,942	71,944
少数股东损益	2,764	2,826	2,739	2,776	2,780
归属母公司净利润	41,206	46,697	52,520	60,166	69,164
EPS(元)	32.80	37.17	41.81	47.90	55.06

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	45,211	51,669	57,932	63,413	71,952
净利润	41,206	46,697	52,520	60,166	69,164
折旧摊销	1,233	1,306	1,208	1,422	1,560
净营运资金增加	123,613	579	1,451	3,174	4,256
其他	-120,842	3,087	2,753	-1,348	-3,027
投资活动产生现金流	-3,166	-1,805	-5,125	-4,125	-4,100
净资本支出	-3,149	-2,089	-5,100	-4,050	-4,050
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-17	284	-25	-75	-50
融资活动现金流	-19,284	-24,128	-25,013	-27,055	-31,448
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	100	0	0
无息负债变化	-1,272	4,509	4,372	3,805	4,430
净现金流	22,761	25,737	27,793	32,233	36,404

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	91.6%	91.7%	91.7%	91.8%	91.8%
EBITDA 率	68.0%	69.3%	68.3%	68.5%	68.3%
EBIT 率	66.6%	67.9%	67.2%	67.3%	67.2%
税前净利润率	66.2%	67.6%	67.1%	67.3%	67.1%
归母净利润率	46.4%	47.7%	47.9%	48.2%	48.4%
ROA	24.0%	23.2%	22.3%	21.9%	21.6%
ROE (摊薄)	30.3%	28.9%	27.8%	27.1%	26.7%
经营性 ROIC	31.3%	34.0%	36.8%	40.3%	44.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	22%	21%	20%	19%	18%
流动比率	3.87	4.06	4.34	4.72	5.08
速动比率	3.25	3.43	3.70	4.05	4.38
归母权益/有息债务	-	-	1886.79	2217.69	2594.62
有形资产/有息债务	-	-	2430.81	2827.95	3277.42

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	183,042	213,396	247,963	287,634	332,537
货币资金	13,252	36,091	63,884	96,118	132,522
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收账款	0	0	0	0	0
应收票据	1,463	1,533	1,646	1,809	2,073
其他应收款 (合计)	77	34	0	0	0
存货	25,285	28,869	31,878	35,927	41,109
其他流动资产	117,399	118,226	118,520	118,895	119,350
流动资产合计	159,024	185,652	217,516	254,479	296,840
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	15,144	16,225	19,853	20,484	21,391
在建工程	2,519	2,447	2,211	3,458	4,693
无形资产	4,728	4,817	4,820	4,773	4,727
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	49	2,953	2,953	2,953	2,953
非流动资产合计	24,018	27,744	30,447	33,154	35,697
总负债	41,166	45,675	50,147	53,953	58,383
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,514	1,342	2,095	2,566	2,936
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	13,740	0	16,461	18,711	21,440
其他流动负债	11,049	15,852	15,852	15,852	15,852
流动负债合计	41,093	45,674	50,145	53,951	58,381
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	73	1	2	2	2
股东权益	141,876	167,721	197,816	233,681	274,154
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
公积金	17,971	21,550	21,550	21,550	21,550
未分配利润	115,892	137,594	165,879	198,968	236,661
归属母公司权益	136,010	161,323	188,679	221,769	259,462
少数股东权益	5,866	6,398	9,136	11,913	14,693

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.69%	2.60%	3.35%	3.30%	3.35%
管理费用率	6.94%	6.93%	6.90%	6.90%	6.90%
财务费用率	0.01%	-0.24%	-0.05%	-0.02%	-0.02%
研发费用率	0.05%	0.05%	0.02%	0.02%	0.02%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	17.03	19.29	21.55	25.05	28.64
每股经营现金流	35.99	41.13	46.12	50.48	57.28
每股净资产	108.27	128.42	150.20	176.54	206.55
每股销售收入	70.73	78.01	87.36	99.30	113.78

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	54	48	42	37	32
PB	16.4	13.8	11.8	10.0	8.6
EV/EBITDA	37.1	32.7	29.3	25.5	22.0
股息率	1.0%	1.1%	1.2%	1.4%	1.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE