

贵州茅台量价分析

投资要点

1. 茅台酒的营收和净利润占上市公司整体的 91%, 是简化分析茅台业绩增长的核心。故此, 建立一个简单数学模型的可信度较大。
2. 茅台酒近期的量价企稳, 长期看 5 年后的产能能够匹配需求的增长, 具备翻倍的潜力。
3. 茅台酒的提价空间在未来五年内具备翻倍的潜力。
4. 茅台酒的商誉无可匹敌, 护城河愈加宽广。

正文

一. 简单模型的建立和前提条件假设

$$W=X \cdot Y$$

W: 53 度茅台酒总营收 X: 53 度茅台酒价格 Y: 53 度茅台酒销量

上市公司现有产品: 53 度茅台酒, 低度茅台酒和系列年份酒, 一曲三茅等入门酒。2012 年下进入调整期后, 年份酒和系列入门酒的占比不断下滑, 图一可以看出, 53 度茅台酒占据了公司总营收的 91%-92%, 因此可以简化分析, 只分析 53 度茅台来推导公司未来的经营情况。

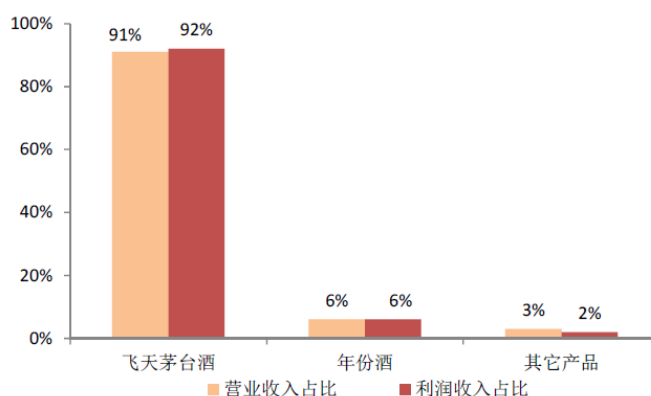


图 1 品分类占总营业收入比例

二. 茅台销量和产量的分析

53 度茅台酒的销量不能明确的体现在年报上, 但通过若干比例关系和营业成本, 报表和合并报表, 预收款变化 (现在已经不重要

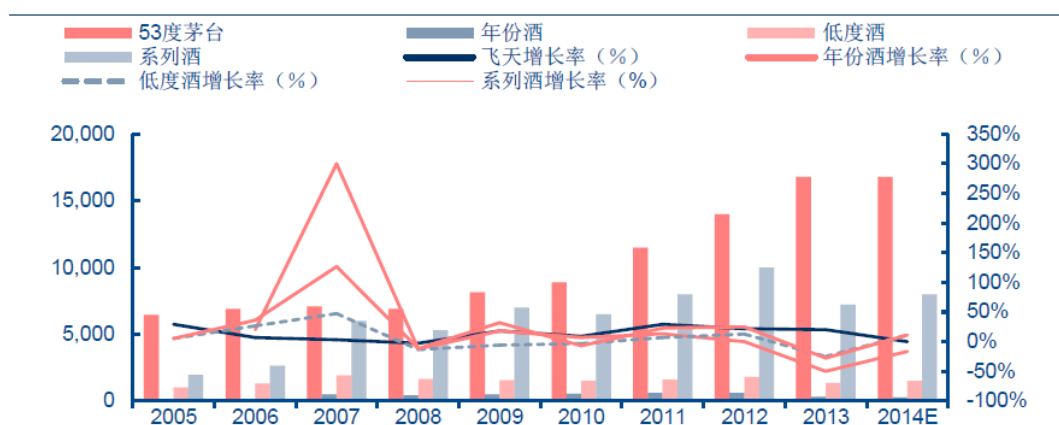
了) 来分析 53 度茅台酒的销量。按照茅台酒的营业成本来计算销量, 2014 年 53 度茅台的大致销量为 1.7 万吨, 占据 2014 年年报 315.7 亿的 92%。

年报中牵涉销量的概念包括“库存”、“报表销量”、“真实销量”、“报表产量”、“真实产量”、“基酒产量”、“成品酒产量”等。我们只聚焦分析逐年茅台酒基酒(包含茅台低度酒和年份酒)的产量和 53 度茅台酒(含年份酒)报表销量之间的关系。

表一 茅台酒基酒产能和茅台酒销量(吨)

年度	07	08	09	10	11	12	13	14	15
基酒产能	16000	18000	20000	22800	24800	27800	29780	31900	33800
茅台酒销量	9000	7932	10121	11250	13000	13350	16500	17000	18000

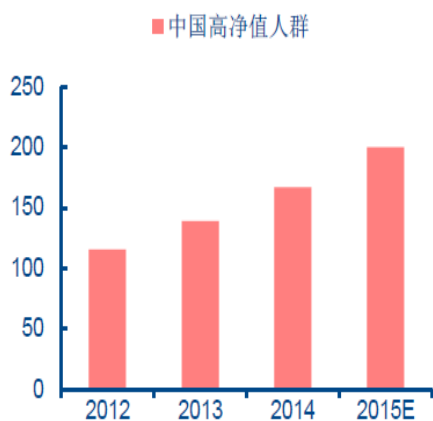
感兴趣的可以参考中信证券给出的下图二: 茅台 53 度飞天、年份酒、低度酒和系列酒历史销量的估算(单位 吨)



资料来源: 中信证券研究部估算

图 2 茅台 53 度飞天、年份酒、低度酒和系列酒历史销量的估算(单位 吨)
从表一我们可以推测, 如果能够做到尽产尽销的话, 2015-2020 年茅台酒的销售量从 1.7 万吨到 3.38 万吨, 大概翻一番。

如果考虑 2013 年起开始筹建的中华和太平村片区的产能，2018 年两个新片区完全建成，则到 2023 年左右基酒规模能扩大 5.2 万吨，相当于再造一个茅台。如果能够在 2025 年附近尽产尽销，则 2020 到 2025 茅台销售量又能翻一番。届时，53 度茅台酒的销量应该在 7-8 万吨之间。2014 年全国的白酒产量为 1257 万吨，如果 10 年后仍然停留在 1257 万吨（考虑到人口老龄化问题，茅台一向面对的是 35 岁以上的消费人群），则占据全国白酒产量的 0.0056。这要考虑到高净值人群的增长数，2015 年高净值人群超过 200 万，富裕家庭（年收入超过 24 万）2013 年为 500 万户，到 2020 年大概增长到 2100 万户（麦肯锡和波士顿咨询预测）。参考如图三。目前高端市场占有率茅台约在一半，参考如图四（齐鲁证券）。富裕家庭的增长大概为 4 倍，若茅台 2023 年后销量达到 7 万吨，高端市场占有率达到 60%（2014 年占有率为 49%），则高端市场总容量在 11.7 万吨，2014 年高端市场总容量在 4 万吨，大概增长 3 倍。能够匹配富裕家庭的增长倍数。



资料来源：麦肯锡预测，中信证券研究部

图 3 高净值人群数量

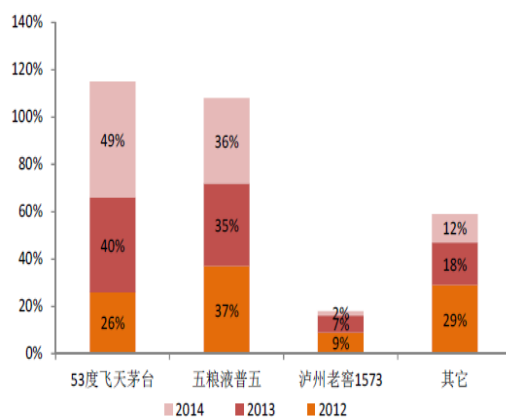


图 4 高端白酒销售市场占有率

小结

到 2020 年，不考虑新片区的产量，若能够尽产尽销，估计茅台销量会增长一倍；若考虑新片区产量，茅台销量会增长两倍。

三. 茅台价格变化分析

表二茅台酒从民国时期到 00 年代的销售价格

时间	零售价格
国民革命末期	0.8 元-1 元/斤
58 年	3.3 元/斤
60 年	12-16 元/斤
63 年	8.7-6.7-5.5-4.6 元/斤
64 年	3.6 元/斤
70 年代	7 元/斤
80 年代初	国家放开白酒价格，茅台酒是 8 元/斤。
86 年	零售价为 8 元加 120 张侨汇券
87 年	用侨汇券核成零售价为 128 元
88 年	零售价为 140 元
89 年	从 250 到 75 波动
90 年	120 元
93 年	228 元
94 年	238 元
95 年	240 元
96-04	始终徘徊在 300 附近

从表中不难看出，在 96 年前，茅台酒一向雄踞高端，一向都是

身份和地位的象征，不是简单的有钱就能买到。96 年后，开始面向市场，直到 2013 年，茅台酒的消费权才转向民间大众。茅台酒的价格历史变化，就是一部中国制度变迁和民主进步的脉络图。

提价时间	高度酒 (元/瓶)	提价幅度 (元/瓶)	提价幅度 (%)	低度酒 (元/瓶)	提价幅度 (元/瓶)	提价幅度 (%)
2001年8月10日	218	40		148	20	
2003年10月1日	268	50	22.94%	198	50	33.78%
2006年2月10日	308	40	14.93%	228	30	15.15%
2007年4月1日	358	50	16.23%	258	30	13.16%
2008年1月11日	439	81	22.63%	298	40	15.50%
2010年1月1日	499	60	13.67%	338	40	13.42%
2011年1月1日	619	120	24.05%	388	50	14.79%
2012年9月1日	819	200	32.31%	528	140	36.08%

资料来源：中信证券研究部整理

图 5 从 2000 到 2015 年 15 年间的茅台一批价格变化

齐鲁证券给出的更为详细，但是时间有错误，我们主要聚焦于平均提价幅度和平均零售价与一批价的差价，见图六如下：

提价时间	53度茅台出厂价 (元/500ml)	提价幅度	平均零售价 (元/500ml)	渠道 利润率	市场环境及税率政策	具体提价分析
2001年8月	218	18%	260	19%	以1元/公斤增加征收从量税	面对汾酒主力价位200元的压力，茅台提价确保终端价位优势
2003年10月	268	23%	288	7%	经济增速加快，行业初步回暖	行业需求增加明显，二线名酒高端价位集中在200元左右
2006年2月1日	308	15%	400	30%	取消差别税率，统一为20%	经济增速加快，行业增速达到34%高位，茅台顺势量价齐升，净利润超过五粮液
2007年3月1日	358	16%	500	40%	经济加速增长，行业增速有所下滑	二线名酒梦之蓝、红花郎等名酒出厂价和零售价强势维持300、500左右价位，茅台提价应对
2008年1月12日	439	22%	650	48%	行业增速重回至30%	行业高速增长下，茅台率先大幅上提出厂价，出厂价首超五粮液，在量价上居行业首位
2009年1月1日	499	13%	800	60%	经济复苏，行业增速继续保持30%+	先上提出厂价，然后在年中、中秋和年底连续发布三次“终端涨价令”，零售价年内涨至800元+
2010年1月1日	563	13%	1000	78%	消费税从严，行业增速保持30%	二线名酒600元+品牌运营能力持续走强，茅台产品紧俏、供不应求，促使茅台提价致终端破1000元
2011年1月1日	619	10%	1600	158%	行业增速达到历史最高点55%	茅台需求旺盛，进行放量20%+，提高出厂价，终端出厂价差高达150%，零售价是主流二线价位两倍
2012年1月1日	819	33%	2300	181%	经济增速放缓，行业增速降至19%	茅台仍是供不应求，终端仍在炒单情况，渠道利润一度接近200%，茅台进行控量，并大幅提价200元

图 6 更为详尽的一批价和零售价变化（齐鲁证券）

每次提价都是在 13%以上，最高为近期 2012 年 9 月的提价，为 33%。从 2003 年的 268 元到 2014 年的 819 元，提价约三倍。此期间，销量上升约 3.8 倍。

那么，在 2015-2020 期间，有没有提价的可能性？茅台酒提价

的依据除了零售价作为参考,还可以参考北京最低工人工资标准的变化。

最低工资标准 (元/月)	适用范围	文件字号	适用时间
1400	适用于北京市各类企、事业单位	京人社劳发〔2012〕349号	2013年1月1日至今
1260	适用于北京市各类企、事业单位	京人社劳发〔2011〕375号	2012年1月1日-2012年12月31日
1160	适用于北京市各类企、事业单位	京人社劳发〔2010〕300号	2011年1月1日-2011年12月31日
960	适用于北京市各类企、事业单位	京人社劳发〔2010〕139号	2010年7月1日-2010年12月31日
800	适用于北京市各类企、事业单位	京劳社资发〔2008〕129号	2008年7月1日-2010年6月30日
730	适用于北京市各类企、事业单位	京劳社资发〔2007〕111号	2007年7月1日-2008年6月30日
640	适用于北京市各类企、事业单位	京劳社资发〔2006〕93号	2006年7月1日-2007年6月30日
580	适用于北京市各类企、事业单位	京劳社资发〔2005〕86号	2005年7月1日-2006年6月30日
545	适用于北京市各类企、事业单位	京劳社资发〔2004〕82号	2004年7月1日-2005年6月30日
495	适用于北京市各类企、事业单位	京劳社资发〔2003〕215号	2003年7月1日-2004年6月30日
465	适用于北京市各类企、事业单位	京劳社资发〔2002〕86号	2002年7月1日-2003年6月30日
435	适用于北京市各类企、事业单位	京劳社资发〔2001〕164号	2001年7月1日-2002年6月30日
412	适用于北京市各类企、事业单位	京劳社资发〔2000〕117号	2000年7月1日-2001年6月30日
400	适用于北京市各类企、事业单位	京劳社资发〔1999〕90号	1999年9月1日-2000年6月30日

图 7 1999-2013 北京市历年最低工资标准

从上图可知,茅台酒的最终售价,应该是低于北京市最低工资标准的。2015 年该标准为 1720 元。从 2003 年至今,最低工资标准增长了 3.47 倍;茅台酒一批价增长了 3.05 倍。所以茅台酒的价格增长应该略小于最低工资的增长。

展望未来,如果 2020 年完成 13 五规划和十八大国民收入再翻一番的计划,从 2011 到 2012 年增长一倍,这样的话最低工资标准约为:2400 元附近,茅台酒的一批价格也能够再增长一倍,到 2020 年,应该一批价格能够触及 1600 元,终端零售价不超过 2000 元。

小结

茅台酒的一批价格和零售价格应该有 15-20%的差距,茅台酒在

2020年的一批价格应该能够为2012年9月提价为819的价格翻一倍。

四. 结论

$$W=X \cdot Y=1008 \text{ 亿}$$

考虑系列酒能够保持不变，2015系列酒大概为10亿元，这样总的营业收入（不考虑现金利息）约为1018亿元。系列酒的增长估计没有太大的可能性，如果有的话，我寄希望于赖茅能够做成10亿以上的单品。如果到了2020年，依旧给茅台18PE，从2015年持仓到2020年，则有4倍的收益，股价应该到900元附近（不考虑情绪的乐观变化导致估值的增高，只赚业绩内在增长的钱）。如果中华片区的酒质量稳定，那么产量就能到达7万吨，则股价能够到达1800附近。

五. 参考文献

本学习报告参考了：中信证券、齐鲁证券、招商证券等诸多券商的卖方报告，同时，还参考了几位网络上投资茅台的大V：有智思有财，乐趣，中国资本市场，唐朝，杯酒人生等人的著作。本文只供自己学习分析提高用，不足之处请大家批评指正。

公司研究分析系列之一 贵州茅台 (600519.SH)

2015 08 21

王治龙 TEL: 13919061728 Email: wzlvalue@icloud.com
