



## 贵州茅台：坚守高端定位，挑战 市值冠军

作者：鲁光远

电话：010-58352887

邮箱：luguangyuan@xinhua.org

编辑：范珊珊

审核：张 骐

官方网站：[cnfic.com.cn](http://cnfic.com.cn)

客服热线：400-6123115



6月2日，贵州茅台市值短暂超越工商银行，成为A股市值之冠。回顾茅台过往业绩，2015-2019年，茅台营收、净利润年均复合增速分别达到27.67%、27.68%，高速增长的背后是良好的外部环境以及长期以来基于高品质产品的品牌建设。

2015年白酒复苏周期开启，同时白酒市场消费结构和竞争格局都朝着有利于茅台的方向发展；叠加茅台长期以来基于高品质产品的品牌建设，形成了巨大的品牌影响力，保障了业绩的高速增长并吸引了市场的关注和青睐，市盈率从2015年12倍提升到当前41倍的水平，使得茅台最终具备了冲击市值冠军的实力。

## 目录

一、良好的外部环境为业绩快速提升提供了基础 .....	3
1、消费结构变化：大众消费崛起，高端需求扩张 .....	3
2、竞争格局优化：行业集中度提升，马太效应凸显 .....	4
二、基于高品质产品的品牌建设助力业绩快速提升 .....	6
1、茅台酒品质优良 .....	6
2、长期不懈的品牌建设 .....	7
3、勇于承担社会责任 .....	9

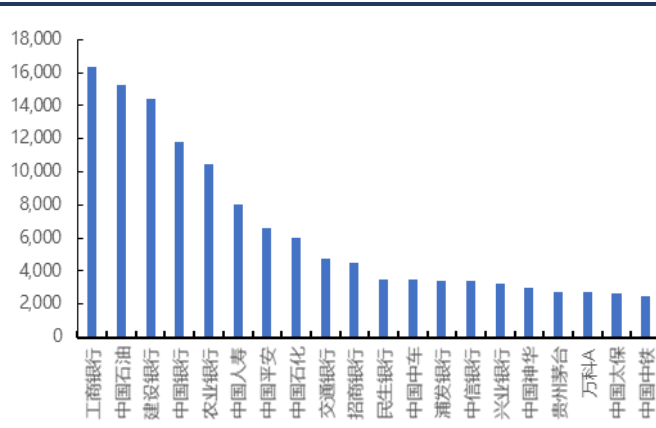
## 图表目录

图表 1：2015 年 12 月 31 日 A 股市值前 20 名 .....	3
图表 2：贵州茅台营收、净利快速增长 .....	3
图表 3：富裕阶层、上层中产阶层快速增长（万户） .....	4
图表 4：高端及次高端白酒占比明显提升 .....	4
图表 5：白酒行业产量（万千升） .....	4
图表 6：白酒行业销量（万千升） .....	4
图表 7：规模以上酒企营收（亿元） .....	5
图表 8：2015-2018 年大型酒企营收复合增速 .....	5
图表 9：绝大多数上市酒企的营收增速超过行业增速 .....	5
图表 10：茅五泸销量份额持续提升 .....	6
图表 11：上市酒企销售额份额持续提升-1 .....	6
图表 12：上市酒企销售额份额持续提升-2 .....	6
图表 13：茅台酒在历届名酒评比中全部上榜 .....	7
图表 14：多家酒企在高端品牌建设方面出现失误 .....	7
图表 15：53 度飞天茅台出厂价、终端价情况 .....	8
图表 16：茅台终端市场价远超其他品牌 .....	8

## 贵州茅台：坚守高端定位，挑战市值冠军

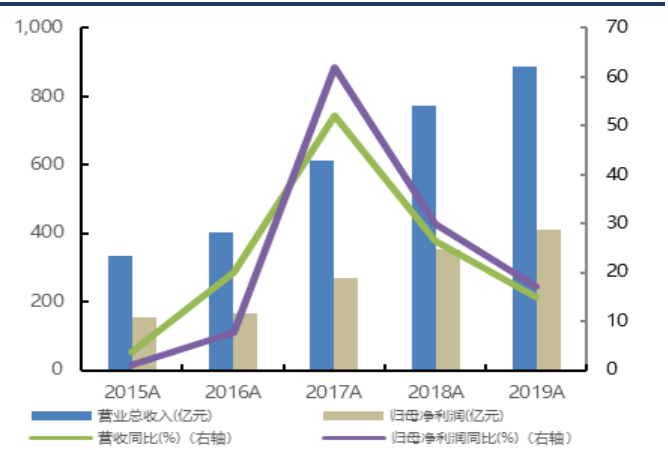
6月2日，白酒龙头贵州茅台股价一度达到1427.90元/股，总市值短暂超越工商银行，成为A股市值之冠。而四年之前（2015年12月31日）茅台市值仅为工商银行的16.8%，在A股市场排名第17位。四年间，茅台营收和归母净利润分别从334.47亿元、155.03亿元飙升到888.54亿元、412.06亿元，年均复合增速分别为27.67%、27.68%。业绩增长的背后是市场对茅台愈加青睐，PE从2015年底12倍提升到当前41倍，使茅台具备了在市值层面向工商银行发起挑战的实力。我们认为：四年之间，茅台实现惊人逆袭，成功反转，外部因素是白酒复苏周期开启、消费市场结构升级、行业竞争格局优化；内部因素最重要的是对茅台高端品牌长期不懈坚守和塑造。

图表 1：2015 年 12 月 31 日 A 股市值前 20 名



来源：choice、新华财经

图表 2：贵州茅台营收、净利快速增长



来源：公司公告，新华财经

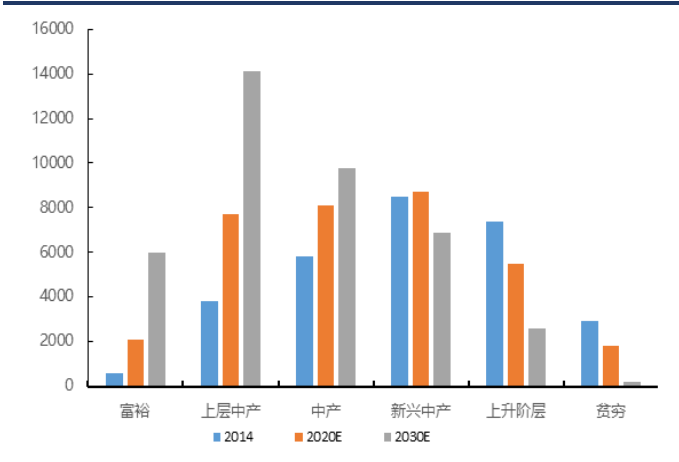
### 一、良好的外部环境为业绩快速提升提供了基础

2015年，白酒调整期结束，行业进入了持续至今的复苏周期，本轮复苏明显不同于以往，突出表现在消费结构变化（大众消费崛起，高端需求扩张）、竞争格局变化（行业集中度提升、马太效应凸显）两方面。

#### 1、消费结构变化：大众消费崛起，高端需求扩张

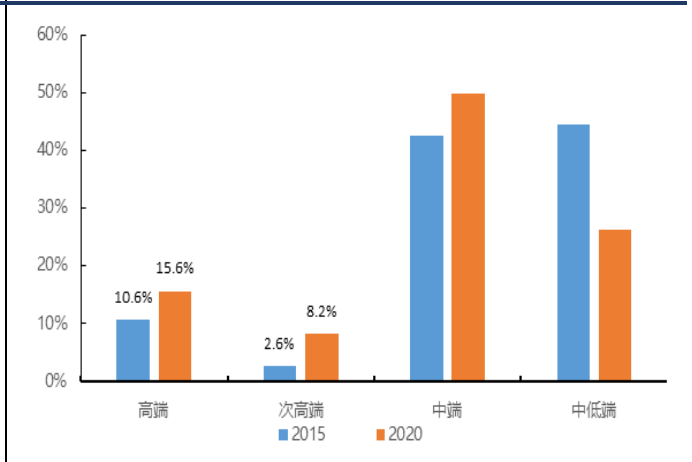
中国高收入群体迅速扩大，支撑起了高端消费的崛起。根据波士顿咨询所提供的数据及预测，中国的富裕及上层中产家庭分别从2014年的600万户、3800万户提升至2020年的2100万户、7700万户。富裕家庭、上层中产家庭总户数的年均复合增速达到14%。

图表 3：富裕阶层、上层中产阶级快速增长（万户）



来源：波士顿咨询、新华财经

图表 4：高端及次高端白酒占比明显提升



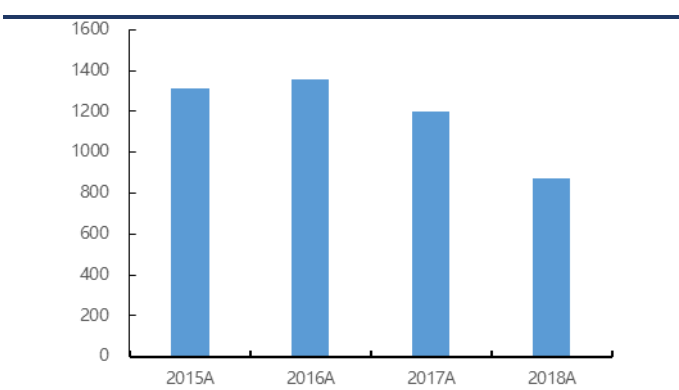
来源：新食品、新华财经

随着相对富裕阶层的壮大，人们对白酒价格的接受度也逐步提升，高端及次高端白酒也占据了越来越高的市场份额。根据新食品发布的最新数据，相比于2015年，预计2020年高端、次高端白酒市场规模份额将分别提升5%、5.6%，达到15.6%和8.2%。考虑到之前的低基数，五年来高端、次高端市场涨幅巨大。同时按照波士顿咨询及其它机构的预测，未来五年到十年，中国相对富裕阶层仍将会保较高增速，高端及次高端白酒扩容的趋势也将会延续。

## 2、竞争格局优化：行业集中度提升，马太效应凸显

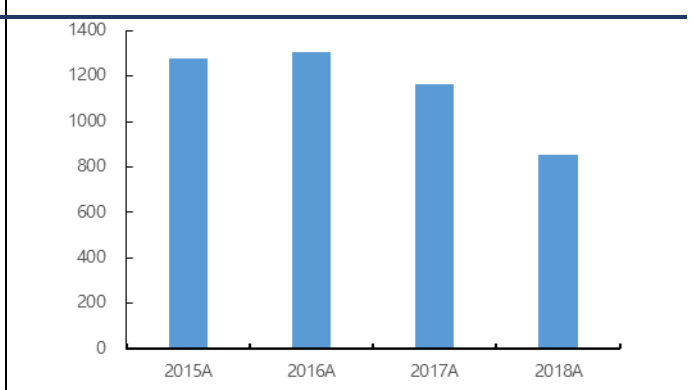
2016年，白酒行业产量、销量、销售收入同时见顶，与之形成对比的是大型酒企(这里用上市酒企替代，不仅仅是高端酒企)营收却逆势提升，表现抢眼。这意味着行业已经度过了之前粗放生长的阶段，开始进入挤压增长时期。

图表 5：白酒行业产量（万千升）



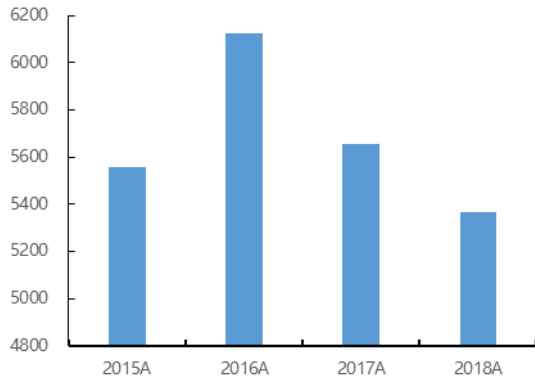
来源：国家统计局、新华财经

图表 6：白酒行业销量（万千升）



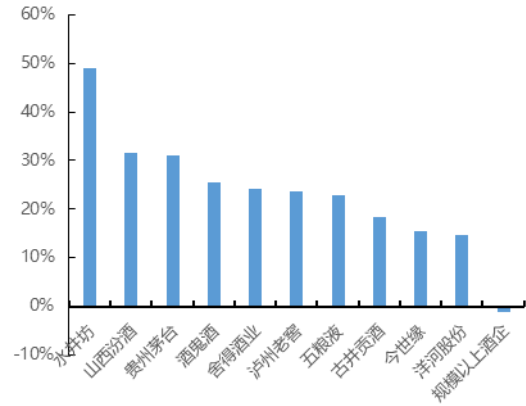
来源：国家统计局、华经产业研究院、新华财经

图表 7：规模以上酒企营收（亿元）



来源：国家统计局、新华财经

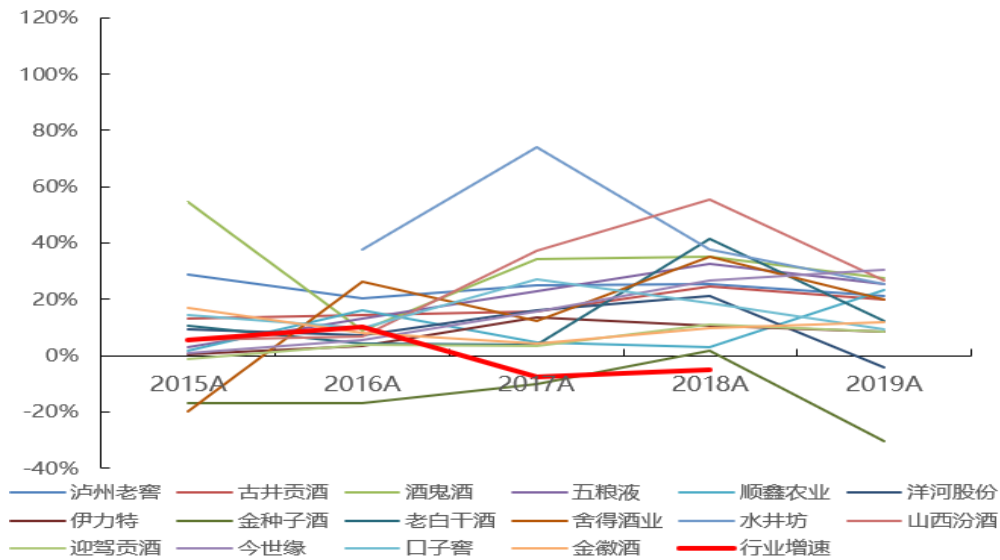
图表 8：2015-2018 年大型酒企营收复合增速



来源：公司公告、华经产业研究院、新华财经

大型酒企掌握着更多的资金、经销商等各种资源，具有更强的抗风险能力和扩张能力，在本轮复苏周期中其营收增速远远超过了行业增速，市场份额持续扩大，市场集中度明显提升。

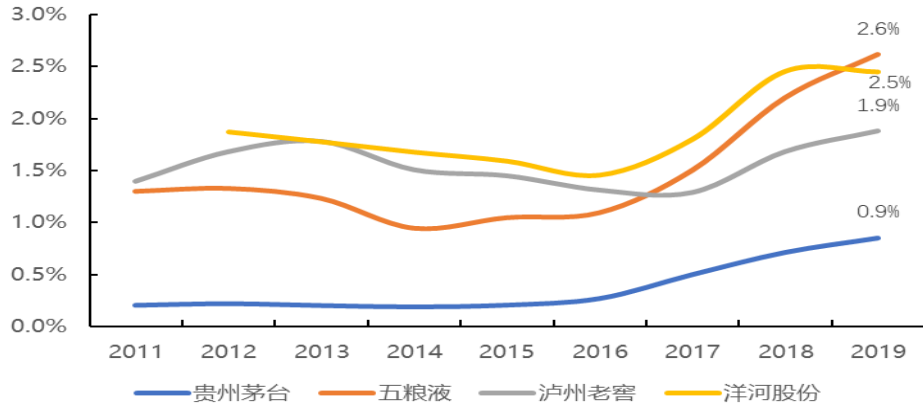
图表 9：绝大多数上市酒企的营收增速超过行业增速



来源：公司公告，新华财经

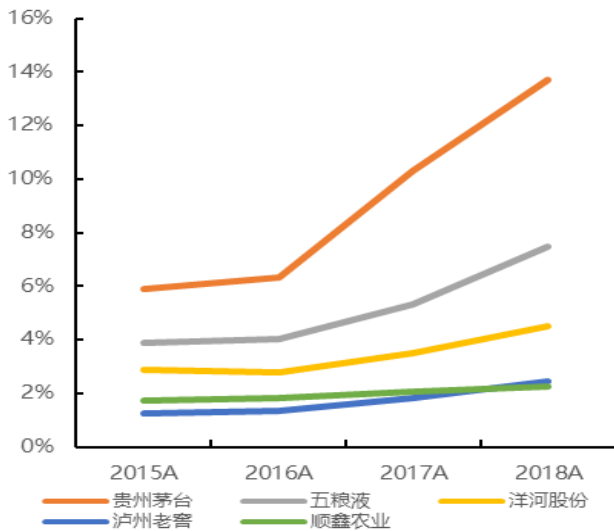
需要注意的是，目前白酒行业的市场集中度仍然很低。销量份额方面以行业龙头茅五泸洋为例，2019年其份额分别为0.9%、2.6%、1.9%、2.5%，处于较低水平；销售额方面，2015-2018年，18家上市酒企总体销售额份额从20.48%提升到38.63%，其中，贵州茅台份额从5.88%提升到13.73%，行业集中度快速提升，未来发展空间巨大。

图表 10：茅五泸销量份额持续提升



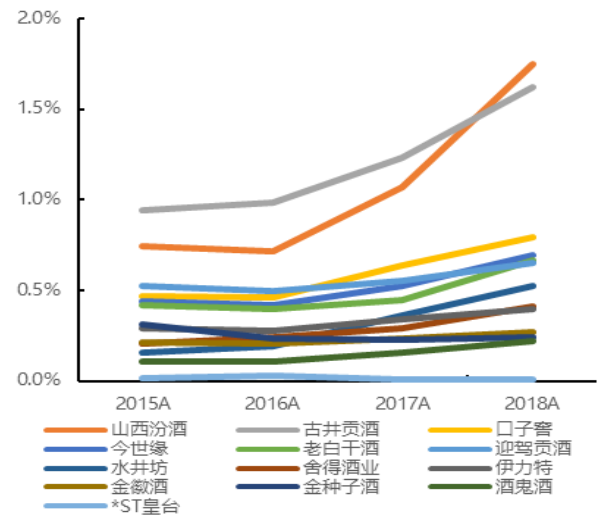
来源：公司公告，国家统计局、新华财经

图表 11：上市酒企销售额份额持续提升-1



来源：公司公告、华经产业研究院、新华财经

图表 12：上市酒企销售额份额持续提升-2



来源：公司公告、华经产业研究院、新华财经

## 二、基于高品质产品的品牌建设助力业绩快速提升

### 1、茅台酒品质优良

茅台酒的高品质得益于独特的酿造环境、复杂的酿造工艺、以及长时间的贮存。酿造环境方面，茅台镇拥有独特的水土、气候等产区环境，该区域在昼夜温差、空气湿度、微生物条件等方面都不可复制，而茅台镇仅7.5公里的核心产区也决定了茅台酒的稀缺性；酿造工艺方面，遵循一年周期，两次投粮，三年陈酿，七次取酒，八次发酵，九次蒸煮的工艺，复杂程度远超清香型和浓香型白酒；酿造时长方面，从原材料到初酒需要一年时间，随后自然老化三年，勾调后再储存一年。

三重因素使得高品质的茅台酒与法国科涅克白兰地、英国苏格兰威士忌一起并称“世界三大(蒸馏)名酒”，并在中国五届名酒评比中全部上榜，历史名酒形象深入人心。

图表 13：茅台酒在历届名酒评比中全部上榜

届数	上榜品牌
第一届	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒。
第二届	汾酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、董酒
第三届	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	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、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	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、全兴大曲酒、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：新华财经

## 2、长期不懈的品牌建设

在消费品领域，高端品牌的塑造是一个长期过程，需要大量的资源投入，一旦建成将形成极高的竞争壁垒。对于白酒而言，由于具有面子消费的属性，高端品牌所形成的壁垒则更加明显。在行业内，对高端品牌建设的执着与坚守是一项知易行难的任务。回顾酒业发展史，自我国市场经济开放始，白酒行业几经兴衰，众多具有行业影响力的高端酒企都曾在行业处于低谷时放弃或者减弱对高端品牌的建设，以求改善当时糟糕的经营情况。但与此同时也丧失了随后的行业复苏阶段充分享受高端市场快速增长的机会，此外还要面临着品牌降级之后更多竞争者对市场的抢夺，所以在放弃或者减弱对高端品牌的建设之后紧随而至的必然就是数年乃至十数年的沉沦与蛰伏。

图表 14：多家酒企在高端品牌建设方面出现失误

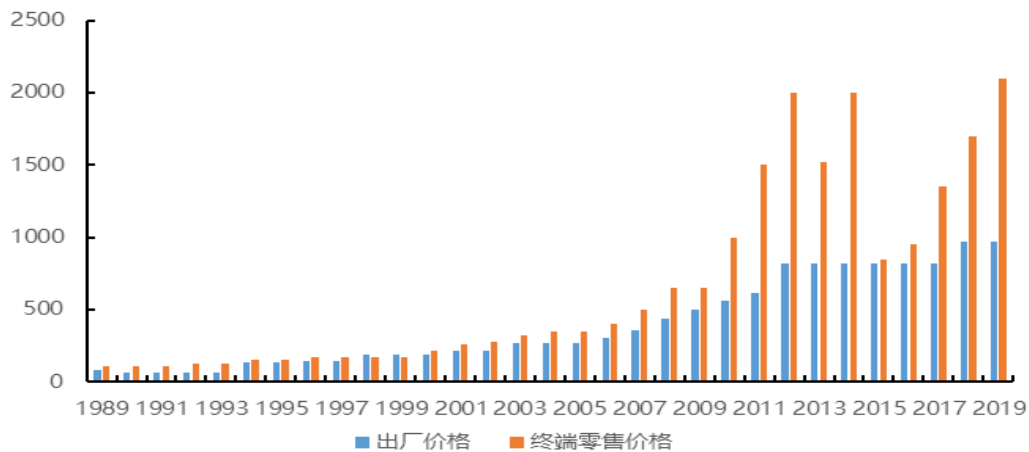
时间段	调整原因	相关企业品牌战略变化
1989-1992年	调整期：国家出台“名酒不准上(公务)宴席”	<b>古井贡、汾酒、泸州老窖</b> ：推出“名酒变民酒运动”，放弃高端定位，随后均遭遇增长瓶颈。
2012-2015年	调整期：2012年，八项规定出台，三公消费受限	<b>五粮液</b> ：2012年，五粮液下调出厂价，随后品牌力、业绩均与茅台拉大差距。 <b>洋河</b> ：认为市场将进入大众消费的主流时代，渠道品牌战略随之调整，高端品牌建设不成功，2019年业绩增长失速。

来源：公开资料、新华财经

值得说明的是，2012年五粮液下调出厂价更多的是渠道等其他问题显露的情况下被动为之，但无法否认的是，五粮液出厂价格的下调实质上拉大了与茅台的差距。

茅台的坚守，一方面是茅台受到产能限制，企业本身不适合走大众化路线；另一方面是企业管理水平出众，对市场能够准确把握并制定相对应的策略。回溯茅台历年价格，出厂价一直保持正向调整，同时终端零售价格也始终高于出厂价格，这在众多高端、次高端酒企中是不多见的。

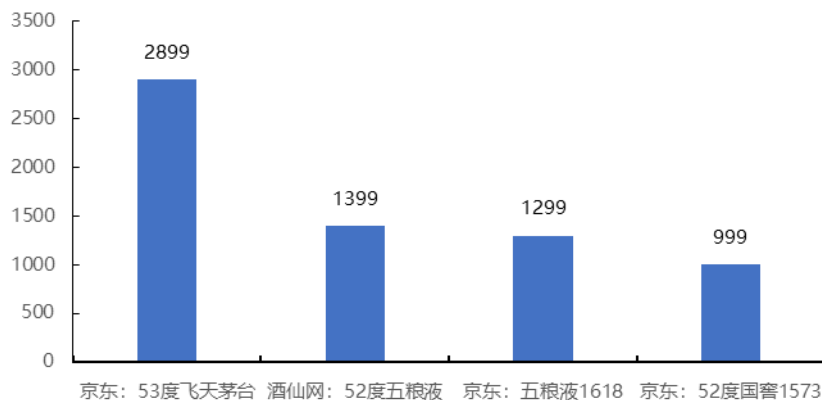
图表 15：53 度飞天茅台出厂价、终端价情况



来源：公开资料、新华财经

截至目前，在终端市场中53度飞天茅台价格已经远远超过普五和国窖1573，茅台形成了强大的品牌壁垒和品牌势能，一定程度上保障了茅台未来的业绩增长。

图表 16：茅台终端市场价远超其他品牌



来源：京东、酒仙网

必须指出，虽然茅台业绩持续增长很大程度上依靠基于高品质产品的品牌建设，但同样离不开与之配套的渠道模式和企业管理模式，内部多因素共同作用才使得今天的茅台具有了冲击市值



冠军的实力。

### 3、勇于承担社会责任

长期以来，茅台集团始终坚持国企姓党、大品牌大担当，在谋求自身发展的同时，情系天下，关注贫弱，把积极履行社会责任当做茅台责任，把公益与扶贫做成常态化行为，不仅在经济发展中硕果累累，在积极承担社会责任的道路上也是满载荣誉，“茅台”已然成为了一个有着巨大影响力、极具社会责任感的文化符号和品牌。

据不完全统计，“十二五”以来，茅台共出资90亿元用于捐资助学、兴办教育、扶贫济困、义赈救灾、环境保护、扶农兴农以及支持地方政府改善基础设施建设等各方面，展现了一家负责任大企业的大见识大担当。

大力承担社会责任进一步塑造了茅台良好的品牌形象，有助于茅台品牌力的进一步提升。间接助力茅台的业绩增长。

### 重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。