

贵州茅台 (600519.SH) 买入 (维持评级)

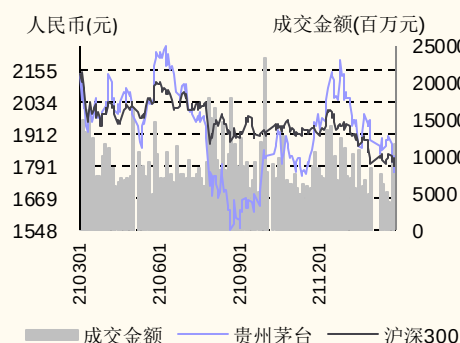
公司深度研究

市场价格 (人民币): 1799.06 元

目标价格 (人民币): 2293.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	12.56
已上市流通 A 股(亿股)	12.56
总市值(亿元)	22,599.75
年内股价最高最低(元)	2249.81/1548.00
沪深 300 指数	4573
上证指数	3451



相关报告

1. 《21 年圆满收官，静待 22 年多维度改革加速-21 年生产经营公告...》，2022.1.1
2. 《行稳致远，关注改革新气象-贵州茅台 Q3 业绩点评》，2021.10.23
3. 《股东大会释放积极信号，新管理层焕发新活力-贵州茅台股东大会调...》，2021.9.27
4. 《高质量发展，业绩稳中向好-贵州茅台 21 年中报点评》，2021.8.1
5. 《短期业绩受缴税节奏扰动，全年稳健增长可期-贵州茅台一季报点评》，2021.4.28

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

从量价维度剖析茅台的成长空间

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	88,854	97,993	109,008	125,708	145,821
营业收入增长率	15.10%	10.29%	11.24%	15.32%	16.00%
归母净利润(百万元)	41,206	46,697	51,990	61,018	72,005
归母净利润增长率	17.05%	13.33%	11.34%	17.36%	18.01%
摊薄每股收益(元)	32.80	37.17	41.39	48.57	57.32
每股经营性现金流净额	35.99	41.07	39.35	44.67	53.34
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.30%	28.95%	28.14%	28.63%	29.10%
P/E	36.06	53.75	43.47	37.04	31.39
P/B	10.93	15.56	12.23	10.60	9.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **市场化改革正当时，经营基本面边际向好。**公司作为酱香型白酒龙头，在行业内地位超然，践行扁平化的渠道架构，在终端树立了牢固的品牌认知。在礼品、收藏、商务宴请等消费场景茅台酒的需求偏刚性，较强的经营韧性在近年来外部风险冲击下也可见一斑。新任管理层赴新后，公司推进多维度改革，取消拆箱政策、理顺渠道及产品架构、加强品牌文化交流、加码数字化营销，为公司高质量发展注入新的活力。
- **产能提升支撑量增，多措施驱动吨价提升。**1) 量的维度来看，18/19 年茅台酒与系列酒基酒产能均有所提升，增量有望在 22 年逐步释放。根据遵义及仁怀远景规划，远期视角下茅台酒/系列酒有望在 35 年形成双 10 万吨产能 (20~35 年复合增速分别为 5%/10%)。2) 价的维度来看，公司通过产品/渠道优化、提升出厂价/指导价等措施来达成吨价提升的目的，近期珍品茅台、茅台 1935 亦将为公司提供增量业绩 (收入口径规模预计约 25/30 亿)。整体当前茅台酒供需缺口仍较高，消费升级红利下公司量价齐升具备强支撑。
- **体外空间丰厚，建议关注回笼渠道利润长逻辑。**我们认为公司可通过分渠道倾斜投放、直接提升出厂价/指导价等方式回笼体外利润。敏感性测算表明：1) 假设普茅增量全数投放至直销渠道，加权出厂价将以 2%~3% 幅度上扬；2) 假设出厂价/指导价分别提升至 1399 元/1799 元，22~25 年加权出厂价复合增速约 8%。3) 考虑当前普茅传统渠道利润高企，假设保留 50% 渠道利润，在 1.5/1.7/1.9 万吨量的情形下对 22 年净利增厚幅度分别为 26%/29%/32%。我们认为当前公司已经在稳步推进价格体系梳理，在体外空间丰厚的背景下，对利润增长中枢的提振幅度会较为可观。

投资建议与估值

- 我们预计公司 21-23 年营收增速分别为 11.2%/15.3%/16.0%，归母净利增速分别为 11.3%/17.4%/18.0%，EPS 分别为 41.4/48.6/57.3 元，当前股价对应 PE 分别为 43.5/37.0/31.4 倍。结合可比公司估值，考虑公司作为国内白酒行业龙头，业绩确定性极高，市场及营销改革势能有望逐渐释放，给予 23 年 40 倍 PE，目标价 2293 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行风险/疫情持续反复风险/政策风险/食品安全风险

内容目录

引言	4
一、管理层履新后市场化改革正当时，公司基本面边际向好	4
1.1 公司的经营特征：酱香差异化，渠道扁平化，议价能力强	4
1.2 公司经营的护翼：内外兼修，终端形成较强的品牌认可	5
1.3 公司经营的新动力：公司管理层赴新，积极推动市场化改革	6
二、业绩空间测算：量价齐升确定性强，静候改革成效落地	9
2.1 茅台酒：产能提升支撑量升，渠道变革有望加速回笼体外利润	9
2.1.1 量：短期产能有所提升，远期仍具扩产预期	9
2.1.2 价：产品结构优化+营销渠道优化，组合拳夯实业绩预期	11
2.1.3 高端白酒龙头地位稳固，量价齐升支撑性强	16
2.2 系列酒：“十四五”期间锚定高增，酱香万家共享	18
2.3 公司营收及利润增长确定性强，潜在提价赋予利润较高弹性	19
三、估值分析与投资观点	21
3.1 绝对估值	21
3.2 相对估值	21
3.3 投资观点	23
四、风险提示	24

图表目录

图表 1：截至 2021Q3 行业内存货规模梳理（亿元）	4
图表 2：消费者对老酒品牌认知度 Top10	4
图表 3：截至 2021Q3，贵州茅台净利率行业内领先	5
图表 4：贵州茅台 2011~2020 年净利及现金流（亿元）	5
图表 5：科学技术赋能下茅台系统性的酿造工艺	5
图表 6：各年龄段对奢侈品代言人的偏好	6
图表 7：消费者购买高端/次高端白酒时最关注的因素	6
图表 8：历届全国评酒会上榜白酒品牌梳理	6
图表 9：市场化改革推进下，普茅整箱一批价有所回落（元/瓶）	7
图表 10：公司推进实施多方位改革措施	8
图表 11：2011~2021E 贵州茅台分产品营收（亿元）	9
图表 12：2011~2021E 贵州茅台分产品毛利（亿元）	9
图表 13：2015~2021E 茅台酒吨价及同比增速	9
图表 14：2015~2021E 系列酒吨价及同比增速	9
图表 15：公司茅台酒历年改扩建项目及新增产能梳理	10
图表 16：公司茅台酒基酒产能远期预测（吨）	11
图表 17：公司茅台酒基酒实际产量/设计产能（吨）梳理	11
图表 18：预计 2025 年茅台酒销量有望达 4.9 万吨	11

图表 19: 2021 年普茅分渠道销量占比预测.....	12
图表 20: 茅台酒出厂价及零售指导价梳理 (元/瓶)	12
图表 21: 2015 年至 2021Q1-3 茅台分渠道营收构成.....	12
图表 22: 公司国内经销商数目变动情况.....	12
图表 23: 2001~2021 年飞天茅台出厂价及渠道利润 (元)	13
图表 24: 考虑增量投放至不同渠道下, 普茅加权出厂价敏感性测算 (元/瓶)	13
图表 25: 2015~2020 年公司直销渠道/茅台酒整体吨价.....	14
图表 26: 假设下“非直销”茅台酒吨价走势 (万元/吨)	14
图表 27: 公司飞天茅台历次出厂价提价梳理.....	14
图表 28: 直接提升出厂价/指导价对普茅加权出厂价敏感性测算 (元/瓶)	15
图表 29: 2021 年非标茅台酒产品结构预测.....	16
图表 30: 茅台酒核心单品出厂价/零售指导价梳理.....	16
图表 31: 渠道倾斜投放叠加双重提价对普茅加权出厂价敏感性测算 (元/瓶)	16
图表 32: 高端价格带主要单品及 2020 年营收规模 (亿元)	17
图表 33: 部分高端白酒一批价 (元/瓶) 持续增长.....	17
图表 34: 白酒细分消费场景划分.....	17
图表 35: 全国居民人均可支配收入持续增长.....	18
图表 36: 国内高净值人群持续扩张.....	18
图表 37: 公司系列酒收入 (亿元) 及毛利率.....	18
图表 38: 茅台系列酒一批价梳理 (元/瓶)	18
图表 39: 公司系列酒技改工程梳理.....	19
图表 40: 公司系列酒实际产能梳理及预测 (万吨)	19
图表 41: 茅台系列酒 21 年初提价情况梳理.....	19
图表 42: 茅台系列酒销量 (吨) 及吨价梳理.....	19
图表 43: 公司营业收入增长拆分及预测.....	20
图表 44: 普茅不同提价模式下对 2022E 净利增厚影响测算.....	20
图表 45: 公司 DCF 估值测算	21
图表 46: 公司 DCF 估值敏感性分析.....	21
图表 47: 2014 年至今基金及陆股通持股变化.....	22
图表 48: 2010~2014 年公司 PE 中枢 18X.....	22
图表 49: 2015~2018 年公司 PE 中枢 22X.....	22
图表 50: 2019 年至今公司 PE 中枢约 43X.....	22
图表 51: 海外可比公司盈利及估值对比分析.....	23
图表 52: 传统渠道体外利润收回对净利增厚幅度测算 (亿元, 吨)	23

引言

公司当前渠道改革加速推进，内外并行护城河稳固。当前市场关注公司中长期量价空间如何，及如何抵御宏观经济承压等外部风险冲击。一方面，目前零售端茅台酒供需缺口仍较高，较强的议价能力结合产能提升，公司量价齐升确定性较强。另一方面，当前公司加速推进市场化、营销渠道改革及数字化改革，我们认为公司业绩也具备一定的弹性。在对外部风险的抵御上，产品工艺的特殊性、产品一定的刚需性、较高的渠道价差均赋予了公司较强的抗风险能力。我们认为即使在宏观经济承压、地产监管趋严的背景下，公司业绩增长的稳健性仍将处于行业前列。放眼中长期，当前公司施行一系列梳理市场产品、渠道结构，加码对 C 端的触达等改革，都将推动公司长期行稳致远发展。

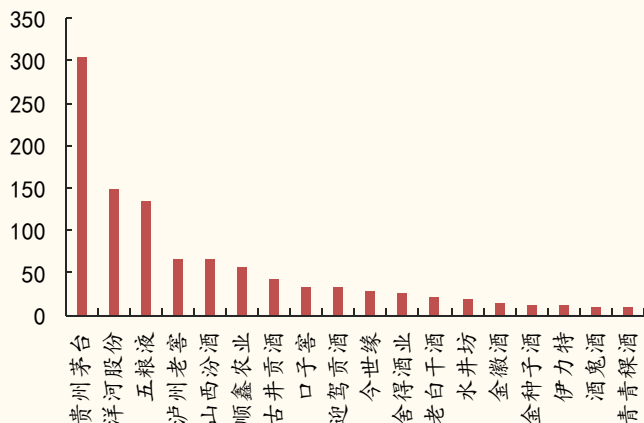
一、管理层履新后市场化改革正当时，公司基本面边际向好

1.1 公司的经营特征：酱香差异化，渠道扁平化，议价能力强

产品端：酱香龙头引领老酒风潮，弱化外部风险影响。酒类消费品有别于传统食饮类消费品，无论是瓶装还是窖藏，酒类消费品的储存周期相对灵活。茅台酒作为酱香型白酒的标杆，消费者对其存放越久越好喝的接受度相对较高，在老酒热的风潮下也成为消费者认知中最典型的品牌。

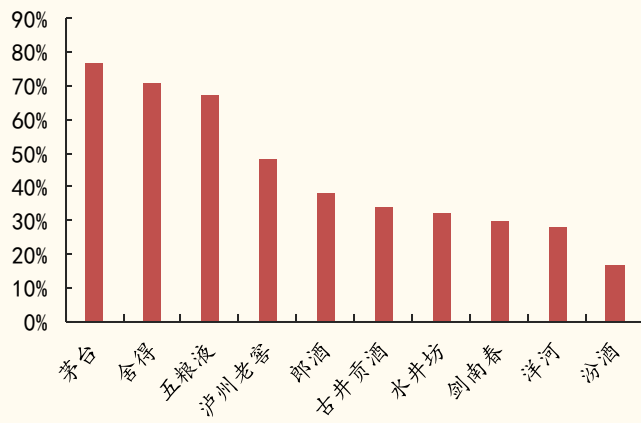
公司在产销端具备灵活性。1) 在三公消费受限等行业外部风险冲击下，需求相对疲惫时公司可以以销定产控制成品酒勾兑量，未利用的基酒可以作为库存留存为老酒，从而一定程度上弱化外部风险对公司发展的影响。2) 在行业景气度上行、供需缺口打开时，年份基酒可以勾兑更高端产品提升业绩弹性。从行业内横向对比来看，公司存货规模稳步提升且遥遥领先，未来业绩势能充分。

图表 1：截至 2021Q3 行业内存货规模梳理（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：消费者对老酒品牌认知度 Top10



来源：胡润百富，国金证券研究所

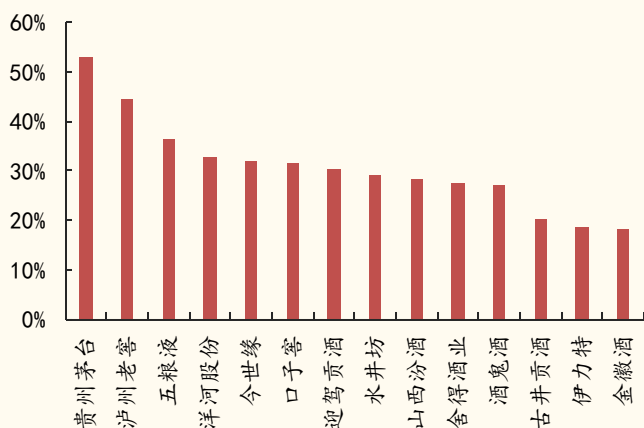
渠道端：推行扁平化小商模式，加码新渠道建设触达 C 端。公司自 2013 年起逐渐推行渠道扁平化，放开茅台酒经销权限，顺利实现从政到民的消费场景转换。2014 年末，公司单设系列酒销售公司独立运作。同期，五粮液延续典型大商模式；老窖逐渐由早期染泉模式转移至当前品牌专营模式，并因城施策。

从共性来看，高端酒加大扁平化直面 C 端成为新趋势。近年来公司加码新渠道建设，加大对 C 端的触及。2016 年起，公司逐步清理违规经销商，收回传统经销渠道配额，同时积极推动直销、电商、商超、团购等多渠道建设，将增量及收回的配额朝新渠道投放。同时，渠道反馈公司逐步要求传统经销渠道录入 C 端/流通端客户相关信息，存在重启云商平台的可能性。我们认为通过直销渠道建设、经销渠道数据收集等方式，公司可以更迅速地掌握终端消费者的

边际消费习惯变化，与当前公司推行市场化改革、数字化改革的动机相匹配。通过数据赋能，区域间的供应问题有望得到改善，对终端客户需求的把控也有利于公司把握产品端出新频率。

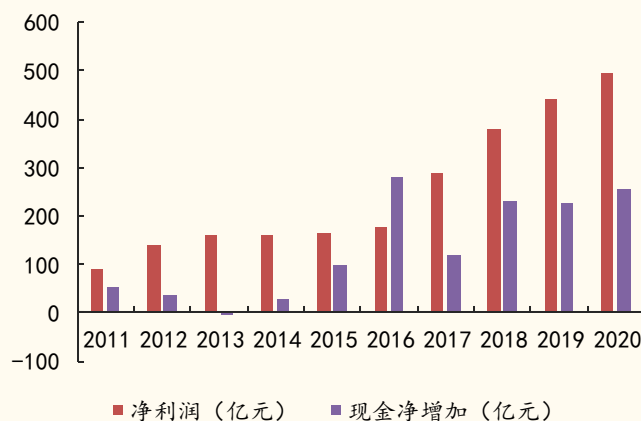
经营优势的表观结果：高盈利水平，强现金流入。公司优秀的经营模式呈现于表观为较强的盈利能力与优异的现金流入。受益于酱酒特性、扁平化渠道结构及较强的议价能力，公司毛利率/净利率均领先于行业。同时，稳定且丰厚的利润足以覆盖公司在资产端的投入，使得公司基本不存在额外的外部融资需求，能持续产生优质的现金流，经营风险相对较低。

图表 3：截至 2021Q3，贵州茅台净利率行业内领先



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：贵州茅台 2011~2020 年净利及现金流（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

1.2 公司经营的护翼：内外兼修，终端形成较强的品牌认可

作为高端消费品，优秀经营模式的延续与品牌力建设、用户黏性维护息息相关。首先，公司构筑品牌力，内在需要有强硬的产品质量。1964 年茅台酒试点委员会成立，以科学技术赋能传统茅台酒的酿造工艺。作为成果，确立了茅台酒酱香、醇甜、窖底香三大典型体，亦从制曲、发酵、勾兑等层面建立了科学化的茅台酒酿造体系，从而固化了酒质的波动对品牌的负面影响。其次，茅台酒厂曾于 1975 年~1985 年间开展异地试验。即使在科学体系下控制了酿酒工艺、酿酒师傅等因素，10 年 9 个周期下 63 轮试验产酒始终达不到茅台酒的品质要求。归根结底，茅台酒酿造核心在于发酵，及纯粮固态发酵背后特殊环境里不可替代的微生物。因此，茅台酒口味本身具备独一性，在口感导入后也相对易于维护用户黏性。

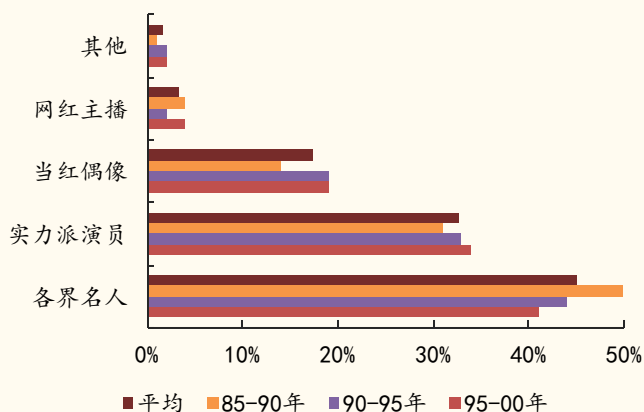
图表 5：科学技术赋能下茅台系统性的酿造工艺



来源：《茅台酒酿制技艺》，招股说明书，国金证券研究所

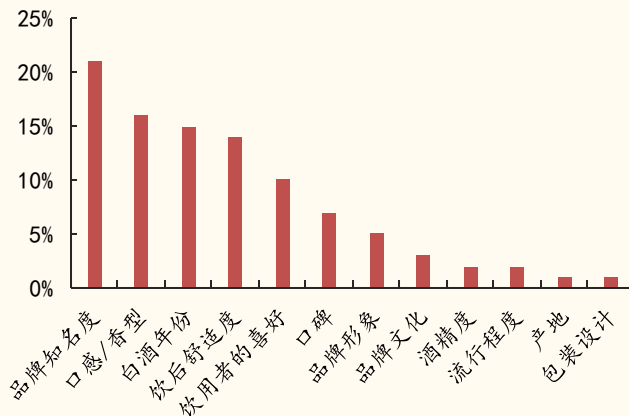
从外在的需求端来看，茅台酒顶层的“意见领袖”效应显著。对高端消费品营销而言，圈层认可举足轻重。在这方面，从红军四渡赤水结缘，周总理在多次重大外交场合以茅台酒招待宾客，该段历史渊源赋予了茅台酒独一的文化价值。同时，茅台酒的消费人群年龄结构相对上移，相比而言对历史伟人的“意见效应”会愈加强烈。周总理的背书、党政军酒的渊源、过硬的品质及口感独一性，使得在数十年的口耳相传下形成了消费者对茅台酒高度统一的品牌认可。

图表 6：各年龄段对奢侈品代言人的偏好



来源：PCG，国金证券研究所

图表 7：消费者购买高端/次高端白酒时最关注的因素



来源：胡润百富，国金证券研究所

我国传统文化固化了名优酒队列的变动。伴随着全国评酒会的落幕，原名酒的队列已经封闭，当前新名酒进入的门槛将相对而言更高。而在自然的追随效应下，当消费者面临商务宴请、个人聚会等需求场景时，选择茅台酒表现了对宾朋最高水平的敬意与诚意。因此，当面临外部风险冲击时，公司经营仍能维持较高的韧性。

图表 8：历届全国评酒会上榜白酒品牌梳理

届次	时间	白酒上榜品牌
第一届	1952 年	茅台酒、汾酒、西凤酒、泸州老窖特曲
第二届	1963 年	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、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、洋河大曲酒、董酒、泸州老窖特曲酒
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、全兴大曲酒、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

来源：中国食品工业协会，国金证券研究所

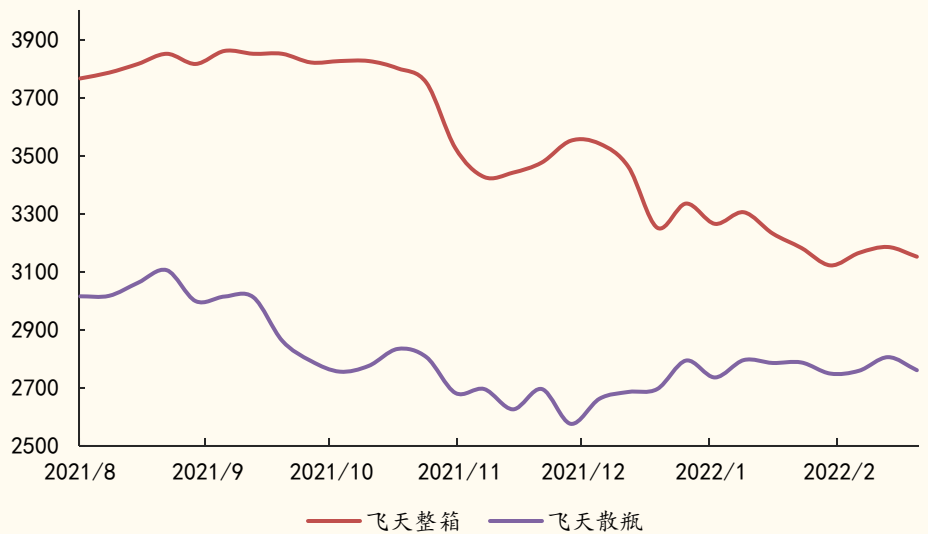
1.3 公司经营的新动力：公司管理层赴新，积极推动市场化改革

管理层赴新，延续高质量发展总基调。2021 年 9 月，公司召开临时股东大会，新任董事长丁雄军强调了“十四五”期间公司高质量发展及五线道路规划，给公司持续有序经营焕发了新的活力。其中，1)“蓝线”即公司远期战略目标，以‘聚主业、调结构、强配套、构生态’为路径，将股份公司打造为世界一流上市企业。2)“绿线”即绿色发展思路。3)“白线”即保持归零心态，通过增

强科技赋能、数字赋能，推进现代化管理、资产管理、营销和价格体系改革，让茅台酒回归商品属性。4)“紫线”即以文化赋能品牌传承。5)“红线”即环保与安全的经营底线。

自 2021 年第四季度起，公司持续推进市场化改革。公司延续清理传统渠道违规经销商，规划渠道秩序；先后取消非标茅台酒及飞天茅台酒的“拆箱令”，中秋&国庆双节投放超 8000 吨普茅满足市场需求。12 月，公司进一步加大茅台酒供给，在传统经销商渠道/省内商超渠道分别投放约 800/1600 吨普茅。此外，公司先后发布新品珍品茅台及茅台 1935，布局千元价格带并梳理高端酒价格体系。在多项市场化治理措施下，整箱与散瓶飞天一批价明显回落，市场化水平有所提升。但终端消费者较高的抢购热情、市场端较高的渠道价差，证明当前市场上茅台酒供需缺口依然较大。

图表 9：市场化改革推进下，普茅整箱一批价有所回落（元/瓶）



来源：国金证券研究所整理

文化建设夯实品牌护城河，提高茅粉的产品黏性。我们认为对高端消费品而言，品牌文化极为重要，品牌认知对于把握忠实消费群体的消费黏性举足轻重。在这方面，新任管理层延续了对茅台文化的重视。1) 品质是文化的内核。在品质维度，自管理层履新以来，董事长丁雄军先后调研了茅台酒酿酒季的下沙、制曲、造沙、一轮次酒生产等，彰显了对茅台酒品质的重视。2) 在文化维度，从“茅草台”到“茅粉节”，公司管理层也高度重视圈层文化的构建。

加码数字化建设，改革更具全方位。近期，渠道反馈公司通过线上平台让经销商将流通端/零售端等相关客户的信息录入，后续云商平台也有可能重启。我们认为在当前数据化趋势下，顺应时代洪流利用大数据工具把握终端消费偏好大有可为，有利于更均衡地分地区进行供给投放，也是市场化变革中的重要一环。整体而言，我们认为新任管理层积极推进全方位的改革措施，对内理顺公司治理，对外理顺渠道关系，加码茅台酒市场化进程，当前茅台酒市场化水平得到了明显提升，经营基本面的改善将助力公司高质量的可持续发展。

图表 10：公司推进实施多方位改革措施

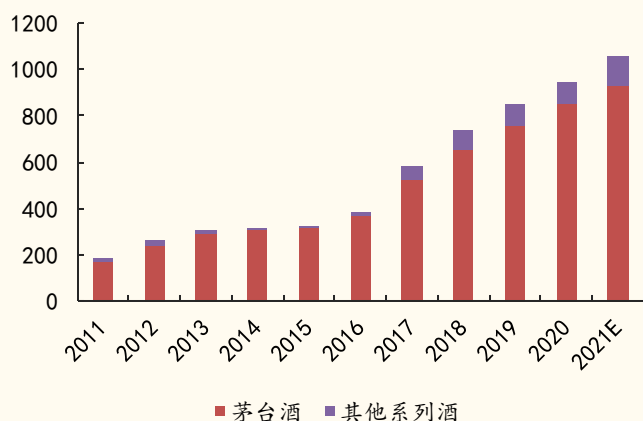
	公司相关改革措施梳理
市场化改革	21 年 10 月底，公司取消非标茅台酒拆箱
	21 年 12 月上旬，公司取消普茅 6 箱装拆箱
	21 年中秋&国庆公司普茅放量超 8000 吨
	21 年双十一及近期线上平台加速放量普茅
	21 年 12 月经销商渠道额外放量 800 吨普茅
	持续清理传统渠道违规经销商
	茅台机场航班预约购酒重启
	21 年 12 月下旬，发布新品茅台酒（珍品）
	22 年 1 月中旬，发布新品茅台 1935
	通过线上平台让经销商录入相关客户信息
文化交流	21 年 12 月 7 日，茅台文旅与贵旅文产签署战略合作框架协议
	21 年 12 月 10 日，茅台集团赴五粮液考察交流
	贵州等地陆续开幕“茅粉节”
	丁雄军调研茅台天街
	22 年 2 月 19 日，与北京饭店签署战略合作框架协议
内部保质扩产	丁雄军调研下沙、制曲、造沙等酿酒过程
	21 年 11 月初，公司发布茅台云服务平台采购招标公告
	21 年 12 月初，公司竞得习水镇 26 宗工业用地
	21 年 12 月 9 日，公司公告 78 亿新建包装物流园一期
	22 年 1 月下旬，公司发布茅台集团战略管理提升项目招标公告
	22 年 1 月 26 日，公司公告实施“十四五”酱香酒习水同民坝一期建设项目
	22 年 2 月上旬，丁雄军调研“十三五”酒库续建工程建设项目

来源：国金证券研究所整理

二、业绩空间测算：量价齐升确定性强，静候改革成效落地

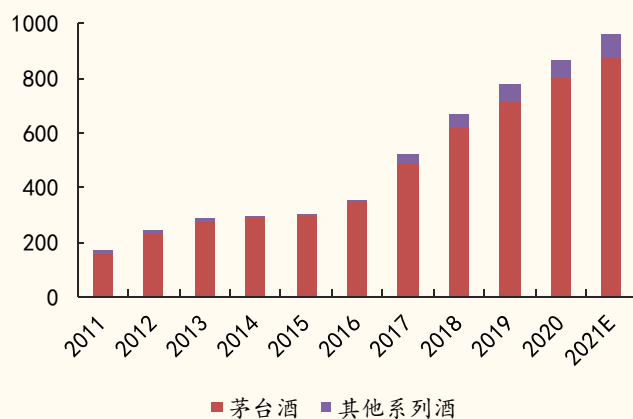
公司目前主营业务为茅台酒（包括飞天茅台及非标茅台酒）及系列酒（茅台王子酒、茅台迎宾酒、赖茅等）的生产及销售，其中茅台酒营收/毛利占比均在 90%左右。整体而言，从中长期看，我们认为茅台酒本身的稀缺性将延续，市场端供需缺口将持续存在；而系列酒产能在“十四五”期间将逐步释放。我们预计销量端系列酒占比有望逐年提升，但以飞天为核心的茅台酒始终是公司业绩贡献的核心与构筑品牌认知的基石。

图表 11：2011~2021E 贵州茅台分产品营收（亿元）



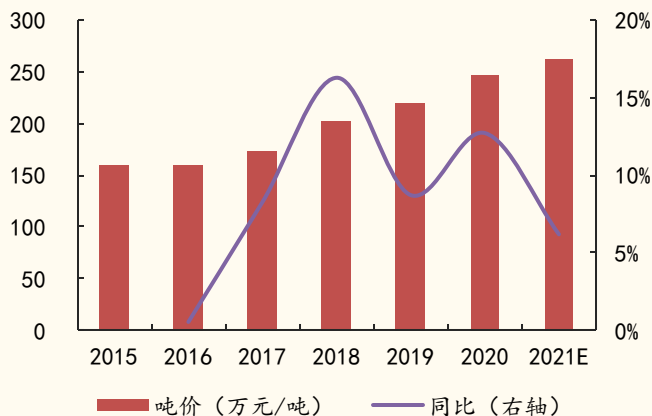
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：2011~2021E 贵州茅台分产品毛利（亿元）



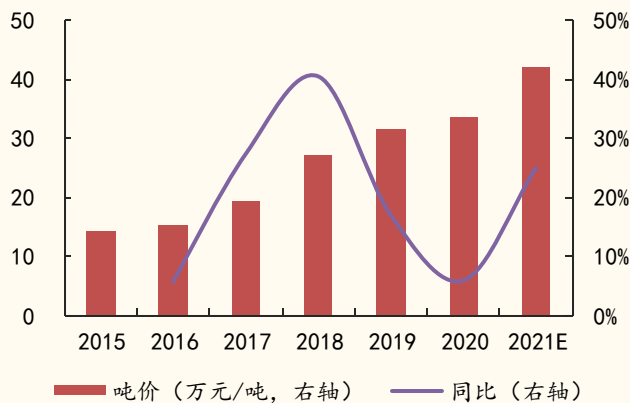
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：2015~2021E 茅台酒吨价及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14：2015~2021E 系列酒吨价及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

2.1 茅台酒：产能提升支撑量升，渠道变革有望加速回笼体外利润

2.1.1 量：短期产能有所提升，远期仍具扩产预期

茅台酒的生产工艺决定产能释放具备滞后性。按照茅台酒的生产工艺，自端午制曲、重阳下沙后，两次投料、九次蒸煮、八次发酵、七次取酒最终形成茅台酒基酒需耗时近 1 年，分型贮存至少 3 年，老酒勾兑储存再至少 1 年。因此，考虑日常贮存中将挥发的部分，当年形成的其余约 95%基酒将用于至少 4 年后成品酒的勾兑。在勾兑过程中，茅台酒由不同轮次、年份、浓度的基酒勾兑而成，其中精品、珍品、年份茅台等更高品质的非标茅台酒主体基酒贮存时间将更久。

公司自上市以来持续通过技改及扩建项目扩大茅台酒产能，在“十一五”期间年均落地约 2000 吨产能项目。受限于老厂区的产能容纳，公司进一步实施了中华片区共三期技改工程，整体自上市以来公司共扩建茅台酒产能近 3.7 万吨。2021 年公司茅台酒基酒产量约 5.65 万吨，同比增长 12.5%，略超此前公司规划，预计系生产工艺提升所致，而该部分增量将在 2025 年起逐渐传导至销售端。

图表 15：公司茅台酒历年改扩建项目及新增产能梳理

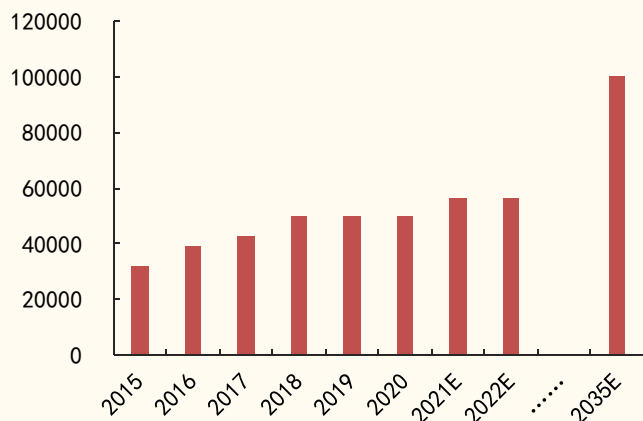
决议文件/会议	工程名称	扩建产能（吨）
招股说明书	茅台酒技改及扩建项目	2500
	中低度茅台酒技改工程	2100
第一届董事会 2004 年度第一次会议决议	1000 吨茅台酒生产及辅助配套设施	1000
2004 年度股东大会决议	“十五”万吨茅台酒技改工程项目二期	2000
第一届董事会 2006 年度第一次会议决议	“十一五”万吨茅台酒技改工程项目一期	2000
2006 年度第三次临时股东大会决议	“十一五”万吨茅台酒技改工程项目二期	2000
2007 年度第一次临时股东大会决议	“十一五”万吨茅台酒技改工程项目三期	2000
第一届董事会 2008 年度第六次会议决议	“十一五”万吨茅台酒技改工程项目四期	2000
第一届董事会 2009 年度第四次会议决议	“十一五”万吨茅台酒技改工程项目五期	2000
第二届董事会 2010 年度第三次会议决议	“十二五”万吨茅台酒技改工程项目一期	2600
第二届董事会 2011 年度第五次会议决议	“十二五”万吨茅台酒技改工程项目二期	2500
2012 年度第一次临时股东大会决议	中华片区第一期茅台酒技改工程及配套设施项目	5800
2013 年度股东大会决议	中华片区第二期茅台酒技改工程及配套设施项目	3000
第二届董事会 2017 年度第七次会议决议	“十三五”中华片区茅台酒技改工程及其配套设施项目	5152
合计		36652

来源：公司公告，国金证券研究所

长期视角下，公司茅台酒基酒有望在 2035 年达到 10 万吨产能。公司自 2001 年上市起，近 20 年时间内扩建形成第一个约 5 万吨的茅台酒产能，但主体技改项目主要分布于前 15 年。根据遵义及仁怀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规划，我们认为公司有望在 2035 年形成约 10 万吨茅台酒产能，对应 2020~2035 年复合增速约 4.7%。

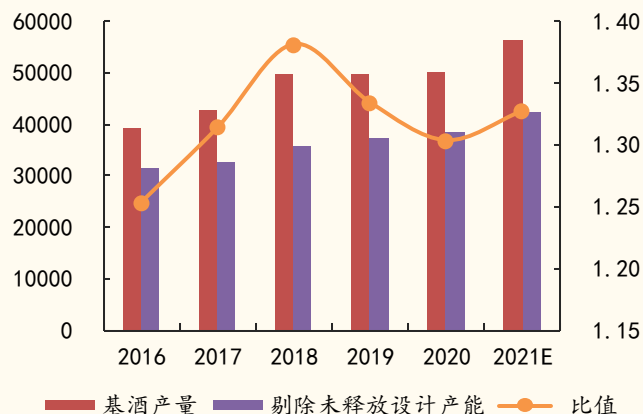
从实际实施的角度而言：（1）21 年 12 月，公司披露将投资 78.33 亿元实施包装物流园项目一期，我们认为这有望为茅台酒生产厂区腾挪空间。此外，我们预计当前生产厂区内办公等非生产设施未来也有望逐步迁移。（2）根据中华片区技改环境影响报告书，中华片区规划产能可达 5.2 万吨，当前仍有超 3 万吨产能释放空间。（3）根据 2016~2020 年公司茅台酒基酒设计产能（剔除未释放设计产能）与实际产量比值的回测，我们发现实际产量相比较设计产能可上浮约 30%，预计在生产工艺改良等因素推动下，实际产量上浮比将更具弹性。

图表 16：公司茅台酒基酒产能远期预测（吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：公司茅台酒基酒实际产量/设计产能（吨）梳理

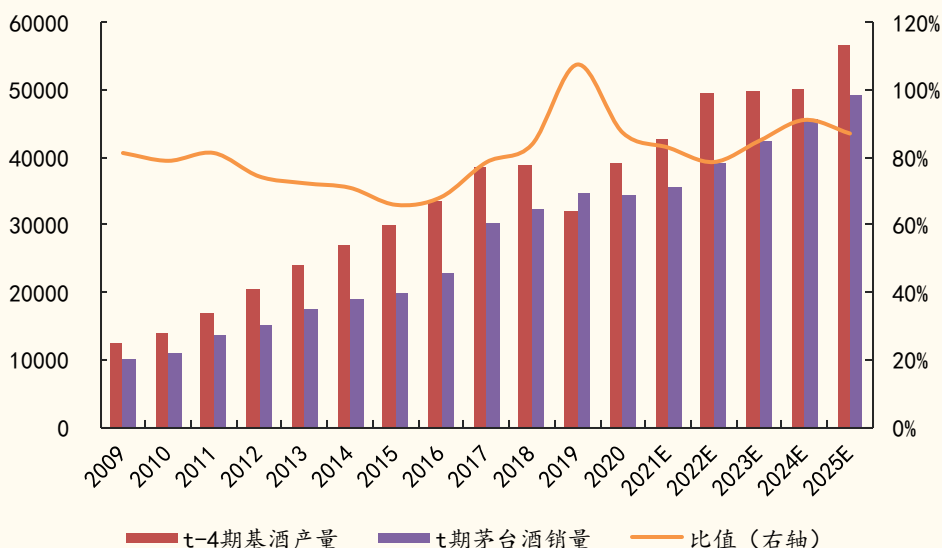


来源：公司公告，国金证券研究所

复盘 2010~2020 年茅台酒成品酒销量与 2006~2016 年茅台酒基酒产量之间的相关性，我们发现上述两者比值在 80% 中枢上下波动，这与茅台酒的生产工艺相契合，弹性主要系公司通过库存合理调节当年成品酒的供给量。基于 2017~2021 年茅台酒基酒产量，我们预计 2021 年茅台酒整体销量约 3.55 万吨（同增小个位数），2022 年茅台酒在产能瓶颈有所突破的背景下放量有望环比加速（同增大个位数）；2025 年我们预计茅台酒销量有望达到 4.9 万吨，2020~2025 年复合增速约 7%~8%。

分产品看，普茅：我们预计 2025 年普茅销量有望超 4 万吨，2020~2025 年复合增速约 7.4%。非标：基于老酒贮藏需求及公司可持续发展的理念（精品及以上非标茅台酒需使用 15 年以上基酒勾兑），我们假设非标茅台酒销量占比将维持在 15%~20% 的区间，预计 2020 至 2025 年复合增速约 7.7%。考虑到公司充裕的陈年基酒储存（预计约 20 万吨），我们认为当前基酒储备能够支撑中长期非标茅台酒的放量。

图表 18：预计 2025 年茅台酒销量有望达 4.9 万吨



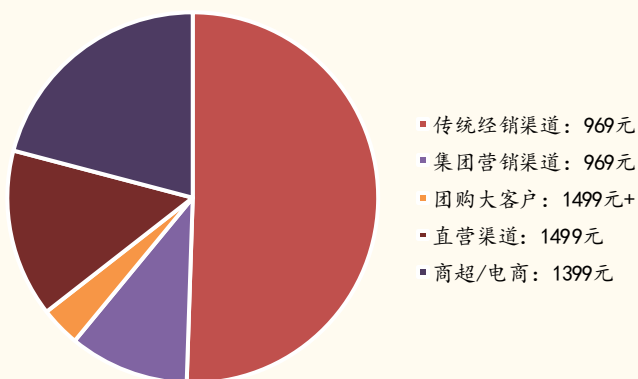
来源：公司公告，国金证券研究所（注：茅台酒包括普茅及非标茅台酒）

2.1.2 价：产品结构优化+营销渠道优化，组合拳夯实业绩预期

茅台酒的价格体系与渠道体系存在较高的关联性。早期在上市之前，公司相对并未聚焦渠道端的营销体系建设，直至 2003 年起公司开始加码建设专卖店体系。在三公消费受限，行业整体景气度下滑的背景下，公司为谋求消费场景落实至个人消费，开放了经销商权限，积极推进扁平化的渠道建设。近年来公司加大了对新渠道的建设力度，当前公司茅台酒的售卖渠道主要包括：1) 传统经销商批发渠道；2) 直营店渠道；3) 集团营销渠道；4) 团购大客户；5) 商超、电商渠道。

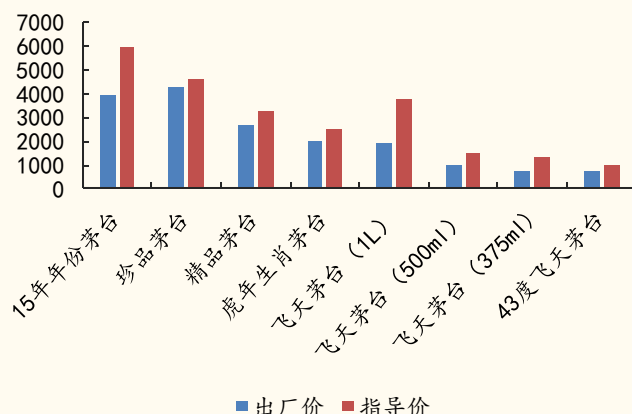
近年来公司持续清洗违规经销商，我们预计自 2016 年至今公司已清理超过 600 家茅台酒经销商，仅 2019 年便收回约 6000 吨茅台酒配额。我们预计公司将收回的传统经销渠道配额以及近年来增量供给主要投放至非传统经销渠道，例如直销、电商、商超等。根据渠道反馈，我们预计 2021 年普茅约 50% 配额仍经由传统经销商渠道出货，直营店渠道约占 14%，商超、电商渠道约占 20%。

图表 19：2021 年普茅分渠道销量占比预测



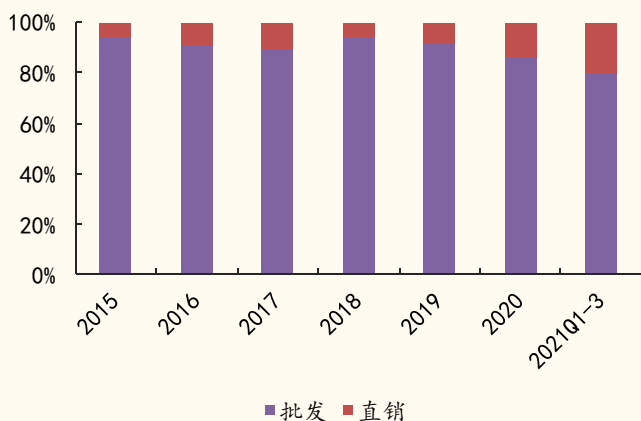
来源：国金证券研究所整理

图表 20：茅台酒出厂价及零售指导价梳理（元/瓶）



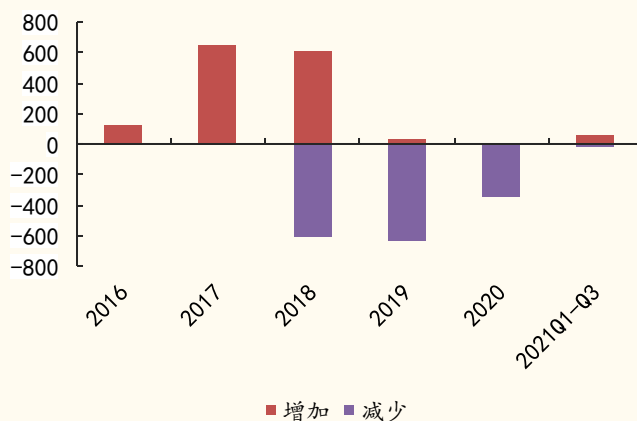
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：2015 年至 2021Q1-3 茅台分渠道营收构成



来源：公司公告，国金证券研究所

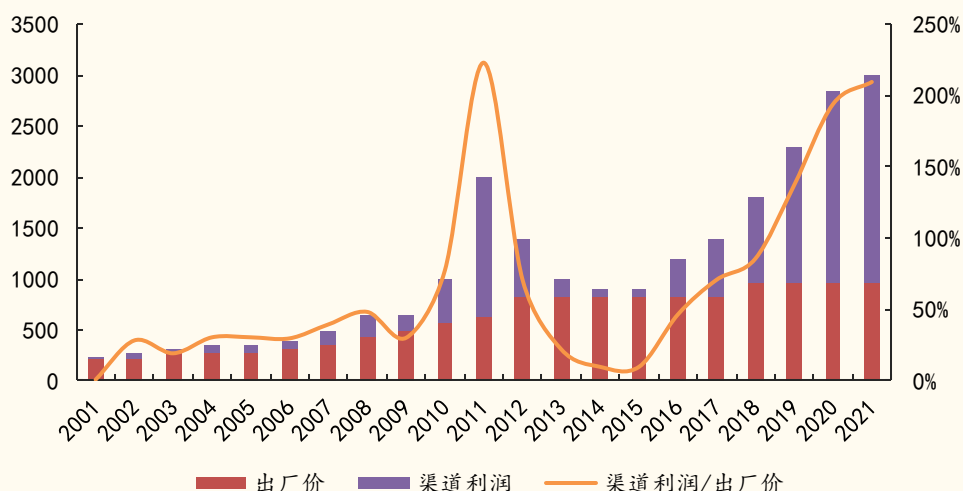
图表 22：公司国内经销商数目变动情况



来源：公司公告，国金证券研究所

量价齐升始终是公司中长期业绩的核心驱动逻辑。在巨大的供需缺口之下，当前普茅等茅台酒渠道利润高企，公司回笼部分渠道利润以实现价增具备较高动机。我们认为从操作端而言，公司对渠道具备较强的议价能力，预期可以通过分渠道配额倾斜投放、直接提升出厂价/零售指导价、改革经销端渠道利润分配模式等方式达成。

图表 23：2001~2021 年飞天茅台出厂价及渠道利润（元）



来源：公司公告，国金证券研究所整理

■ 方式一：通过分渠道配额倾斜投放及再分配实现价增

将增量茅台酒供给投放至高吨价渠道是推动价增的方式之一。以普茅为例，通过直营店体系投放较传统经销商体系投出厂价的溢价达 55%。持续扩大直销渠道占比，推进营销渠道扁平化也是公司当前市场化改革的重要一环。我们预计当前普茅直销渠道销量占比尚不足 15%，远期视角下直销占比上浮的空间仍充裕。同时，我们认为传统经销商渠道虽然吨价相对较低，但通过提前打款等方式也为公司抵御宏观及外部行业性风险构筑了一定的缓冲带，传统经销商高端圈层资源也较为宝贵，直销渠道并不能完全替代传统经销渠道。

基于上文对普茅销量及分渠道销售情况的预测，我们对普茅加权出厂价进行了敏感性测算。具体而言，我们测算了 2022~2025 年间，以不同渠道投放普茅对普茅加权出厂价的影响（即剔除量增的影响）。结果表明：1）假设普茅增量全数投放至直销渠道，加权出厂价将以 1.6%~2.9%幅度上扬，预计 2025 年直销占比将达 39.1%；2）假设增量全数投放至传统经销渠道，普茅加权出厂价将以-1.0%~-1.5%幅度减小；3）假设采取均衡方式投放（即 50%投放至传统经销渠道，50%投放至直销渠道，下同），普茅加权出厂价将以 0.4%~0.7%幅度上扬，预计 2025 年直销占比将达 24.8%。

图表 24：考虑增量投放至不同渠道下，普茅加权出厂价敏感性测算（元/瓶）

	加权出厂价					同比增速			
	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E	2025E
增量投放至高出货价渠道	1155	1188	1212	1233	1254	2.9%	2.0%	1.8%	1.6%
增量投放至中出货价渠道	1155	1178	1195	1211	1225	2.0%	1.4%	1.3%	1.2%
增量投放至低出货价渠道	1155	1137	1124	1113	1102	-1.5%	-1.1%	-1.0%	-1.0%
增量高低出货价渠道均衡投放	1155	1163	1168	1173	1178	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%

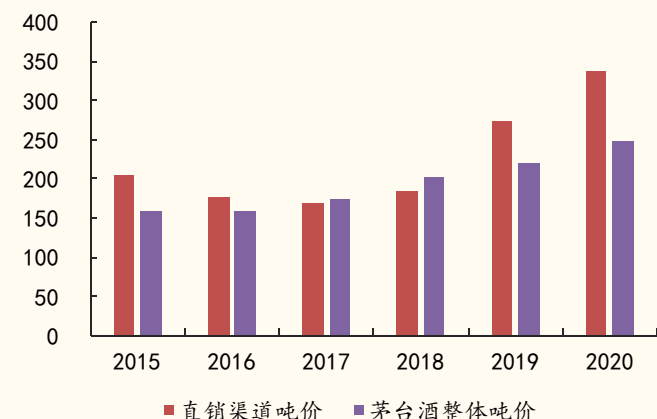
来源：国金证券研究所整理（注：高出货价渠道指直销等以零售指导价出货渠道；中出货价渠道指商超、电商等低于零售指导价但高于传统经销商出厂价渠道；低出货价渠道指传统经销商等渠道，下同）

直销渠道建设效能显著，茅台酒占比提高驱动吨价提升。根据 2015~2020 年直销渠道营收及销量测算直销端吨价可以发现：除 2017/2018 年直销渠道吨价低于茅台酒整体吨价外，2019/2020 年吨价大幅提升并远高于茅台酒整体吨价。如果假设直销渠道放量全为茅台酒，根据茅台酒整体营收/销量与直销渠道营收/销量的差额可计算在该假设下“非直销渠道”吨价。我们测算发现，在该

假设下 2017~2018 年直销吨价反而低于“非直销渠道”吨价。由于直销渠道以相对较高的零售指导价出货，我们认为上述假设不成立，我们推测 2018 年前直销渠道吨价下行可能与当时直销渠道中相对低价的系列酒占比提升有关。

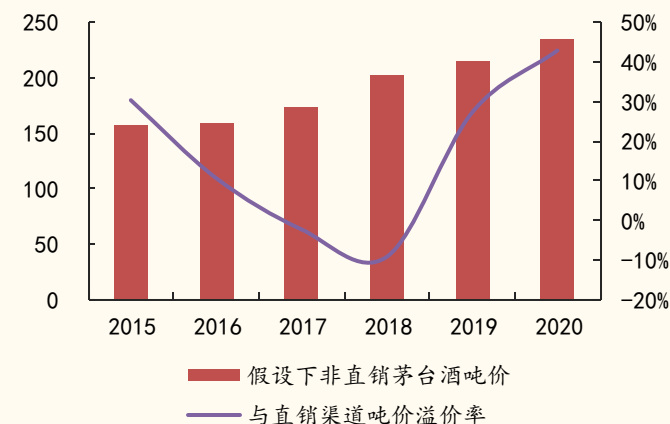
伴随普茅及非标茅台酒占比的提升，2020 年公司直销渠道吨价提升至 337 万元，相比茅台酒整体吨价上浮 36.2%。2022 年 1 月，部分渠道反馈公司调整非标茅台酒传统经销渠道打款方式，计划外配额可由直营店提货，提货价较出厂价有所上浮，例如生肖茅台提货价/出厂价分别为 2299/1999 元，这对公司茅台酒吨价提升也有所裨益。

图表 25：2015~2020 年公司直销渠道/茅台酒整体吨价



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26：假设下“非直销”茅台酒吨价走势 (万元/吨)



来源：公司公告，国金证券研究所（注：假设直销渠道放货全为茅台酒，非直销渠道吨价=（茅台酒营收-直销渠道营收）/（茅台酒销量-直销渠道销量））

■ 方式二：通过直接提升出厂价/零售指导价的方式实现价增

直接提升出厂价是驱使公司吨价提升较为直观的方式。即使在加大直销渠道建设下，普茅仍有约 50%的量通过传统经销渠道释放，本身基数较高。复盘历史，自 2000 年以来普茅共提价 9 次，提价幅度中枢约 21%。直接提价时公司需要考虑渠道端的传导性，品牌力认知与当前终端价格匹配性等因素。在历史维度上公司凭借较强的控货与控价能力，灵活的市场化操作，基于市场需求与品牌力研判，最终成功将提价传导至终端。

在 2010 年以来 4 次普茅提价时机之前，市场上普茅的渠道利润率分别达到 53%、86%、118%、71%。当前伴随公司普茅加大供给，以及拆箱政策的逐步取消，茅台酒市场化程度加深。近期普茅散瓶一批价约 2700~2800 元，较 21 年 3000 元高点有所下滑，但渠道利润率仍超 150%。我们认为在持续加大市场化水平的背景下，公司中长期通过直接提价回笼部分渠道利润具备可行性。

图表 27：公司飞天茅台历次出厂价提价梳理

飞天茅台（500ml）	出厂价（元）	提价幅度（元，%）	
2001/8	218	-	-
2003/10	268	50	23%
2006/2	308	40	15%
2007/4	358	50	16%
2008/1	439	81	23%
2010/1	499	60	14%
2011/1	619	120	24%
2012/9	819	200	32%
2018/1	969	150	18%

来源：Wind，国金证券研究所

基于上文对不同渠道端投放策略下的分析，我们进一步地针对普茅测算了出厂价分别提升至 1199 元/1399 元时，对普茅加权出厂价的敏感性变动。其中，出厂价主要适用渠道为传统经销商渠道及省内集团渠道（假设零售指导价维持 1499 元不变）。1）假设出厂价由 969 元提升至 1199 元（提升幅度约 24%），我们预计 22 年普茅加权出厂价将上浮 11.3%~13.8%；2）假设出厂价由 969 元提升至 1399 元（提升幅度约 44%），我们预计 22 年普茅加权出厂价将上浮 22.6%~23.4%。在该情形下零售指导价 1499 元与出厂价价差相对较低，所以渠道端不同投放策略对加权出厂价提振幅度差距也不大。

除直接提升普茅出厂价外，零售指导价提升也具备一定可行性。一方面，我们认为客观情形下指导价与出厂价需要保持一定差额幅度，在指导价没有提升的前提下出厂价提升空间相对有限。另一方面，当前普茅零售指导价 1499 元向下同茅台 1935 零售指导价价差较小，而向上同生肖茅台价差较高，一定程度上对系列酒定价形成挤压。测算结果表明：假设零售指导价提升至 1799 元（提升幅度约 20%），预计 22 年加权出厂价将上浮 6.8%~13.7%，后续渠道端不同投放策略对加权出厂价影响范围为-1.6%~2.8%。

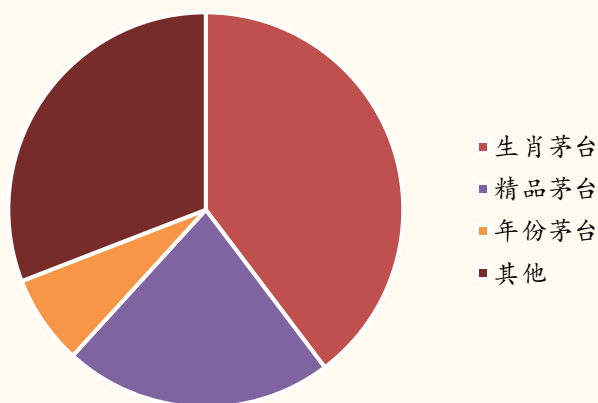
图表 28：直接提升出厂价指导价对普茅加权出厂价敏感性测算（元/瓶）

	加权出厂价					同比增速			
	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E	2025E
(1) 出厂价由 969 元提升至 1199 元，零售指导价维持 1499 元									
增量投放至高出厂价渠道	1155	1315	1329	1342	1354	13.8%	1.1%	1.0%	0.9%
增量投放至中出厂价渠道	1155	1305	1312	1319	1325	13.0%	0.5%	0.5%	0.5%
增量投放至低出厂价渠道	1155	1286	1279	1273	1268	11.3%	-0.5%	-0.5%	-0.4%
增量高低出厂价渠道均衡投放	1155	1300	1304	1307	1311	12.6%	0.3%	0.3%	0.2%
(2) 出厂价由 969 元提升至 1399 元，零售指导价维持 1499 元									
增量投放至高出厂价渠道	1155	1425	1431	1436	1441	23.4%	0.4%	0.4%	0.3%
增量投放至低出厂价渠道	1155	1415	1414	1413	1412	22.6%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
增量高低出厂价渠道均衡投放	1155	1420	1422	1424	1426	23.0%	0.2%	0.1%	0.1%
(3) 出厂价维持 969 元，零售指导价由 1499 元提升至 1799 元									
增量投放至高出厂价渠道	1155	1313	1350	1384	1416	13.7%	2.8%	2.5%	2.3%
增量投放至中出厂价渠道	1155	1299	1325	1350	1373	12.5%	2.0%	1.9%	1.7%
增量投放至低出厂价渠道	1155	1233	1213	1195	1178	6.8%	-1.6%	-1.5%	-1.4%
增量高低出厂价渠道均衡投放	1155	1273	1282	1289	1297	10.3%	0.7%	0.6%	0.6%

来源：国金证券研究所整理（注：当出厂价由 969 元提升至 1399 元时，低出厂价渠道除传统经销商渠道、省内集团渠道外，亦包括商超、电商渠道。）

非标茅台提价动作相对频繁。2021 年 3 月，生肖茅台出厂价提升至 1999 元（幅度 54%），零售指导价提升至 2499 元（幅度 47%）；精品茅台出厂价提升至 2699 元（幅度 17%），零售指导价提升至 3299 元（幅度 3%）。2021 年 12 月末，公司发布新品珍品茅台酒，渠道反馈出厂价 4299 元，零售指导价为 4599 元。2022 年 1 月初，公司提升 15 年年份茅台零售指导价由 4999 元至 5999 元（幅度 20%）。伴随珍品茅台酒面世及对非标酒指导价体系的梳理，非标茅台酒产品矩阵逐渐完善。我们认为在中长期视角下，非标茅台酒的出厂价/指导价仍存在提升空间。

图表 29：2021 年非标茅台酒产品结构预测



来源：国金证券研究所整理

图表 30：茅台酒核心单品出厂价/零售指导价梳理

产品名称	出厂价	经销商从自 营店提货价	零售指导价
茅台 1935	798	-	1188
飞天茅台	969	-	1499
生肖茅台	1999	2299	2499
精品茅台	2699	2969	3299
珍品茅台	4299	-	4599
15 年份茅台	3929	5369	5999

来源：公司公告，国金证券研究所整理（注：出厂价为传统经销渠道口径，单位均为元/瓶，时间截至 22 年 1 月末）

■ 综合方式：渠道倾斜投放叠加双重提价实现价增

渠道架构与产品价格体系梳理正是当前公司市场化改革的重中之重。我们测算了在不同渠道倾斜投放策略下，同时提升普茅出厂价及零售指导价对普茅加权出厂价的提振幅度。在均衡投放策略下：1）假设普茅出厂价由 969 元提升至 1199 元、零售指导价由 1499 元提升至 1799 元时，对 22 年普茅加权出厂价提振幅度为 22.2%，后续提振幅度约 0.4%~0.5%；2）假设普茅出厂价进一步提升至 1399 元，对 22 年加权出厂价提振幅度上浮至 32.6%，后续提振幅度约 0.3%。考虑含税营收端普茅产品收入=加权出厂价×出货量，假设提价在 25 年前落地，对 21~25 年营收端贡献复合增速约 5%~6%。

图表 31：渠道倾斜投放叠加双重提价对普茅加权出厂价敏感性测算（元/瓶）

	加权出厂价					同比增速			
	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E	2025E
(1) 出厂价由 969 元提升至 1199 元，零售指导价由 1499 元提升至 1799 元									
增量投放至高出厂价渠道	1155	1440	1467	1492	1516	24.7%	1.9%	1.7%	1.6%
增量投放至中出厂价渠道	1155	1426	1442	1458	1473	23.4%	1.2%	1.1%	1.0%
增量投放至低出厂价渠道	1155	1382	1368	1356	1344	19.7%	-1.0%	-0.9%	-0.9%
增量高低出厂价渠道均衡投放	1155	1411	1418	1424	1430	22.2%	0.5%	0.4%	0.4%
(2) 出厂价由 969 元提升至 1399 元，零售指导价由 1499 元提升至 1799 元									
增量投放至高出厂价渠道	1155	1550	1569	1587	1603	34.2%	1.2%	1.1%	1.0%
增量投放至中出厂价渠道	1155	1536	1544	1552	1560	33.0%	0.6%	0.5%	0.5%
增量投放至低出厂价渠道	1155	1512	1503	1495	1488	30.9%	-0.6%	-0.5%	-0.5%
增量高低出厂价渠道均衡投放	1155	1531	1536	1541	1545	32.6%	0.3%	0.3%	0.3%

来源：国金证券研究所整理

2.1.3 高端白酒龙头地位稳固，量价齐升支撑性强

公司凭借龙头地位优势、行业扩容前景、及丰厚的渠道利润，能够对量价齐升形成较高的支撑。首先，相比于次高端价格带，高端价格带向上延伸空间更广。目前，名优酒企均已推出各自高端产品线，但该价格带竞争格局仍以茅五泸为主，其余高端化单品主要享受价格带扩容红利，并未对龙头市占产生影响。参考茅五泸等头部酒企高端单品的营收及市占，从报表端来看，我们预计 2021 年高端白酒市场规模约 1700 亿元，茅五泸市占率约 90%左右。

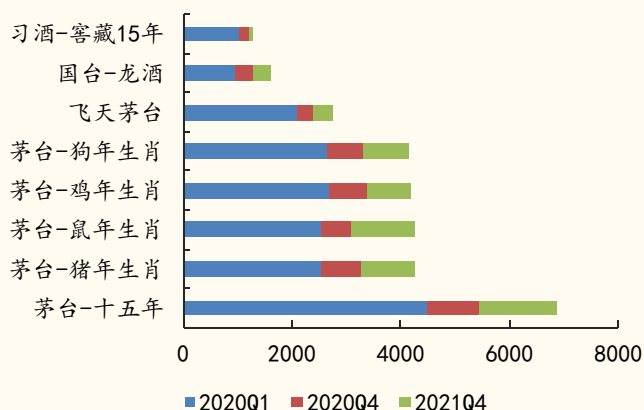
图表 32：高端价格带主要单品及 2020 年营收规模（亿元）

酒企	高端价格带单品	2020 年营收规模
贵州茅台	飞天茅台、非标酒（年份、生肖、定制）	848.3 亿（茅台酒）
五粮液	第八代普五、1618	440.6 亿（五粮液产品）
泸州老窖	国窖 1573、泸州老窖 1952	约 100 亿
郎酒	青花郎	42.3 亿
洋河股份	梦 9、手工班	约 7 亿
习酒	君品习酒、窖藏（10 年、15 年、30 年）	6.5 亿（君品习酒）
酒鬼酒	内参	5.7 亿
今世缘	国缘 V6、国缘 V9	约 2.5 亿（V9）
古井贡酒	年份原浆·古 26、年份原浆·年三十	约 1 亿

来源：公司公告，国金证券研究所

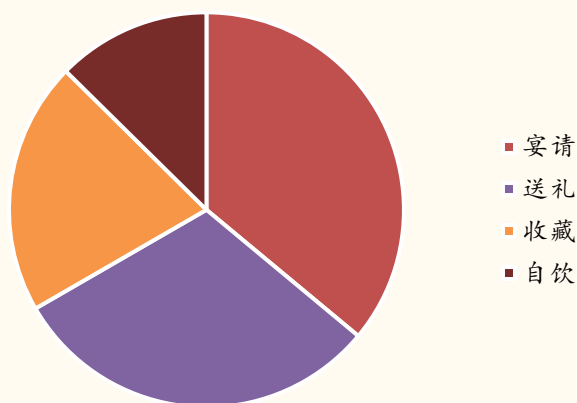
从需求端来看，三公消费后，高端白酒应用场景逐渐以政商务宴请变迁至以商务宴请及个人聚餐并举，公司也通过渠道结构灵活调整实现了在个人消费端形成品牌认可。从细分落地场景来看，高端白酒主要用于：1）投资标的，包括非标茅台酒及其他高端纪念性单品。2）礼品需求，主要由中华优秀传统文化内在驱动。3）饮用消费，包括商务宴请、个人聚会等。

图表 33：部分高端白酒一批价（元/瓶）持续增长



来源：今日酒价，国金证券研究所

图表 34：白酒细分消费场景划分

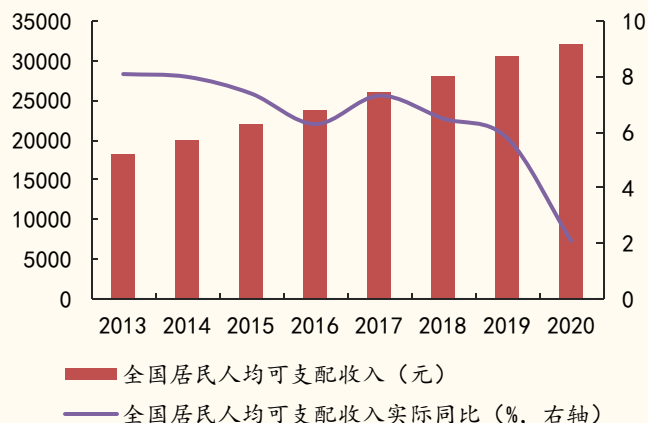


来源：胡润百富，国金证券研究所

归根结底，我们认为当前高端白酒消费力的驱动主要源于宏观经济发展推动居民收入增长，中产阶级增厚。全国居民人均可支配收入自 2013 年 18311 元增长至 2020 年的 32189 元，2013-2020 年复合增速为 8.4%。此外，房产增值及资本市场的创富效应使得高净值人群规模大幅提升，也对超高端白酒需求形成了支撑。国内可投资资产达千万以上的高净值人群自 2012 年 71 万人增长至 2020 年的 262 万人，2012-2020 复合增速为 17.7%。

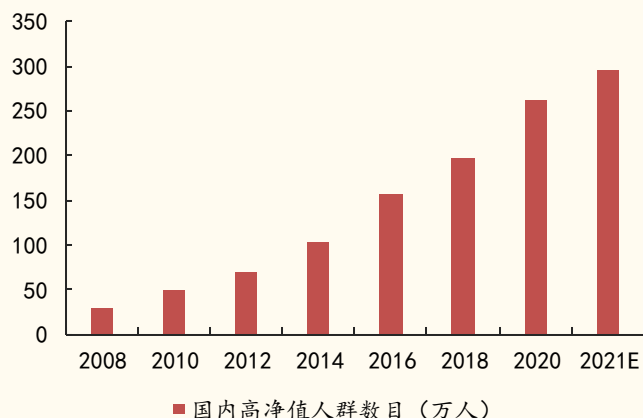
茅台酒丰厚的渠道利润体现了当前市场上对茅台酒明显的供需缺口。伴随宏观经济的发展、共同富裕政策下中产阶级规模的不断延伸，我们认为高端白酒行业规模也会不断扩容。在当前公司加大茅粉文化培育、启用云商等数字化营销措施的基础上，我们认为终端消费者的消费力也有望得到进一步挖掘。整体而言，我们认为公司茅台酒量价齐升确定性较高，对中长期潜在的提价空间也具备市场基础。

图表 35：全国居民人均可支配收入持续增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 36：国内高净值人群持续扩张



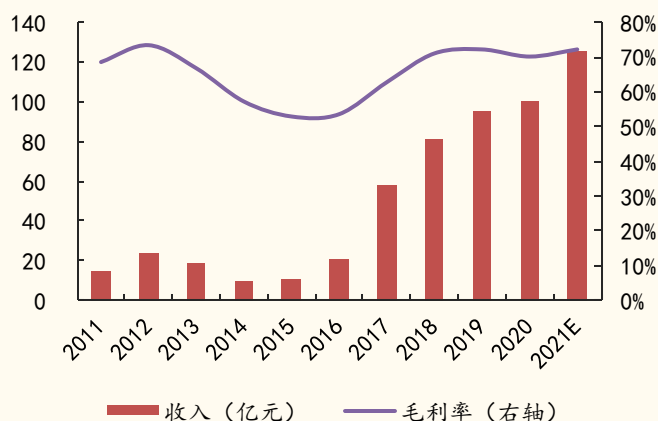
来源：招商银行，国金证券研究所

2.2 系列酒：“十四五”期间锚定高增，酱香万家共享

从产品矩阵上而言，系列酒主要布局次高端及中端价格带。当前公司系列酒产品包括全国性品牌（茅台王子酒、茅台迎宾酒、赖茅酒），及区域性品牌（汉酱酒、仁酒、华茅酒、王茅酒、贵州大曲）。除经典装外，公司亦通过推行非标系列酒来优化系列酒产品结构，包括酱香经典王子酒、珍品王子酒、生肖王子酒/贵州大曲等。22 年 1 月中旬，茅台 1935 面世，后续有望成为公司在千元价格带的大单品。

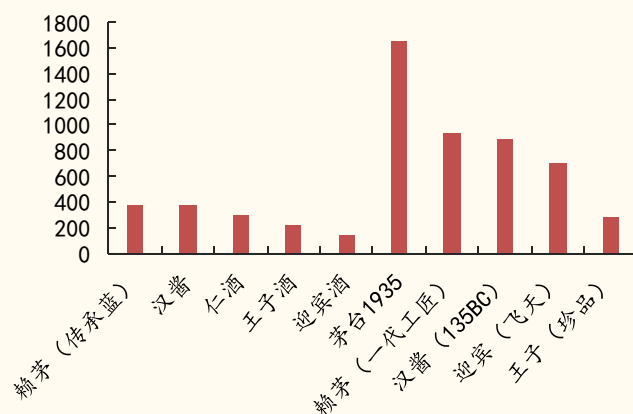
股份出品，万家共享。2021 年度系列酒经销商大会上，公司首申系列酒“股份出品”及“万家共享”双特征。系列酒早期通过与茅台酒搭配销售推行渠道铺设，至 2014 年公司成立贵州茅台酱香酒营销有限公司，对系列酒进行单独运作，加大了费用端的投放力度。近年来在茅台酒引领的酱酒热潮下，系列酒规模持续攀升，推动了终端酱香口感的导入。公司目标“十四五”末系列酒营收达到 240 亿元以上，占集团比重超 10%，进入全国白酒第二阵营，力争进入全国白酒前八强。以 2021 年约 118 亿元营收测算，2021~2025 年系列酒营收复合增速约 19.4%。

图表 37：公司系列酒收入（亿元）及毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 38：茅台系列酒一批价梳理（元/瓶）



来源：今日酒价，国金证券研究所（注：时间截至 2022 年 2 月 27 日）

量：“十四五”期间技改落地，远期也具备扩产预期。在产能维度，截至 2020 年末，系列酒设计产能为 2.53 万吨，其中 0.4 万吨产能将在 2021 年释放，因此我们预计 2021 年系列酒产能约 2.9 万吨左右。伴随 3 万吨酱香系列酒技改及配套设施项目逐渐建成落地，2021 年预计新增设计产能约 0.7 万吨（将在

2022 年释放)，剩余产能预计也将逐渐落地并释放，2025 年公司系列酒将形成约 5.6 万吨的实际产能。

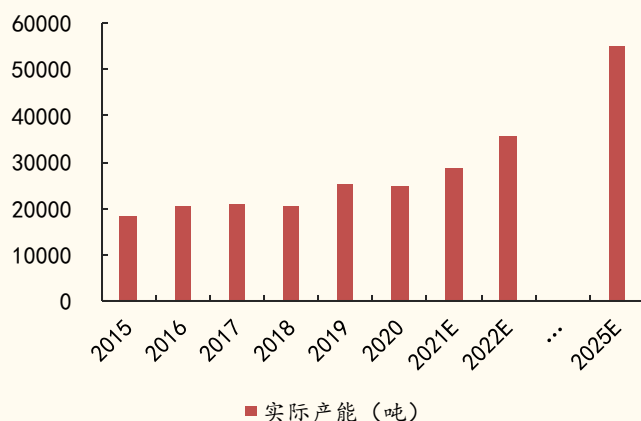
当前公司系列酒产能主要分布于习水与二合，与茅台镇伴随赤水河自上而下分布。远期视角下，根据遵义及仁怀国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要规划，我们预计公司也有望在 2035 年形成约 10 万吨系列酒产能。

图表 39：公司系列酒技改工程梳理

时间	项目（产能）
2011 年	茅台王子酒制酒技改工程及配套设施项目（2000 吨）
	茅台王子酒制酒技改工程及配套设施项目（2800 吨）
2012 年	茅台循环经济科技示范园厂片区第一批建设工程项目（7806 吨）
	酱香系列酒制酒技改工程及配套设施项目（10000 吨）
2018 年	酱香系列酒技改工程及其配套设施项目（30000 吨）
2022 年	“十四五”酱香酒习水同民坝一期建设项目（12000 吨）

来源：公司公告，国金证券研究所

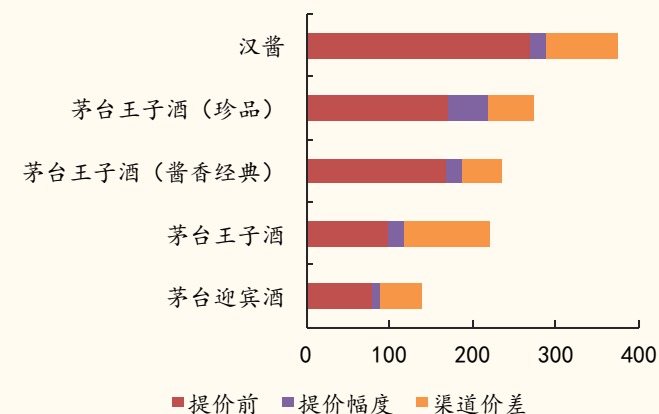
图表 40：公司系列酒实际产能梳理及预测（万吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

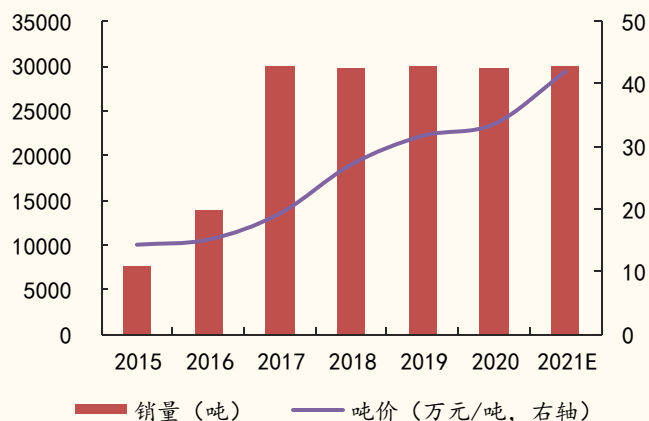
价：伴随消费升级东风，加速产品结构优化。从价格带来看，典型系列酒（包括普通茅台王子酒、迎宾酒等）布局中端价格带，而非标系列酒（包括汉酱酒 135BC 等）则布局次高端价格带。近年来系列酒销量维持在 3 万吨左右，但吨价持续上扬，我们认为可以从两个方面进行剖析：**（1）近年来系列酒提价频率较高。**在当前消费升级背景下，行业内次高端价格带不断上移。2021 年初，渠道反馈系列酒部分单品出厂价提升 10%~30%，包括茅台王子酒（20%）、茅台迎宾酒（13%）、汉酱（7%）等。2022 年初，渠道反馈对王子（金）、王子（酱香经典）等单品提价 10%~15%，系列酒价位带锚定 200 元+。**（2）系列酒产品结构不断优化。**近年来公司逐步削减系列酒中典型系列酒的占比，相对低价系列酒逐渐停产，逐渐加大相对高价系列酒的比重。此外，茅台 1935 上市后，系列酒产品架构优化也有望加速。

图表 41：茅台系列酒 21 年初提价情况梳理



来源：国金证券研究所整理

图表 42：茅台系列酒销量（吨）及吨价梳理



来源：公司公告，国金证券研究所

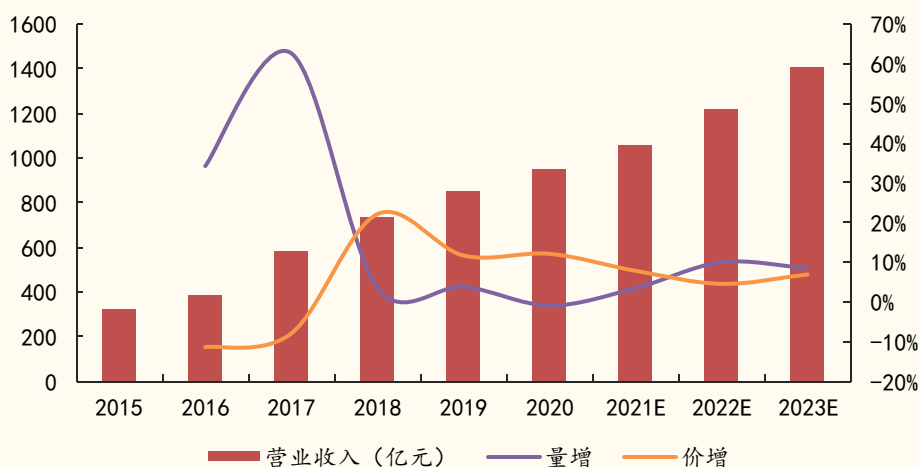
2.3 公司营收及利润增长确定性强，潜在提价赋予利润较高弹性

■ 营收空间测算：量价齐增，并行推动营收稳健增长

我们认为在当前行业量缩的背景下，上市名优酒企不改挤压式量增逻辑，特别是公司在超高端价格带具有较高影响力，茅台酒结构性增长确定性较强。1) 量：伴随 2018 年茅台酒新增基酒产能的释放，我们预计 2022 年茅台酒增量有望环比加速。对系列酒而言，我们预计 2022 年起 3 万吨技改项目产能将逐渐释放，系列酒在内部产品结构性调整基础上有望实现量增。2) 价：目前公司体外空间丰厚，我们预计有望通过非标酒放量、渠道优化等方式增厚公司收入。此外，公司目前大力推动营销体制改革，提出实施“五合营销法”，势能有望逐渐释放。

根据公司公告，21 年公司茅台酒+系列酒营收合计约 1058 亿元，同比 +11.6%，其中我们预计茅台酒销量约 3.55 万吨，同比+3.5%；系列酒销量约 3 万吨，与 2020 年持平。暂不考虑普茅的提价预期，我们预计 22/23 年公司整体量增分别为 10.0%/8.5%，价增分别为 4.5%/6.9%，2023 年公司营业收入有望达到 1410 亿元。

图表 43：公司营业收入增长拆分及预测



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 普茅不同提价模式下公司利润敏感性测算

普茅作为公司核心单品，巨大的渠道利润赋予公司较高的业绩弹性。我们在 21 年对普茅出货量及分渠道的测算基础上，进一步测算了出厂价/零售指导价提升对 22 年预计净利的增厚幅度。我们假设价的提升传导至净利润维度时扣除 13%增值税、约 11%消费税及 25%所得税，同时假设零售指导价提升将同幅度伴随商超/电商渠道出厂价的提升。测算结果表明：1) 假设出厂价由 969 元提升至 1199~1399 元，对 22 年净利预计增厚幅度约 8%~16%；2) 假设零售指导价由 1499 元提升至 1699~1899 元，对 22 年净利预计增厚幅度约 6%~12%；3) 假设零售指导价/出厂价均有所上浮，对公司 22 年净利预计增厚幅度约 20%。上述分析以 22 年净利作为基数，假设在 25 年前落地，22~25 年对净利增厚的复合幅度也在 5%左右，对净利增长中枢的提振也较为可观。

图表 44：普茅不同提价模式下对 2022E 净利增厚影响测算

指导价\出厂价	利润增厚 (亿元)				较 2022E 净利增厚幅度			
	969	1199	1299	1399	969	1199	1299	1399
1499	-	50.5	72.5	94.4	-	8%	12%	16%
1699	35.8	86.3	108.2	130.2	6%	14%	18%	21%
1799	53.6	104.1	126.1	148.1	9%	17%	21%	24%
1899	71.5	122.0	144.0	165.9	12%	20%	24%	27%

来源：国金证券研究所整理

三、估值分析与投资观点

3.1 绝对估值

我们认为当前公司所处高端白酒市场格局稳固，由历史与文化长期沉淀的护城河牢不可破，公司发展阶段已然进入成熟期，未来业绩稳健增长确定性强，具备采用 DCF 估值的条件。从自由现金流的角度考量，当前公司无论是折旧/摊销亦或资本化开支均呈现平稳中向上的趋势，这与公司锚定扩产的战略相一致，我们预计公司自由现金流仍将高质且健康。此外，我们认为当前茅台酒产能基本到位，系列酒产能预计近两年亦能到位，公司还贮存有足量的陈年基酒，能支撑公司量增的发展逻辑。其中，核心假设如下：

参考十年期国债利率，我们假设无风险利率（Rf）约 3%；参考沪深 300 指数近十年收益，我们假设市场收益率（Rm）约 6.5%；参考过去 5 年公司日度收益率与沪深 300 指数日度收益率，我们测算得到 Beta 为 1.0。此外，我们亦假设企业所得税税率为 25%左右保持稳定，最终我们测算公司每股价值约为 2250 元。

图表 45：公司 DCF 估值测算

关键假设		计算结果（亿元）	
无风险收益率	3.0%	显性期现值	6582
Beta	1.0	永续期现值	21276
市场收益率	6.5%	企业价值	27858
WACC	6.5%	归母股权价值	28270
所得税率	25%	总股数（百万股）	1256
永续增长率	2.5%	每股价值	2250

来源：Wind，国金证券研究所

图表 46：公司 DCF 估值敏感性分析

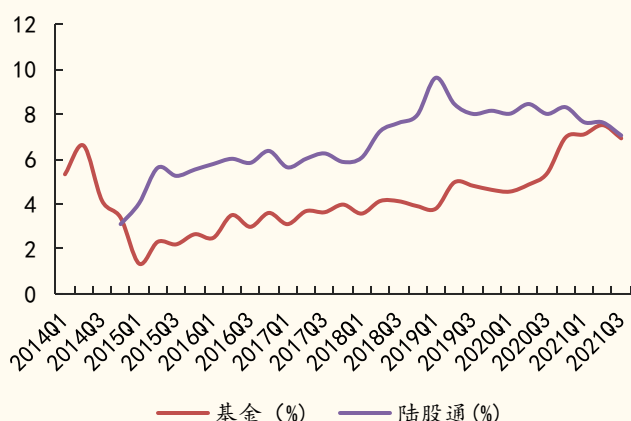
每股价值		永续增长率				
		1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
WACC	5.5%	2408	2679	3041	3547	4306
	6.0%	2125	2328	2589	2937	3424
	6.5%	1898	2055	2250	2502	2837
	7.0%	1714	1837	1988	2176	2418
	7.5%	1561	1660	1778	1924	2105

来源：国金证券研究所整理

3.2 相对估值

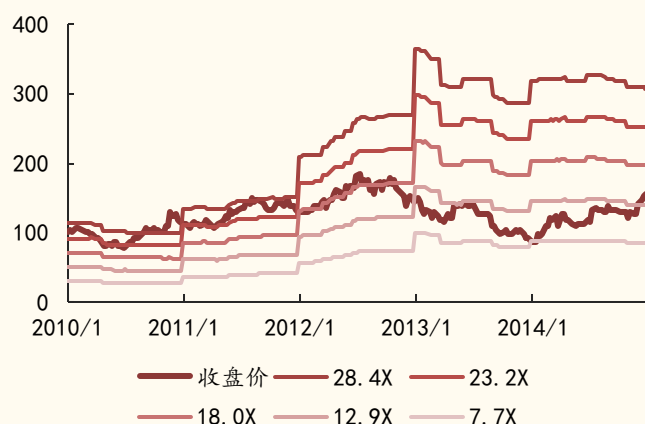
消费场景变迁驱动公司估值架构中周期性属性减弱。在限制三公消费前，茅台酒等高档白酒消费场景以政商务消费为主。由于宏观情势存在周期性波动，市场对公司估值亦考虑周期性，从而导致茅台估值中枢相对较低。在 2010 至 2014 年，公司 PE 中枢约 18X。自 2015 年起陆股通开辟了外资持股通道，叠加茅台酒消费属性趋强，公司估值进入上升通道，消费品+奢侈品的定价模式逐渐获市场认可，公司作为高端白酒龙头还享受一定的估值溢价。2015 年至 2018 年，公司 PE 中枢约 22X。进一步地，2019 年至今，公司 PE 中枢上移至 43.1X。

图表 47: 2014 年至今基金及陆股通持股变化



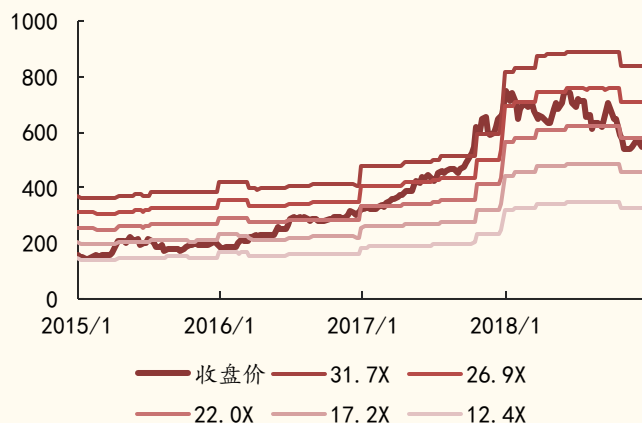
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 48: 2010~2014 年公司 PE 中枢 18X



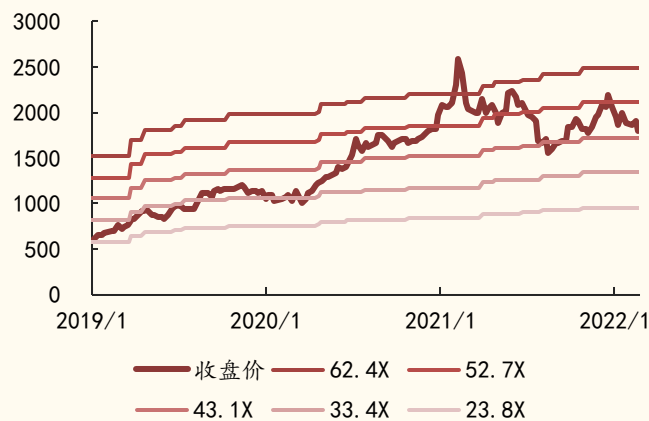
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 49: 2015~2018 年公司 PE 中枢 22X



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 50: 2019 年至今公司 PE 中枢约 43X



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 股价截至 2022 年 2 月 25 日)

公司业绩确定性强, 成长性优于国际可比公司。结合公司消费品+奢侈品复合属性, 以及公司作为国内白酒行业龙头, 我们以爱马仕、帝亚吉欧、可口可乐作为公司可比估值参考标的。与上述标的相比, 公司立足国内市场, 虽然跨国公司面临的市场广度更高, 但也面临较高的外部风险。与可口可乐、帝亚吉欧相比, 公司具有高且稳的业绩增速。与爱马仕作为纯粹的顶尖奢侈品相比, 一定程度上也拥有更高的“精神”定价权。因此, 结合帝亚吉欧及爱马仕估值, 我们认为公司当前估值具备配置性价比。

图表 51：海外可比公司盈利及估值对比分析

	爱马仕	帝亚吉欧	可口可乐	贵州茅台
公司定位	国际奢侈品龙头	国际蒸馏酒龙头	国际汽水龙头	国内白酒龙头
收入规模	64 亿欧元	127 亿欧元	387 亿欧元	980 亿人民币
收入规模（亿人民币）	513	1138	2465	980
净利润规模	14 亿欧元	27 亿欧元	98 亿欧元	495 亿人民币
净利润规模（亿人民币）	111	238	623	495
收入复合增长率（FY16 起）	5%	1%	-2%	25%
净利润复合增长率（FY16 起）	6%	0%	11%	29%
Forward PE 中枢（2019 至今）	50	23	23	34
PE（22E）	49	26	25	37
PE（23E）	44	23	23	31

来源：Bloomberg，Wind，国金证券研究所（注：帝亚吉欧 FY2020 截至 2021 年 6 月 30 日，汇率采用 1 欧元=8.025 人民币，1 英镑=8.941 人民币，1 美元=6.3757 人民币，Forward PE、FY22E-23EPE 均采用 Bloomberg 一致预期，股价截至 2022 年 2 月 25 日）

当前茅台酒丰厚的渠道利润对应远期公司利润确定性较强的增厚空间。针对普茅，我们测算了对传统经销商渠道利润不同情境下回收对公司 22 年净利润增厚幅度。具体而言，我们分别考虑了 1.5/1.7/1.9 万吨经销商配额的情形，根据 21 年初至今散瓶普茅批价测算中枢约 2700 元，并考虑 13%的价外增值税、11%的价内消费税及 25%的企业所得税。

测算结果表明，假设在 1.7 万吨经销商配额渠道利润全数收回的情形下，对 22 年净利润增厚幅度达 60%，当前股价对应 22 年 PE 约 25.0X。当前主流酱香酒品牌渠道利润率普遍高于 20%。若我们假设经销渠道维持 50%的渠道利润率，在 1.7 万吨经销商配额情形下对 22 年净利润增厚幅度亦达 29%。在拆箱政策已取消的背景下，考虑到当前整箱普茅批价保持约 3200 元，我们认为实际渠道利润相对更丰厚，公司远期净利保障性强。

图表 52：传统渠道体外利润收回对净利增厚幅度测算（亿元，吨）

	可收回渠道利润			折算净利润			对 22E 净利增厚			当前股价对应 PE（22E）		
	V=15000	V=17000	V=19000	V=15000	V=17000	V=19000	V=15000	V=17000	V=19000	V=15000	V=17000	V=19000
渠道利润不留存	548	621	695	324	367	410	53%	60%	67%	23.7	22.7	21.7
渠道利润留存 30%	351	397	444	207	235	262	34%	38%	43%	27.1	26.2	25.4
渠道利润留存 50%	263	298	333	155	176	197	25%	29%	32%	29.0	28.2	27.5
渠道利润留存 70%	195	222	248	115	131	146	19%	21%	24%	30.5	29.9	29.3

来源：Wind，国金证券研究所（注：假设 1 吨对应 2124 瓶 500ml 装普茅，考虑 13%增值税、11%消费税、25%企业所得税，股价截至 2022 年 2 月 25 日）

3.3 投资观点

茅台酒内在稀缺性及外在“国酒”形象构筑了较强品牌力，终端对茅台强品牌认可也驱动飞天茅台较高的供需缺口与渠道价差，赋予公司较强的抗风险能力与议价能力。当前公司新任管理层上台后实施系列改革，普飞/非标茅台酒均已取消拆箱政策，渠道及价格体系市场化程度大幅提升。同时，公司亦进一步推动数字化改革，加强对终端消费者消费画像的掌握，整体多维度改革将推动公司长期行稳致远发展。

我们认为公司茅台酒放量确定性强，直销建设及数字化营销驱动吨价提升，系列酒在产能保障及消费升级背景下增长亦具备确定性。暂不考虑普茅提价预期，我们预计公司 21-23 年营收分别同增 11.2%/15.3%/16.0%，对应营收为 1090/1257/1458 亿元；预计归母净利同增 11.3%/17.4%/18.0%，对应归母净利为 520/610/720 亿元；当前股价对应 PE 分别为 43/37/31X。考虑公司作为行业绝对龙头，给予 23 年 40 倍 PE，目标价 2293 元，维持“买入”评级。

四、风险提示

- **宏观经济下行风险：**宏观经济发展推动居民收入提升，从而驱动白酒行业持续扩容。若宏观经济下行，终端消费升级进程将迟滞，亦会影响公司业绩增速。
- **疫情持续反复风险：**当前点状疫情频发，若疫情持续反复势必将影响终端消费场景恢复，从而对公司业绩产生阶段性影响。
- **政策风险：**若政策层面限制白酒消费，亦或消费税改革落地加大公司税负，则可能对公司盈利能力产生负面影响。
- **食品安全风险：**公司作为餐饮生产企业，若行业或公司发生食品安全事故，将严重损害公司品牌形象。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	77,199	88,854	97,993	109,008	125,708	145,821
增长率	15.1%	10.3%	11.2%	15.3%	16.0%	
营业成本	-6,659	-7,576	-8,265	-9,320	-10,434	-11,593
%销售收入	8.6%	8.5%	8.4%	8.6%	8.3%	8.0%
毛利	70,540	81,278	89,728	99,687	115,274	134,228
%销售收入	91.4%	91.5%	91.6%	91.5%	91.7%	92.1%
营业税金及附加	-11,289	-12,733	-13,887	-15,741	-18,064	-20,882
%销售收入	14.6%	14.3%	14.2%	14.4%	14.4%	14.3%
销售费用	-2,572	-3,279	-2,548	-2,856	-3,193	-3,675
%销售收入	3.3%	3.7%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%
管理费用	-5,326	-6,168	-6,790	-8,067	-9,227	-10,616
%销售收入	6.9%	6.9%	6.9%	7.4%	7.3%	7.3%
研发费用	-22	-49	-50	-59	-63	-73
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	51,331	59,049	66,453	72,965	84,727	98,983
%销售收入	66.5%	66.5%	67.8%	66.9%	67.4%	67.9%
财务费用	4	-7	235	830	1,196	1,673
%销售收入	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.8%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	-1	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	-14	5	1	2	4
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	51,343	59,041	66,635	73,797	85,925	100,661
营业利润率	66.5%	66.4%	68.0%	67.7%	68.4%	69.0%
营业外收支	-515	-259	-438	-250	-230	-200
税前利润	50,828	58,783	66,197	73,547	85,695	100,461
利润率	65.8%	66.2%	67.6%	67.5%	68.2%	68.9%
所得税	-12,998	-14,813	-16,674	-18,526	-21,587	-25,306
所得税率	25.6%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%
净利润	37,830	43,970	49,523	55,020	64,108	75,155
少数股东损益	2,626	2,764	2,826	3,030	3,090	3,150
归属于母公司的净利润	35,204	41,206	46,697	51,990	61,018	72,005
净利率	45.6%	46.4%	47.7%	47.7%	48.5%	49.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	37,830	43,970	49,523	55,020	64,108	75,155
少数股东损益	2,626	2,764	2,826	3,030	3,090	3,150
非现金支出	1,177	1,243	1,317	1,370	1,514	1,649
非经营收益	354	-40	-100	251	230	198
营运资金变动	2,025	32	857	-7,215	-9,738	-9,994
经营活动现金净流	41,385	45,205	51,598	49,426	56,115	67,008
资本开支	-1,607	-3,149	-2,089	-5,245	-2,531	-2,451
投资	0	0	295	1	2	4
其他	-22	-17	-11	0	0	0
投资活动现金净流	-1,629	-3,166	-1,805	-5,243	-2,529	-2,447
股权募资	0	833	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-16,441	-20,117	-24,127	-28,568	-32,665	-37,690
筹资活动现金净流	-16,441	-19,284	-24,127	-28,568	-32,665	-37,690
现金净流量	23,315	22,755	25,665	15,615	20,921	26,872

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	112,075	13,252	36,091	51,706	72,627	99,499
应收款项	958	1,540	1,567	605	697	809
存货	23,507	25,285	28,869	30,587	34,017	37,637
其他流动资产	1,359	118,997	122,078	130,115	140,540	151,793
流动资产	137,898	159,073	188,605	213,012	247,881	289,737
%总资产	86.3%	86.9%	88.4%	88.2%	89.5%	90.7%
长期投资	29	320	30	30	30	30
固定资产	17,203	17,663	18,673	19,763	20,314	20,731
%总资产	10.8%	9.6%	8.8%	8.2%	7.3%	6.5%
无形资产	3,668	4,886	4,965	5,455	5,692	5,876
非流动资产	21,949	23,969	24,791	28,418	29,206	29,808
%总资产	13.7%	13.1%	11.6%	11.8%	10.5%	9.3%
资产总计	159,847	183,042	213,396	241,430	277,087	319,545
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	4,583	5,103	4,600	6,124	6,428	6,713
其他流动负债	37,855	35,990	41,074	41,127	45,033	49,738
流动负债	42,438	41,093	45,674	47,251	51,461	56,451
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	73	1	1	1	1
负债	42,438	41,166	45,675	47,253	51,463	56,452
普通股股东权益	112,839	136,010	161,323	184,749	213,106	247,425
其中：股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
未分配利润	95,982	115,892	137,594	161,949	190,306	224,625
少数股东权益	4,570	5,866	6,398	9,428	12,518	15,668
负债股东权益合计	159,847	183,042	213,396	241,430	277,087	319,545

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	28.02	32.80	37.17	41.39	48.57	57.32
每股净资产	89.83	108.27	128.42	147.07	169.64	196.96
每股经营现金净流	32.94	35.99	41.07	39.35	44.67	53.34
每股股利	14.54	17.03	19.29	22.00	26.00	30.00
回报率						
净资产收益率	31.20%	30.30%	28.95%	28.14%	28.63%	29.10%
总资产收益率	22.02%	22.51%	21.88%	21.53%	22.02%	22.53%
投入资本收益率	32.54%	31.12%	29.64%	28.11%	28.09%	28.15%
增长率						
主营业务收入增长率	26.43%	15.10%	10.29%	11.24%	15.32%	16.00%
EBIT增长率	32.04%	15.04%	12.54%	9.80%	16.12%	16.83%
净利润增长率	30.00%	17.05%	13.33%	11.34%	17.36%	18.01%
总资产增长率	28.76%	14.51%	16.58%	13.14%	14.77%	15.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	1,248.7	1,175.4	1,195.7	1,200.0	1,190.0	1,185.0
应付账款周转天数	59.5	64.8	63.1	53.0	52.5	52.0
固定资产周转天数	72.1	62.2	60.4	56.6	49.8	43.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-95.46%	-9.34%	-21.52%	-26.63%	-32.19%	-37.82%
EBIT利息保障倍数	-14,577.7	7,917.6	-283.2	-87.9	-70.9	-59.1
资产负债率	26.55%	22.49%	21.40%	19.57%	18.57%	17.67%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	31	89	122	261
增持	2	4	10	13	1
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.40	1.11	1.12	1.11	1.01

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-29	买入	1279.13	N/A
2	2020-10-26	买入	1715.33	N/A
3	2021-04-06	买入	2162.00	N/A
4	2021-04-28	买入	2094.44	N/A
5	2021-08-01	买入	1678.99	N/A
6	2021-09-27	买入	1694.00	N/A
7	2021-10-23	买入	1901.00	N/A
8	2022-01-01	买入	2050.00	N/A

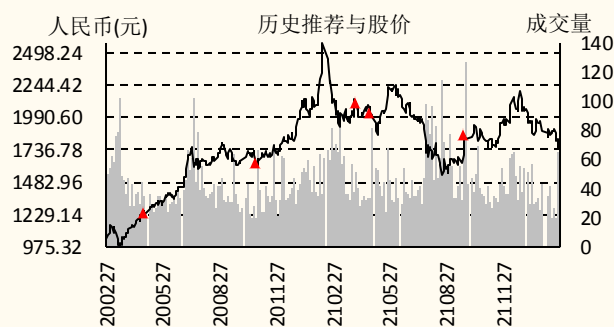
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402