

➤ **摘要：**复盘茅台渠道模式变迁，本质是渠道扁平化的过程。2021年下半年以来进一步推进营销改革，强化市场掌控力度，2022年推行数字化改革，通过电商平台实现数字资产积累。基于回收渠道利润角度，飞天茅台具备提升出厂价/建议零售价的理论前提。

➤ **复盘茅台渠道模式变迁，实现直营化扁平化。**复盘贵州茅台渠道模式变迁，由“坐商”模式演变为“行商”模式的市场化改革，本质是渠道扁平化的过程。目前，茅台酒形成了飞天茅台酒与非标茅台酒两大产品系列，其中飞天茅台酒渠道已形成经销商、直营、集团营销公司、特许经销商四大分支，经销商仍为茅台酒主要销售渠道，直营销售占比逐步提升。渠道扁平化、直营化改革以来，贵州茅台报表端在不直接提升出厂价的情况下逐步回收渠道利润，实现了吨价稳步提升，2018年直销渠道发力以来，价增贡献明显大于量增。

➤ **茅台实行数字营销法，推行电商数字化改革。**2022年2月茅台董事长丁雄军提出“五合营销法”，其中提出数字营销法，构建和完善数字化营销平台。我们认为，通过“i茅台”电商平台逐步实现茅台酒+系列酒全产品系列线上直营化，长周期有望积累数字资产，形成茅台自有可控的客户数据等数字资产，强化数据运用，将各渠道的客户数据信息进行有机整合，实现内部信息共享、统一管理，有助精准识别高净值核心客户，充分利用数据系统对社会经销商和其他渠道商实施数据监管。“i茅台”电商平台3月31日上线以来人均申购人数约800万人次，已成为茅台重要的C端流量入口，或有助茅台未来加速新品培育周期。

➤ **强化渠道掌控力，渠道利润回收可期。**2021年8月贵州茅台董事长丁雄军提出“五线”发展道路以来，公司通过营销机制改革，一方面平抑了飞天茅台一批价，另一方面使得酒厂对于市场价格的掌控力度实现强化，当前整箱/散瓶渠道利润率分别约为170%/190%，基于回收渠道利润角度，具备提升出厂价/建议零售价的理论前提。

➤ **投资建议：**高端白酒龙头企业贵州茅台在渠道扁平化过程中，通过直营化改革逐步回收渠道利润，2022年起推行数字化改革，通过电商平台实现数字资产积累，数字营销法有助为茅台市场营销注入新动能。基于回收渠道利润角度，飞天茅台具备提升出厂价/建议零售价的理论前提。我们认为，行业结构化繁荣趋势不变，持续推荐确定性高的高端白酒：贵州茅台、五粮液、泸州老窖。

➤ **风险提示：**限制性产业政策调整超预期，疫情散点发生及管控影响消费场景恢复，市场动销及主导产品价格不及预期等。

## 推荐

维持评级



**分析师：王言海**

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

**分析师：姚启璠**

执业证号：S0100522040001

电话：021-80508452

邮箱：yaoqifan@mszq.com

## 相关研究

- 1.民生食饮周报 20220417：疫情防控政策陆续落实，坚定板块中长期配置价值
- 2.民生食饮周报 20220410：消费场景仍待恢复，关注高股息、低负债、强现金标的
- 3.预制菜行业深度：中式餐饮“工业革命”
- 4.民生食饮周报 20220404：“i茅台”上线普茅批价企稳，二季度消费不必悲观
- 5.民生食饮周报 20220327：茅台进一步推进营销改革，短期批价回落不影响核心刚需

## 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
600519.SH	贵州茅台*	1,797.00	41.76	48.67	60.94	43	37	29	推荐
000858.SZ	五粮液	165.90	6.04	7.01	8.43	27	24	20	推荐
000568.SZ	泸州老窖	202.91	5.36	6.82	8.25	38	30	25	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年4月20日收盘价，贵州茅台2021年报已披露，为实际值）

# 目 录

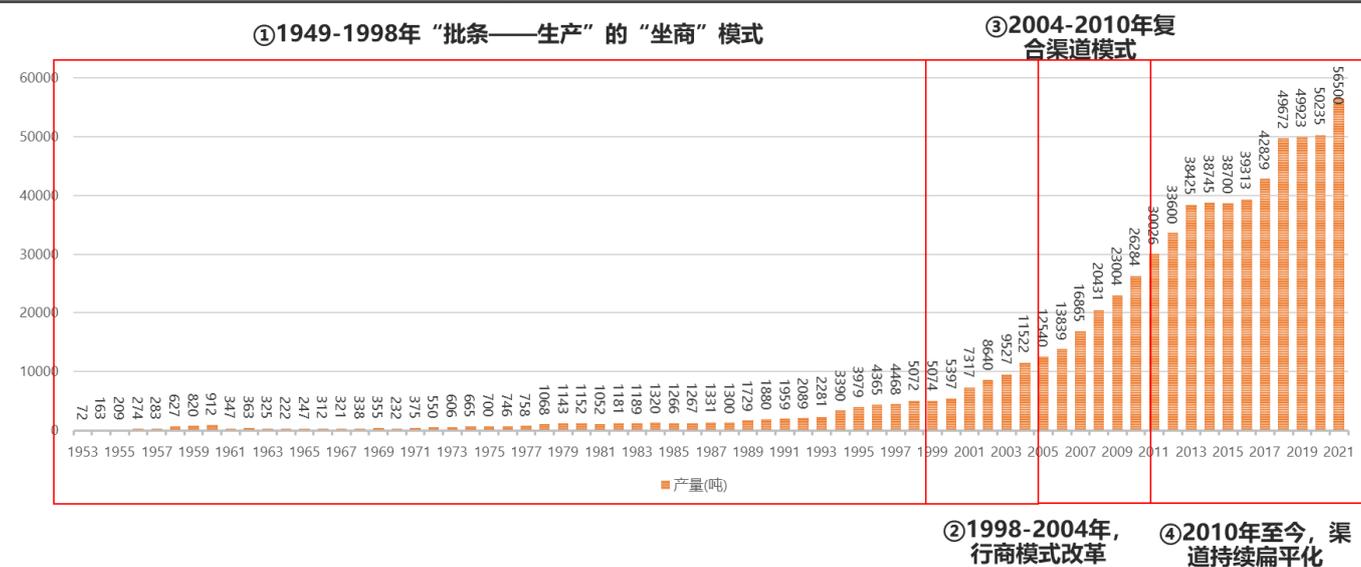
<b>1 茅台营销改革之一：直营化扁平化，电商数字化平台上线.....</b>	<b>3</b>
1.1 茅台渠道模式变迁，渠道扁平化运作.....	3
1.2 实施数字营销法，推进电商数字化改革.....	6
<b>2 茅台营销改革之二：强化渠道掌控力，渠道利润回收可期.....</b>	<b>9</b>
<b>3 投资建议 .....</b>	<b>10</b>
<b>4 风险提示 .....</b>	<b>10</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>11</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>11</b>

# 1 茅台营销改革之一：直营化扁平化，电商数字化平 台上线

## 1.1 茅台渠道模式变迁，渠道扁平化运作

复盘贵州茅台渠道模式变迁，由“坐商”模式演变为“行商”模式的市场化改革，本质是渠道扁平化的过程。

图 1：茅台基酒产量及渠道模式变迁梳理（单位：吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

表 1：茅台渠道模式变迁梳理

模式	时间	模式特点	原因
坐商模式“批条-生产”	1949-1988 年	价格国家管制，茅台酒以政务特供为主，市场销售根据计划安排进行；各省糖酒获有相应的销售指标，带有强烈的计划经济特色。此时的茅台酒出货渠道单一，基本与经销商无往来。	受限于原料等原因，产能供给有限，产品优先供给政务，处于供不应求状态，不需要进行市场开拓。
	1989-1998 年	1988 年价格管制放开，以贵州茅台、五粮液为代表的白酒进入市场化阶段。外加上茅台品牌效应带来的“供不应求”局面，之后依然延续此前“批条——生产”的老模式。	
行商模式探索 总经销+特约经销商模式	1998-2004 年	根据各省市糖酒公司实力，制发总经销牌匾和特约经销商牌匾，一个省总经销 1 家、特约经销 1-3 家，建立和巩固稳定的市场和用户。	由品牌全国化到销售全国化，实现政务到商务过渡。
复合渠道模式 “茅台专卖店+特约经销商+区域经销商+总经销制”	2004-2007 年	2005 年茅台开始停止新设专卖店，加强现有专卖店的管理。另外，茅台开始为军区、政务、大型企业等主要消费群体定制茅台酒，与经销商体系的茅台酒区分，团购业务由此开始迅速发展。	团购兴起，叠加公司产能逐步扩大，更加精准抓住意见领袖，扩大市场份额。
	2008-2010 年	加快培育意见领袖，提高团购品牌。2008 年开始，茅台建立起了“茅台专卖店+特约经销商+区域经销商+总经销制”的复合渠道网络。	

渠道扁平化，提高直营比例	2010-2014 年	实行销售大区制度，全国成立北京、东北、西南、西北、华东、华南、华北、华中共 8 个大区。 2013 年，茅台首次打破专营道，开始在全省积极招商。销售市场由“点状”转变为“网状”，在巩固贵州、河南、北京、广州山东五个核心市场的同时，重点扶持了浙江、江苏、上海等发达的潜力市场。	深耕市场，减少渠道加价，同时应对 2012 年“限三公”政令对茅台酒的不利影响。
	2015 年至今	公司开始探索扁平化直营的创新销售模式，逐步加大对商超、电商、自营、团购等渠道的比例。	优化经销网络，提高公司市场话语权。

资料来源：Wind，民生证券研究院

2018 年起，贵州茅台陆续清退扰乱茅台酒价格体系的违规经销商及专卖店，2018-2021 年累计清退茅台酒经销商约 654 家。公司顺势进行营销改革，将收回的茅台酒配额通过直销渠道进行投放，2019 年起，茅台陆续签约大型连锁和区域商超，并在天猫、苏宁、京东电商平台进行合作投放，加大茅台酒直营渠道占比，逐步回收渠道利润并强化渠道掌控力。

**表 2：茅台直销渠道收入占比稳步提升（单位：个）**

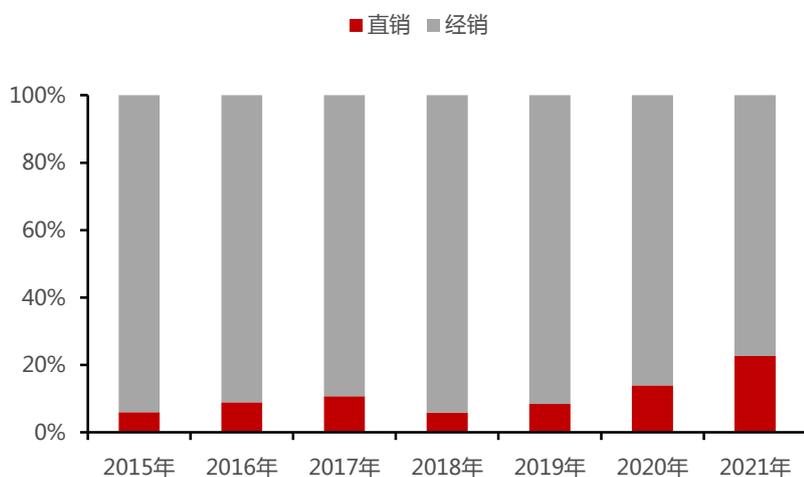
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
经销商数量总计	3102	2482	2150	2193
经销商增加	627	34	15	63
经销商减少	608	654	347	20
其中茅台酒经销商减少	437	151	46	20*

资料来源：Wind，民生证券研究院，\*代表近似值

**表 3：茅台直销渠道收入占比稳步提升**

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
直销收入占比	6.03%	8.97%	10.74%	5.95%	8.49%	13.96%	22.63%
经销收入占比	93.97%	91.03%	89.26%	94.05%	91.51%	86.04%	77.37%

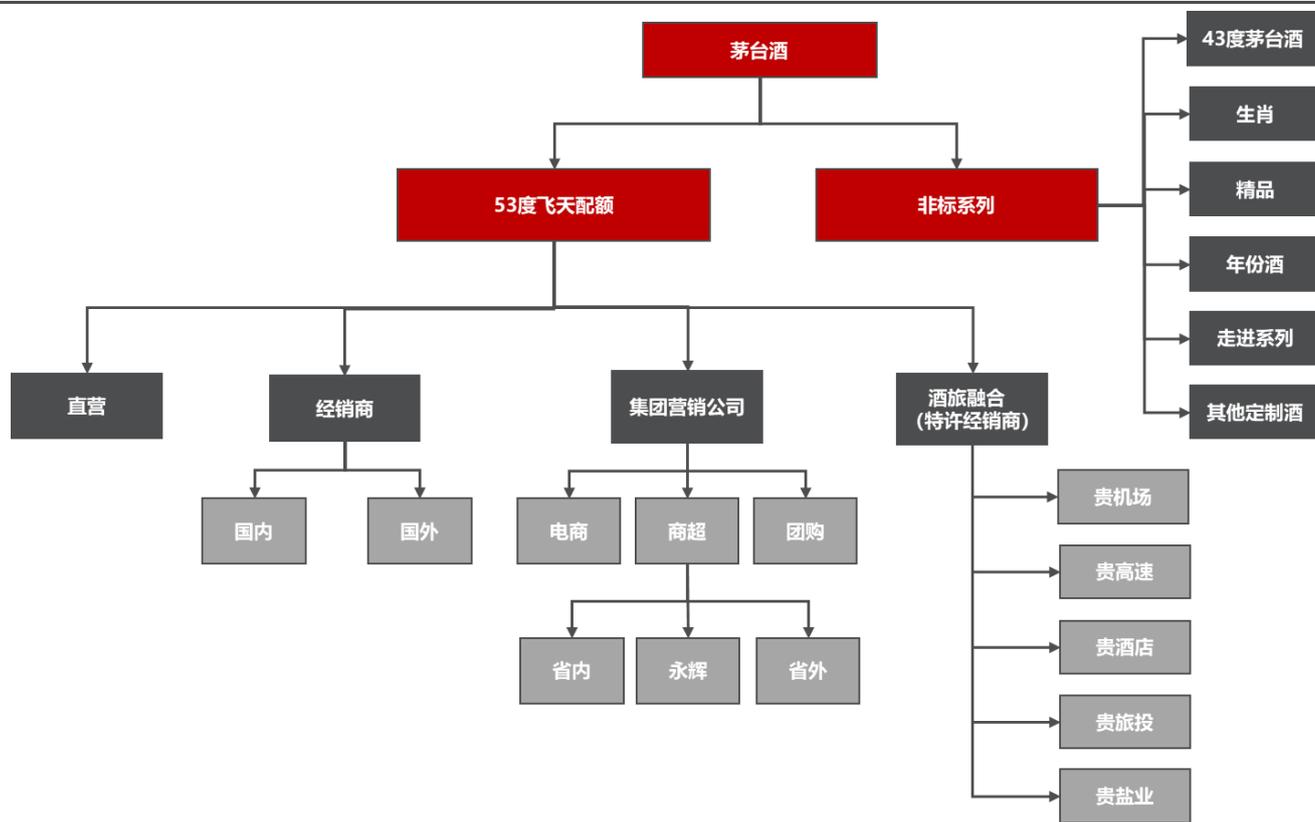
资料来源：Wind，民生证券研究院

**图 2：茅台直销渠道收入占比稳步提升**


资料来源：wind，民生证券研究院

目前，茅台酒形成了飞天茅台酒与非标茅台酒两大产品系列，其中飞天茅台酒渠道已形成经销商、直营、集团营销公司、特许经销商四大分支，经销商仍为茅台酒主要销售渠道，直营销售占比逐步提升。

图 3：茅台酒渠道结构梳理



资料来源：wind，民生证券研究院

渠道扁平化、直营化改革以来，贵州茅台报表端在不直接提升出厂价的情况下逐步回收渠道利润，实现了吨价稳步提升，2018年直销渠道发力以来，价增贡献明显大于量增。

表 4：茅台直营化改革以来价增明显

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
茅台酒收入(亿元)	315.46	367.14	523.94	654.87	758.02	848.31	943.65
YoY	3%	16%	43%	25%	16%	12%	11%
茅台酒销量(万吨)	1.9798	2.2918	3.0206	3.2464	3.4562	3.4312	3.6261
YoY	3%	16%	32%	7%	6%	-1%	6%
吨价(万元/吨)	159.34	160.20	173.46	201.72	219.32	247.23	260.24
YoY	0%	1%	8%	16%	9%	13%	5%

资料来源：Wind，民生证券研究院

## 1.2 实施数字营销法，推进电商数字化改革

数字融合，茅台实施数字营销法。茅台曾于2014年6月成立“茅台电商公司”进入电商，并于2017年9月上线“茅台云商”平台，后因出现关联交易等违规问题，于2019年解散茅台电商公司，并于2020年8月正式注销。2022年2月，董事长丁雄军提出“五合营销法”，其中提出数字营销法，构建和完善数字化营销平台，2022年3月31日，“i茅台”电商平台正式上线。

图4：茅台电商数字化改革梳理



资料来源：搜狐新闻，新京报等，民生证券研究院

我们认为,通过“i 茅台”电商平台逐步实现茅台酒+系列酒全产品系列线上直营化,长周期有望积累数字资产,形成茅台自有可控的客户数据等数字资产,强化数据运用,将各渠道的客户数据信息资料进行有机整合,真正实现内部信息共享、统一管理,有助精准识别高净值核心客户。充分利用数据系统对社会经销商和其他渠道商实施数据监管。

“i 茅台”电商平台首批上线 3 款、4 个规格系列产品,分别是珍品茅台 500ml、虎年茅台 500ml、虎年茅台 375ml\*2、茅台 1935 500ml,3 月 31 日以来“i 茅台”电商平台珍品茅台/虎茅/茅台 1935 日均分别投放 1.2/5.6/5.2 吨;人均申购人数约 800 万人次,可见“i 茅台”电商平台已成为茅台重要的 C 端流量入口,或有助茅台未来加速新品培育周期。

表 5：“i 茅台”电商平台投放量（单位：吨）

日期	珍品茅台 500ml	虎茅 500ml	虎茅 375ml*2 瓶	茅台 1935 500ml	日总计投放量
2022/3/31	1.7	4.2	0.3	6.4	12.5
2022/4/1	0.5	6.3	0.2	5.3	12.3
2022/4/2	0.9	6.9	0.2	4.1	12.1
2022/4/3	1.9	6.2	0.2	3.8	12.0
2022/4/4	2.2	6.3	0.3	3.4	12.1
2022/4/5	2.4	5.6	0.2	3.7	11.9
2022/4/6	2.6	5.4	0.2	3.6	11.9
2022/4/7	1.9	5.8	0.3	3.9	11.9
2022/4/8	1.6	4.8	0.4	5.2	12.0
2022/4/9	0.5	5.1	0.3	6.2	12.2
2022/4/10	2.4	4.2	0.5	5.0	12.1
2022/4/11	1.2	4.7	0.4	6.0	12.2
2022/4/12	1.0	4.7	0.5	5.9	12.1
2022/4/13	0.4	3.9	0.4	7.4	11.9
2022/4/14	0.3	3.7	0.3	7.7	11.9
2022/4/15	0.5	5.7	0.4	5.7	12.2
2022/4/16	0.5	5.5	0.3	5.7	11.9
2022/4/17	0.5	5.7	0.3	5.5	11.9
2022/4/18	0.6	5.7	0.5	5.2	12.0
2022/4/19	0.5	5.7	0.3	5.5	11.9
累计	24.0	105.9	6.3	104.8	240.9
平均日投放	1.2	5.3	0.3	5.2	12.0

资料来源：“i 茅台”，民生证券研究院

表 6：“i 茅台”电商平台日均申购人次（单位：人次）

日期	珍品茅台 500ml	虎茅 500ml	虎茅 375ml*2 瓶	茅台 1935 500ml	日总计申购人次
2022/3/31	140.2	220.6	122.6	136.7	620.03
2022/4/1	135.1	225.2	150.9	147.2	658.39
2022/4/2	131.1	236.9	115.9	152.1	635.93
2022/4/3	131.3	229.7	121.3	138.2	620.48
2022/4/4	140.9	232.7	157.6	140.0	671.22
2022/4/5	137.8	230.2	151.1	138.6	657.7
2022/4/6	153.7	263	174.8	155.2	746.7
2022/4/7	151.8	272.5	188.4	160.6	773.3
2022/4/8	153.1	272.2	193.4	160.5	779.2
2022/4/9	120.6	248.0	180.6	141.1	690.3
2022/4/10	132.1	233.7	180.6	135.2	681.60

2022/4/11	133.7	264.4	165.3	155.2	718.6
2022/4/12	131.1	260.9	183.1	146.9	722
2022/4/13	116.6	260.2	193.4	153.3	723.5
2022/4/14	97.03	258.3	139.8	155.2	650.33
2022/4/15	115.5	279.5	187.1	154.9	737
2022/4/16	98.6	237.5	166.7	136.5	639.3
2022/4/17	96.2	228.6	162.3	132.4	619.5
2022/4/18	113.1	265.4	197.3	154.7	730.5
2022/4/19	118.3	264.4	123	157.2	662.9
累计	2547.9	4983.9	3255.1	2951.6	13738.5
日均申购	159.2	311.5	203.4	184.5	858.7

资料来源：“i 茅台”，民生证券研究院

表 7：“i 茅台”电商平台申购中签率

日期	珍品茅台 500ml	虎茅 500ml	虎茅 375ml*2 瓶	茅台 1935 500ml	日综合中签比例
2022/3/31	0.25%	0.41%	0.03%	0.99%	0.42%
2022/4/1	0.08%	0.60%	0.02%	0.76%	0.40%
2022/4/2	0.14%	0.62%	0.02%	0.57%	0.40%
2022/4/3	0.30%	0.57%	0.02%	0.58%	0.41%
2022/4/4	0.33%	0.57%	0.02%	0.51%	0.38%
2022/4/5	0.37%	0.52%	0.02%	0.56%	0.38%
2022/4/6	0.37%	0.44%	0.02%	0.49%	0.34%
2022/4/7	0.27%	0.45%	0.02%	0.51%	0.32%
2022/4/8	0.23%	0.37%	0.03%	0.69%	0.32%
2022/4/9	0.09%	0.44%	0.03%	0.94%	0.37%
2022/4/10	0.38%	0.38%	0.04%	0.78%	0.37%
2022/4/11	0.20%	0.38%	0.03%	0.82%	0.36%
2022/4/12	0.17%	0.38%	0.04%	0.85%	0.35%
2022/4/13	0.07%	0.31%	0.03%	1.02%	0.35%
2022/4/14	0.05%	0.30%	0.03%	1.06%	0.39%
2022/4/15	0.09%	0.43%	0.03%	0.78%	0.35%
2022/4/16	0.11%	0.49%	0.02%	0.88%	0.39%
2022/4/17	0.11%	0.53%	0.02%	0.88%	0.40%
2022/4/18	0.11%	0.45%	0.04%	0.71%	0.34%
2022/4/19	0.09%	0.45%	0.03%	0.74%	0.38%
累计	0.20%	0.45%	0.03%	0.75%	0.37%
日均申购	0.25%	0.41%	0.03%	0.99%	0.42%

资料来源：“i 茅台”，民生证券研究院

## 2 茅台营销改革之二：强化渠道掌控力，渠道利润回收可期

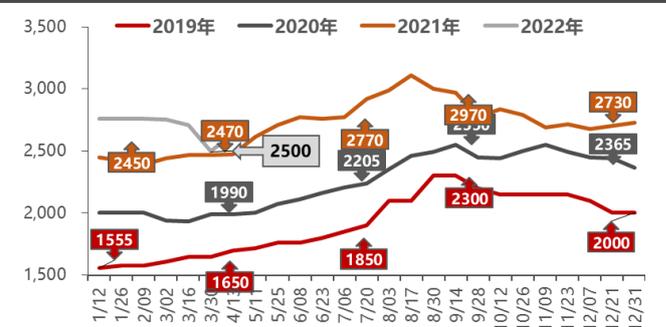
2021年8月，丁雄军董事长提出贵州茅台“五线”发展道路，正面回应市场关注的渠道不畅及价格管控问题，“必须坚持市场化及法制化改革，并着力建立客户管理系统，以数字化更加精准赋能销售体系”，提出“推进现代化管理改革，推进资产管理改革，推进营销体制和价格体系改革”，21年中秋推出“双节茅台合计投放超8000吨”、“贵州茅台旗下的茅台国际大酒店停售1499元飞天茅台酒”、“普茅之外，其他茅台酒的开箱政策即日起全部取消”等新政；22年春节取消1\*6箱茅开箱政策，新增1\*12普飞拆箱销售，加大非标茅台酒直营店拿货比例，稳定普飞市场价格同时持续强化渠道掌控力。

图5：整箱飞天茅台批价走势（单位：元）



资料来源：wind，民生证券研究院

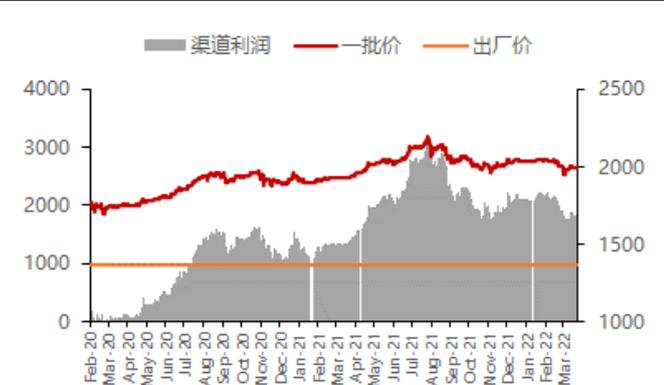
图6：散瓶飞天茅台批价走势（单位：元）



资料来源：wind，民生证券研究院

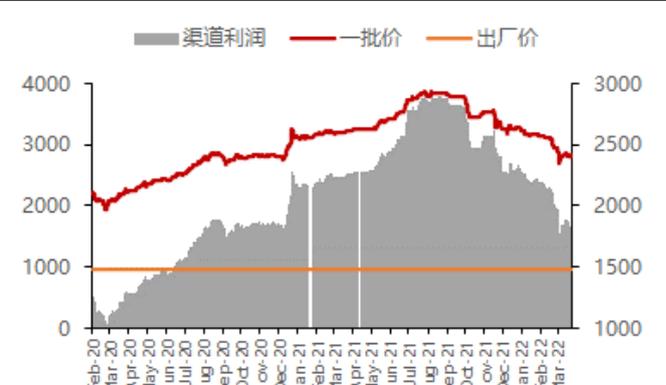
从整箱/散瓶飞天茅台批价走势可见，2021年8月茅台推进营销机制改革以来，飞天茅台一批价逐步回落，以市场化营销手段平抑一批价，使得酒厂对于市场价格的掌控力度实现强化。基于飞天茅台出厂价969元，当前整箱/散瓶渠道利润率分别约为170%/190%，从回收渠道利润角度，飞天茅台具备提升出厂价/建议零售价的理论前提。

图7：整箱飞天茅台批价及渠道利润（单位：元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：散瓶飞天茅台批价及渠道利润（单位：元）



资料来源：wind，民生证券研究院

### 3 投资建议

投资建议：高端白酒龙头企业贵州茅台在渠道扁平化过程中，通过直营化改革逐步回收渠道利润，2022年起推行数字化改革，通过电商平台实现数字资产积累，数字营销法有助为茅台市场营销注入新动能。基于回收渠道利润角度，飞天茅台具备提升出厂价/建议零售价的理论前提。我们认为，行业结构化繁荣趋势不变，持续推荐确定性高的高端白酒：贵州茅台、五粮液、泸州老窖。

### 4 风险提示

1) **限制性产业政策调整超预期**：政策调整趋紧或影响居民可支配收入，进而影响消费意愿及消费信心等；

2) **疫情散点发生及管控影响消费场景恢复**：疫情约束致餐饮等线下消费场景复苏进度低于预期；国内疫情多点散发，若持续时间超预期，可能会影响食品饮料行业后续业绩表现；

3) **市场动销及主导产品价格不及预期**：白酒企业主导产品动销及价盘不及预期，可能对上市公司报表端业绩产生负面影响。

## 插图目录

图 1：茅台基酒产量及渠道模式变迁梳理（单位：吨） .....	3
图 2：茅台直销渠道收入占比稳步提升 .....	4
图 3：茅台酒渠道结构梳理 .....	5
图 4：茅台电商数字化改革梳理 .....	6
图 5：整箱飞天茅台批价走势（单位：元） .....	9
图 6：散瓶飞天茅台批价走势（单位：元） .....	9
图 7：整箱飞天茅台批价及渠道利润（单位：元） .....	9
图 8：散瓶飞天茅台批价及渠道利润（单位：元） .....	9

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级 .....	1
表 1：茅台渠道模式变迁梳理 .....	3
表 2：茅台直销渠道收入占比稳步提升（单位：个） .....	4
表 3：茅台直销渠道收入占比稳步提升 .....	4
表 4：茅台直营化改革以来价增明显 .....	5
表 5：“i 茅台”电商平台投放量（单位：吨） .....	7
表 6：“i 茅台”电商平台日均申购人次（单位：人次） .....	7
表 7：“i 茅台”电商平台申购中签率 .....	8

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001