

市场价格 (人民币): 1773.00 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)	22,272.39
年内股价最高最低(元)	2249.81/1548.00
沪深 300 指数	4013
上证指数	3087



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	97,993	109,464	128,026	148,628	171,951
营业收入增长率	10.29%	11.71%	16.96%	16.09%	15.69%
归母净利润(百万元)	46,697	52,460	61,939	72,694	84,842
归母净利润增长率	13.33%	12.34%	18.07%	17.36%	16.71%
摊薄每股收益(元)	37.174	41.761	49.307	57.869	67.539
每股经营性现金流净额	41.13	50.97	49.25	55.25	64.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.95%	27.68%	27.82%	27.80%	27.71%
P/E	53.75	49.09	35.96	30.64	26.25
P/B	15.56	13.59	10.00	8.52	7.28

来源: 公司年报、国金证券研究所

i 茅台意义几何?

投资逻辑

- **i 茅台是什么?** “i 茅台”定位为股份出品的数字营销平台,以“线上购酒,就近提货”的方式实现了 ToC 的架构,是公司践行新零售的新尝试,对线下流通渠道进行补足。当前试运行期间,平台上线珍品茅台在内 4 款产品,消费者以指导价申购更显公平,货源来自直营/专卖店的增量,预计后续产品及渠道覆盖面均有望提升。
- **i 茅台和茅台云商有何不同?** 具体而言,1) 采取申购模式而非抢购模式,上线首 10 日分产品平均申购成功率约 0.02%~0.66%,结合摇号与公证削弱黄牛化。2) 数字化程度更强,通过产品引流加强茅台文化营销,目前注册用户数已破 1000 万。3) 把控权集中,股份公司掌控产品投放、审批等权限,公平性更强;与线下直销体系互补,利润归属股份。伴随公司市场价盘管控制能力提升,建议关注渠道利润回笼长逻辑。
- **透过 i 茅台,反映了公司何种谋划?** i 茅台本质上是市场化改革中的一环。1) 渠道端,21Q4 直销渠道营收占比达 30%,加速态势明显;考虑 22Q1 公司于直销渠道放量非标及 i 茅台运行,预计渠道弹性将持续释放。2) 产品端,公司落地提价&发布新品&缩减系列酒 SKU 等措施,产品矩阵已日趋完善,能更契合各层级消费者的需求。我们认为市场化改革本质上是让茅台酒市场价格更贴近实际供需情况,挤出非理性的炒作水分,反映合理价值。
- **长期护城河深厚,品牌渠道多轮驱动。** 长期看公司品牌力+产品力突出,供需缺口从当前申购情况中可见一斑。结合 18 年茅台基酒产能提升(同增 16%),整体量价齐升逻辑较强。“十四五”期间,集团层面发展目标围绕双翻番(复合增速约 15%),我们预计 22 年规划目标可高质且从容地完成,建议把握公司产品矩阵优化+营销体系改革+公司治理改善的增长逻辑。

投资建议

- 公司作为白酒龙头攻守兼备确定性高。我们预计公司 22-24 年营收同增 17%/16%/16%,对应营收为 1280/1486/1720 亿元;预计归母净利同增 18%/17%/17%,对应归母净利为 619/727/848 亿元;EPS 为 49.31/57.87/67.54 元,当前股价对应 PE 为 36/31/26X,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。

相关报告

- 1.《量价齐升行稳致远,改革红利加速释放-21 年年报点评》,2022.3.31
- 2.《一季度业绩开门红,市场化改革再推进-业绩公告点评》,2022.3.29
- 3.《经营数据超预期,改革势能持续释放-经营公告点评》,2022.3.8
- 4.《从量价维度剖析茅台的成长空间-贵州茅台深度报告》,2022.2.28
- 5.《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

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

叶韬 联系人
yetao@gjzq.com.cn

内容目录

引言	4
一、i 茅台的定位如何?	4
二、i 茅台和茅台云商有何不同?	6
三、透过 i 茅台, 反映了公司何种谋划?	10
四、盈利预测与投资建议	13
4.1 盈利预测	13
4.2 投资建议	15
五、风险提示	16

图表目录

图表 1: 公司电商渠道发展历程	4
图表 2: 公司不同渠道下零售路径	5
图表 3: “i 茅台”试运行期间上线四款产品价格情况	5
图表 4: i 茅台底层数字化技术支持与智慧化建设背景	5
图表 5: 用户于 i 茅台申购产品流程	6
图表 6: i 茅台与茅台云商的主要区别	6
图表 7: 试运行首 10 日 i 茅台申购情况	7
图表 8: 22 年初至今虎年生肖茅台批价走势 (元)	8
图表 9: 22 年初至今茅台 1935 批价走势 (元)	8
图表 10: 22 年初至今精品茅台批价走势 (元)	8
图表 11: 22 年初至今十五年茅台批价走势 (元)	8
图表 12: 公司通过 i 茅台推进产品、文化等营销	8
图表 13: 2014 年时公司成立电商公司股权架构	9
图表 14: 2021 年至今飞天茅台批价走势	10
图表 15: 公司市场化改革措施逐步落地	10
图表 16: 公司直销渠道营收占比持续提升	11
图表 17: 公司直销渠道吨价持续提升	11
图表 18: 公司产品矩阵已日趋完善	11
图表 19: 公司茅台酒销量及吨价	12
图表 20: 公司系列酒销量及吨价	12
图表 21: 2022 年茅台酒产品结构预测	12
图表 22: 2022 年飞天茅台分渠道结构预测	12
图表 23: 飞天渠道利润回笼对净利增厚幅度测算	13
图表 24: 公司茅台酒基酒产量 (吨) 及同比	13
图表 25: 公司系列酒基酒产量 (吨) 及同比	13
图表 26: 公司分产品收入预测 (亿元)	14
图表 27: 2012~2021 年公司管理/销售费用率	15

图表 28: 公司消费税税负趋于稳定.....	15
图表 29: 2012~2021 年公司毛利及毛利率.....	15
图表 30: 2012~2021 年公司归母净利及归母净利率.....	15
图表 31: 可比公司盈利预测及估值.....	16

引言

3月31日，公司电商平台“i茅台”正式试运行，销售采取申购模式，市场热度斐然，单品平均申购成功率不足1%。我们认为ToC模式的电商平台是公司市场化改革的又一次尝试，有利于供给端均衡投放、终端市场价格管控等，与线下渠道相得益彰。本报告梳理了i茅台的若干特征，包括定位数字营销、由股份出品、采取申购模式等。我们也探讨了i茅台与此前云商平台的差异，包括数字化去黄牛、把控力更集中等。知微见著，我们建议关注公司市场化进程下价盘管控能力的提升，以及渠道梳理下中长期体外利润回笼的长逻辑。

一、i茅台的定位如何？

i茅台定位为股份公司新推出的数字营销APP。区别与传统经销渠道，i茅台以“线上购酒，就近提货”的方式实现ToC架构，是公司践行新零售的新举措。公司此前已布局电商渠道，通过网上商城、茅台云商等直面消费者，但由于底层数字化基础薄弱、黄牛现象严重等问题，消费者体验不佳，成效相对有限，电商公司于19年12月注销。

目前i茅台尚处试运行期间，上线产品包括珍品茅台、生肖茅台在内四种，在设定时间段内申购并公示结果，提货渠道包括直营门店及专卖店。我们认为当前试运行期间平台仍以流程测试、压力测试等为主，并未大幅放量，预计后续在产品、渠道等方面覆盖面有望更完善，营销功能有望更凸显。

图表 1：公司电商渠道发展历程

时间	措施
2010年	建立网上商城（eMaotai.com）
2014年	成立贵州茅台集团电子商务股份有限公司，其中股份公司持股25%
2016年	与第三方电商平台唯品会、1919等达成战略合作
2017~2018年	9月自营电商平台“茅台云商”启用，要求传统渠道经销商30%未执行配额至云商销售，未达到将扣减来年配额；18年将该比例提升至40%
2019年	7月公司发布招标公告将与3家综合性电商平台合作，体量分别为170吨/130吨/100吨，后公示天猫/苏宁易购入围；12月电商公司注销
2020年	6月与22家直销渠道商签约，包含4家酒类垂直电商
2021年	3月31日公司自有电商平台“i茅台”试运行，预计5月18日正式上线

来源：公司公告，贵州茅台公众号，国金证券研究所

股份出品，ToC渠道布局更完善。首先，i茅台由股份公司核心把控，较此前云商而言公司对平台的控制权限更集中。其次，作为ToC的渠道架构，i茅台缩减了经销商、烟酒店等层级，当前专卖店及直营店仅作为线下提货渠道，产品配额由公司统一调配。而与天猫、苏宁等第三方电商相比，公司可以实现消费者触达，对于定位营销的平台而言底层消费者数据是后续借助信息化进行营销的基础。

图表 2: 公司不同渠道下零售路径

渠道模式	路径	价格	消费者触达
传统经销模式	公司→经销商→烟酒店/专卖店→C 端 公司→经销商→团购用户	团购价/市场价	否
	公司→集团/省内关联方	出厂价	否
KA、电商渠道	公司→KA、第三方电商→C 端	零售指导价	否
直销渠道	公司→直营店→C 端	零售指导价	是
i 茅台	公司→直营店、专卖店(提货方式)→C 端	零售指导价	是

来源: 公司公告, 国金证券研究所

试运行 4 款产品, 后续有望全覆盖。从产品端而言, i 茅台试运行期间上线茅台 1935、珍品茅台、虎年生肖茅台(500ml/375ml*2)共四款产品, 预计后续正式运行时有望覆盖飞天茅台等其他单品。从价格来看, 消费者以指导价申购, 较市场价有明显折让; 专卖店作为经销渠道通路, 渠道利润率在 7%~9% 之间, 处于相对合理区间。

图表 3: “i 茅台”试运行期间上线四款产品价格情况

产品名称	产品归属	拿货价(元)	指导价(元)	利润率	批价(元)
虎年生肖茅台(500ml)	茅台酒	2299	2499	9%	3720
虎年生肖茅台(2*375ml)		-	3599	-	-
珍品茅台(500ml)		4299	4599	7%	4710
茅台 1935(500ml)	系列酒	1088	1188	9%	1410

来源: 今日酒价, 国金证券研究所整理(注: 批价截至 22 年 4 月 22 日, 利润率=指导价/拿货价-1)

多维度技术支持, 数字化水平再提升。公司在智慧化道路上早有规划, 自 17 年开始推进“智慧茅台”建设, 并在 20 年陆续与华为、浪潮等达成战略合作。我们认为 i 茅台的上线可以视为公司在智慧化进程中的阶段性尝试, 其底层技术支持机构涵盖信息、支付、通讯、咨询等领域。

具体而言, i 茅台通过云计算构筑运行环境, 结合物联感知覆盖生产与配送(1 月底公司已启用新版物流码), 并运用区块链技术、引入互联网公证来保证公平与公开。试运行首周, 累积 4541 万人次参与预约申购, 日均申购人次约 650 万, 从注册到提货全流程基本稳健。

图表 4: i 茅台底层数字化技术支持与智慧化建设背景

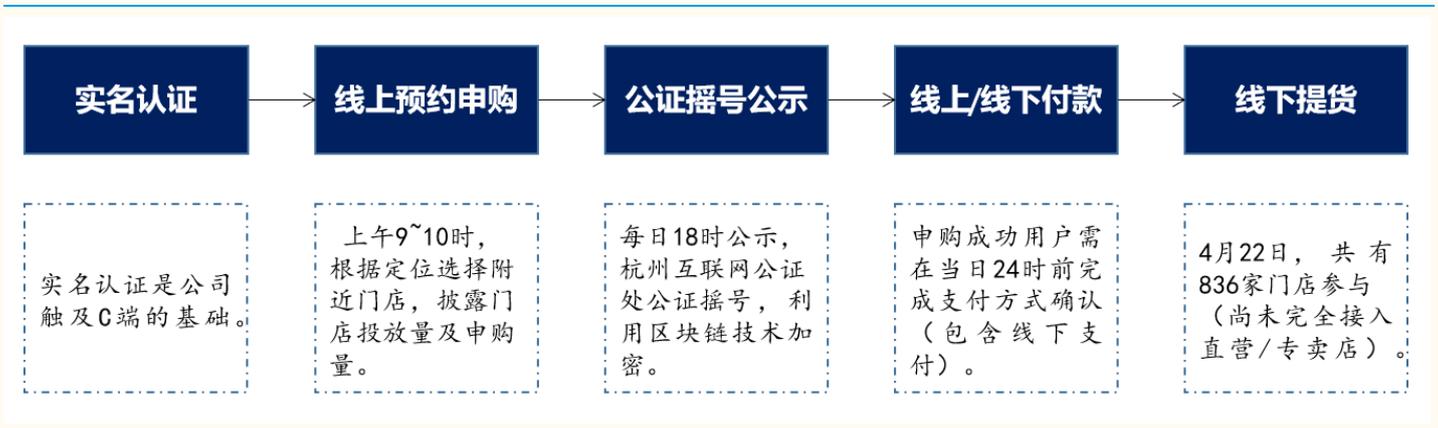
i 茅台数字化底层技术支持	1) 云计算技术: 构筑安全可靠的运行环境, 保护消费者数据安全性, 提高操作体验。
	2) 物联感知技术: 覆盖生产链与营销链, 协同包装生产、成品酒仓储、物流运输、营销结算等。
	3) 大数据技术: 汇总商流、物流、资金流、信息流, 赋能数字化营销。
	4) 区块链公证、智能风控技术: 采用“线上购酒、就近提货”的模式, 体现“公平、公正、公开”的原则。
技术支持机构	浪潮、网易、中钞、九州通、贵州银行、用友、联通云、中移在线、公诚咨询

智慧化建设背景	1) 2018年7月, 茅台集团《“智慧茅台”工程顶层设计方案》通过专家评审。
	2) 2020年4月~7月, 茅台相继与华为、浪潮、网易、中兴签署战略合作协议, 赋能“智慧茅台”工程。
	3) 2022年3月末, “i茅台”试运行; 同时供应链数字化建设已启动, 预计2023年末建成并实现产业链基本数字化。

来源: 贵州茅台公众号, 国金证券研究所

申购结合公证摇号, 确保“公平、公正、公开”。从操作端而言, 全流程包括注册、申购、付款与提货。其中: 1) 采用申购而非抢购模式, 参与时间更灵活; 申购登记顺序与成功率脱离, 参与积极性更强。2) 利用区块链技术进行摇号, 每个用户的单场申购码唯一(一个由10进制转36进制的随机数字, 无规律与次序)。申购码运用哈希算法加密, 通过匹配算法生成申购结果, 并由杭州互联网公证处公证, 确保公平; 3) 申购时披露各产品、各提货点放货量及申购情况, 直观体现申购概率。

图表 5: 用户于i茅台申购产品流程



来源: i茅台, 国金证券研究所

二、i茅台和茅台云商有何不同?

数字化去黄牛助力营销, 管控力更集中。我们认为 i 茅台与茅台云商相比, 差异性主要体现在: 1) 购买方式不同, i 茅台采用申购模式而云商采用抢购模式, 前者相对更公平; 2) 覆盖产品面上, 试运行期间 i 茅台尚未上线飞天, 我们预计后续有望上线; 3) i 茅台货源来源于公司增量投放, 云商先后要求经销商将 30%、40% 配额在云商进行消化; 4) 控制力更集中, i 茅台由股份公司核心把控, 而云商持股仅 25%; 5) 数字化水平更优秀, 专业机构提供技术支持。

图表 6: i 茅台与茅台云商的主要区别

	i 茅台	茅台云商
购买模式	申购模式 (9-10 时申购, 晚上 22 时披露申购结果, 申购成功概率与申购顺序无关)	抢购模式 (定时开启抢购, 先到先得)
覆盖产品	珍品茅台、虎年生肖茅台、茅台 1935	包含飞天茅台在内的基本全产品
产品货源	来源于增量投放	增量投放+经销商部分存量要求在云商进行销售
股权架构	由股份公司核心把控	出品方为贵州茅台集团电子商务股份有限公司, 股份公司持股 25%

数字化水平	高（浪潮、网易、联通云等专业机构技术支持）	相对较低
-------	-----------------------	------

来源：国金证券研究所整理

以数字化去黄牛，更贴近真实消费者。此前茅台云商黄牛大量使用脚本等外挂软件进行抢购，结果导致真实消费者难以抢购，而平台成为黄牛借机牟利的渠道。此外，茅台云商还存在经销商定向推单等问题。与之对应，i 茅台采用申购制，根据各用户唯一的申购码进行摇号，保证申购概率相对公平，并引入公证确保公正（各地区由于投放量差异，申购成功率亦存在差异，但差距并不明显。我们认为利用大数据调配各地区供给以优化需求匹配也是电商平台期望实现的功能之一）。

从申购情况来看，消费者热情高涨，四款单品申购成功率均不足 1%，其中 2*375ml 规格虎年生肖由于投放量较小申购成功率仅 0.02%。我们认为即使黄牛在小范围区域内联合申购，如此低申购成功率下量形成集中的概率不大，这有利于挤出当前茅台酒市场化价格体系内黄牛炒作的部分。事实上，在云商平台临上线前，非标茅台、飞天、茅台 1935 等产品批价短期出现较大幅度下跌，一方面源于黄牛恐慌性抛售存货，另一方面淡季需求相对低迷，最终导致阶段性供需失衡。

我们建议持续关注后续 i 茅台的运行情况。纵向借鉴云商的经验，观察是否能落地去黄牛化及相关利益输送问题；横向借鉴沪牌摇号等机制，观察是否存在通过技术手段提高申购成功率等问题。目前上线的产品中，虽然批价有不同程度下滑，但以虎年生肖为例批价与指导价价差仍超千元。若后续正式运行期间飞天也以指导价申购，丰厚的渠道利润下黄牛化等问题仍待检验。

图表 7：试运行首 10 日 i 茅台申购情况

	珍品茅台（500ml）		虎年生肖茅台（500ml）		虎年生肖茅台（2*375ml）		茅台 1935（500ml）	
	投放量	申购率	投放量	申购率	投放量	申购率	投放量	申购率
3 月 31 日	3526	0.25%	8934	0.41%	376	0.03%	13492	0.99%
4 月 1 日	1091	0.08%	13468	0.60%	328	0.02%	11166	0.76%
4 月 2 日	1897	0.14%	14715	0.62%	224	0.02%	8663	0.57%
4 月 3 日	3949	0.30%	13072	0.57%	220	0.02%	8036	0.58%
4 月 4 日	4615	0.33%	13311	0.57%	384	0.02%	7131	0.51%
4 月 5 日	5126	0.37%	11884	0.52%	332	0.02%	7793	0.56%
4 月 6 日	5616	0.37%	11506	0.44%	332	0.02%	7611	0.49%
4 月 7 日	4046	0.27%	12336	0.45%	364	0.02%	8261	0.51%
4 月 8 日	3502	0.23%	10189	0.37%	528	0.03%	11014	0.69%
4 月 9 日	1042	0.09%	10899	0.44%	488	0.03%	13252	0.94%
合计	34410	0.25%	120314	0.49%	3576	0.02%	96419	0.66%

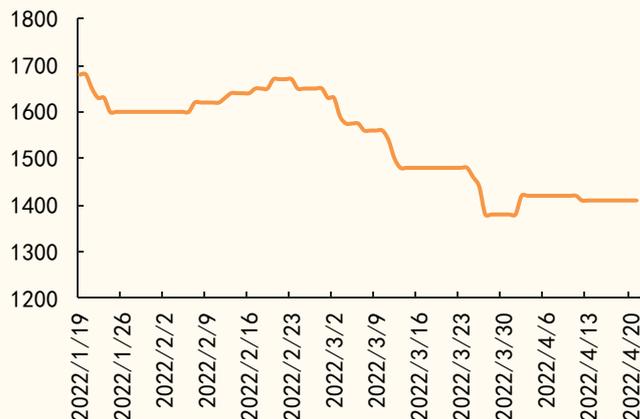
来源：i 茅台，国金证券研究所（注：投放量单位为件，申购率=投放量/申购量，统计期间为 22 年 3 月 31 日至 4 月 9 日）

图表 8: 22 年初至今虎年生肖茅台批价走势 (元)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 4 月 22 日)

图表 9: 22 年初至今茅台 1935 批价走势 (元)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 4 月 22 日)

图表 10: 22 年初至今精品茅台批价走势 (元)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 4 月 22 日)

图表 11: 22 年初至今十五年茅台批价走势 (元)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 4 月 22 日)

数字化赋能文化营销, 讲述茅台故事。相比较云商平台, i 茅台定位更偏向营销, 我们预计数字化营销效能相对会更加凸显。目前公司在平台内通过专题形式宣扬茅台文化, 例如茅台独特的产区、工艺背景, 及所上线产品的文化、品质内涵, 并已打通微信与微博端口。在用户黏性培育上, 平台上线“小茅好运”专场预约活动, 预计后续活动形式将更丰富。

事实上, 我们认为文化营销对于品牌力的打造及认可度的培养意义深远, 特别是当前部分新生代开始加入申购群体之中。因此公司积极通过引流及数字化营销, 以期让“稀缺性”、“独一无二”等概念更深入人心。在供需关系中, 正是消费者对茅台品牌力的认可支撑需求从而驱动了茅台产品的高溢价。

图表 12: 公司通过 i 茅台推进产品、文化等营销

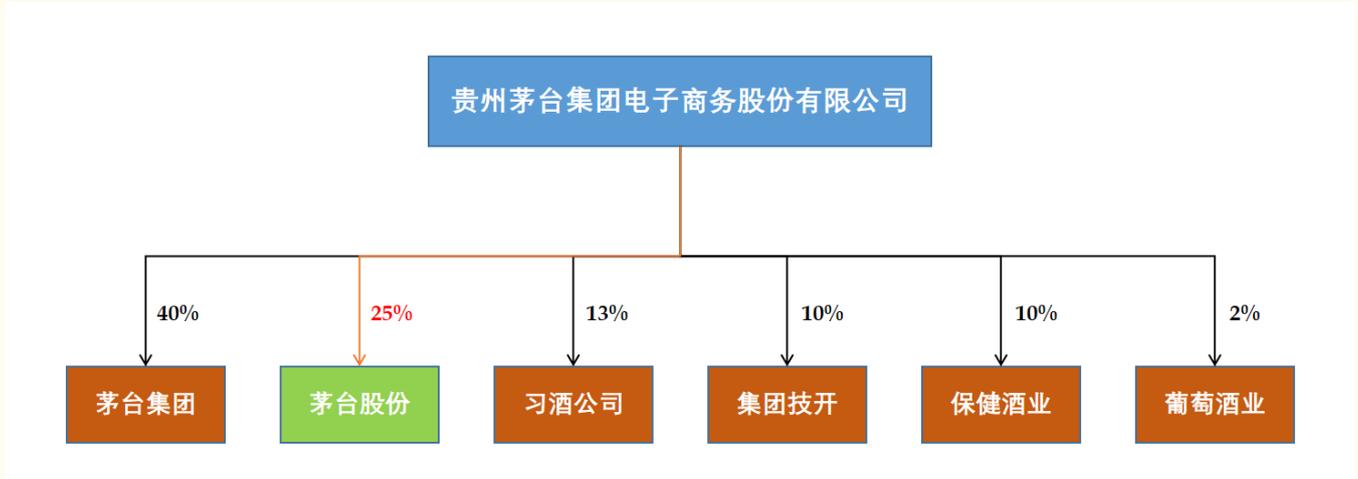
类型	内容	
茅台文化	15.03 平方公里的茅台酒核心产区	四面环山, 一水中流, 冬季暖和, 夏季炎热, 年平均湿度大, 空气相对流动性小, 自唐宋以来酿酒业就非常发达, 千年的酿酒历史蕴育筛选形成了独一无二、难以复制的微生物体系。

	黄金轮次——三 轮次酒的生产	什么是“大回酒”？为什么称之为“黄金轮次”？大回酒是茅台酒制酒酿造第三~五轮次的总称，该三轮次产量占全年基酒产量 60%以上。
产品介绍	珍品茅台	珍酿之品，百福具臻。沿袭初心至真、酒品至珍、风格至臻的理念，汇聚大师匠心，香气完美融合，酒体平衡协调。
	虎年生肖茅台	壬寅虎啸，躬履至仁。2022 年壬寅至，贵州茅台推出壬寅虎年贵州茅台酒，集茅台文化、五行文化、生肖文化、书画艺术之大成，鉴藏皆宜。
	茅台 1935	茅台酱香，股份出品。它延续了茅台产品特有的隽永含蓄的风格特征，突出表现了典雅细腻的闻香，醇厚细致的口感，色香味格有机统一、综合平衡。

来源：i 茅台，国金证券研究所

把控权集中，管控力升级。14 年茅台集团成立电商公司时，茅台股份公司股权占比仅 25%，其余股权由茅台集团、习酒公司、集团技开公司等持有，在发展后期出现利益输送、管控不严等问题，最终在 19 年末注销。目前 i 茅台预计由股份公司掌控，公司对平台的权限掌控更加集中。无论是投放量、申购时间、产品结构等，由集中化的主体进行权衡也有利于确保公平。同时，C 端数据亦集中于公司，信息流集中化能助力黄牛辨别及后续精准营销实施。

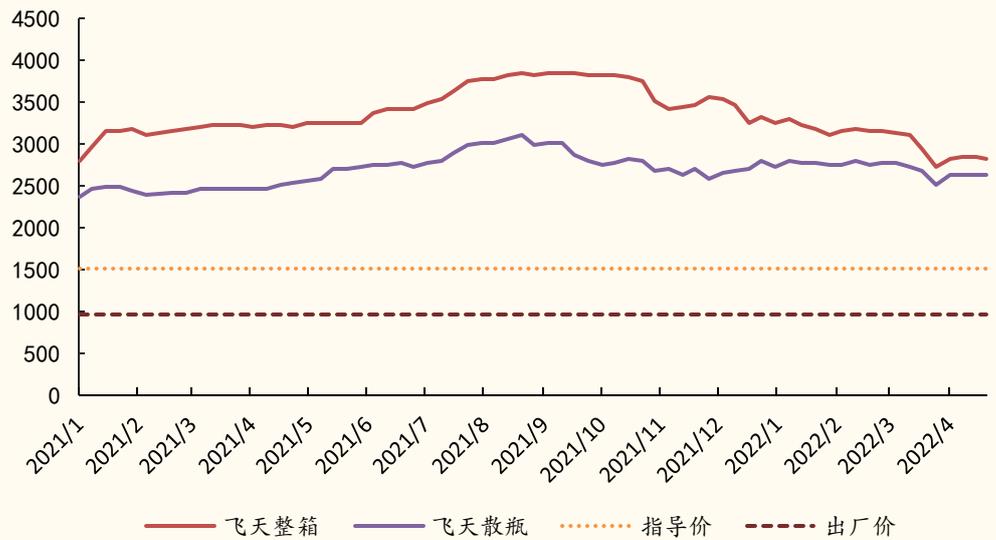
图表 13: 2014 年时公司成立电商公司股权架构



来源：公司公告，国金证券研究所

股权集中下建议关注渠道利润回收长逻辑。当前渠道反馈 i 茅台供货模式为酒厂增量投放至专卖店及直营店。与直接从酒厂配额打款相比，直销渠道拿货价高于酒厂出厂价（例如茅台 1935 拿货价为 1088 元，而出厂价为 798 元；生肖茅台拿货价为 2299 元，而出厂价为 1999 元），本质上属于直销渠道建设。参考此前云商要求经销商将部分配额至平台销售，我们认为后期平台在产品、价格、供货模式等方面有望进一步延伸与改善。鉴于公司集中的控股权，i 茅台作为线下直营体系的补充渠道，直营化建设有望加速，渠道利润回笼的长逻辑具备确定性（利润均归属股份公司）。

图表 14: 2021 年至今飞天茅台批价走势



来源: 国金证券研究所整理 (注: 批价截至 22 年 4 月 22 日, 单位均为元/瓶)

三、透过 i 茅台，反映了公司何种谋划？

i 茅台的上线反映出公司市场化改革措施正逐渐落地。新任管理层上台后积极推进营销体制和价格体系等市场化改革，提出要“着力让茅台酒回归商品属性，为消费者提供更高质量的产品和服务。”自 21 年 9 月下旬以来，公司落地了多项市场化改革措施，包括加大供给端投放、先后取消拆箱政策、新品发布及系列酒 SKU 缩减、加大直销渠道建设等，此次 i 茅台上线代表着改革更进一步。从成效来看，散瓶飞天批价由 21 年 9 月约 3000 元回落至当前约 2650~2700 元，散瓶与整箱价差亦缩减至约 200 元合理区间，市场化水平有所提升。

图表 15: 公司市场化改革措施逐步落地

时间	市场化改革举措
21 年 9~10 月	中秋&国庆普飞放量超 8000 吨
	取消非标茅台酒拆箱
21 年 11 月	双十一期间电商平台加速放量普飞
21 年 12 月	经销商渠道额外放量约 800 吨普茅
	取消飞天茅台拆箱
22 年 2~3 月	通过线上平台让经销商录入相关客户信息
	通过直销渠道等加速放量非标茅台
	系列酒缩减 SKU，资源倾斜至茅台 1935 等产品
	3 月末“i 茅台”试运行

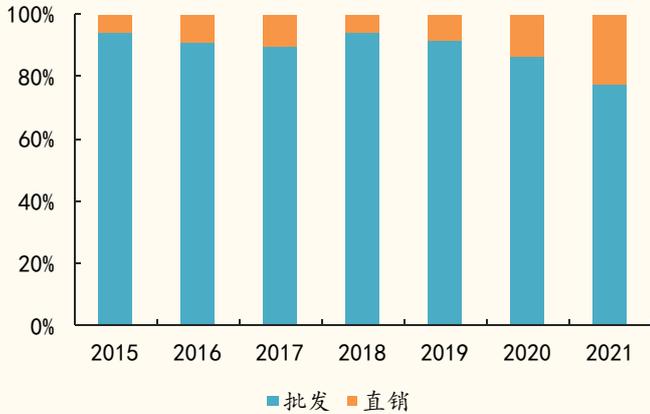
来源: 国金证券研究所整理

直销渠道建设加速，结构优化促量价齐升。从渠道端而言，直销渠道不仅是公司 ToC 的核心，也是推动营销扁平化的重要一环。自 19 年起，公司直销渠道营收占比不断提升，量价也呈齐升态势。其中，21 年直销渠道营收占比已达 22.7%，其中 21Q4 占比达 29.6%，加速态势明显。

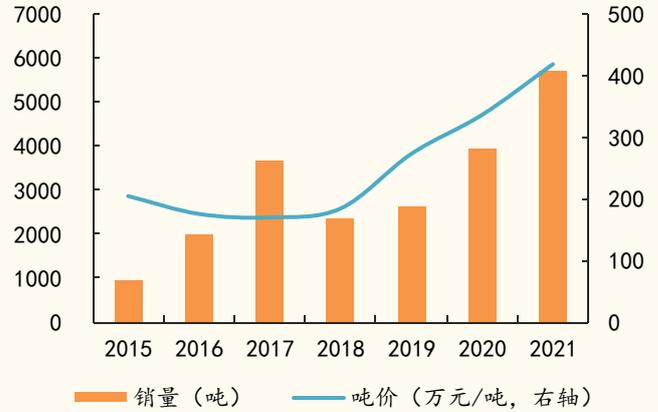
从量价的角度看，直销放量规模逐年提升，且吨价同步上扬。21 年直销渠道吨价为 419 万元，同增 24.4%，同时吨价较茅台酒产品吨价提升 62.5%（该比

例超过飞天指导价较出厂价的提升幅度)，表明产品结构的更优化。结合 22Q1 公司在直销渠道放量非标，及 i 茅台平台建设，我们预计公司直销建设仍将以又好又快节奏扎实推进（预计传统经销渠道短期内不释放增量，增量主要投放至直营、商超、电商等渠道）。

图表 16: 公司直销渠道营收占比持续提升



图表 17: 公司直销渠道吨价持续提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

提价&缩减 SKU, 公司产品矩阵日益完善。从产品端而言, 公司通过提价、缩减 SKU、新品发布的方式完善了产品架构矩阵。自 21 年末至 22 年初, 公司发布新品茅台 1935 布局千元价格带, 发布珍品茅台补足精品茅台与 15 年年份茅台间的矩阵间隙, 并通过提价使得产品分层更明晰。当前, 茅台酒已形成飞天、生肖、精品、珍品、年份茅台的产品架构, 更契合各层级消费者的需求, 并部分缓解飞天供给端压力。

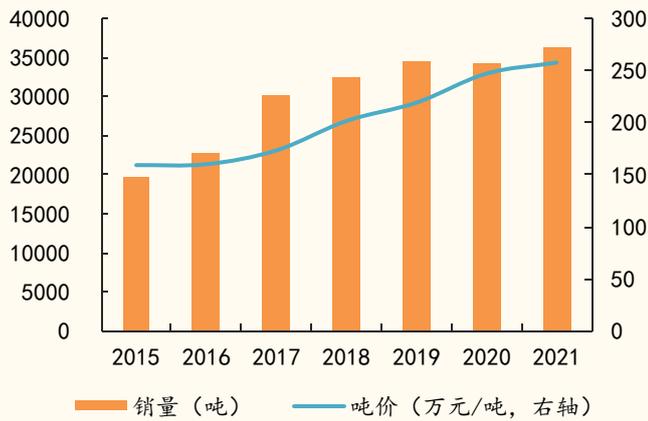
系列酒层面, 渠道反馈公司 22 年将缩减包括普王子、普迎宾在内 10 款 SKU, 并将资源集中于茅台 1935 在内 11 款主推产品, 结构将更聚焦与优化。自 17 年至 21 年, 系列酒销量维持在 3 万吨左右, 但 21 年吨价较 17 年提升 116%, 我们预计产品端结构优化亦将延续。

图表 18: 公司产品矩阵已日趋完善

产品系列	产品名称	出厂价 (一批价)
系列酒	迎宾 (普)	88* (150)
	迎宾 (紫)	- (165)
	王子 (普)	118* (250)
	王子 (金)	158 (210)
	王子 (酱香经典、珍品)	208 (240)、218 (280)
	汉酱 (普)	288 (380)
	汉酱 (茅)	- (750)
茅台酒	茅台 1935	798 (1410)
非标茅台酒	飞天茅台	969 (2640)
	虎年生肖茅台	1999 (3720)
	精品茅台	2699 (3460)
	珍品茅台	4299 (4710)
	15 年份茅台	5399 (6270)

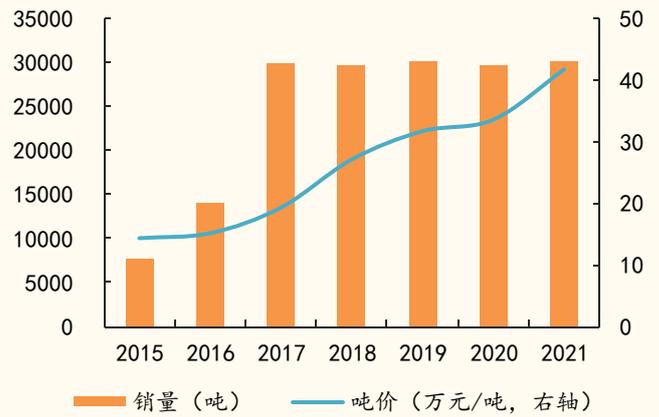
来源: 今日酒价, 国金证券研究所整理 (注: 带*产品已逐步清理, 打款价为 21 年 1 月提价后口径, 单位均为元/瓶, 批价截至 22 年 4 月 22 日)

图表 19: 公司茅台酒销量及吨价



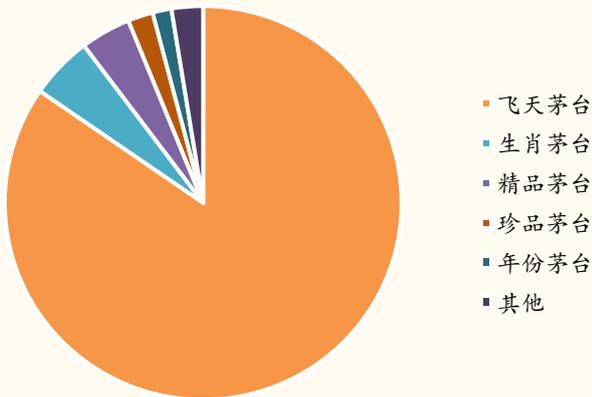
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 20: 公司系列酒销量及吨价



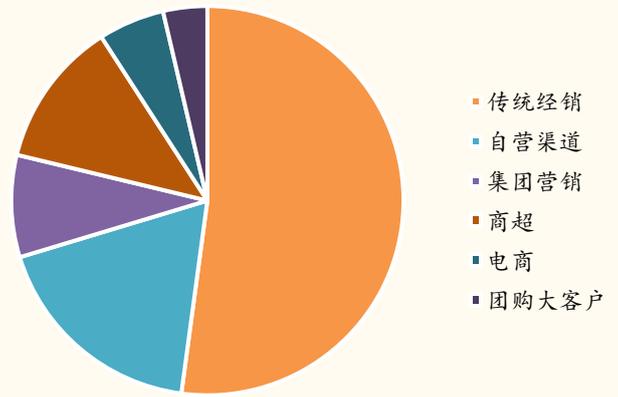
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21: 2022 年茅台酒产品结构预测



来源: 国金证券研究所整理

图表 22: 2022 年飞天茅台分渠道结构预测



来源: 国金证券研究所整理

建议关注公司价盘管控能力提升及渠道利润回笼长逻辑。我们认为, 公司市场化改革目标所谓“遵循市场规律, 呼应市场信号, 反映合理价值”, 本质上是让茅台酒市场价格更贴近实际供需状态, 挤出不合理、非理性的炒作水分。在 i 茅台临上线前, 飞天及非标茅台批价明显下滑, 反映了部分持炒作情绪的社会库存囤积方对价格的高敏感性。

我们看好公司市场化改革持续推进下对市场价盘管控能力的提升。市场化不仅要求产品价格市场化, 也应该反映渠道利润市场化, 而当前飞天渠道利润甚至高于酒厂生产端的利润。在公司价盘控制能力持续提升的背景下, 通过产品直接/间接提价、直销渠道建设等方式回笼渠道利润的长逻辑将更清晰。即使仅考虑传统经销渠道飞天茅台, 以 22 年归母净利为基数, 留存 50% 渠道利润时对 22 年净利增厚幅度也在 20%+。

图表 23: 飞天渠道利润回笼对净利增厚幅度测算

	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 (23E)		
	V=1.5	V=1.7	V=1.9	V=1.5	V=1.7	V=1.9	V=1.5	V=1.7	V=1.9	V=1.5	V=1.7	V=1.9
渠道利润不留存	551	625	698	326	369	412	45%	51%	57%	21.1	20.3	19.5
渠道利润留存 30%	353	400	447	208	236	264	29%	32%	36%	23.8	23.1	22.5
渠道利润留存 50%	264	300	335	156	177	198	21%	24%	27%	25.2	24.6	24.1
渠道利润留存 70%	197	223	250	116	132	147	16%	18%	20%	26.4	25.9	25.4
渠道利润留存 100%	121	137	153	72	81	91	10%	11%	12%	27.9	27.5	27.2

来源: 国金证券研究所测算 (注: 测算考虑 1.5/1.7/1.9 万吨飞天量的情形, 渠道利润及净利单位为亿元, 股价截至 22 年 4 月 22 日)

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

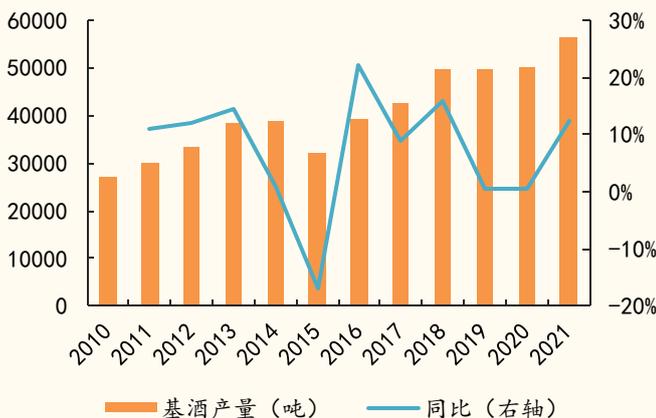
■ 收入拆分及预测: 量价齐升仍具备确定性

1) 从量的角度而言, 18 年茅台酒基酒产量同比+16%, 22 年环比放量具备基础, 预计 22-24 年茅台酒销量分别同增 9%/8%/8%。系列酒基酒产量自 17 年至今已增长约 35%, 但销量基本持平, 预计主要系内部调结构中延长基酒储存期以供应相对高质系列酒。考虑到 19 年/21 年系列酒基酒产量同增明显, 我们预计 22-24 年系列酒酒销量分别同增 11%/10%/10%。

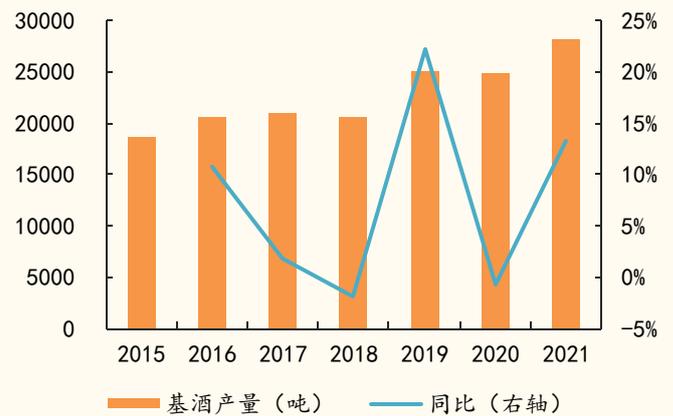
2) 从价的角度而言, 吨价提升主要取决于直接/间接提价、内部产品结构优化及渠道结构优化。考虑到目前公司市场化改革持续推进, 直销建设、结构优化或将加速, 我们预计价的层面将更有弹性。

整体而言, “十四五”期间集团层面围绕双翻番发展目标, 对应 20~25 年复合增速约 15%, 其中股份公司 20 年营收占集团比重约 86%。落实到公司层面, 22 年规划目标总营收增速约 15%, 与集团复合增速基本匹配。考虑到公司提出要“大踏步”发展, 整体我们认为公司 22 年规划可以有余力且高质地完成, 我们预计 22-24 年营收分别同增 17%/16%/16%。

图表 24: 公司茅台酒基酒产量 (吨) 及同比



图表 25: 公司系列酒基酒产量 (吨) 及同比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 26: 公司分产品收入预测 (亿元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	949	1062	1246	1450	1682
yoy		12%	17%	16%	16%
毛利率	91.4%	91.5%	91.6%	91.9%	92.0%
(1) 茅台酒					
营收占比	89%	88%	85%	83%	81%
营业收入	848	935	1063	1208	1363
yoy		10%	14%	14%	13%
毛利率	94.0%	94.0%	94.4%	94.8%	95.1%
销量(万吨)	3.43	3.63	3.95	4.27	4.59
yoy		6%	9%	8%	8%
(2) 其他系列酒					
营收占比	11%	12%	15%	17%	19%
营业收入	100	126	182	240	317
yoy		26%	44%	32%	32%
毛利率	70.1%	73.7%	76.0%	77.5%	79.0%
销量	2.97	3.02	3.35	3.68	4.05
yoy		1%	11%	10%	10%
(3) 其他业务收入					
营业收入	1	1	2	2	2
yoy		40%	20%	20%	20%
毛利率	24.4%	29.4%	30.0%	30.0%	30.0%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 盈利水平稳健, 盈利质量优越

公司盈利能力近年来稳步提升, 归母净利率自 16 年 41.6% 提升至 21 年 47.9%。从驱动因素来看, 我们认为主要源于毛利率的提升及整体费用率的下降:

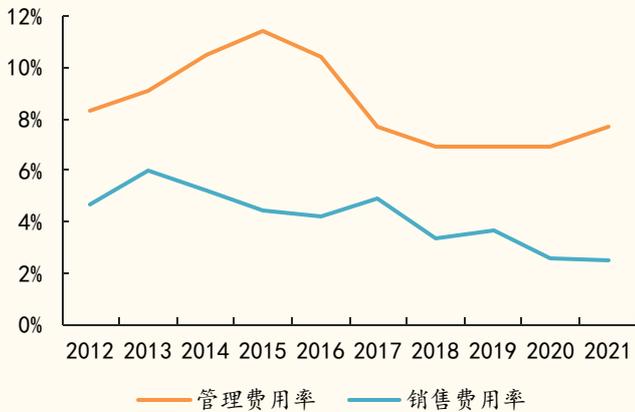
1) 从毛利率来看: 得益于产品结构&渠道优化, 茅台酒/系列酒吨价均持续提升, 共同驱动毛利率提升。但一方面考虑到与茅台酒相比系列酒毛利率较低, 且占比呈上升趋势; 另一方面公司 21 年毛利率已达 91.8%, 毛利率上升 1pct 需要整体吨价提升约 14%, 因此我们认为中长期公司毛利率会较为稳健。

分产品而言, 考虑到非标提价及直营假设加速, 我们预计 22-24 年茅台酒毛利率分别为 94.4%/94.8%/95.1%; 考虑到系列酒 SKU 精简及茅台 1935 上市, 我们预计 22-24 年系列酒毛利率分别为 76.0%/77.5%/79.0%; 其他业务收入主要为茅台国际大酒店收入, 中性假设 22-24 年毛利率维持 30.0%。结合分产品毛利率假设, 我们预计 22-24 年公司毛利率分别为 91.7%/91.9%/92.0%。

2) 从费用角度来看: 21 年公司销售费率延续下降趋势; 管理费率略有所增, 系拆分项中职工薪酬同增 21%; 税金及附加主要由消费税构成, 伴随吨价提升, 定量税负影响减少, 消费税负会略有所降。整体我们认为销售费率、税金及附加占比已趋于稳定, 管理费用中长期仍有优化空间。中性假设下, 我们预计 22-24 年管理费用率/销售费用率分别维持 7.7%/2.5%, 税金及附加占比分别为 14.0%/14.0%/13.9%。

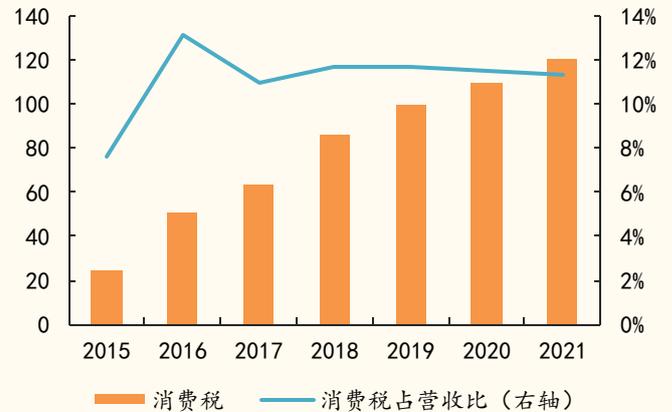
3) 从盈利质量来看：公司经营现金流优越，自 12 年以来经营净现金流/归母净利比值中枢为 113%，其中 21 年该比值为 122%。充沛的现金流入足以支撑公司基础建设支出，经营风险亦相对较小。

图表 27: 2012-2021 年公司管理/销售费用率



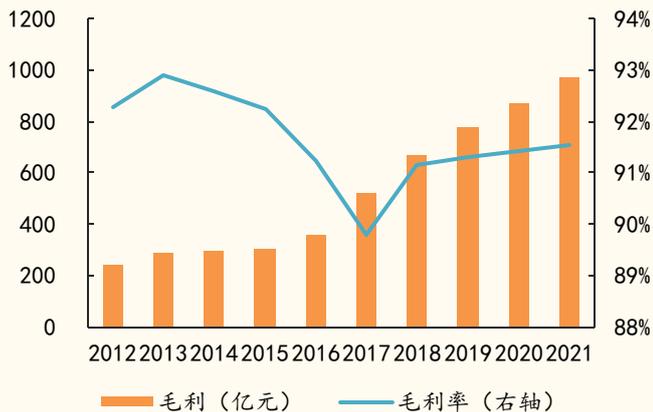
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28: 公司消费税税负趋于稳定



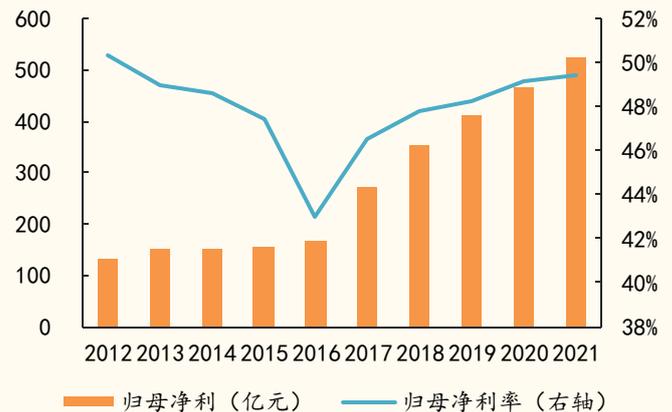
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29: 2012-2021 年公司毛利及毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30: 2012-2021 年公司归母净利及归母净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 投资建议

当前公司市场化改革持续推进，i 茅台上线试运行标志着公司在渠道端及营销端更进一步。我们建议着重关注公司对市场价盘管控能力的提升，目前较高的渠道价差一方面反映了明显的供需缺口，但另一方面仍需挤压非理性的炒作成分。伴随渠道梳理我们也建议把握体外利润回笼长逻辑，无论是通过直接/间接提价，还是直销渠道建设等方式。此外，公司通过数字化手段，加强对 C 端消费者画像的掌控，调节区域间的供给分配，有助于公司中长期稳健发展。

整体而言，公司作为白酒龙头根深叶茂，深厚的护城河下攻守兼备，关注产品矩阵优化+营销体系改革+公司治理改善。我们预计公司 22-24 年营收分别同增 17.0%/16.1%/15.7%，对应营收分别为 1280/1486/1720 亿元；预计归母净利同增 18.1%/17.4%/16.7%，对应归母净利为 619/727/848 亿元；当前股价对应 PE 分别为 36/31/26X，维持“买入”评级。

图表 31: 可比公司盈利预测及估值

名称	归母净利 (亿元)					PE				
	19A	20A	21A/E	22E	23E	19A	20A	21A/E	22E	23E
五粮液	174	200	233	266	309	30	57	37	24	21
泸州老窖	46	60	78	100	124	27	55	47	30	24
山西汾酒	19	31	53	78	103	40	106	73	41	31
酒鬼酒	3	5	9	15	20	39	103	75	34	25
舍得酒业	5	6	12	19	25	20	49	61	27	20
平均								58	31	24
贵州茅台	412	467	525	619	727	36	54	49	36	31

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 舍得酒业盈利预测采用 Wind 一致预期; 21 年舍得酒业、贵州茅台归母净利为实际值, 其余为业绩预告披露值; 股价截至 22 年 4 月 22 日)

五、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影响终端消费场景恢复, 亦会对公司推进直销渠道建设产生扰动, 从而对公司业绩造成阶段性影响。

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: 公司作为食饮生产企业, 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	88,854	97,993	109,464	128,026	148,628	171,951	货币资金	13,252	36,091	51,810	81,712	114,263	151,269
增长率	10.3%	11.7%	17.0%	16.1%	15.7%		应收款项	1,540	1,567	33	35	41	48
主营业务成本	-7,576	-8,265	-9,157	-10,422	-11,813	-13,485	存货	25,285	28,869	33,394	35,692	40,780	46,922
%销售收入	8.5%	8.4%	8.4%	8.1%	7.9%	7.8%	其他流动资产	118,997	122,078	138,953	147,252	159,074	171,853
毛利	81,278	89,728	100,307	117,604	136,815	158,466	流动资产	159,073	188,605	224,191	264,692	314,158	370,092
%销售收入	91.5%	91.6%	91.6%	91.9%	92.1%	92.2%	%总资产	86.9%	88.4%	87.9%	89.1%	90.4%	91.4%
营业税金及附加	-12,733	-13,887	-15,304	-17,898	-20,748	-23,970	长期投资	320	30	176	176	176	176
%销售收入	14.3%	14.2%	14.0%	14.0%	14.0%	13.9%	固定资产	17,663	18,673	19,794	20,528	21,210	22,112
销售费用	-3,279	-2,548	-2,737	-3,201	-3,686	-4,230	%总资产	9.6%	8.8%	7.8%	6.9%	6.1%	5.5%
%销售收入	3.7%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	无形资产	4,886	4,965	6,348	6,524	6,700	6,874
管理费用	-6,168	-6,790	-8,450	-9,884	-11,444	-13,240	非流动资产	23,969	24,791	30,977	32,318	33,508	34,839
%销售收入	6.9%	6.9%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	%总资产	13.1%	11.6%	12.1%	10.9%	9.6%	8.6%
研发费用	-49	-50	-62	-77	-89	-103	资产总计	183,042	213,396	255,168	297,010	347,666	404,931
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	0	0	104	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	59,049	66,453	73,753	86,545	100,847	116,922	应付款项	5,103	4,600	6,134	6,130	6,996	8,014
%销售收入	66.5%	67.8%	67.4%	67.6%	67.9%	68.0%	其他流动负债	35,990	41,074	51,676	57,044	64,112	71,499
财务费用	-7	235	935	1,294	1,806	2,447	流动负债	41,093	45,674	57,914	63,173	71,108	79,513
%销售收入	0.0%	-0.2%	-0.9%	-1.0%	-1.2%	-1.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	73	1	296	233	186	153
公允价值变动收益	-14	5	-2	0	0	0	负债	41,166	45,675	58,211	63,406	71,294	79,666
投资收益	0	0	58	1	1	1	普通股股东权益	136,010	161,323	189,539	222,625	261,502	306,145
%税前利润	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
营业利润	59,041	66,635	74,751	87,859	102,675	119,393	未分配利润	115,892	137,594	160,717	193,764	232,541	277,184
营业利润率	66.4%	68.0%	68.3%	68.6%	69.1%	69.4%	少数股东权益	5,866	6,398	7,418	10,980	14,870	19,120
营业外收支	-259	-438	-223	-250	-240	-230	负债股东权益合计	183,042	213,396	255,168	297,010	347,666	404,931
税前利润	58,783	66,197	74,528	87,609	102,435	119,163	比率分析						
利润率	66.2%	67.6%	68.1%	68.4%	68.9%	69.3%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-14,813	-16,674	-18,808	-22,109	-25,850	-30,071	每股指标						
所得税率	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	每股收益	32.803	37.174	41.761	49.307	57.869	67.539
净利润	43,970	49,523	55,721	65,501	76,585	89,092	每股净资产	108.271	128.421	150.883	177.221	208.169	243.708
少数股东损益	2,764	2,826	3,260	3,561	3,890	4,250	每股经营现金净流	35.990	41.131	50.970	49.251	55.246	64.141
归属于母公司的净利润	41,206	46,697	52,460	61,939	72,694	84,842	每股股利	14.539	17.025	19.293	23.000	27.000	32.000
净利率	46.4%	47.7%	47.9%	48.4%	48.9%	49.3%	回报率						
							净资产收益率	30.30%	28.95%	27.68%	27.82%	27.80%	27.71%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	22.51%	21.88%	20.56%	20.85%	20.91%	20.95%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	投入资本收益率	31.12%	29.64%	27.98%	27.70%	27.28%	26.88%
净利润	43,970	49,523	55,721	65,501	76,585	89,092	增长率						
少数股东损益	2,764	2,826	3,260	3,561	3,890	4,250	主营业务收入增长率	15.10%	10.29%	11.71%	16.96%	16.09%	15.69%
非现金支出	1,249	1,388	1,594	1,561	1,714	1,896	EBIT增长率	15.04%	12.54%	10.98%	17.34%	16.53%	15.94%
非经营收益	-40	-100	-1,146	44	81	109	净利润增长率	17.05%	13.33%	12.34%	18.07%	17.36%	16.71%
营运资金变动	32	857	7,860	-5,236	-8,981	-10,522	总资产增长率	14.51%	16.58%	19.58%	16.40%	17.06%	16.47%
经营活动现金净流	45,211	51,669	64,029	61,869	69,399	80,574	资产管理能力						
资本开支	-3,149	-2,089	-3,406	-2,908	-2,952	-3,305	应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资	0	295	-2,144	0	0	0	存货周转天数	1,175.4	1,195.7	1,240.9	1,250.0	1,260.0	1,270.0
其他	-17	-11	-12	1	1	1	应付账款周转天数	64.8	63.1	66.8	66.0	65.8	65.6
投资活动现金净流	-3,166	-1,805	-5,562	-2,907	-2,950	-3,304	固定资产周转天数	62.2	60.4	58.3	50.8	44.7	39.9
股权募资	833	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	-104	0	0	净负债/股东权益	-9.34%	-21.52%	-26.25%	-34.98%	-41.34%	-46.51%
其他	-20,117	-24,128	-26,564	-28,872	-33,832	-40,210	EBIT利息保障倍数	7,917.6	-283.2	-78.9	-66.9	-55.8	-47.8
筹资活动现金净流	-19,284	-24,128	-26,564	-28,977	-33,832	-40,210	资产负债率	22.49%	21.40%	22.81%	21.35%	20.51%	19.67%
现金净流量	22,761	25,737	31,900	29,985	32,617	37,060							

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	8	80	124	158	322
增持	0	7	13	17	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.08	1.09	1.10	1.01

来源：聚源数据

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-01	买入	1678.99	N/A
2	2021-09-27	买入	1694.00	N/A
3	2021-10-23	买入	1901.00	N/A
4	2022-01-01	买入	2050.00	N/A
5	2022-02-28	买入	1799.06	2293.00 ~
6	2022-03-08	买入	1707.00	N/A
7	2022-03-29	买入	1660.80	N/A
8	2022-03-31	买入	1730.10	N/A

来源：国金证券研究所



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