



## 买入（首次）

所属行业：食品饮料/饮料制造  
当前价格(元)：1,859.00

### 证券分析师

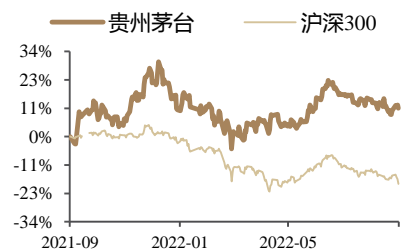
花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.07	-4.64	0.11
相对涨幅(%)	2.80	2.79	7.58

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 贵州茅台（600519.SH）：从渠道进化视角，再看价值王者

### 投资要点

- **贵州茅台：白酒龙头穿越周期，布局产能稳健增长。**茅台酒先后五次上榜全国评酒会，是国内实至名归的名酒品牌。茅台酒超高端价位段需求具有较强的韧性，商务宴请、礼赠等消费场景对于价格的敏感度较低，我们积极看好茅台酒在扩产的背景下继续实现量价齐升。
- **中华片区将贡献未来增量，2025年满负荷释放产能。**在老厂区和中华片区分别新建产能22700吨和13952吨，累计新增产能36652吨。目前公司扩产项目已经全部落地，短期内将不再继续扩建。茅台酒基酒将在2025年实现满负荷产能释放，基酒产能将达到5.6万吨，对应可投放市场的茅台酒4.5万吨。
- **营销体制改革：以新电商平台为抓手，实现量价再平衡。**2022年，在丁雄军董事长的主导下，“i茅台电商”平台正式推出，并率先上线珍品茅台、生肖虎茅、茅台1935等新品，预计i茅台电商平台将成为茅台提升直营比例占比、茅台新品投放、营销体系改革的重要抓手和载体。从2022年来看，截止7.7，i茅台电商平台实现营收46亿，全年维度看将成为茅台实现稳定增长的助推器。在五合营销法和五线发展理论的指引下，茅台酒继续从供给端着手，梳理茅台量价的再平衡，进而实现茅台酒回归到消费者的餐桌上。
- **中期围绕未开发区域继续做增量，冲击集团2000亿营收目标。**随着国家宏观层面稳增长政策的持续发力，高端商务活动或迎来较强复苏，我们坚定看好茅台高端酒的价值标杆。在中期产能布局方面，茅台未来会围绕未开发的7平方公里积极做增量，未来茅台增量配额或继续通过直营渠道、i茅台电商渠道、珍品等高价酒等方式增厚业绩。远期看，在习酒剥离出茅台集团的背景下，茅台或提高十四五期间的增长任务，实现高质量达成2000亿的茅台集团营收目标。
- **从渠道改革视角再看价值王者，首次覆盖，给予“买入”评级。**目前茅台业绩稳定增长的工具较多，新一届领导班子从年轻化、营销改革、公司治理等多个维度来实现茅台又好又快发展，预计2022-2024年实现营收1279.8/1509.5/1730.3亿元，实现归母净利润624.5/742.2/859.5亿元，对应PE水平37.4/31.5/27.2X。考虑到茅台酒扩产在即、渠道改革或好于预期，以及公司享受高端白酒增长确定性溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**高端白酒竞争加剧；渠道改革不及预期；渠道动销不及预期

### 股票数据

总股本(百万股):	1,256.20
流通A股(百万股):	1,256.20
52周内股价区间(元):	1585.88-2170.66
总市值(百万元):	2,335,271.71
总资产(百万元):	239,849.18
每股净资产(元):	152.92

资料来源：公司公告

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	97,993	109,464	127,983	150,952	173,032
(+/-)YOY(%)	10.3%	11.7%	16.9%	17.9%	14.6%
净利润(百万元)	46,697	52,460	62,453	74,217	85,952
(+/-)YOY(%)	13.3%	12.3%	19.0%	18.8%	15.8%
全面摊薄EPS(元)	37.17	41.76	49.72	59.08	68.42
毛利率(%)	91.7%	91.8%	91.9%	92.1%	92.4%
净资产收益率(%)	28.9%	27.7%	28.3%	28.8%	28.6%

资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 投资摘要

### 核心逻辑

茅台酒十四五扩产在即，产能释放将极大地缓解茅台酒增长压力。根据茅台酒产能规划来看，当前茅台酒设计产能是 5.6 万吨，较难满足市场对茅台酒的需求。我们认为随着中华片区二期的有序推进，远期看，茅台酒总产能（茅台酒+系列酒）或进一步突破至 10 万吨左右。

i 茅台上线后成为茅台酒营销改革的抓手，我们看好十四五期间的量价平衡。2022 年是茅台酒数字化营销改革的元年，i 茅台电商平台成为茅台酒提升直营比例、投放茅台增量配额、优化茅台批价的重要抓手，也是茅台持续年轻化的重要载体。我们看好茅台酒作为超高端白酒标的，走好新时代发展的每一步。

### 估值和投资建议

贵州茅台作为国内高端白酒龙头，持续受益高端价位段快速扩容以及自身渠道改革红利。从 PE 估值角度，我们选取了五粮液、泸州老窖等行业内可比公司，2023 年白酒行业 PE 估值中枢在 26 倍左右。我们预计 2022-2024E，贵州茅台的 PE 水平在 37.4/31.5/27.2X，考虑到茅台酒扩产计划有序推进、渠道改革或好于预期，以及公司享受业绩确定性溢价，我们认为公司估值仍有一定的修复空间。

综合来看，我们预计贵州茅台 2022-2024 年实现营收 1279.8/1509.5/1730.3 亿元，实现归母净利润 624.5/742.2/859.5 亿元，对应 EPS 49.7/59.1/68.4 元。考虑到茅台酒扩产有序推进、渠道改革或好于预期，以及公司享受业绩确定性溢价，给予“买入”评级。

### 与市场预期的差异之处

市场或认为疫情反复冲击下，高端酒赛道景气度或下行。我们认为，茅台酒作为超高端标的，需求具有较强的刚性和韧性，将持续受益于高端消费扩容的速度。

市场或认为千元价格带赛道较为拥挤，茅台 1935 增长或存在一定瓶颈。我们认为，茅台 1935 作为承接茅台酒溢出的千元价位红利，一方面受益于千元价格带的持续扩容，另一方面或抢占其他竞品的份额。

### 股价的催化因素

动销超预期；渠道改革进展超预期等。

### 主要风险

**高端白酒竞争加剧。**茅台推出定位 1000 元价位段的茅台 1935，但是千元价位段竞品众多，价位段竞争烈度加大。

**渠道改革不及预期。**茅台通过打造 i 茅台电商平台来实现量价平衡和新品投放，后续一旦 i 茅台难以管控住配额流向或投机性炒作，或对茅台整体价盘产生一定影响。

**渠道动销不及预期。**疫情反复冲击下，预计对高端白酒消费形成一定的压制。茅台 1935 等新品推出后，动销端仍需经受一定考验。

## 内容目录

投资摘要.....	2
核心逻辑 .....	2
估值和投资建议 .....	2
与市场预期的差异之处.....	2
股价的催化因素 .....	2
主要风险 .....	3
1. 贵州茅台：白酒龙头穿越周期，布局产能稳健增长 .....	7
1.1. 历史复盘：大浪淘沙彰显价值，新帅上任未来可期 .....	7
1.2. 股权结构：贵州国资绝对控股，管理层调整落定.....	8
1.3. 营收情况：迈入后千亿时代，继续实现量价齐升.....	9
1.4. 生产工艺：生产环境得天独厚，时间是茅台最好的朋友.....	12
1.4.1. 天时地利人和，造就茅台稀缺性特质 .....	12
1.4.2. 生产工艺造就独特风味，时间是茅台就好的朋友 .....	13
1.5. 产能规划：茅台酒产能饱和，系列酒待持续释放.....	14
1.6. 产品结构：飞天茅台为基本盘，系列酒迎结构升级 .....	16
2. 营销改革：以新电商平台为抓手，实现量价再平衡 .....	18
2.1. 渠道沿革：从破到立，体系迭代.....	18
2.2. 丁雄军时代：五线发展道路&五合营销法.....	19
2.3. i 茅台电商：茅台渠道改革的抓手&新品推出的载体.....	20
3. 再攀高峰：习酒剥离完成，冲击十四五目标 .....	21
3.1. 习酒&茅台：习酒剥离彻底解决同业竞争 .....	21
3.2. 十四五规划：三翻番，双巩固，双打造 .....	21
4. 盈利预测与投资建议.....	22
4.1. 盈利预测 .....	22
4.2. 投资建议 .....	23
5. 风险提示.....	23

## 图表目录

图 1: 茅台发展历史 .....	8
图 2: 茅台股权结构 (截至 2022 年 H1) .....	9
图 3: 茅台 2016-2021 年收入 CAGR 为 22.21% .....	9
图 4: 茅台扣非归母净利润保持快速增长 .....	9
图 5: 产能瓶颈限制销量快速增长 .....	10
图 6: 毛利率保持高位, 净利率稳步提升 .....	10
图 7: 茅台酒和系列酒营收稳步增长 .....	10
图 8: 系列酒收入在白酒业务中的占比逐渐提升 .....	10
图 9: 茅台酒和系列酒吨价逐步拉升 .....	11
图 10: 茅台酒和系列酒毛利率快速提高 .....	11
图 11: 2018 年以后公司重点发力直销渠道 .....	11
图 12: 直销渠道占比逐年提高 .....	11
图 13: 直销渠道产品投放逐年增加 .....	11
图 14: 直销渠道毛利率高 .....	11
图 15: 端午制曲 .....	12
图 16: 重阳下沙 .....	12
图 17: 茅台镇独特的地理位置 .....	12
图 18: 当地特有的“红缨子糯高粱” .....	12
图 19: 茅台持续保持研发投入 .....	13
图 20: 茅台科创和人才工作大会 .....	13
图 21: 12987 酿造工艺 .....	13
图 22: 茅台酒产能扩建项目 .....	15
图 23: 茅台酒实际产能大于设计产能 .....	15
图 24: 基酒产能和成品酒的对应关系 .....	15
图 25: 系列酒产能扩建项目 .....	15
图 26: 茅台系列酒产能利用率存在较大提升空间 .....	16
图 27: 飞天茅台是高端白酒第一大单品 .....	16
图 28: 茅台生肖酒系列 .....	16
图 29: 茅台酒产品矩阵 .....	17
图 30: 系列酒产品矩阵 .....	18
图 31: 贵州茅台推出“五线发展”理论 .....	19
图 32: i 茅台平台正式上线 .....	20

图 33: i 茅台平台是新产品的主要载体 .....	20
图 34: 贵州茅台主营业务拆分及预测 .....	22
图 35: 贵州茅台可比公司估值表 .....	23
表 1: 茅台四高两长的独特工艺 .....	14



## 1. 贵州茅台：白酒龙头穿越周期，布局产能稳健增长

### 1.1. 历史复盘：大浪淘沙彰显价值，新帅上任未来可期

贵州茅台作为我国白酒龙头，拥有丰富的历史底蕴。从进献给汉武帝的枸酱酒，到唐宋时期闻名全国的大曲酒，再到元明时期仁怀地区独具特色的“回沙”工艺，茅台酒已经传承千年。1915 年，茅台酒在“巴拿马万国博览会”上获奖，成为世界名酒，扬名海外。历史上生产茅台的烧房曾有三家，分别是成义烧房（原成裕酒房，成立于 1862）、荣和烧房（成立于 1879）、恒兴烧房（成立于 1929）。1951 年，仁怀县人民政府通过没收、接管、赎买等方式，将成义（华茅）、荣和（王茅）、恒兴（赖茅）三家私营酿酒作坊国有化，合并成立国营茅台酒厂。

**1988~2002 年，白酒行业出现分化，茅台坚持高端发展战略。**1988 年国家出台规定放开名酒价格，导致白酒行业出现分化，而茅台始终坚持高端定位，通过多次提价强化品牌形象，并不断推行产能建设，为黄金十年茅台放量做了准备。期间，白酒行业受到了亚洲金融危机和 98 年朔州假酒案的冲击，一时销量惨淡。时任茅台股份公司董事长的袁仁国决定对茅台的营销体系进行改革，从传统的“批条子”模式，转变到“经销商+专卖店”的市场化营销体系，有效推进了茅台的市场化运作，提高效率，公司的经营业绩得到了大幅度的改善。2001 年，茅台公司成功在上交所上市，成为第十二家上市的白酒企业。

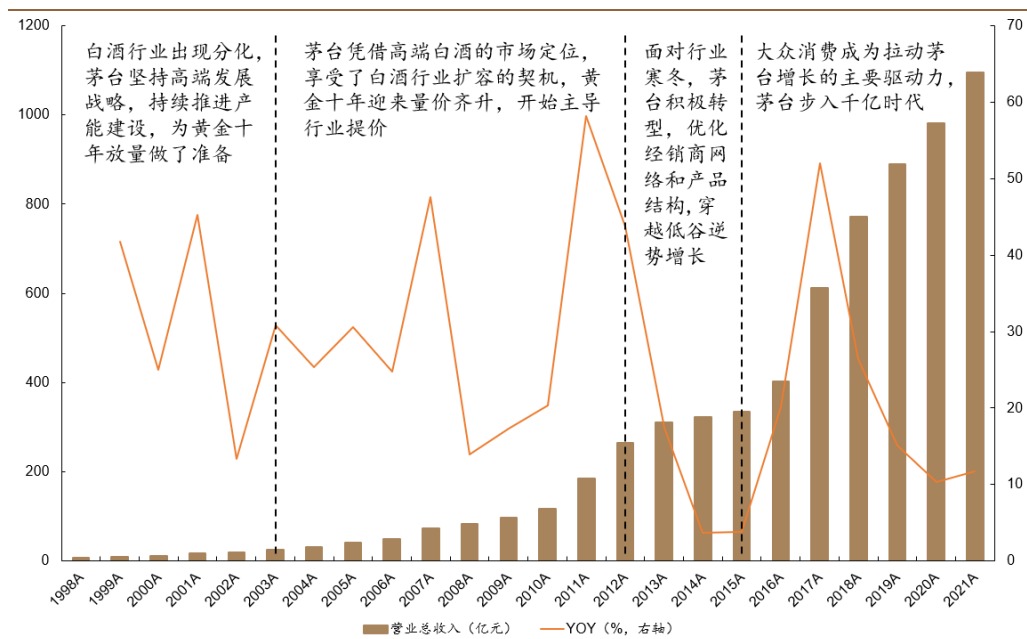
**2003~2012 年，黄金十年迎来量价齐升，茅台主导提价权。**随着中国加入世贸组织、国内国企改革不断深化，中国经济开始进入发展的快车道，固定资产投资活跃，带动了白酒消费的发展；其中茅台在 2005 年提出要重点发力团购市场，并开发定制产品。茅台凭借高端白酒的市场定位，享受了白酒行业扩容的契机，带动了公司业绩的快速成长。就提价而言，茅台在多次提升出厂价后，最终在出厂价、销售额、股价等多个方面实现了对于五粮液的赶超，成功确立了自身白酒龙头的地位，并开始主导行业提价。茅台的旺销增强了渠道和终端的信心，市场上出现了茅台的囤货现象，收藏品的价值得到了凸显。就产能建设而言，茅台前期产能的释放，带来了公司业绩的快速增长，收入增长中量增的贡献大于提价的贡献，说明茅台的稀缺属性获得了市场的认可，高端化形象进一步强化，也标志着茅台产能建设的重要价值。就营销管理而言，2011 年集团公司领导由袁仁国接替季克良，新领导上台后继续推进公司营销网络建设，逐步形成了大客户团购、经销商直购、专卖店直销三大类销售模式，公司对于渠道和价格的管控能力进一步得到提升；截止到 2011 年下半年，茅台就在全国各地设立 13 家自营公司。

**2013~2015 年，积极转型，茅台穿越低谷逆势增长。**受到白酒塑化剂事件和八项规定的影响，消费市场遇冷，对白酒公司造成冲击。部分地区茅台销量和批价出现回落，渠道和终端的信心受挫，经销商出现低价抛货现象，加速茅台价格下滑。面对困境，茅台积极进行转型，就招商而言，公司降低经销商准入门槛，积极招商，不断扩大经销商的队伍，增加了县级经销商的开发，为公司注入新鲜血液。就渠道拓展而言，茅台针对现有的销售渠道进行适度拆分，在原有市场的基础上，积极拓展空白地级城市、经济百强县和重要口岸城市，茅台的渠道进一

步下沉，标志着茅台的客户群体开始逐步转向大众消费者；同时公司大力发展建设互联网渠道，在 2014 年成立了贵州茅台集团电子商务股份有限公司，通过 e 茅台线上销售茅台，大大丰富了茅台的销售渠道。就产品结构而言，2014 年茅台将战略定位调整为“做强茅台酒，做大系列酒”，将系列酒定位为“茅台新的经济增长极”，2015 年提出了“三茅一曲四酱”的系列酒新战略，系列酒收入取得了恢复性增长；此外，茅台还在 2014 年推出生肖酒，成为了公司提升盈利的新思路。通过积极转型，茅台优化了经销商网络和产品结构，实现了销量和收入的逆势增长，稳固的价盘也标志着茅台高端地位进一步得到加强。

**2016 年~如今，消费升级驱动白酒结构性繁荣，茅台大步迈进千亿时代。**消费升级驱动下，大众消费成为拉动茅台增长的主要驱动力。就提价而言，茅台在 2017 年再次提升出厂价，价格由 819 元提升到 969 元，一批价也持续上行，不断突破新高。就渠道创新而言，茅台发力线上渠道，先后推出了“茅台云商”和“i 茅台”，进一步提高茅台的价格管控能力，一定程度上缓解市场对于茅台的需求。就经销商管理而言，茅台针对违规经销商进行惩处，控制终端价格，并针对商超进行招商，持续推进直营渠道建设，茅台公司的量价都迎来稳定的发展。就市场管理而言，2021 年 1 月公司推出拆箱政策，避免对于茅台酒的过度炒作；新董事长上台后提出要扩大产能和强化市场管理，积极推进营销体系和价格体系改革，取消了拆箱政策，茅台价格企稳，茅台发展进入快车道，成为首个进入千亿时代的白酒企业。

图 1：茅台发展历史



资料来源：Wind，德邦研究所

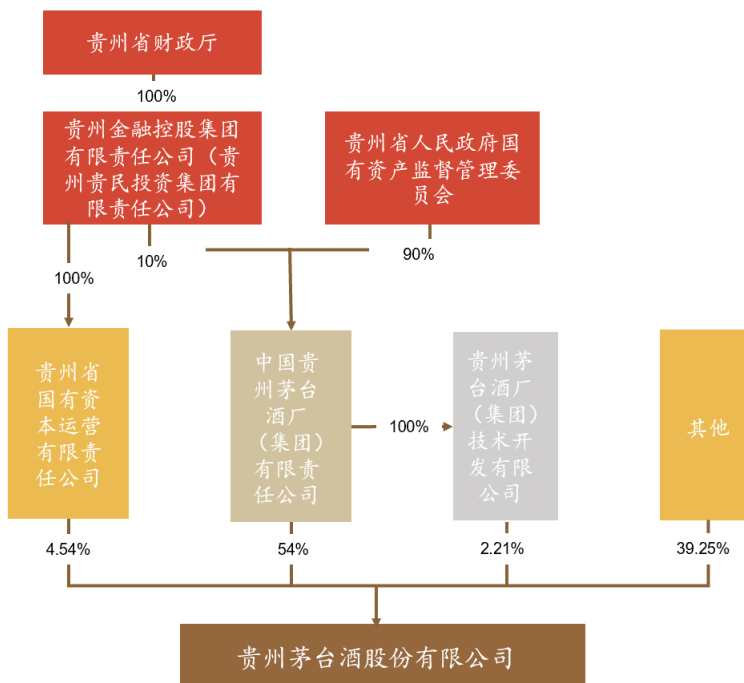
## 1.2. 股权结构：贵州国资绝对控股，管理层调整落地

**国资委对公司绝对控股，新领导上任未来可期。**茅台酒厂（集团）有限责任公司是公司的控股股东，持股达到 54%；贵州省国资委是公司的实际控制人，持有茅台酒厂（集团）有限责任公司 90% 的股权。2019、2020 两年间，茅台集团连续两次向贵州省财政厅控股的贵州国有资本运营有限公司无偿划转 4% 的股份；



2021 年，贵州省国资委也将其持有的 10% 股权无偿划转给贵州金融控股集团有限责任公司，引入了多方管理主体，国资委间接持有的茅台股份降至 48.6%。2021 年 8 月 30 日，丁雄军上任接替高卫东担任茅台集团董事长，成为茅台第五任掌门人，年轻董事长的加入也标志着茅台将迎来新的机遇和活力。

图 2：茅台股权结构（截至 2022 年 H1）

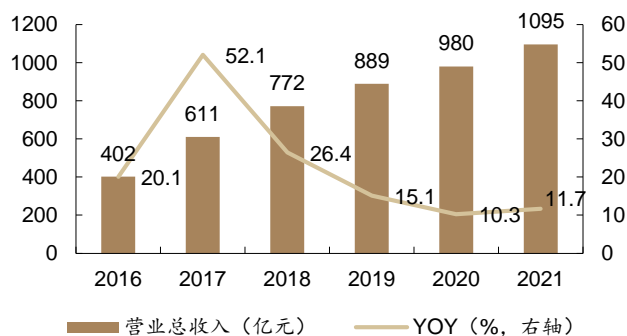


资料来源：Wind，德邦研究所

### 1.3. 营收情况：迈入后千亿时代，继续实现量价齐升

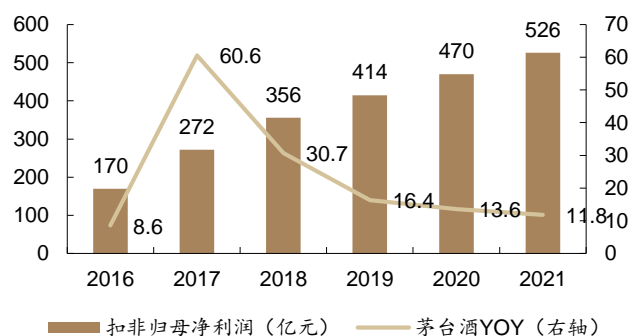
产能瓶颈下营收增速放缓，吨价提升改善利润结构。2017 年，公司产能释放叠加出厂价提升，销售收入和扣非归母净利润迎来快速增长；随后受到产能限制，公司的收入和利润增长更多依赖吨酒价的提升，带动公司营收进一步提升。此外，公司的毛利率常年处于高位并呈现向上态势，有效的费用管控也让公司的盈利能力进一步得到提升。新董事长上台后对公司的收入和利润都提出了更高的要求，其中，公司明确 2022 年要实现 15% 以上的营业总收入增长，经营管理持续向好发展。

图 3：茅台 2016-2021 年收入 CAGR 为 22.21%



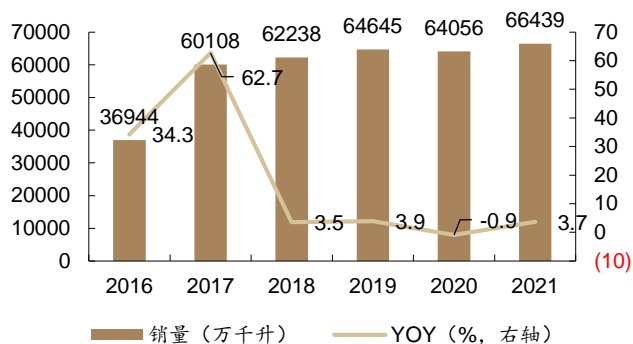
资料来源：公司年报，德邦研究所

图 4：茅台扣非归母净利润保持快速增长



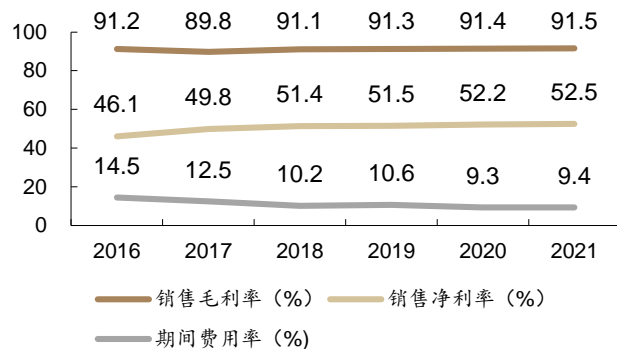
资料来源：公司年报，德邦研究所

图 5：产能瓶颈限制销量快速增长



资料来源：公司年报，德邦研究所

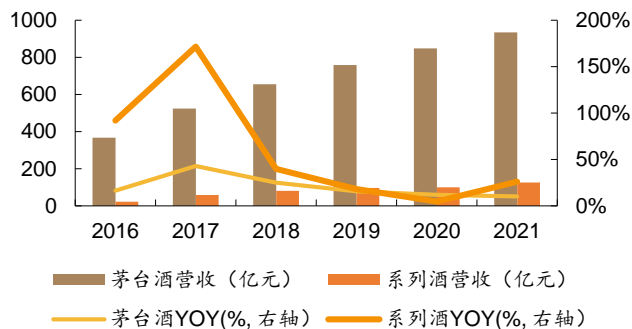
图 6：毛利率保持高位，净利率稳步提升



资料来源：公司年报，德邦研究所

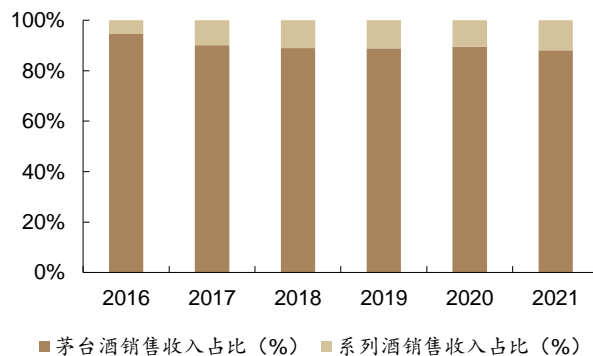
系列酒收入占比逐年提升，吨价拉升带动结构上移。分产品来看，茅台酒一直是我国千元价位带的龙头品牌，是公司白酒业务增长的基本盘，从 2016~2021 年，茅台酒吨价逐步提升，毛利率始终维持在高位，成为拉动公司收入提升的主要驱动因素。受益于“茅台酒+系列酒”双轮驱动的策略，系列酒近年来在公司白酒业务中的占比逐渐提高，极大扩展了公司的白酒价格带。其中，2021 年系列酒营收规模已经超过百亿，营收占比接近 12%；随着吨价和毛利率的不断提升，系列酒已经初步实现了从增量到增利的角色转变，未来有望成为公司新的利润增长点。

图 7：茅台酒和系列酒营收稳步增长



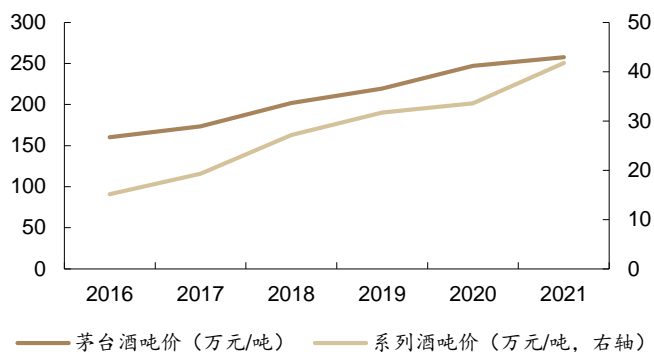
资料来源：公司年报，德邦研究所

图 8：系列酒收入在白酒业务中的占比逐渐提升



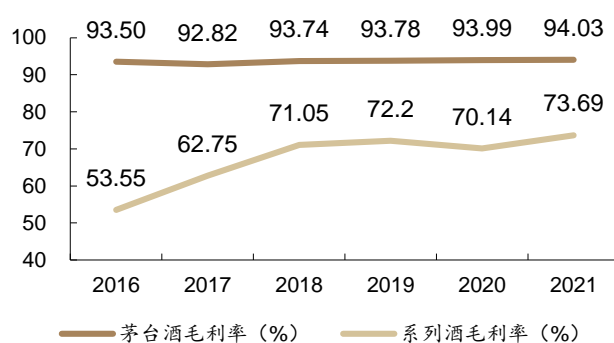
资料来源：公司年报，德邦研究所

图 9：茅台酒和系列酒吨价逐步拉升



资料来源：公司年报，德邦研究所

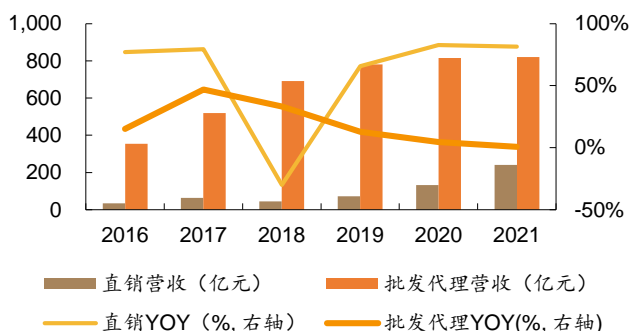
图 10：茅台酒和系列酒毛利率快速提高



资料来源：公司年报，德邦研究所

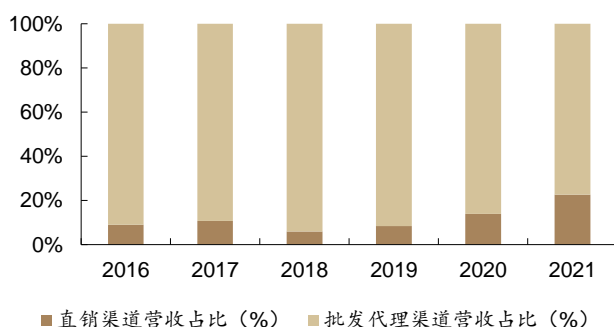
**直销渠道毛利率高，营收贡献逐年提升。**2018 年经销商大会上，时任董事长的李保芳表示短时间内，茅台酒未来会重点加快直销渠道建设，推进渠道的扁平化；此后公司直销收入取得了快速增长，营收贡献逐年提升，2021 年直销收入已经占到白酒销售收入的 22.66%，预计未来该比例还将继续提升。直销渠道的毛利率较高，随着产品投放的逐渐增加，将为公司的业绩带来更大的成长空间。

图 11：2018 年以后公司重点发力直销渠道



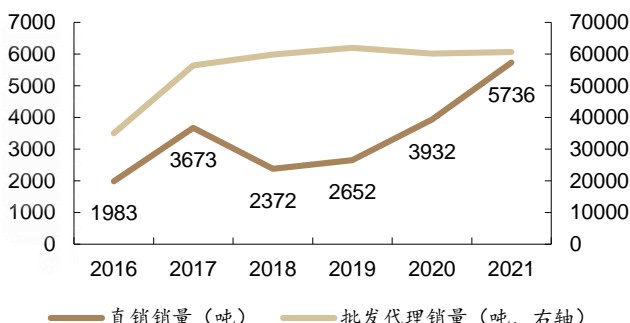
资料来源：公司年报，德邦研究所

图 12：直销渠道占比逐年提高



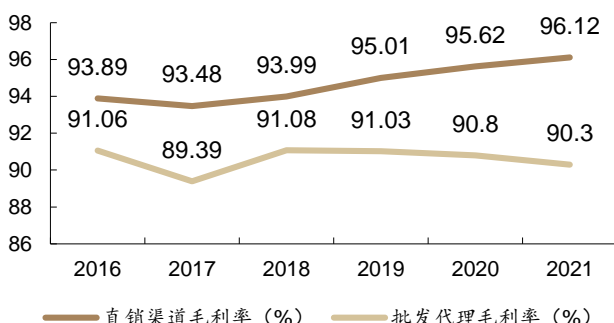
资料来源：公司年报，德邦研究所

图 13：直销渠道产品投放逐年增加



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 14：直销渠道毛利率高



资料来源：公司年报，德邦研究所

## 1.4. 生产工艺：生产环境得天独厚，时间是茅台最好的朋友

### 1.4.1. 天时地利人和，造就茅台稀缺性特质

端午制曲重阳下沙，充分利用气候特点自然酿造。茅台酒在制作过程中对于时节的把握尤为关注，主要体现在端午制曲和重阳下沙两个环节。端午时节正值夏季，茅台河谷气温升高、湿度变大、空气中微生物的种类和数量增多、异常活跃，为小麦的发酵创造了有利的自然条件。而重阳前后天气转凉，赤水河水质变好，当地特有的红缨子糯高粱也逐步成熟，茅台酒也到了投料的黄金时间。

图 15：端午制曲



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 16：重阳下沙



资料来源：公司官网，德邦研究所

茅台镇的地理位置不可复制，造就了茅台的独特性和稀缺性。从地理位置来看，茅台镇靠近赤水河畔，位于贵州高原的盆地地带，海拔多在 500 米以下；独特的地理位置形成了冬暖夏热少雨，风小湿润，适宜酿酒微生物形成和繁衍。从原材料来看，当地特有的“红缨子糯高粱”，颗粒饱满，外表皮厚，内在支链淀粉含量达到 90% 以上，能够很好的满足酿造过程中九次蒸煮，七次取酒的特殊工艺，给茅台酒添加了特殊的风味；赤水河流经为石灰岩、页岩和砂岩的多岩石地形，十分有利于水源渗透过滤和溶解红层中的有益成分。1975~1985 年间，茅台酒厂曾开展了异地酿造的实验，但是结果仍然差强人意，这也就形成了“离开茅台镇产不出茅台酒”的说法，茅台的独特性和稀缺性特质进一步得到强化。

图 17：茅台镇独特的地理位置



资料来源：林河酒业官网，德邦研究所

图 18：当地特有的“红缨子糯高粱”



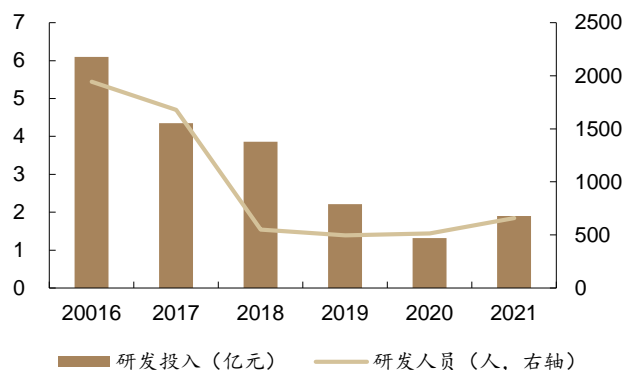
资料来源：公司官网，德邦研究所

公司持续加大研发投入，重视人才梯队建设。茅台公司自 1959 年开始编写《贵州茅台酒整理总结报告》，总结一代代茅台人的经验，不断改进酿造工艺，多年的传承大大保障了茅台风味的稳定，近五年，茅台酒勾兑合格率稳定在



95%以上，较 2011 年提升约 20%。同时公司还持续维持研发投入，围绕酿造原料、酿造环境、酿造微生物、工艺控制等多个领域，启动了若干项科技创新项目。茅台公司重视人才梯队建设，在 2022 年 3 月 20 日召开的科技创新与人才大会上，公司还返聘季克良、严刚、黄国刚、何传勇、刘茂琼 5 名同志作为酿造技术导师，通过老带新推动茅台酿造技术的传承。

图 19：茅台持续保持研发投入



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 20：茅台科创和人才工作大会

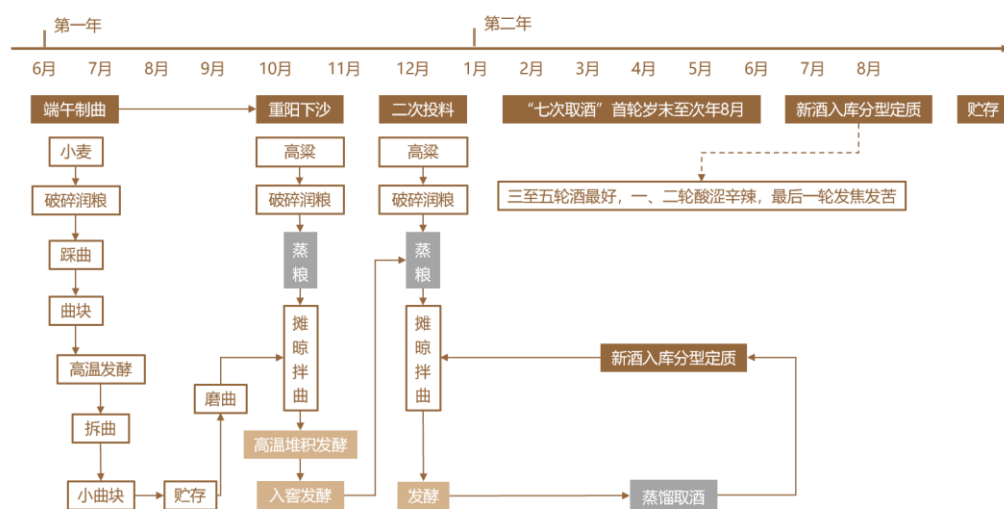


资料来源：天眼新闻，德邦研究所

#### 1.4.2. 生产工艺造就独特风味，时间是茅台就好的朋友

标准化的酿造工艺，实现了茅台产量和质量的恒久如一。茅台的生产过程需要经历制曲和制酒两道流程。就制曲而言，茅台选用优质小麦作为酒曲，先将小麦磨碎，按一定比例拌上曲母（陈曲），然后经踩曲、入仓发酵；通常踩好后的曲块通过摊晾成型以后，就要装进曲仓里经过四十天的高温发酵，及六个月的贮藏，随后用于制酒过程。就制酒环节而言，茅台严格按照“12987”的工艺进行生产，从原料投入到基酒产出，需要经过二次投料，九次蒸煮，八次摊晾、接种、加曲、加回酒、堆积发酵，八次发酵，七次摘酒。按照酱香、醇甜、窖底三种典型体和不同等级、不同轮次，入库装坛分型贮存，勾兑出厂。

图 21：12987 酿造工艺



资料来源：招股说明书，德邦研究所

**四高两长的关键工艺，形成了茅台独特的酱香风味。**茅台在生产过程中严格按照“四高两长”的工艺进行生产，“四高”即高温制曲、高温堆积、高温发酵、高温接酒，既能够让茅台酒形成了独特的酱香风味，还能使很多低沸点的物质和有害物质在接酒过程中得以充分挥发，保留更多香味物质；“两长”即生产周期长、储酒时间长，随着时间推移，酒中的物质发生理化反应，导致酒的辣味和刺激感大大降低，并形成和增强了茅台的柔和香气。凭借和其他酒类差异化的酿造工艺，茅台才形成了风格典型、质量优良的优质产品。

**一产四存五年成，时间是茅台最好的朋友。**茅台酒的生产需要经历时间的考验，单基酒的生产周期就长达一年；随后还需要经过 3 年的贮存，才能将不同轮次、不同香型的半成品酒和老酒进行勾兑；勾兑形成的产品还需要存放一年，才能形成最终产品。除了对外销售，公司每年还会留存一定比例的产品进行存储，用作勾调或者长时间贮存。

表 1：茅台四高两长的独特工艺

工艺特点		
四高	高温制曲	茅台选择气温高、湿度大、空气中微生物的种类和数量多且活跃的夏季进行曲块发酵，高温大曲对形成茅台酒独特的风格有重要的作用。
	高温堆积	堆叠发酵的过程中，公司通过网罗、繁殖、筛选微生物，弥补高温制曲后缺少酵母的不足，起到二次制曲的作用，增加茅台的香味
	高温发酵	高温发酵的过程能够提高酒质，同时产生独特的酱香物质
	高温接酒	高温接酒可以挥发部分对人体有刺激性的低沸点物质，同时增加香味物质，经过贮存后，使酒的酱香更加突出，香味更加幽雅。
两长	生产周期长	茅台酒的生产从投料到出商品酒约须经六年时间，足年份酿造赋予了茅台稀缺的属性
	储酒时间长	通过贮存过程中发生的一系列物理化学变化，能使茅台酒的风格更加突出

资料来源：招股说明书，德邦研究所

## 1.5. 产能规划：茅台酒产能饱和，系列酒待持续释放

**工艺制约产能扩张，基酒产能释放通常滞后。**茅台酒的生产工艺复杂，需要特殊的地理环境和气候条件进行支持，限制了茅台酒的产能扩张。对此，公司积极推进技改工作，实施了“4000 吨茅台酒制曲生产房及配套设施技改项目”和“制酒四车间维修改造项目”等项目，不断提高现有产能的利用率和优质基酒的产出率。此外，鉴于茅台酒基酒酿成后仍需要经过长时间贮存才能勾调上市，一般而言当年生产的基酒对应 4 年后的成品酒，产能释放的滞后性也对公司的产能规划提出了更高的要求。

**茅台酒：扩产项目已经全部落地，2025 年满负荷释放产能。**茅台酒具有强大的品牌力和产品力，并不存在需求不足的情况，产能瓶颈就成了限制公司业绩成长的主要困难。上市之后，茅台公司始终把产能建设放在首位，在老厂区和中华片区分别新建产能 22700 吨和 13952 吨，累计新增产能 36652 吨。目前公司的扩产项目已经全部落地，短期内将不再继续扩建。茅台前董事长李保芳曾指出，茅台酒基酒将在 2025 年实现满负荷产能释放，基酒产能将达到 5.6 万吨，对应可投放市场的茅台酒 4.5 万吨，对应转化比例在 80%左右。对此，根据 2018~2020 年的基酒产量预测 2022~2024 年的成品酒产量，分别约为 3.97/3.99/4.02 万吨。

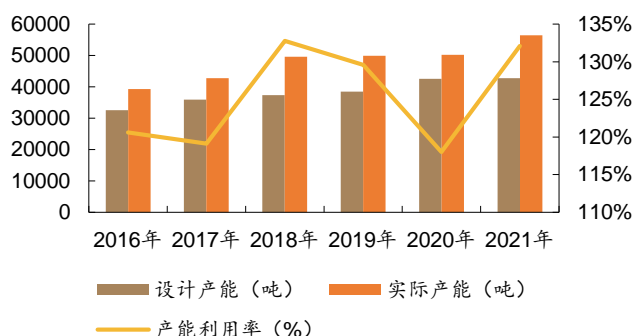


图 22：茅台酒产能扩建项目

厂区	项目名称	新增产能（吨）	累计新增产能（吨）
IPO前，招股说明书披露茅台酒生产能力约为4000吨/年			
老厂区	1000吨茅台酒技改工程	1000	1000
	老区茅台酒改扩建工程	800	1800
	700吨茅台酒扩建工程	700	2500
	中低度茅台酒技改工程	2100	4600
	新增1000吨茅台酒生产及辅助配套设施	1000	5600
	"十五"二期新增2000吨茅台酒生产及辅助配套设施	2000	7600
	"十五"万吨茅台酒工程一期新增2000吨茅台酒技改项目	2000	9600
	"十五"万吨茅台酒工程二期2007年新增2000吨茅台酒技改项目	2000	11600
	"十五"万吨茅台酒工程三期2008年新增2000吨茅台酒技改项目	2000	13600
	"十五"万吨茅台酒工程第四期2000吨茅台酒技改项目	2000	15600
	"十五"万吨茅台酒工程第五期2000吨茅台酒工程	2000	17600
	"十二五"万吨茅台酒工程第一期（2011年）新增2600吨茅台酒技术改造项目	2600	20200
	"十二五"万吨茅台酒工程第二期（2012年）新增2500吨茅台酒技术改造项目	2500	22700
中华厂区	中华片区第一期茅台酒技改工程及配套项目	5800	28500
	茅台酒"十二五"扩建技改项目中华片区第二期茅台酒制酒工程技改项目	3000	31500
	"十三五"中华片区茅台酒技改工程及其配套设施项目的议案	5152	36652

资料来源：公司公告，德邦研究所

图 23：茅台酒实际产能大于设计产能



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 24：基酒产能和成品酒的对应关系

年份	基酒产能（吨）	对应成品酒（吨）
2018	49672	
2019	49923	
2020	50235	
2021	56472	
2022		39737
2023		39938
2024		40188
2025		45178

资料来源：公司年报，德邦研究所测算

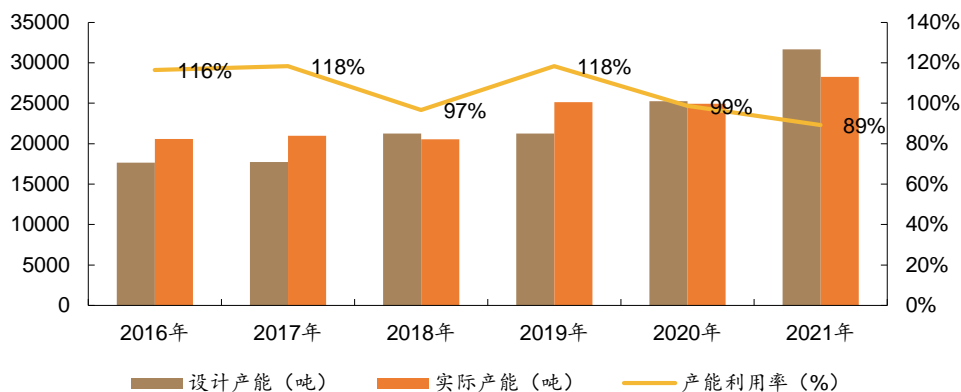
**系列酒：产能建设迎来加速，预计产能利用率将不断提升。**自提出“茅台酒+系列酒”双轮驱动的战略后，公司对于系列酒的重视程度不断提升，近年来，公司推进了“3万吨酱香系列酒技改工程”和“‘十四五’酱香习水同民坝一期项目”，加速系列酒的产能建设；预计所有项目落地后，系列酒设计产能将达到6.8万吨。结合历史数据来看，2017~2020年的系列酒产能利用率为97~118%，而2021年产能利用率仅为89%，随着系列酒持续旺销和产能陆续落地，产能利用率还有较大提升空间。

图 25：系列酒产能扩建项目

项目名称	新增产能（吨）	累计新增产能（吨）	项目建设情况
收购习酒公司酱香型资产	1000	1000	已完成
301车间白酒生产基地技改项目	6800	7800	已完成
2011年2000吨茅台王子酒制酒技改工程及配套项目	2000	9800	已完成
2012年2800吨茅台王子酒制酒技改工程及配套项目	2800	12600	已完成
茅台酱香系列酒制酒技改工程及配套项目	6400	19000	已完成
茅台循环经济科技示范园坛厂片区第一批建设工程项目	7806	26806	已完成
关于投资建设3万吨酱香系列酒技改工程及其配套设施项目的议案	30000	56806	2018年通过产能扩建项目，仍在建设中
"十四五"酱香习水同民坝一期建设项目	12000	68806	2022年通过产能扩建项目，仍在建设中

资料来源：公司公告，德邦研究所

图 26：茅台系列酒产能利用率存在较大提升空间



资料来源：公司年报，德邦研究所

## 1.6. 产品结构：飞天茅台为基本盘，系列酒迎结构升级

**茅台酒与系列酒双轮驱动，产品结构清晰。**2014 年底，茅台公司对产品战略进行梳理，提出了“做强茅台酒，做大系列酒”的战略规划，正式把系列酒的定位从“培育酱香消费群体”转变到“提供新的增长极”，茅台酒和系列酒双轮驱动的战略体系正式成立。茅台酒一般包括普通茅台酒（飞天茅台酒、五星茅台酒等）、低度茅台酒和非标茅台酒（年份酒、生肖酒、定制酒和纪念酒等）。系列酒则包括“一曲三茅四酱”，其中“一曲”即贵州大曲，“三茅”即赖茅、王茅以及华茅，“四酱”即茅台王子酒、茅台迎宾酒、汉酱酒以及仁酒；2022 年 1 月公司还推出了“茅台 1935”战略单品，成为系列酒在千元价格带的重要单品。

**茅台酒定位高端市场，贡献了公司的主要收入。**就 53 度飞天茅台而言，受益于消费升级的红利，这款产品已经成了大众高端消费市场的首要选择，贡献了公司的主要收入；但长期不平衡的供需关系也带动了产品批价持续上行，稳定在千元以上；飞天茅台作为高端白酒的第一大单品，已经成为了行业的价格标杆。就非标茅台酒而言，其产品价格高于飞天系列，更具有价值属性，能够更好地满足消费者的投资需求和收藏需求，因而在超高端价格带一骑绝尘，对带动茅台酒吨价、利润提升发挥促进作用。

图 27：飞天茅台是高端白酒第一大单品



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 28：茅台生肖酒系列



资料来源：搜狐，德邦研究所

**系列酒定位大众市场，结构升级带来稳定增量。**系列酒产品借助茅台品牌和酱香品类的优势，成功成为了白酒大众消费中重要的力量。同时，公司针对酱香系列酒产品的运作更加精细，在 2021 年茅台酱香系列酒经销商大会上，茅台明确了“品价匹配、层次清晰、梯度合理”的系列酒产品结构，按照价格带对产品进行梳理，在千元价格带主打“茅台 1935”品牌，在 500~1000 元价格带主打“汉酱”品牌，在 200~500 元价格带主打“茅台王子酒”品牌，顺利在各个价格带实现卡位，层次清晰。2021 年系列酒实现营收突破百亿，正式成为茅台公司新的增长极。

图 29：茅台酒产品矩阵

系列	类别	单品	度数	规格	终端价格 (元)	产品照片
	年份酒	80年茅台酒	52%vol	500ml	269999	
		50年茅台酒	53%vol	500ml	31192	
		30年茅台酒	53%vol	500ml	16325	
		15年茅台酒	53%vol	500ml	6672	
茅台非标酒	生肖酒	生肖 (虎年)	53%vol	500ml	2499	
		生肖 (牛年)	53%vol	500ml	3834	
		生肖 (鼠年)	53%vol	500ml	4704	
		生肖 (猪年)	53%vol	500ml	4757	
		生肖 (狗年)	53%vol	500ml	4635	
		生肖 (鸡年)	53%vol	500ml	4800	
		生肖 (猴年)	53%vol	500ml	7086	
		生肖 (羊年)	53%vol	500ml	35149	
		生肖 (马年)	53%vol	500ml	23639	
		纪念酒 茅台纪念酒 (巴拿马、亚欧博览会等)	53%vol	500ml	4500+	
		定制酒 个性化定制酒	53%vol	500ml		
		喜宴酒 中国红/优雅白	43%vol	500ml	879	
普通茅台	普通茅台	飞天茅台/五星茅台	53%vol	500ml	1499	
	低度茅台	43度茅台酒	43%vol	500ml	1069	

资料来源：淘宝，京东，公司官网，德邦研究所

注：终端价统计时间于 2022.7，可能存在变动，仅供参考



图 30：系列酒产品矩阵

系列	类别	单品	度数	规格	终端价格（元）	产品照片
系列酒	一曲	茅台1935	53%vol	500ml	1188	
		贵州大曲（70、80年代）	53%vol	500ml	300~400	
		华茅（蓝、百年印象）	53%vol	500ml	550~800	
	三茅	王茅（祥邦）	53%vol	500ml	869	
		赖茅（传承/红御/金樽）	53%vol	500ml	550~800	
		汉酱（汉酱酒/铂金蓝）	51%vol	500ml	450~650	
	四酱	仁酒	53%vol	500ml	418	
		茅台王子酒（王子酒/金王子/酱香经典）	53%vol	500ml	300~400	
		茅台迎宾酒（紫迎宾）	53%vol	500ml	228	

资料来源：淘宝，京东，公司官网，德邦研究所

注：终端价统计时间于 2022.7，可能存在变动，仅供参考

## 2. 营销改革：以新电商平台为抓手，实现量价再平衡

### 2.1. 渠道沿革：从破到立，体系迭代

参考徽酒特稿之《集团成立营销公司加码自营，回望茅台渠道变革风云二十载》，我们对茅台的渠道变革之路进行回望。

**1998 年主动出击，打破计划分配时代。**彼时的茅台处于计划经济阶段，生产茅台酒分配给省级糖酒公司，再由糖酒公司去向下销售到市、县。据徽酒采访，某茅台经销商表示，当时“糖酒公司大概占了茅台经销商的七成以上，这些糖酒公司还是以前的做派，没有什么市场开发维护意识，根本不怎么做市场。”当年 8 月，茅台成立了销售总公司，从厂内选拔了 18 人，组建了一支销售队伍开拔全国，投身市场一线，促进茅台酒的终端动销。

**2000 年渠道网络纵横扩张的十年。**茅台的经销商以小商居多，规模大多都在 3~10 吨，茅台以品牌力作为话语权，保持了对终端的掌控能力，这种小商制为茅台的渠道扁平化提供了坚实的基础，2003 年，茅台开始大力推进专卖店为主的渠道模式，茅台阶段性发展的重头戏开始上演。2006 年茅台开始深化专卖店渠道，还抓住了北京这一核心消费群体的意见领袖聚集地。2012 年 4 月，茅台开设了第一家直营店。只是，还没来得及调控价格，茅台就迎来了 2012 年后的新一场危机，这一场危机，促使茅台做出了第三次营销渠道变革。

**2013 年初“多元”并举生长，开始渠道多元化改革。**2013 年初，限制三公消费，让经历了黄金十年的白酒行业，迎来了一轮深度调整期。茅台做出了艰难的第一步决定：计划外提价放量，放开经销权限，通过经销权“松绑”，吸收更多的经销商，进一步推进渠道扁平化，推动茅台从政务消费向大众消费转型。2015 年，茅台电商打造出了集 B2B，B2C，O2O 和 P2P 等多种营销模式于一体

的茅台云商，正式开始线上线下“两条腿”走路的渠道经营模式。

**2018 年直销提速，拉开自营大时代序幕。**从长远来看，茅台可以通过直销渠道，牢牢把控定价权，实现对渠道的直接管理，茅台的利润层面也会得到质的提升，迎来新的增长极。直销、直供等模式预计后续还会持续强劲，茅台定价话语权不断增强，渠道管理能力更加突出，“两条腿”走路的茅台，将会迎来一个与众不同的未来。

**“国酒”营销深入人心，由点及面触及终端消费者。**经过多年的广告沉淀，茅台“国酒”形象已经成为大众记忆中的文化印象。早在 1995 年，茅台便通过与铁路局合作，将贵阳-北京的火车命名为“国酒茅台号”；2002 年起在央视新闻联播投放“国酒茅台，为您报时”的广告，十多年来家喻户晓。2017 年来，茅台相继举办茅粉节、华茅荟、“茅台酱香·万家共享”品鉴会等活动，由点及面开展消费者规模化培育工作，专注圈层团购营销。茅台酱香系列酒文化体验中心、“茅台酱香·万家共享”主题终端店在全国范围内遍地开花，持续走“文化茅台”之路深耕消费者教育。

## 2.2. 丁雄军时代：五线发展道路&五合营销法

茅台以十四五“打造世界一流的上市企业”为目标，面对新格局新秩序新改革带来的挑战，积极践行高质量的五线发展道路。该发展道路自 2021 年茅台董事长提出以来，在实践中逐步清晰完善。其中蓝线为未来发展目标，包括双巩固双打造的十四五目标，与聚焦主业、调整健全产品结构和价格体系、完善上游高粱等一系列配套设施机制、构建原料产业生态的战略思路等；绿线着重茅台发展空间和生存环境的生态自然保护，即茅台酒 15.03 平方公里地理标志保护区域，具体要做好减污工程、降碳工程，加强饮用水源的管理，确保茅台酒的品质；白线关注改革创新，改革现代化管理、资产管理和营销价格管理，使其更适合当下发展格局，顺应消费趋势，而创新的关键是种子工程，同时也要求传承好酿造工艺，在各道工序环节上创新发展；紫线的重点是数字化赋能茅台传统文化，增值茅台产品；红线强调环保和安全两点，保证茅台酒质不变味，确保基酒酒厂安全。

图 31：贵州茅台推出“五线发展”理论



资料来源：股东大会，德邦研究所

市场营销工作主动求变，以全面、准确、深入践行“五合营销法”为核心，大力推进营销改革攻坚。2022 年 2 月，集团董事长丁雄军先生在茅台市场工作

会上提出五合营销法。(1) 首先是资源整合，统筹全集团酒类产品管理，深耕自营、社会、总经销等多种渠道，精准定位客户，实施高效精准的主动营销；(2) 其次是数字融合，发力新零售，完善数字营销；(3) 文化相合，整合茅台优势文化资源，围绕“酒文化的极致”，把茅台的文化势能转化为发展效能；(4) 品牌聚合，构建“价格匹配、层次清晰、梯度合理”的品牌体系，打好“茅台酱香、股份出品”和“茅台家族、集团出品”两张牌；(5) 管服结合，提高市场管理能力和市场服务能力，进一步提升茅台的良好品牌形象。

### 2.3. i 茅台电商：茅台渠道改革的抓手&新品推出的载体

i 茅台电商是茅台数字化营销改革的应有之义，也是营销改革重要抓手。在茅台新电商平台“i 茅台”推出之前，茅台在电商领域几经沿革：2010 年，茅台就作出了网上商场的尝试，2014 年注册成立茅台电商公司，2017 年全面启动由电商公司运营的“茅台云商”；然而由于黄牛聚集、电商销售渠道管理等问题，2019 年茅台电商公司正式解散注销。在这两年间，茅台原董事长李保芳一直有重新组建电商公司和推进营销体系扁平化的意愿。自 2021 年 11 月起，茅台集团注册了多个“茅台 519”系列商标，注册范围涵盖了应用软件服务类。2022 年，茅台董事长丁雄军提出了“五合营销法”，茅台新电商平台“i 茅台”随之在 3 月 31 日开始试运行，i 茅台”APP 带着控价、加码直销的使命面世。

相较于一般意义上的电商平台“茅台云商”，“i 茅台”有着完全不同的底层逻辑——它有着更周密的顶层设计，注重全链路打造和全链路可溯源，同时也着力于传播茅台文化。茅台希望从顶层设计开始，基于数字化营销平台实现从包装生产到渠道终端，再到消费者的全链路打通；对每瓶酒都能通过对生产、仓储、物流、销售等关键信息的数字化集成，实现茅台从产品到商品的全过程溯源。同时，茅台运用区块链和智能风控技术，并对抽奖结果进行公证，最大程度保障过程透明、结果公平。在“茅台美时代”的背景下，实现“茅台公司、经销商和消费者”三方的共享融合，“i 茅台”是消费者了解和增强茅台知识窗口，能起到传播赋值茅台文化的作用。

图 32：i 茅台平台正式上线



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 33：i 茅台平台是新产品的主要载体



资料来源：股东大会，德邦研究所

i 茅台电商渠道也是新品推出、价格管控的重要窗口。试运行期间，“i 茅台”投放 4 款新产品，包括贵州茅台酒（珍品）、500ml 贵州茅台酒（壬寅虎年）、375ml 贵州茅台酒（壬寅虎年）、茅台 1935，均使用预约申购方式。5 月 19 日，



“i 茅台”正式上线，同步上新了飞天 53 度 100ml 贵州茅台酒等 5 款云购产品，加上此前试运行阶段的 4 款产品，产品矩阵内共计 9 款产品，包括 6 款茅台酒和 3 款酱香系列酒。同时，上线产品的价格带较宽，价格从 218 元到 4599 元，更好适应广大消费者的需求。通过扩大直销占比和提升数字化营销能力，茅台有望借力“i 茅台”平台实现更好的终端管控和价盘管控。

### 3. 再攀高峰：习酒剥离完成，冲击十四五目标

#### 3.1. 习酒&茅台：习酒剥离彻底解决同业竞争

1988~2021 年，习酒在加入茅台集团后得到较快的发展。在上世纪 90 年代，规模一度达到 2 亿余元的习酒，因扩张过快导致资金链断裂，在 1998 年被茅台集团以承担债务方式兼并。彼时，茅台集团收购习酒一定程度上填补了低端口粮市场缺失，而后期习酒也在高端品类中打出了一片天地。2012 年，茅台集团提出习酒计划在 2013 年 2 月登陆港股市场，但并未兑现。2014 年，贵州国资委提出，要求在保持茅台集团对习酒的控股地位、引入中粮作为战略投资者的基础上，在 2014 年底前争取上市。不过，2019 年 1 月，中粮等股东退出，茅台集团又重新持有习酒 100% 股权。2019 年 10 月 28 日，茅台集团总经理助理、习酒公司董事长钟方达明确表示：“由于证监会的相关规定，涉及到同业竞争，同一集团不能有两家上市公司，习酒上市计划终止。”

2022 年 7 月至今，习酒剥离出茅台集团开始独立运作，茅台彻底解决同业竞争问题。2022 年 6 月 24 日，习酒已经退出贵州茅台集团财务有限公司；2022 年 7 月 12 日，茅台集团发布公告称将无偿划转习酒 82% 股权，这意味着习酒控制权将变更，同业竞争问题也得到了解决。随后，习酒集团成立，习酒开始脱离茅台集团独立运作。

#### 3.2. 十四五规划：三翻番，双巩固，双打造

根据政府规划，2025 年茅台集团锚定 2000 亿营收目标。根据《仁怀市国民经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，二〇三五年远景目标包括倾力支持茅台集团及其子公司技改扩能，推动“两个 10 万吨”目标早日实现，助力茅台集团成为全省首个“世界五百强”企业。按照“三翻番、双巩固、双打造”计划，到 2025 年，茅台集团营业收入目标将达到 2000 亿元。

茅台集团的十四五规划是“三翻番，双巩固，双打造”：集团基酒产量翻一番，在十四五期间达到 21 万吨；营收翻一番从 1000 亿元到 2000 亿元；利税翻一番达到 1800 亿元；巩固中国白酒头部企业地位，巩固世界蒸馏酒第一品牌地位；打造成为中国 500 强第一方阵企业和省内首家世界 500 强企业。2022 年，习酒集团剥离出茅台集团，在 2025 年茅台集团 2000 亿营收不变的背景下，预计股份公司将要承担更多的营收增长指标，我们积极看好茅台在十四五期间扩产背景下的量价齐升。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

**核心假设：飞天茅台十四五量价齐升，珍品 1935 等贡献业绩增量**

根据仁怀市十四五规划，按照“三翻番、双巩固、双打造”计划，到 2025 年，茅台集团营业收入目标将达到 2000 亿元。股份公司作为茅台集团业绩的主要支柱，预计股份公司 2025 年将贡献 1800-1900 亿左右的营收。此外，2022 年习酒集团剥离出茅台集团，预计空缺的营收目标将由股份公司来填补。对于贵州茅台的发展而言，产能问题是限制其发展的主要瓶颈。随着中华片区二期产能的有序投放，预计将极大地缓解公司的增长压力。

**茅台酒板块：**预计 2022~2024 年，随着茅台酒产能的释放和营销改革的有序推进，茅台酒销量增速维持 6.2%/9.1%/7.0%。从吨价上看，茅台酒将从直接提价、提升直营比例、增加非标茅台配额等方式来提升吨价，预计 2022~2024 年吨价实现 9%/8%/7% 增速。从营收上看，预计未来三年茅台酒板块实现营收 1081.66/1274.39/1459.05 亿元，同比增长 15.7%/17.8%/14.5%。

**系列酒板块：**从销量上看，系列酒未来三年有望实现 10%/8%/5% 增长。从吨价上看，预计未来三年实现 15%/10%/10% 的增速。从营收上看，预计未来三年系列酒板块实现营收 159.32/189.28/218.61 亿元，同比增长 26.5%/18.8%/15.5%。

预计 2022-2024 年贵州茅台实现营业总收入 1279.83/1509.52/1730.32 亿元，同比 16.9%/17.9%/14.6%。

图 34：贵州茅台主营业务拆分及预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	772.0	888.5	979.9	1,094.6	1,279.8	1,509.5	1,730.3
YOY	26.4%	15.1%	10.3%	11.7%	16.9%	17.9%	14.6%
毛利	706.8	814.2	898.4	1004.8	1175.9	1390.9	1598.6
YOY	28.3%	15.2%	10.4%	11.8%	17.0%	18.3%	14.9%
茅台酒							
销量（万千升）	32,464	34,562	34,313	36,261	38,500	42,000	44,940
YOY	7.5%	6.5%	-0.7%	5.7%	6.2%	9.1%	7.0%
吨价（元/千升）	201.72	219.32	247.23	257.75	280.95	303.43	324.67
YOY	16.3%	8.7%	12.7%	4.3%	9.0%	8.0%	7.0%
营收（亿元）	654.9	758.0	848.3	934.6	1,081.7	1,274.4	1,459.1
YOY	25.0%	15.8%	11.9%	10.2%	15.7%	17.8%	14.5%
系列酒							
销量（万千升）	29,774	30,083	29,743	30,177	33,195	35,851	37,643
YOY	-0.4%	1.0%	-1.1%	1.5%	10.0%	8.0%	5.0%
吨价（元/千升）	27.13	31.72	33.59	41.74	48.00	52.80	58.08
YOY	40.5%	16.9%	5.9%	24.2%	15.0%	10.0%	10.0%
营收（亿元）	80.8	95.4	99.9	125.9	159.3	189.3	218.6
YOY	39.9%	18.1%	4.7%	26.1%	26.5%	18.8%	15.5%
其他业务收入							
营收（亿元）	0.7	0.9	0.9	1.3	1.6	1.9	2.3
YOY	50.6%	14.6%	9.9%	40.1%	20.0%	20.0%	20.0%
其他类金融业务收入							
营收（亿元）	35.6	34.2	30.8	32.7	37.3	44.0	50.4
YOY	25.2%	-3.8%	-10.1%	6.4%	13.9%	17.9%	14.6%

资料来源：Wind，德邦研究所

## 4.2. 投资建议

综合来看，我们预计贵州茅台 2022-2024 年实现营收 1279.8/1509.5/1730.3 亿元，实现归母净利润 624.5/742.2/859.5 亿元，对应 EPS 49.7/59.1/68.4 元。

贵州茅台作为国内高端白酒龙头，持续受益高端价位段快速扩容以及自身渠道改革红利。从 PE 估值角度，我们选取了五粮液、泸州老窖等行业内可比公司，2023 年白酒行业 PE 估值中枢在 26 倍左右。我们预计 2022-2024E，贵州茅台的 PE 水平在 37.4/31.5/27.2X，考虑到茅台酒扩产计划有序推进、渠道改革或好于预期，以及公司享受业绩确定性溢价，我们认为公司估值仍有一定的修复空间，给予“买入”评级。

图 35：贵州茅台可比公司估值表

股票代码	公司	市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE				EPS			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600519.SH	贵州茅台	23,353	1859.0	55.15	37.39	31.47	27.17	41.76	49.72	59.08	68.42
000858.SZ	五粮液	6,252	161.1	43.31	23.31	20.21	17.74	6.02	6.91	7.97	9.08
000568.SZ	泸州老窖	3,208	218.0	61.92	31.01	24.66	20.17	5.43	7.03	8.84	10.81
600809.SH	山西汾酒	3,532	289.5	125.12	46.17	35.92	28.33	4.37	6.27	8.06	10.22
002304.SZ	洋河股份	2,185	145.0	33.18	22.95	18.96	15.81	5.01	6.32	7.65	9.17
000596.SZ	古井贡酒	1,174	256.6	69.55	45.50	37.19	30.80	4.45	5.64	6.90	8.33
000799.SZ	酒鬼酒	408	125.7	140.45	32.31	23.06	18.59	2.75	3.89	5.45	6.76
600779.SH	水井坊	315	64.6	80.13	22.11	17.35	14.06	2.45	2.92	3.72	4.59
中位数					31.66	23.86					
均值					32.59	26.10					

资料来源：Wind，德邦研究所预测

注：表中所列公司均采取德邦预测数据，收盘价采取 2022 年 9 月 16 日数据

## 5. 风险提示

**高端白酒竞争加剧。**茅台推出定位 1000 元价位段的茅台 1935，但是千元价位段众多竞品进入，价位段竞争烈度加大。

**渠道改革不及预期。**茅台通过打造 i 茅台电商平台来实现量价平衡和新品投放，后续一旦 i 茅台难以管控住配额流向或投机性炒作，或对茅台整体价盘产生一定影响。

**渠道动销不及预期。**疫情反复冲击下，预计对高端白酒消费形成一定的压制。茅台 1935 等新品推出后，动销端仍需经受一定考验。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	41.76	49.72	59.08	68.42
每股净资产	150.88	175.74	205.28	239.49
每股经营现金流	50.97	54.05	64.25	74.22
每股股利	21.68	24.86	29.54	34.21
价值评估(倍)				
P/E	49.09	37.39	31.47	27.17
P/B	13.59	10.58	9.06	7.76
P/S	21.33	18.25	15.47	13.50
EV/EBITDA	33.42	25.51	21.25	18.09
股息率%	1.1%	1.3%	1.6%	1.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	91.8%	91.9%	92.1%	92.4%
净利率	47.9%	48.8%	49.2%	49.7%
净资产收益率	27.7%	28.3%	28.8%	28.6%
资产回报率	20.6%	21.2%	21.6%	21.7%
投资回报率	28.0%	28.0%	28.0%	27.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	11.7%	16.9%	17.9%	14.6%
EBIT 增长率	11.1%	17.5%	18.2%	15.1%
净利润增长率	12.3%	19.0%	18.8%	15.8%
偿债能力指标				
资产负债率	22.8%	21.3%	20.2%	18.8%
流动比率	3.8	4.1	4.4	4.8
速动比率	3.2	3.5	3.8	4.1
现金比率	0.9	1.4	1.8	2.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	1,356.8	1,324.6	1,340.7	1,332.6
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	6.3	6.9	7.6	8.2

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	52,460	62,453	74,217	85,952
少数股东损益	3,260	3,830	4,582	5,289
非现金支出	1,594	1,328	1,339	1,333
非经营收益	-1,146	-34	-60	-58
营运资金变动	7,860	321	634	723
经营活动现金流	64,029	67,897	80,711	93,240
资产	-3,406	-3,133	-3,498	-3,315
投资	-2,144	0	0	0
其他	-12	34	60	58
投资活动现金流	-5,562	-3,099	-3,437	-3,257
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-26,564	-31,226	-37,108	-42,976
融资活动现金流	-26,564	-31,226	-37,108	-42,976
现金净流量	31,900	33,572	40,166	47,007

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 16 日  
资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	109,464	127,983	150,952	173,032
营业成本	8,983	10,388	11,861	13,177
毛利率%	91.8%	91.9%	92.1%	92.4%
营业税金及附加	15,304	18,015	21,177	24,315
营业税金率%	14.0%	14.1%	14.0%	14.1%
营业费用	2,737	3,264	3,812	4,391
营业费用率%	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%
管理费用	8,450	9,374	11,355	12,844
管理费用率%	7.7%	7.3%	7.5%	7.4%
研发费用	62	69	83	95
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	73,927	86,873	102,664	118,210
财务费用	-935	-1,700	-2,629	-3,712
财务费用率%	-0.9%	-1.3%	-1.7%	-2.1%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	58	34	60	58
营业利润	74,751	88,628	105,380	122,009
营业外收支	-223	0	0	0
利润总额	74,528	88,628	105,380	122,009
EBITDA	75,508	88,200	104,003	119,543
所得税	18,808	22,345	26,581	30,768
有效所得税率%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%
少数股东损益	3,260	3,830	4,582	5,289
归属母公司所有者净利润	52,460	62,453	74,217	85,952

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	51,810	85,382	125,548	172,554
应收账款及应收票据	0	0	0	0
存货	33,394	37,698	43,568	48,111
其它流动资产	135,561	135,596	135,661	135,722
流动资产合计	220,766	258,677	304,777	356,387
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	17,472	18,636	19,842	21,026
在建工程	2,322	2,224	2,112	2,006
无形资产	6,208	6,949	8,014	8,917
非流动资产合计	34,403	36,208	38,366	40,348
资产总计	255,168	294,885	343,144	396,735
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,010	2,017	2,478	2,656
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	55,904	60,557	66,664	71,812
流动负债合计	57,914	62,574	69,142	74,468
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	296	296	296	296
非流动负债合计	296	296	296	296
负债总计	58,211	62,870	69,438	74,765
实收资本	1,256	1,256	1,256	1,256
普通股股东权益	189,539	220,766	257,874	300,850
少数股东权益	7,418	11,249	15,831	21,120
负债和所有者权益合计	255,168	294,885	343,144	396,735



# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管（IAMAC）最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

<p><b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；</p> <p><b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。