

# 贵州茅台 (600519)

证券研究报告

2022年10月15日

## 改革换新助推品牌势能，沧海横流再显英雄本色

品质坚守铸就行业龙头，新管理层推动变革。

茅台酒于1952年正式投入生产，起步初期在国家支持和名酒品牌支撑下不断发展，后紧抓白酒黄金十年与行业深度调整期，坚持聚焦核心产品、稳步提价，量价齐发实现收入、利润、价格三重超越，铸成白酒行业龙头。2016年起公司进入转型期，加大力度发展直营渠道，2019年提出茅台酒、系列酒为主的双轮驱动战略，茅台王子酒逐步成长为公司第二大单品，龙头地位持续加固。2021年丁雄军上任，提出五线发展道路规划，推动营销体制和价格体系改革，开启新发展阶段。目前公司聚焦茅台酒，系列酒初具规模，收入占比由2016年的5.5%提升至22H1的13.20%，双轮驱动成效初显。

高端赛道韧性高景气佳，成长性与稳定性兼备。

1) 稳定性：白酒行业周期性变化与宏观经济存在一定相关性，高端白酒在历次宏观经济的大幅周期性波动中相较次高端赛道呈现出更强的发展稳定性。在两轮行业下行阶段，茅台均展现出不同程度的韧性，逻辑重塑中抓住机遇，铸就行业龙头。2) 成长性：消费升级与消费结构的改变支撑高端白酒需求，表现为高端白酒的量价齐升，不断扩容；茅台酒同具稀缺性与奢侈品属性，在消费升级带动下不断加深品牌护城河。

自营渠道不断加码，i茅台助力推动数字赋能。

公司顺应行业趋势不断进行渠道改革，自营渠道持续加码，22H1直销占比提升至36%。渠道扁平化使得茅台话语权更大，有利于加强经销商管控，同时加快公司价格调整与系列酒营销战略的触达。i茅台app上线重启自营电商平台，深入推动数字赋能，我们估算在二季度的直销收入占比超过43%，预计22年可贡献营收约159亿元；i茅台亦作为公司文化营销平台，结合茅台冰淇淋的跨界推出，在更多时间与空间与消费者达成心智触达，布局未来转化。

双轮驱动精准发展，产能释放+持续推新量价齐升。

公司推行茅台酒、系列酒双轮驱动战略，多角度、多阶段推出新品。珍品茅台、茅台1935、100ml小茅等新品覆盖空白价格带，珍品茅台定位超高端、小茅实现间接提价，助力拉升产品结构，茅台1935更弥补公司整体千元价格带空缺，打开系列酒发展天花板。产能上，茅台酒的持续技改创造增量空间，预计21-26年茅台销量CAGR有望达5.8%，基酒产能稳步增长，保证成品酒品质与未来发展空间；系列酒产量整体上行，产能有序释放，预计23年实际产能将达6.6万吨，习水扩产项目持续推进。

**投资建议：**我们预计公司22-24年营收1280.74/1485.64/1719.23亿元，同比增长17%/16%/15.72%，归母净利润623.41/727.47/848.69亿元，同比增长18.84%/16.69%/16.66%，EPS为49.63/57.91/67.56元/股，给与公司22年40-45倍PE，目标价为1985.2-2233.35元。

**风险提示：**宏观经济下行风险，政策趋严风险，基酒产能不足风险，疫情对消费影响超过预期风险，食品安全问题风险，公司战略执行不及预期风险，新品销量或营销效果不及预期风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	97,993.24	109,464.28	128,074.03	148,564.01	171,922.71
增长率(%)	10.29	11.71	17.00	16.00	15.72
EBITDA(百万元)	67,926.64	75,513.72	88,289.60	102,779.75	119,301.91
净利润(百万元)	46,697.29	52,460.14	62,341.30	72,747.43	84,868.59
增长率(%)	13.33	12.34	18.84	16.69	16.66
EPS(元/股)	37.17	41.76	49.63	57.91	67.56
市盈率(P/E)	46.74	41.61	35.01	30.00	25.72
市净率(P/B)	13.53	11.52	9.89	8.49	7.29
市销率(P/S)	22.27	19.94	17.04	14.69	12.70
EV/EBITDA	36.45	33.40	23.87	20.22	17.05

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/白酒 II
6个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	1737.61元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,256.20
流通A股股本(百万股)	1,256.20
A股总市值(百万元)	2,182,781.86
流通A股市值(百万元)	2,182,781.86
每股净资产(元)	152.92
资产负债率(%)	17.26
一年内最高/最低(元)	2216.96/1593.00

作者

刘章明 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《贵州茅台-半年报点评:渠道改革彰显成效，量价齐升未来可期》 2022-08-03
- 《贵州茅台-季报点评:直营渠道助力开门红，营收再超预期》 2022-04-28
- 《贵州茅台-年报点评报告:量价齐升业绩稳增，策略营销双重发力》 2022-04-02

## 内容目录

<b>1. 砥砺前行久久为功，铸就行业龙头</b> .....	<b>5</b>
1.1. 把握高端改革有度，借力酱香加冕王者 .....	5
1.2. 股权结构茅台集团支撑发展，管理层赴新注入活力 .....	11
1.3. 双轮驱动发展，茅台酒优势显著 .....	12
<b>2. 高端赛道韧性高景气佳，茅台独占鳌头</b> .....	<b>13</b>
2.1. 白酒行业几经浮沉，板块韧性尽显 .....	13
2.2. 消费升级带动高端白酒量价齐升，文化内涵铸就品牌护城河.....	21
<b>3. 匠心铸品质,茅台乘风起</b> .....	<b>23</b>
3.1. 国酒光环，文化扬企 .....	23
3.2. 酿造工艺独树一帜，稳步调价双轮驱动 .....	24
3.3. 直营增进，渠道扁平 .....	26
3.4. 茅台之美回味绵长，多面触达布局深远 .....	28
<b>4. 产能释放量价齐升，双轮驱动精准发展</b> .....	<b>30</b>
4.1. 量：增储扩产奠基石，风物长宜放眼量 .....	30
4.1.1. 茅台酒：持续技改扩产创造增量空间，基酒储能保证未来发展 .....	30
4.1.2. 系列酒：产能有序释放，储备中长期业绩增长动力 .....	31
4.2. 价：渠道改善+结构升级，草蛇灰线尚可期.....	32
4.2.1. 直营造就提价空间，助力结构性红利 .....	32
4.2.2. 产品升级趋势持续，系列酒双轮驱动成型.....	34
<b>5. 投资建议</b> .....	<b>35</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>36</b>

## 图表目录

图 1：茅台酒产量（1952-1977） .....	6
图 2：1998-2003 营收及利润情况（百万元） .....	7
图 3：2003-2012 营收及利润情况 .....	8
图 4：茅台，五粮液营业总收入对比（亿元） .....	8
图 5：2016-2021 年营收及利润情况.....	10
图 6：贵州茅台股权结构图（截至 2022 年 9 月 20 日） .....	11
图 7：2015-2021 年营收及净利润情况（百万元） .....	13
图 8：2015-2022H1 年茅台及系列酒收入及占比情况（百万元） .....	13
图 9：2015-2022H1 毛利率及净利率对比 .....	13
图 10：2015-2021 年茅台及系列酒毛利率对比.....	13
图 11：申万白酒行业指数走势图 .....	14
图 12：2000-2003 年白酒指数与茅台走势对比.....	15
图 13：2004-2008 年沪深 300、申万白酒与茅台走势 .....	15
图 14：白酒指数与沪深 300 市盈率 .....	16
图 15：2004-2008 年茅五沪归母净利润（亿元） .....	16

图 16: 2009-2012 年茅五泸出厂价 (单位: 元)	17
图 17: 2009-2013 年上证指数与白酒指数	18
图 18: 2008-2014 年白酒指数与茅台股价	18
图 19: 2008-2014 年茅五泸股价	18
图 20: 2014-2018 年白酒指数与上证指数	19
图 21: 白酒全行业公司收入与城镇居民可支配收入高度拟合	20
图 22: 固定资产对白酒制造收入在 12 年后相关性减弱	20
图 23: 2014-2018 年头部酒企产品指导价 (单位: 元)	20
图 24: 茅台生产工艺流程图	21
图 25: 2012-2021 年我国人均 GDP (元)	22
图 26: wind 消费者信心指数 (月)	22
图 27: 高端酒企归母净利润 (亿元)	22
图 28: 中低端酒企归母净利润 (亿元)	22
图 29: 2017-2022 高端与次高端酒企净利润变化对比 (单位: 亿元)	23
图 30: 茅台酒产品矩阵	25
图 31: 酱香系列酒产品矩阵	25
图 32: 2017-2022H1 国内经销商变动情况 (单位: 家)	27
图 33: 2018-2021 年直营收入占比显著提高	27
图 34: i 茅台结合小茅 IP 赋予茅台美传播新平台	28
图 35: 40 岁及以上群体更偏好饮用白酒	29
图 36: 三款茅台冰淇淋	29
图 47: 2016-2021 茅台酒实际产能与设计产能情况 (单位: 吨)	31
图 48: 2016-2021 茅台酒产销量情况 (单位: 吨)	31
图 49: 2016-2021 系列酒产销量情况 (单位: 吨)	31
图 50: 不断增加的基酒储能保证茅台酒未来发展 (单位: 吨)	31
图 51: 2016-2021 系列酒实际产能与设计产能情况 (单位: 吨)	32
图 52: 直营渠道吨价显著高于批发吨价	32
图 53: 2018-2022H1 公司持续发力直营渠道 (单位: 万元、%)	32
图 54: 茅五泸出厂价对比 (单位: 元)	33
图 55: 茅五泸批价对比 (单位: 元)	33
图 56: 2012-2021 年茅台系列酒营收 (亿元)	34
图 57: 2012-2021 茅台酒及系列酒营收占比情况	34
图 58: 2017-2021 年茅台酒及系列酒吨价变动	34
表 1: 茅台主要获奖情况	5
表 2: 1951-2001 茅台历史回顾	7
表 3: 茅台酒出厂价变化	8
表 4: 十五-十四五规划	10
表 5: 五线发展道路	10
表 6: 茅台历任董事长介绍	12
表 7: 2000-2004 年头部酒企产品变化	15

表 8: 贵州茅台大事件 .....	24
表 9: 茅台历次提价 .....	25
表 10: 茅台渠道变革 .....	27
表 11: i 茅台产品矩阵逐步完善 (单位: 元) .....	27
表 12: i 茅台各产品投放量及总量、营收测算 (单位: 瓶、亿元) .....	28
表 13: 五合营销法 .....	28
表 14: 茅台冰淇淋已覆盖 21 个省市区 (截至 2022 年 9 月 5 日) .....	29
表 16: 茅台酒历年改扩建项目及新增产能梳理 .....	30
表 17: 2011 年起系列酒产能稳步扩张 .....	32
表 18: 盈利预测核心假设 (单位: 百万元) .....	35
表 19: 可比公司估值 (2022 年 10 月 14 日 wind 一致预测) .....	36

## 1. 砥砺前行久久为功，铸就行业龙头

历史悠久国酒加成，白酒龙头厚积薄发。白酒行业发展历经沉浮，龙头位置几经易主，而茅台凭借其対品质与品牌的坚守，抛去国酒光环，厚积薄发，久久为功。自华茅、王茅、赖茅初创，茅酒在巴拿马万国博览会上捧得奖牌归，政府作价购买合并为国营贵州茅台酒厂。行至今日，作为世界三大蒸馏名酒和中国三大名酒之一的贵州茅台已经初步形成茅台酒、系列酒双轮驱动，直销渠道占比稳定提升，保持了持续、稳定、健康的发展势头。

表 1：茅台主要获奖情况

年份	获得奖项	
	国际	国内
1915	美国“巴拿马万国博览会”金奖	
1953		全国第一届评酒会国家名酒
1979		全国第三届评酒会国家质量金质奖
1984		全国第四届评酒会质量金质奖
1985	国际美食旅游大赛金桂叶奖	
1986	法国巴黎第十二届国际食品博览会金奖	
1989	首届北京国际博览会金奖	"飞天牌"贵州茅台酒获国家质量金质奖
1992	首届美国国际名酒大赛金奖 香港国际食品博览会最高金奖 日本东京第四届国际名酒博览会金奖	
1994	"飞天牌"、“五星奖”系列茅台酒获第五届亚太国际贸易博览会金奖 (美国)"纪念巴拿马万国博览会 80 周年名酒品评会"特别金奖第一名	"飞天牌"53% (v/v) 茅台酒获中国名优精品金奖 荣获全国企业最高奖——金马奖
2012	第九届世界烈酒大赛金奖	
2014	"布鲁塞尔国际烈酒大赛金奖"、“杰出绿色健康食品奖”	
2015	布鲁塞尔国际烈性酒大赛赛飞天 53 度茅台酒大赛最高奖--大金牌	贵州茅台首次入选世界品牌 500 强

资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 1.1. 把握高端改革有度，借力酱香加冕王者

**1951 年之前：**自公元前茅台古镇一带产出枸酱酒，酱香型白酒茅台酒开启其历史。史载明朝年间已有茅台村酿酒作坊，清朝年间仁怀城西茅台村制酒黔省称第一。茅台前身主要是三家作坊，最先开设的是成义烧房，其次是荣和烧房、恒兴烧房。其中，成义烧坊创始人是华联辉，其酒俗称“华茅”；荣和烧坊之酒俗称“王茅”；恒兴烧房前身由周秉衡于 1929 年在茅台开办，后被赖永初接手，其酒俗称“赖茅”。

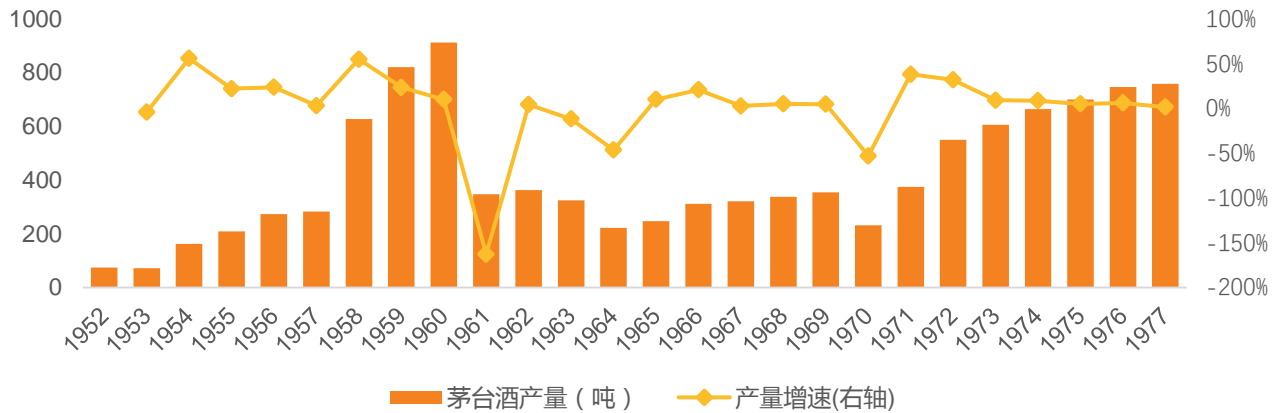
#### 起步发展期 1952-1960

1951 年，成义由政府作价购买，与荣和、恒兴两家烧房一起合并为国营贵州茅台酒厂，开启了国营化起点，从此拉开了茅台酒历史上新的一页。1952 年正式投入生产，当年就实现了 75 吨的产量，同年茅台夺得全国八大名酒之首。1953 年，茅台酒厂成为贵州省直企业，由省工业厅直属领导，此后连续获得地方、中央政府的资金支持。1955 年，地方国营茅台酒厂更名为“贵州省茅台酒厂”，开始在香港、澳门以及东南亚地区注册商标，向更大的世界范围拓展销售格局。1956 年省工业厅“恢复名酒质量工作组”进厂，1957 年，国家出资 130 万元扩建制酒、制曲、粮库、酒库和化验室，扩充工业设施；总结出茅台酒传统工艺 14 项操作规程，全面恢复了茅台酒生产的传统操作方法。

在**国家支持和名酒品牌**这两个因素的支撑下，茅台在这个阶段不断发展，产量高速增长，

从 1952 年的 75 吨到 1958 年茅台酒的产量已经达到了 627 吨，CAGR 约 42%。正是在 1958 年，国家瞄准了茅台酒的出口优势，意图通过茅台的出口创汇为国家的工业化转型提供部分资金支撑。此战略导向下，茅台从 1958 到 1960 年产量大幅增长超过 45%，为 1977 年前的最高峰，产量实现飞跃。

图 1：茅台酒产量（1952-1977）



资料来源：中国科商网，国酒时空公众号，天风证券研究所

### 停滞摸索期 1961-1977

1961 年之后，初期受到粮食原料供应短缺、酒厂骨干员工下放等因素的波及，茅台产量跌落徘徊于 1958 年前水平，此后连续 15 年未完成茅台生产计划，并且经营利润持续亏损。1964 年起，酒厂推动了一系列助力技术提升方面的改革举措。在轻工部主持下，汇集了政府官员、技术专家、以及一线工人的科学试验组织——茅台酒试点委员会成立。经过茅台酒试点工作委员会的科学试验和总结，确立了贵州茅台酒三种典型体（酱香、醇甜、窖底）的划分，找到茅台酒质量恒定的基因。1966 年后，企业管理重心转向内部制度变革，生产效率和经济效益被忽视。茅台酒厂的产量继续长期低迷，1961 年-1971 年产量 CAGR 约 1%，且经年积累亏损严重。

### 转折积蓄期 1978-1987

根据《华夏酒报》，1951 年-1979 年间，茅台酒厂的计划属性非常强，生产、销售安排基本都受到国家统一的安排，企业不具备经营自主权。茅台酒厂用于生产的粮食原料、发展资金由国家调配；业务由仁怀县酒类专卖局代理；贵州省酒类专卖事业局负责产品调拨权；国家糖烟酒公司及外贸部门掌控包销。

1978 年十一届三中全会中确定以经济建设为中心的方针，为茅台酒厂打开了新的发展阶段，酒厂实行经济责任制，企业经营自主权扩大。同年，省政府对茅台酒厂的班子进行调整，当年茅台产量即达到 1068 吨，从 1952 年茅台酒产量 75 吨，历经 26 年至 1978 年，产量突破 1000 吨，期间复合增速达 10.8%，同时酒厂扭亏为盈，结束了连续 16 年的亏损。

在自主经营管理的背景下，茅台酒厂将目光投放于生产端，致力于产品质量、技术精进发展。展开低度茅台酒的研究；派遣管理层考察全国酱香型酒发展情况；包装半机械化一条龙生产；扩建年产 800 吨工程；暂停机器制曲恢复采用人工采曲等。

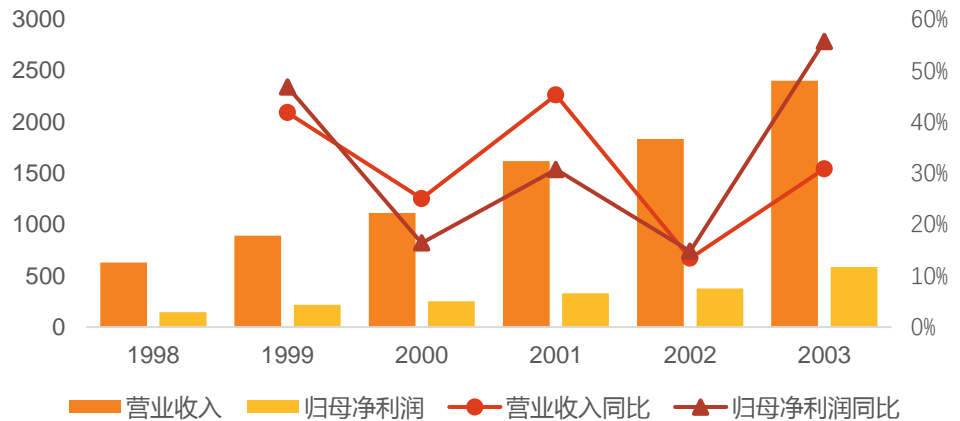
1986 年，茅台酒厂跨进全省 7 家创汇 50 万美元以上企业行列；1989 年，在全国白酒滑坡的情况下，茅台酒克服能源、原材料、资金等五大困难，销售超额完成国家计划，突破亿元大关。

**1988-1998 年：**1988 年国家放开十种名酒价格，对应企业可以按照市场供求自行定价，茅台抓住时代契机提价，进阶高端酒企。国内经济的高速发展带动白酒需求上扬，白酒行业呈现景气，1985-1995 这十年间，为应对国内外市场的需求，企业决心通过技术改进和扩建提高产能，从 1991 年的扩建 900 吨，到 1983 年提出茅台酒厂再增加 800 吨，

总体产能扩大到 2000 吨。体制方面，1996 年贵州茅台酒厂更名为中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司，完成了从工厂制向国有独资公司的转变。公司前期产能建设逐步释放，基酒产量从 1988 年的 1300 吨快速扩张至 1998 年的 5072 吨，实现了量价齐升。

**1999-2003 年：**1999 年贵州茅台酒股份有限公司成立，2000 年茅台产量 5397 吨，1991-2000 年的复合增长率高达 12.4%。2001 年 7 月公司在上交所上市，募集资金重点投向茅台酒生产技术改造和营销网络建设，立足主业茅台酒及系列酒的发展。同时，茅台优化营销体系，建立起以专卖店、专卖柜为中心的直销体系。2001 年出厂价提升至 218 元。公司产能扩张加速，实现五年翻倍。公司业绩表现较为出色，1998-2003 年收入与净利润的复合增长率分别为 31%、32%。

图 2：1998-2003 营收及利润情况（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 2：1951-2001 茅台历史回顾

时间	事件
1951	政府赎买成义（华茅）烧房，正式成立贵州省专卖事业公司仁怀县茅台酒厂
1952	荣和烧房(王茅)划拨给茅台酒厂,茅台酒厂更名为贵州省专卖事业管理局仁怀茅台酒厂
1953	赖茅划归茅台集团
1953	茅台酒厂更名为贵州省人民政府工业厅茅台酒厂
1954	茅台酒厂更名为地方国营茅台酒厂
1955	地方国营茅台酒厂更名为贵州省茅台酒厂
1975	出口贵州茅台酒一律使用“飞天”新商标
1978	茅台酒生产突破千吨关，扭转了连续 16 年的严重亏损
1999	贵州茅台酒股份有限公司成立
2001	贵州茅台股票在上海证券交易所成功发行,8 月 27 日挂牌交易

资料来源：公司官网，茅台时空公众号，天风证券研究所

**2003-2012 年：**随着我国经济高速发展，国民收入快速增长，高端白酒需求持续爬升。到 2004 年，茅台酒的生产能力突破万吨，迎来了白酒行业的“黄金十年”。此后公司持续投入技改、积极扩建，公司白酒产能显著提升。2005 年公司净利润超过五粮液，同年茅台开始发展团购业务，为主要群体定制茅台酒，加速培育意见领袖，蓄积品牌势能。2008 年 1 月茅台提价，首次将一批价提至与五粮液持平的价位，2009-2012 年茅台的三次提价进一步拉大差距，2012 年出厂价超越五粮液。2011 年，加大直销力度，明确提在各省会城市建立自营店。2001-2011 年茅台酒产量快速增长，从 7317 吨上涨至超过 3 万吨，产量翻了两番。在扩张产量的同时，茅台出厂价从 218 元提升至 619 元，累计提价幅度达 183.9%。茅台量价齐发带动公司业绩高速增长。2002-2012 年公司收入和净利润复合增长率分别为 31%、43%，2005 年净利润超过五粮液，2010 年总市值高居白酒上市公司首位。2013 年收入超越五粮液，实现了收入、利润、价格三重超越，茅台成为白酒行业龙头。2006 年 9 月 15 日至 2012 年 1 月 4 日，收盘价从 46 元上涨至 185 元，涨幅

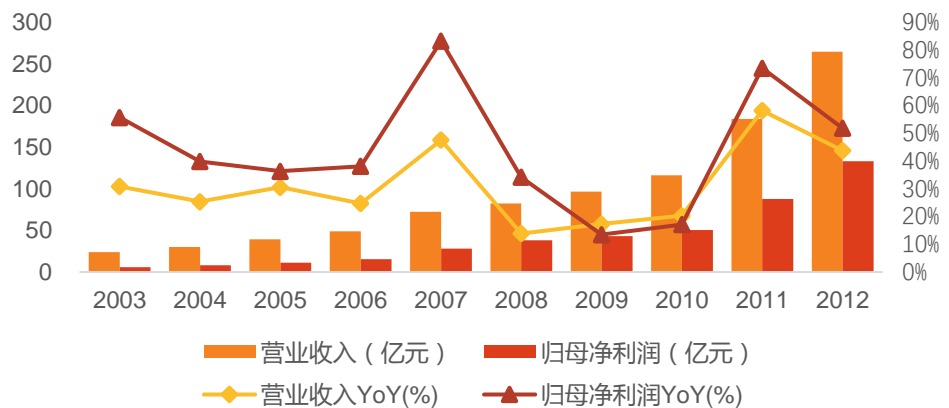
达 304%，期间受金融危机影响股价下降，但业绩持续高涨。

表 3: 茅台酒出厂价变化

提价时间	53° vol 出厂价(元)	提价幅度
2001 年 8 月 10 日	218	17.8%
2003 年 10 月 1 日	268	22.9%
2006 年 2 月 10 日	308	14.9%
2007 年 4 月 1 日	358	16.2%
2008 年 1 月 11 日	438	22.6%
2010 年 1 月 1 日	499	13.7%
2011 年 1 月 1 日	619	24.0%

资料来源: wind, 国酒时空公众号, 天风证券研究所

图 3: 2003-2012 营收及利润情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

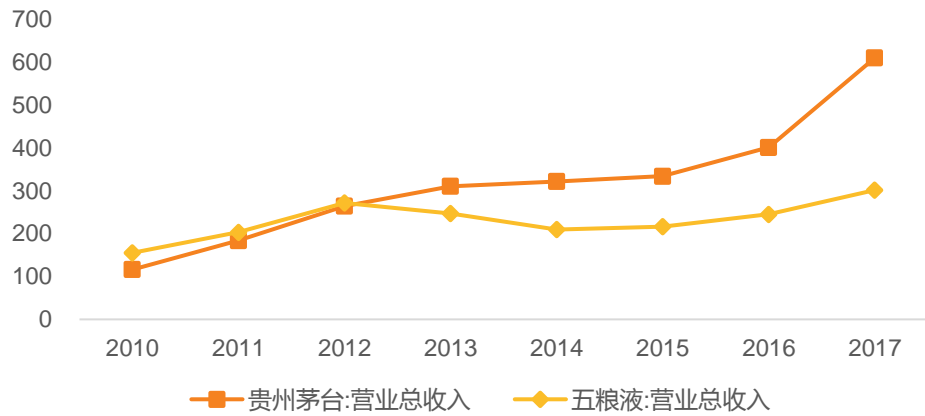
**2012-2015 年:** 2012 年三公消费受限, 白酒塑化剂事件发生, 白酒行业高景气态势消退, 出现产能过剩和市场需求放缓的矛盾, 需求断崖式下降带动白酒价格下跌, 行业进入深度调整期。公司 2012-2014 年业绩增速放缓, 公司的营业收入同比增速从 43.76% 下降至 2.11%, 归母净利润增速从 51.86% 下降至 1.41%, 总收入自上市后首次出现仅个位数增长。然而, 借此次行业深度调整期, 2013 年茅台收入超越五粮液, 实现了收入、利润、价格三重超越, 成为白酒行业龙头。同年五粮液、泸州老窖对产品进行提价, 面临行业冲击时无法维持高价; 而公司 2012 年-2014 年间始终坚持 819 元的出厂价, 不仅营收反超五粮液, 并凭借稳定的价格维护了品牌形象。

2014 年公司提出“133 战略”计划, 强调“做大单品, 做大规模”, 打造大茅台品牌集群, 1 个世界级品牌 (贵州茅台)、3 个全国性战略品牌 (茅台王子酒、茅台迎宾酒、赖茅酒)、3 个区域性重点品牌 (汉酱、仁酒、贵州大曲) 的产品矩阵, 意图在巩固核心产品的同时, 布局中低端酱酒市场。开放代理权, 放开经销商加盟渠道, 依托经销商度过行业低谷期。

2015 年行业开始复苏, 茅台借助品牌优势, 不断完善产品矩阵, 形成“一曲三茅四酱”的系列酒矩阵。2015 年茅台酒产量小幅下滑至 32179 万吨, 基酒产量同比下滑 16.95%。2012 年 7 月 16 日至 2014 年 1 月 8 日, 股价从 266 元跌至 118 元, 跌幅约 56%。

图 4: 茅台, 五粮液营业总收入对比 (亿元)





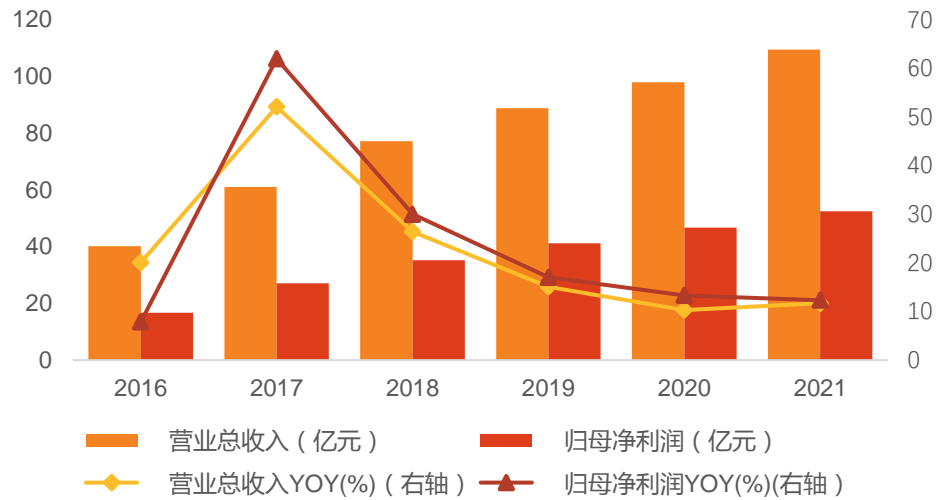
资料来源: wind, 天风证券研究所

### 领先转型期 2016-2020

整体盈利上, 2016 年-2020 年营业总收入增长 144%; 归属于母公司所有者的净利润增长 179%。十三五期间建设了茅台酒技改工程, 将产能提升至 5.6 万吨。

随着居民财富积累, 高净值人群不断拓宽, 白酒行业整体趋于高端化。茅台加大力度发展直营渠道, 持续扩大消费者接触面。2016 年以来, 茅台同时注重品质和品牌营销, 进一步扩展产品矩阵, 2016 年推出贵州大曲猴年纪念酒, 2017 年推出王子鸡年纪念酒, 2018 年推出赖茅狗年纪念酒。公司将“文化茅台”建设纳入公司长期发展战略, 在品质的基础上丰富品牌文化内涵, 进一步完善经销网络, 提升竞争力。不断调整产品的市场部署, 从拓展中端、中低端产品空间到确定以“中端以上价格带”为重点培育大单品。2019 年茅台再次将品牌聚焦, 提出以茅台酒、系列酒为主的“双轮驱动”战略。推动酱香系列酒的战略地位不断提升, 销售势头也高歌猛进, 2020 年系列酒中的茅台王子酒销售收入近 40 亿, 成为公司的第二大单品。品牌势能不断增加, 叠加渠道产品端建设有成, 茅台行业龙头地位持续加固。茅台酒、系列酒多次技改, 产量高歌猛进。

图 5：2016-2021 年营收及利润情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 高质强业期 2021 至今

公司 2021 年完成酒类销量 66439 吨, 实现营业总收入 1094.64 亿元, 同比增长 11.71%, 系列酒也交出百亿答卷; 归母净利润 524.60 亿元, 同比增长 12.34%, 各项指标均保持两位数增长, 企业综合实力再上新台阶。

表 4: 十五-十四五规划

时间	规划目标	完成情况
2001-2005	至 2005 年实现营收 29 亿元; 至 2005 年形成茅台酒 10000 吨/年和系列酒 5000 吨/年的生产规模	2005 年实现营收 39 亿元; 至 2005 年茅台酒产量 12540 吨
2006-2010	至 2010 年茅台集团销售收入超过 100 亿	2010 年集团营收超过 116 亿元
2011-2015	到 2015 年, 茅台酒基酒产量达到 45,000 吨, 系列产品产量达到 60,000 吨以上; “十二五”末集团公司销售收入突破 500 亿元	至 2015 年茅台酒产量 32179 吨, 2012-2015 年中华片区产能建设项目稳步推进; 2015 年公司营收达到 327 亿元
2016-2020	到 2020 年, 茅台酒的产量达 5 万吨, 整体收入达到千亿元级	2020 年, 茅台酒产量 50200 吨, 公司营收 949 亿元
2021-2025	集团确定“双打造双巩固三翻番”的目标, 收入翻一倍是主要指标; 集团及其子公司技改扩能达到两个 10 万吨	

资料来源: 公司公告, 人民网, 新浪财经, 央视网, 酒说, 国酒时空公众号, 天风证券研究所

2021 年, 丁雄军继任茅台新董事长, 十四五期间, 茅台以高质量发展统揽全局, 围绕“双翻番、双巩固、双打造”为发展目标, 确定了新时期高质量发展的“五线发展道路”, 涉及企业战略、国家政策、市场改革以及环境保护等很多个层面。备受关注的是, 茅台将提出推动营销体制和价格体系改革, 回归茅台的商品属性, 价格体系遵循市场规律。

表 5: 五线发展道路

发展道路	核心内涵
蓝线发展	蓝图规划, 核心是“双巩固、双打造”; 打造以茅台酒为核心, 系列酒为增长极的主业格局
绿线发展	坚定不移走生态优先、绿色发展道路, 打造“一基地一标杆”;
白线发展	保持归零心态, 注重科技、数字创新; 推进营销、价格、管理体制
紫线发展	聚焦品牌定位, 丰富茅台文化内涵, 发挥文化聚能的影响力;
红线发展	坚守防腐、环保和安全的底线;

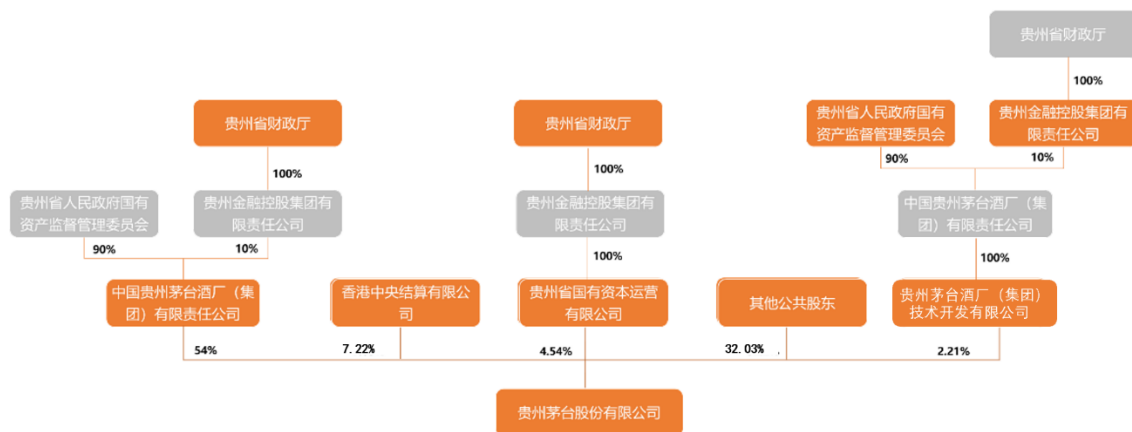
资料来源：贵州茅台公众号，天风证券研究所

2022 年茅台集团科技创新和人才工作大会上，首次发布茅台酒酿造五大核心体系，布局梯次人才培养计划，展示未来 10 年科创全新规划。未来，茅台集团的科技创新，将围绕着产业链进行。到十四五末，茅台将打造成为行业科技创新高地和原创技术策源地，为产品品质的高质量发展提供基石。

## 1.2. 股权结构茅台集团支撑发展，管理层赴新注入活力

茅台集团绝对控股，下属子公司各司其职。公司隶属于贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司，茅台集团直接和通过茅台技开公司间接持有公司 56.21%的股份，其中贵州省国资委持有茅台集团 90%的股份，贵州省国资委是公司的实际控制人。公司下属主要子公司茅台进出口公司、茅台巴黎贸易公司负责海外销售；茅台酱香酒营销公司负责系列酒的销售，茅台销售公司主要负责茅台酒系列产品的销售以及全国直营系统下的 33 家自营公司，茅台定制营销公司主要负责标准化定制业务与个性化定制业务。2019 年 4 月底，茅台成立茅台集团营销公司重点针对团购、商超等终端客户开展工作，旨在进一步收紧渠道，推动营销转型。

图 6：贵州茅台股权结构图（截至 2022 年 9 月 20 日）



资料来源：wind，天风证券研究所

**管理层稳步换代，注入改革动力。**1980-2000 年邹开良、季克良奠定茅台技术及质量的基础，作为发酵专业出身的季克良，从技术层面补足了茅台的酿造工艺，极大的提高了对茅台酒质量的把控和规范化生产，填补了酱香酒标准的空白。

**2000-2018 年：袁仁国**，建立经销商体系，推动茅台经销商体系加速扩张，销售规模反超五粮液，塑造了国酒茅台的品牌形象，2001 年茅台于 A 股上市。袁仁国 19 岁进入茅台，从一线制酒工干起，在供销科科长，办公室秘书、办公室副主任、车间主任、支部书记、厂长助理等多个岗位中轮换，对茅台运作具备丰富经验，深受季克良赏识。此后袁仁国一方面集中于茅台酒主业，注重品质；一方面，凭借出色的营销能力将贵州茅台业绩推向顶峰，完成对五粮液的反超，成为白酒行业龙头。

**2018-2020 年：李保芳**，梳理经销商体系，加大直营供给，以铁腕手段处罚违规经销商，并用直营推动渠道扁平化。袁仁国时期在全国各地建立了庞大的经销商网络，同时也给与经销商垄断渠道的来源，违规囤积茅台致使酒价失控。李保芳执掌茅台的 22 个月内首要着手整治经销商、完善营销体系。茅台重点扩大直销渠道，不再新增专卖店、特约经销商、总经销商，并推动营销扁平化。2018-2020 年，公司直销渠道的销售收入从 43.76 亿元增加至 132.4 亿元，年均复合增速为 73.9%，销售收入占比从 5.9% 升至 14.0%。另外，

李保芳提出“文化茅台”，奠定茅台文化内涵。

**2020-2021 年：高卫东**，积极控价并扩大茅台酒的终端供货，让更多消费者能平价买到茅台酒，取缔贴牌销售并加大系列酒销售。曾任贵州省交通厅厅长的高卫东继任，他 18 个月的任期内控制高企的茅台价格是亟需解决的问题。茅台公司继续开拓签约直销渠道，包括电商、KA 卖场、烟草连锁等领域，甚至发布了“100%拆箱销售”政策。2021 年年报显示，贵州茅台直销渠道实现营收 240.3 亿元，同比增加了 81.5%，营收占比达 22.7%。但在控价上收效不佳。

**2021 年 9 月-至今：丁雄军**，高分子化学与物理专业博士出身，曾在能源系统任职，此前并没有执掌国企的经验。提出五线发展道路规划，用蓝、绿、白、紫、红五条线，向股东和外界亮出了对茅台的“五线发展道路”规划，针对营销、价格、渠道等持续释放积极发展信号，带领茅台开启新的发展阶段。

丁雄军上任首日即率队对茅台酒生产、安全、环保、中华片区茅台酒技改工程建设情况等相关工作开展调研，这一常规性工作向外传递出新管理者对于茅台酒保证高质量和扩产的重视。扩产背后也反映了茅台酒长期以来供需和价格体系的潜在短板。新任董事长丁雄军称，贵州茅台将积极推进营销体制和价格体系改革，着力规范原有渠道，探索发展新零售渠道，优化品牌价格体系；着力让茅台酒回归商品属性，保持茅台酒供需紧平衡；并推动数字化赋能，建立 CRM 系统，给消费者提供平等机会。

表 6：茅台历任董事长介绍

姓名	入职时间	过往履历	任期工作重点
季克良	1998 年 5 月	1939 年 4 月出生，大学文化（食品发酵专业），研究员，高级工程师。1964 年被分配入茅台酒厂工作；1983 年、1991 年起两次担任厂长。1998 年起任中国贵州茅台酒厂有限责任公司党委书记、董事长、总工程师；一直到 2011 年卸任董事长任职董事；2015 年退休。	提升茅台酒技艺与质量，夯实产品护城河
袁仁国	2000 年 10 月	1956 年 10 月出生，研究生，高级工商管理硕士，高级经济师。2004 年 8 月起任中国贵州茅台酒厂有限责任公司党委书记、副董事长、总经理；1998 年 5 月起任中国贵州茅台酒厂有限责任公司副董事长，总经理；2000 年 10 月起任贵州茅台酒股份有限公司董事长。	打造茅台营销体系，使茅台成为行业龙头
李保芳	2018 年 5 月	1958 年 3 月出生，省委党校研究生学历；曾任贵州省经济和信息化委员会主任、党组书记，省委国防工业工作委员会书记；2015 年 8 月起担任中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司党委书记。	梳理经销商体系，提高直销比例
高卫东	2020 年 3 月	1972 年 11 月出生，研究生学历，项目管理硕士；曾任贵州省贵阳市副市长，贵州双龙临空经济区党工委副书记，管委会主任，贵州省交通运输厅（省交通战备办公室）厅长（主任）、党委书记。	推进直销渠道建设和控价
丁雄军	2021 年 9 月	1974 年 8 月出生，武汉大学高分子化学与物理专业博士研究生；曾任贵州省能源局党组书记、局长，同时具备在省、市政府以及经贸、经济技术开发部门任职的经历。	推进现代化管理改革、资产管理改革、营销体制和价格体系改革。

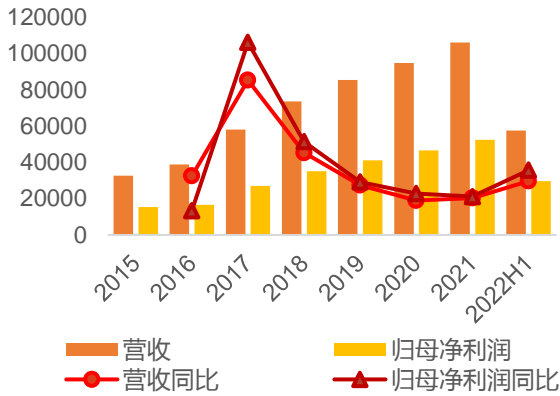
资料来源：wind，茅台时空公众号，茅粉会公众号，政事儿公众号，中国基金报，贵州茅台公众号，腾讯新闻，贵州招聘总部公众号，中国食品安全报公众号，天风证券研究所

### 1.3. 双轮驱动发展，茅台酒优势显著

**茅台酒稳增系列酒发力，双轮驱动贡献收入。**2016-2021 年，公司营业收入从 388.62 亿

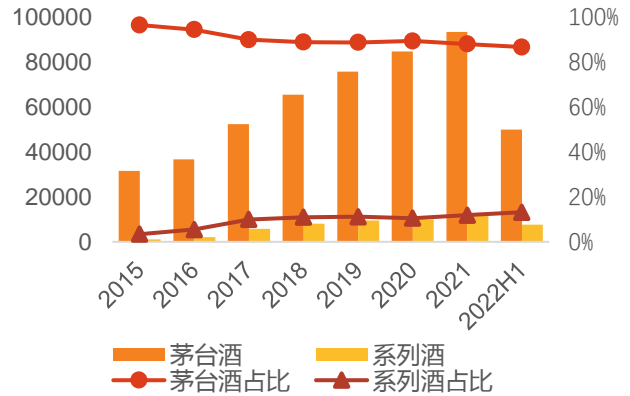
元增长至 1061.90 亿元，年复合增速 22.27%，归母净利润从 167.18 亿元增长至 524.60 亿元，年复合增速 25.70%。2016-2021 年公司茅台酒、系列酒销量持续增长，茅台酒收入 367.14 亿元上升至 934.65 亿元，贡献绝大部分收入。随着系列酒产能建设及释放稳步推进，2016-2021 年系列酒收入由 21.27 亿元上升至 125.95 亿元，收入占比由 5.48% 上升至 22H1 的 13.20%，持续提升。

图 7：2015-2021 年营收及净利润情况（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

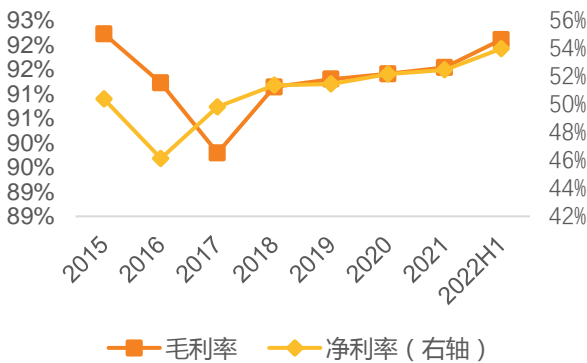
图 8：2015-2022H1 年茅台及系列酒收入及占比情况（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

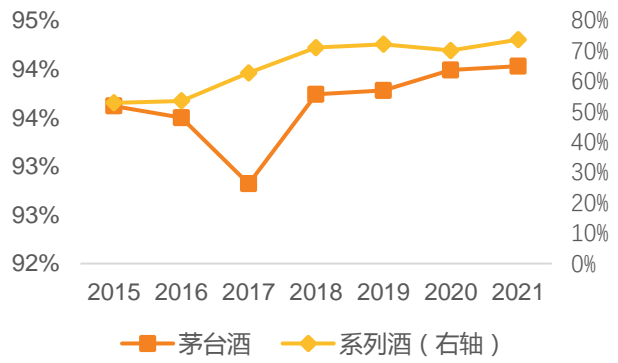
毛利率稳定净利率上升，茅台酒毛利率优于系列酒。2016-2022H1 年毛利率在 89.80%-92.11% 间波动，受行业调整影响，2017 年毛利率到达低谷后开始小幅上升。公司净利率持续上升，2016-2022H1 年公司净利率由 46.14% 提升至 53.99%。2018-2021 年茅台酒毛利率分别为 93.74%/93.78%/93.99%/94.03%，系列酒毛利率分别为 71.05%/72.20%/70.14%/73.69%，均在一定区间小幅波动。同时，茅台酒毛利率高于系列酒，后者仍有提升空间。

图 9：2015-2022H1 毛利率及净利率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：2015-2021 年茅台及系列酒毛利率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

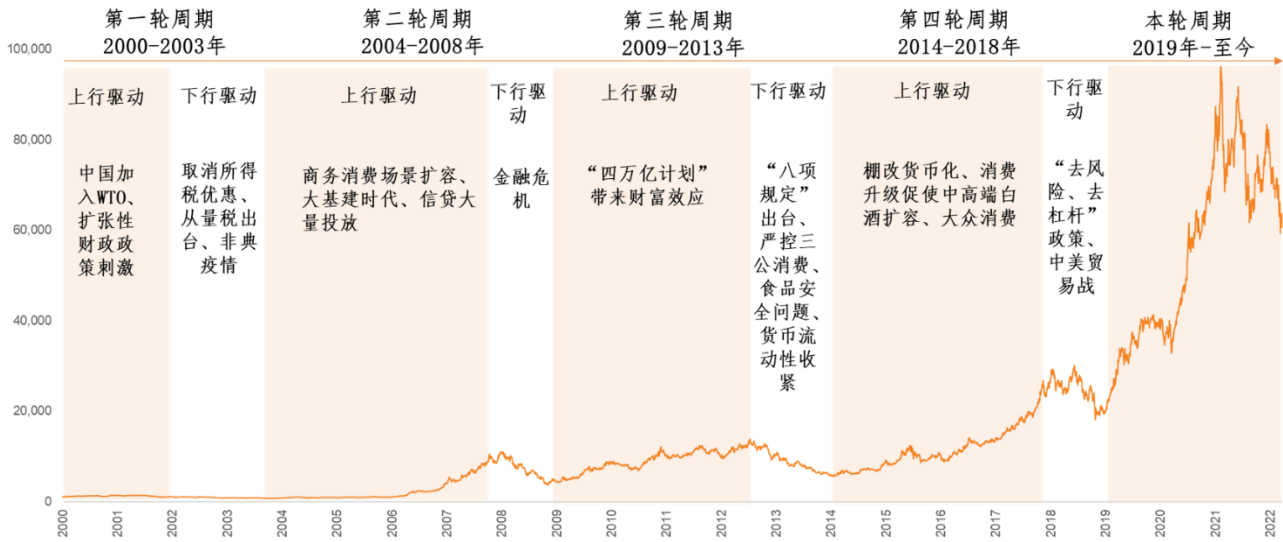
## 2. 高端赛道韧性高景气佳，茅台独占鳌头

### 2.1. 白酒行业几经浮沉，板块韧性尽显

千禧年前后，随着中国加入 WTO、复合消费税政策的实施等客观事件大幅压缩低端酒企毛利叠加以茅五泸为首的酒厂提价（00 年水井坊定价 600 元/瓶，03 年底普五一次提价 33%，04 年今世缘推出的国缘四开出厂价 480 元/瓶）打造高端产品线的主观事件共同刺激，白酒需求开始脱离于上世纪满足物质属性的消费需求，分化出精神属性需求即面子需求；近 10 年，白酒价格段进一步细分，高端白酒赛道成为景气度较佳、利润较高的赛道。

复盘白酒行业调整周期，受宏观经济环境变化、行业政策等核心要素的驱动，我国的白酒行业于 2000-2003 年、2004-2008 年、2009-2013 年、2014-2018 年共经历了四轮周期性调整，白酒行业整体的周期性变化与宏观经济变化存在一定的相关性。通过对比，高端白酒赛道在宏观经济的大幅周期性波动中业绩增速相对平缓，利润增速波动较小，相较次高端赛道呈现出更强的业绩韧性和抗系统性风险能力，因此在宏观经济走弱的背景下更具备发展的稳定性。

图 11：申万白酒行业指数走势图



资料来源：wind，中国财经报网，中国政府网，和讯网，新浪财经，中研网，国税局，浓香白酒产业网，微酒公众号，天风证券研究所

### 2001~2003 年：消费税政策倒逼酒企高端升级，量降过程中高端酒陆续推出

**政策面不断承压导致产量下行。**第一个大周期的前三年白酒板块指数总体成下行走势，背后原因是千禧年后消费税的推出。2001 年 5 月白酒消费税改革措施正式出台，要求对粮食类白酒、薯类白酒在原按 25%、15%征收从价消费税的同时，再按照实际销售量每 500 克征收从量税 0.5 元。从量税的征收大大冲击了低端酒的利润空间，引发了白酒板块的回调。除此之外，02 年的所得税优惠政策取消也进一步在政策面上对整个白酒行业产生冲击，白酒产量也由此不断缩水，直至 04 年底见底回升。

**积极求变，头部酒企量跌情况下谋求价升。**为维持企业利润，头部酒企开始推出高端产品线，动辄零售价超过 400 元每瓶的产品层出不穷，在当时城镇居民人均月收入不足千元的情况，白酒逐渐异化出了精神属性、社交属性的需求，酒的收藏价值也渐渐显现。

表 7：2000-2004 年头部酒企产品变化

时间	酒企	产品变化
00 年	水井坊	定价 600 元/瓶
01 年	贵州茅台	出厂价提价至 218 元
01 年	泸州老窖	推出国窖 1573
03 年	五粮液	普五一次提价 33%
03 年	洋河股份	推出蓝色经典系列
04 年	郎酒集团	红花郎系列
04 年	今世缘	推出国缘四开，出厂价 480 元/瓶

资料来源：新浪财经，投中网，凤凰网，今世缘商行、泸州老窖企业文化中心公众号，天风证券研究所

**茅台上市，利用融资开始扩产,市场表现与板块指数相仿。**2001 年 08 月 27 日贵州茅台在上交所上市，同年，茅台开始着手扩建产能,意图解决受可供销售量的限制导致的产量低的问题。这段时期，茅台股价表现与板块指数相同，均受到政策面影响股价下行。

图 12：2000-2003 年白酒指数与茅台走势对比

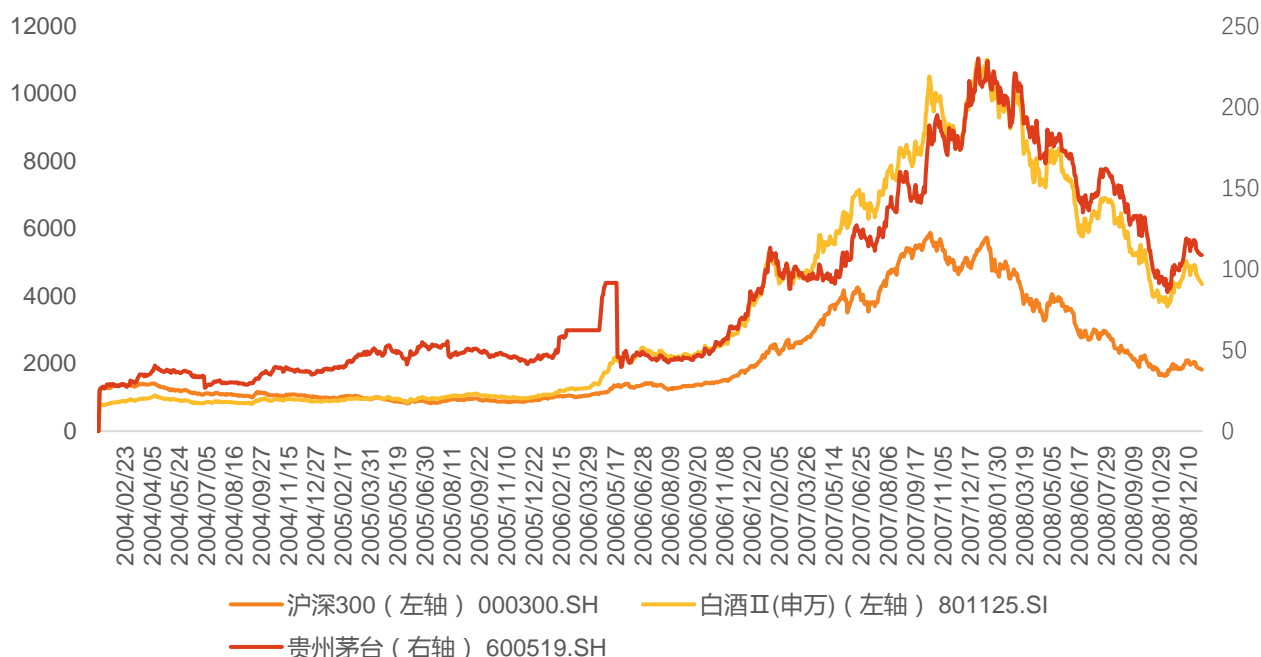


资料来源：wind，天风证券研究所

### 2004~2008 年：天时与人和，量价齐升的高光与金融危机的突至

宏观经济面高增衍生出的政商务宴请需求，白酒行业  $\alpha$  尽显。金融危机前的四年，随着国内经济形势的不断向好，01 年开始使行业陷入阵痛的高端化发展反而变成了有利因素，宴请需求大增情况下，高端化的白酒被赋予了面子价值与社交属性，行业基本面在行业  $\beta$  的强支撑下大幅跑赢同期沪深 300。

图 13：2004-2008 年沪深 300、申万白酒与茅台走势



资料来源: wind, 天风证券研究所

**成也萧何，败也萧何，金融危机下量价双杀。**我们认为突至的 08 年金融危机从三方面影响了白酒板块的调整，跌去了板块 07 年整年的涨幅。一是市场悲观环境下个股普跌的带动；二是悲观环境下杀估值，而前期白酒行情下行业估值提升大幅超过沪深 300 估值提升，杀估值也是首当其冲，白酒板块 PE—TTM 年内下跌超 70%，高于同期沪深 300 估值跌幅；三是经济萧条背景下政商务需求大幅下降，基本面硬支撑不再，2008 年白酒产量同增 16.85%，较 07 年下降约 3pct，增幅不及 06 年。

图 14: 白酒指数与沪深 300 市盈率

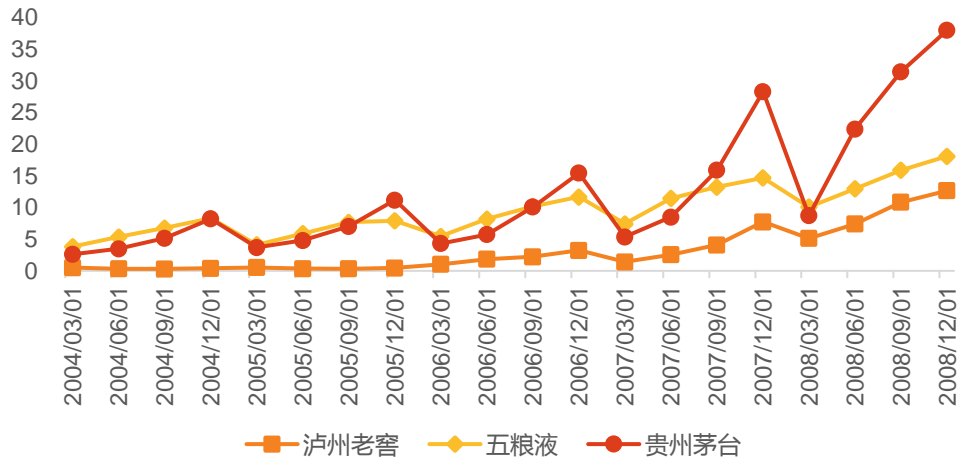


资料来源: wind, 天风证券研究所

**净利润首超五粮液，茅台夺取行业定价权。**04-07 年周期内，茅台归母净利润在 2005 年首次超越五粮液，品牌价值得到大幅提升，之后渐渐拉开与其他酒企的差距，成为行业内当之无愧的龙头。

图 15: 2004-2008 年茅五沪归母净利润 (亿元)



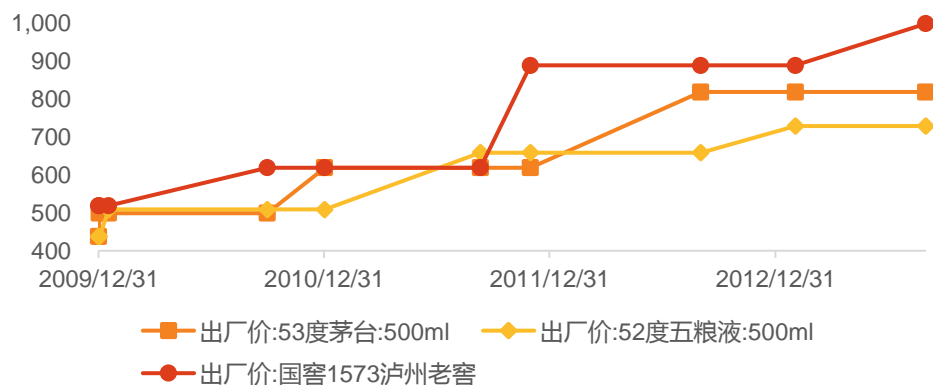


资料来源: wind, 天风证券研究所

### 2009~2013 年：经济放缓叠加八项规定出台，板块迎史上最大回调，茅台展现韧性

**复苏迅猛，短期内估值重新修复反弹。**09 年至 11 年,四万亿的刺激计划推出后,经济的信心短期内得到提振。从前序分析可以看到,宏观经济的复苏一方面将从投资提升进一步外溢至政商务场景需求增多,拉升酒业社交需求,从而在业绩端形成支撑,另一方面将从价格影响酒业盈利,经济复苏推动 CPI 上行进一步带动产品定价上升,温和的通货膨胀从价格方面影响企业业绩数据,带来盈利上升的同时也为高端酒企定价上调提供了空间,茅五泸价格均在此区间上台阶。行业估值来看,经济危机时 20x 左右的市盈率在半年内便得到修复,在 09 年中达到 44x 后回调,之后围绕 30-35x 中枢震荡。而 CPI 指数同比数据从 09 年 2 月的-1.6%上升到 11 年 7 月的 6.4%,推动白酒价格的稳步上升。09-13 年期间,茅五泸三家酒企纷纷提价 3 次,其中茅台由 09 年出厂价 438 元提升至 12 年 819 元。

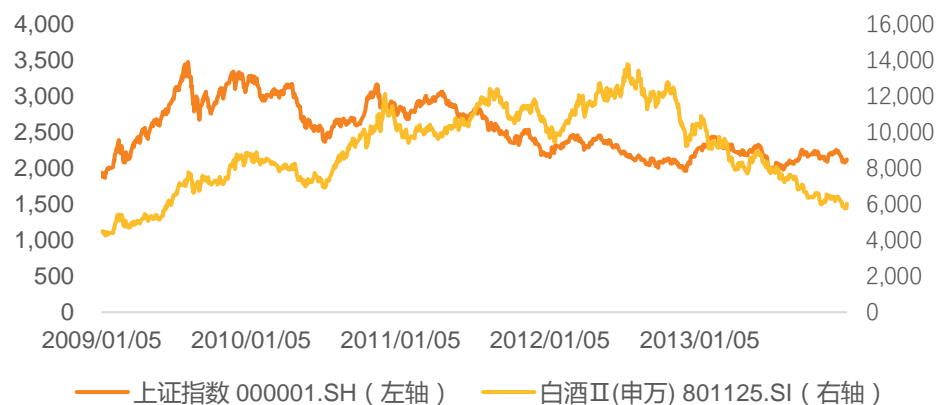
图 16：2009-2012 年茅五泸出厂价（单位：元）



资料来源: wind, 天风证券研究所

**经济转向疲软，政策面承压，原有估值逻辑不再。**经济上,11 年 9 月国内经济走过经济危机后的复苏期下 CPI 不断回落,白酒基本面不断走弱。而 12 年 12 月,“八项规定”出台限制三公消费,中央及各地政府陆续出台“禁酒令”,作为白酒消费自 00 年后的最主要支柱,政商务需求遭到大幅削减后白酒板块迎来寒冬。从 12 年 11 月的 11807 点到 13 年 12 月的 5752 点,一年时间内白酒指数再次腰斩,此间沪深 300 仅保持区间震荡,此次回调较 01 年消费税改革出台,08 年金融危机均更为迅速,且相对指数跌幅更深。究其原因,作为白酒股估值定价的最重要支撑,政商务需求缺位后,其他消费需求能否弥补,酒企利润下行是短期现象还是长期现象,酒企定价权是否逐步下沉等问题,均成为投资者的疑虑与恐惧,导致板块的不断下跌。

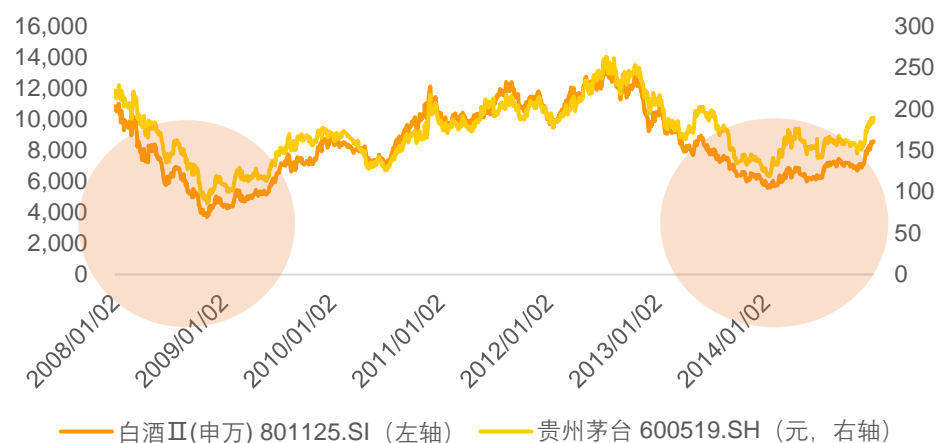
图 17：2009-2013 年上证指数与白酒指数



资料来源：wind，天风证券研究所

在两轮行业下行阶段，茅台均展现不同程度的韧性。08 年受金融危机影响，白酒指数断崖式下跌，但在此过程中，虽行业整体遭遇量价双杀，茅台净利润仍逆势上涨，远高于五粮液及泸州老窖，在高端板块中茅台相对受宏观经济波动影响较小。12 年底限制三公消费后，白酒政商务需求遭到大幅消减，行业迎来再一次寒冬，而在此阶段茅台股价仍显出相对的稳健性，可见虽白酒行业需求下滑，茅台展现其极强的品牌力及消费粘性，具备一定的抗风险能力。

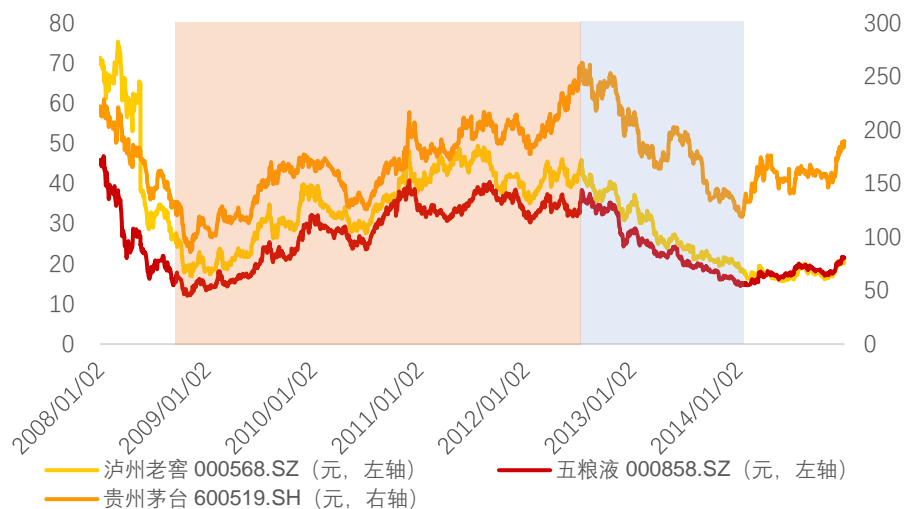
图 18：2008-2014 年白酒指数与茅台股价



资料来源：wind，天风证券研究所

反弹高且快回撤小而短，茅台彰显行业内强 $\alpha$ 优势。以 12 年为分水岭，观察高端白酒表现，茅台涨幅大时间长，在上升周期涨幅远超五粮液与泸州老窖，上涨周期长达 1344 天。跌幅小时间短，在下跌中唯一跌幅小于 45%，体现行业内绝对龙头的地位。

图 19：2008-2014 年茅五泸股价

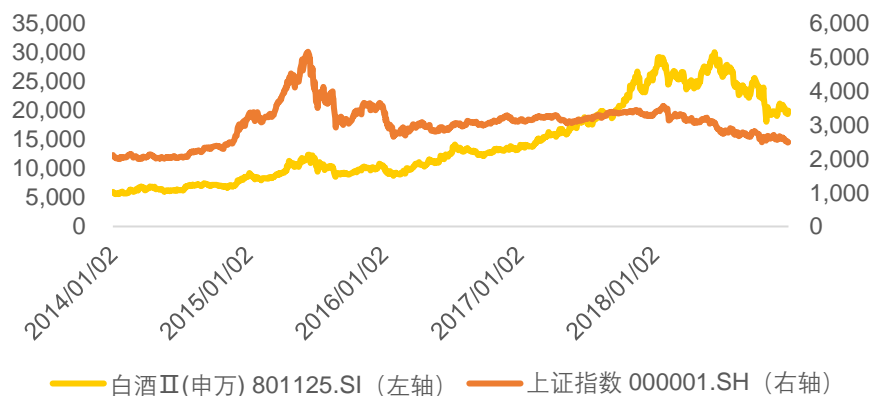


资料来源: wind, 天风证券研究所

### 2014-2018 年：行业逻辑重塑，居民端接过白酒消费大旗，消费升级巩固高端白酒优势地位

财富效应下，消费升级浪潮下重获新生。遭遇行业寒冬后，白酒板块的估值定价逻辑逐步由前 12 年渐渐形成的“宏观基本面决定的政商务需求定价”过渡到“群众消费升级推动的产品提价与面子消费需求定价”，根据微酒，2017 年以来，高端白酒中个人消费占比由 2012 年的 18% 提升至 45%。2015-2017 年中国各城市房价普遍上涨，尤其棚改货币化推行以来，房地产水涨船高带来的财富效应极大刺激居民消费行为，我们认为也使得白酒消费更走向高端化，板块指数也在一年半的时间内重新修复到前期高点。

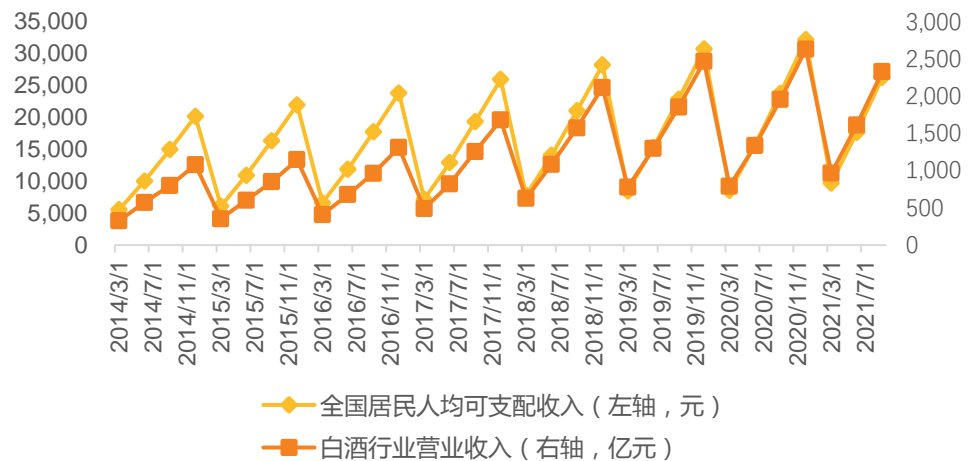
图 20：2014-2018 年白酒指数与上证指数



资料来源: wind, 天风证券研究所

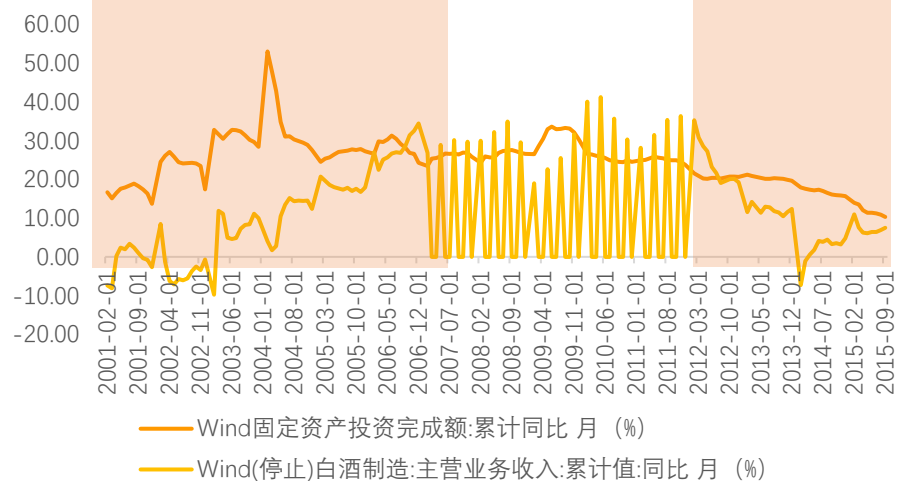
逻辑重塑，需求主力转型确认，白酒迎来戴维斯双击。随着市场由政商务主导向消费者主导转化，2016 年后，回补到前期高点的白酒指数继续向上突破走出牛市。酒企营收与居民可支配收入（消费需求）的相关度逐渐高于其与固定资产投资额（政商务需求）的相关度。从估值指标上看，2017 年初白酒估值超过了 12 年的最高值，也代表市场认同消费需求端的变革，由消费升级创造的新需求接替了旧需求。从盈利指标上看，2016 年后白酒板块归母净利润上升，亮眼的业绩表现也为估值逻辑做出支撑，更进一步推动股价上扬。

图 21: 白酒全行业公司收入与城镇居民可支配收入高度拟合



资料来源: wind, 天风证券研究所注: 仅选取 14 年 3 月已上市酒企数据

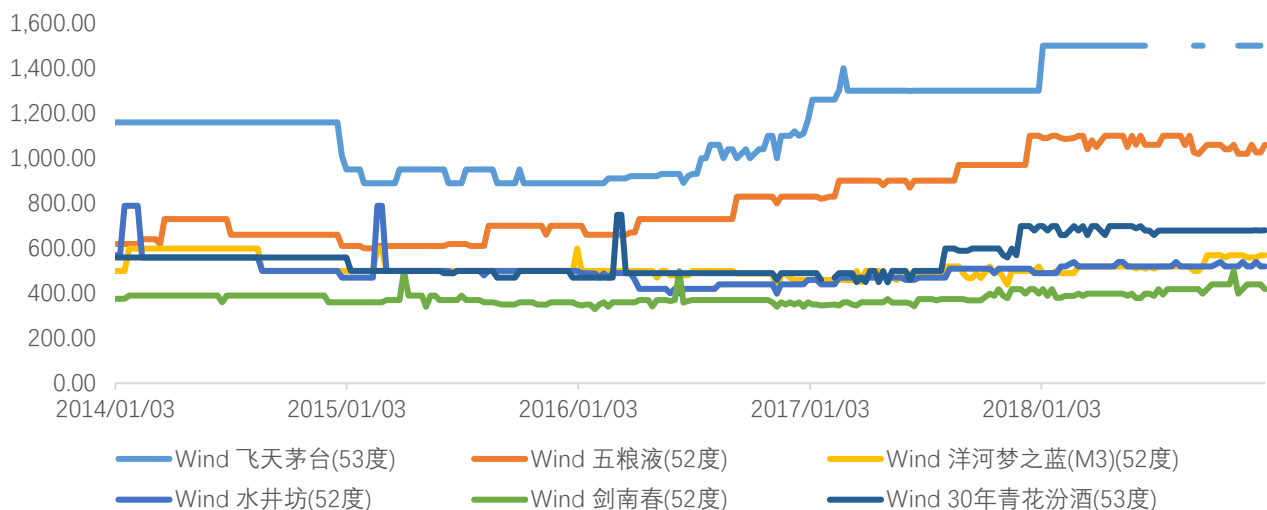
图 22: 固定资产对白酒制造收入在 12 年后相关性减弱



资料来源: wind, 天风证券研究所

**量减价增, 存量时代下品牌化高端化的变革。**随着全国居民人均可支配收入的提升, 大众消费下的白酒渐渐体现出高端化品牌化的发展态势, 头部酒企的大单品定价也逐步上提。在宏观背景上看, 偏高的 CPI、PPI 也进一步推动资产价格提升, 为高端白酒价格带拉开更大的空间。其中茅台作为行业龙头, 价格与行业逐渐拉开差距, 稳定在 1499 元/瓶。

图 23: 2014-2018 年头部酒企产品指导价 (单位: 元)

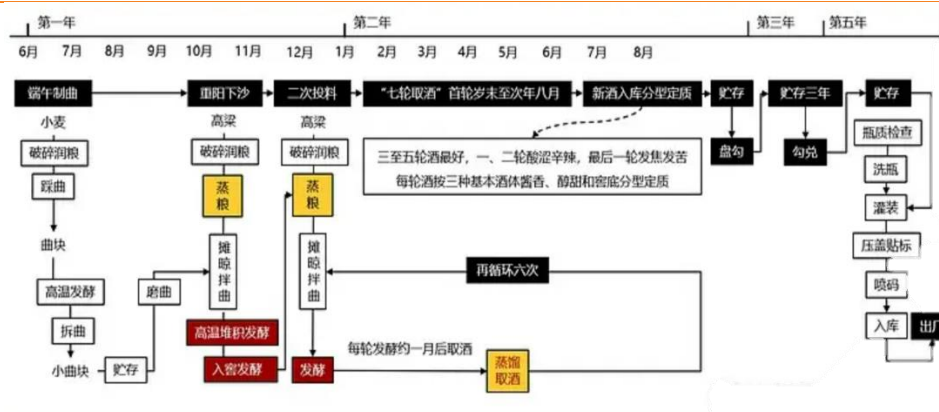


资料来源: wind, 京东, 天风证券研究所

## 2.2. 消费升级带动高端白酒量价齐升，文化内涵铸就品牌护城河

高端白酒产品行业壁垒高，历史文化底蕴铸就品牌护城河。白酒是我国特有的蒸馏酒，有着悠久的酿造历史，与白兰地、威士忌、伏特加、朗姆酒和金酒并称为世界六大蒸馏酒。白酒可以分为固态法白酒、液态法白酒和固液法白酒三类。由于高端白酒品牌培育周期相对较长，且白酒产品能够随着时间推移而保值，一线高端白酒产品具有一定的投资价值。而茅台酱酒 5 年生产周期长于其他香型白酒，使得茅台具备突出的**投资收藏属性**；同时中间商囤货也在一定程度上推高了茅台的价格，使茅台具有一定的**稀缺性**；相较于其他酒企，茅台酿酒原料选自茅台镇特有“红缨子”高粱，加上 12987 酿造工艺，除了包装，制曲、投料、勾调等环节均为手工打造，全环节的手工生产赋予了其具备的**奢侈品属性**。在消费升级的趋势带动下，茅台凭借其长期以来深厚历史底蕴塑造的品牌力以及对品牌内涵的深度挖掘形成品牌护城河，同时高端白酒行业的高壁垒更巩固了其市场份额和高端白酒整体格局，在当下消费提质背景下作用于消费者心理，有望获得更稳定溢价。

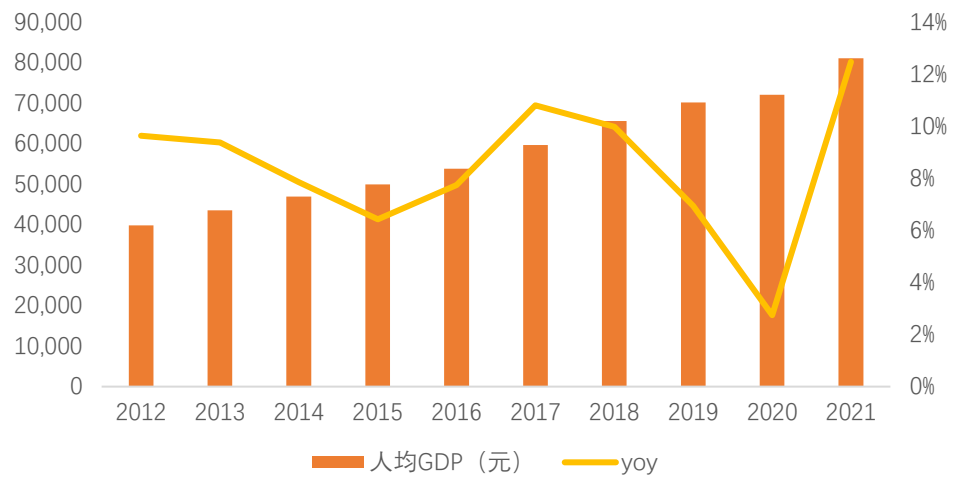
图 24：茅台生产工艺流程图



资料来源: 招股说明书, 壶中岁月公众号, 贵州茅台公众号, 酒评网, 国酒时空公众号, 天风证券研究所

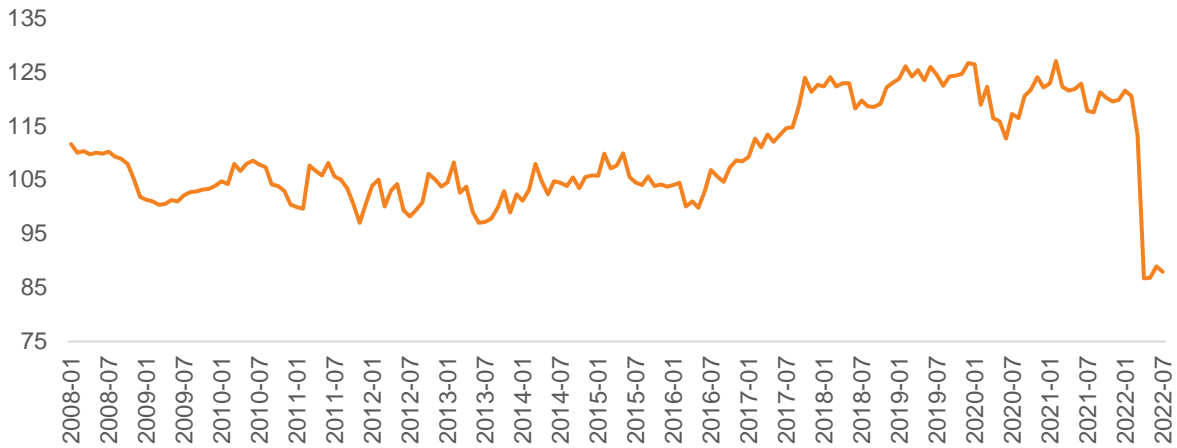
消费升级与消费结构的转变，支撑高端白酒消费需求。随着 GDP 增速下台阶，强调经济增速转向强调经济增长质量，城镇居民人均可支配收入逐步攀升的背景下中国居民的消费者信心指数在 16 年后不断上升。居民群众在满足了基本生活需求之后逐步走向追求品质生活，而这种追求在附带社交价值的白酒消费上体现为高端白酒的量价齐升。

图 25：2012-2021 年我国人均 GDP（元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 26：wind 消费者信心指数（月）

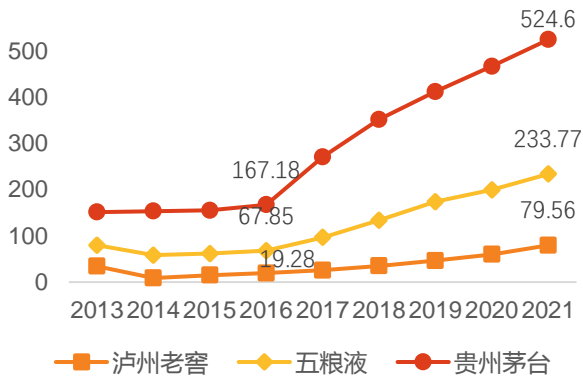


资料来源：wind，天风证券研究所

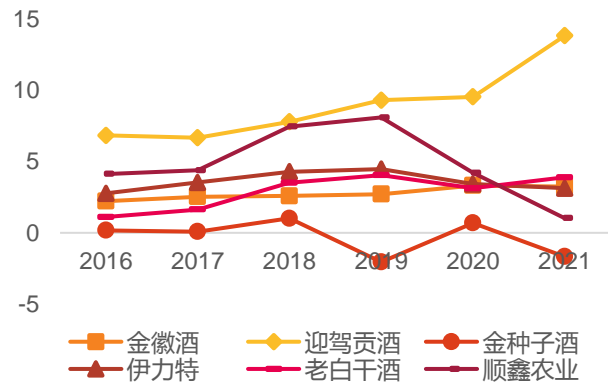
在白酒行业格局生变后的十年，高端白酒量价齐升，优势尽显。13 年后，高端白酒企业归母净利润维持震荡，16 年后，茅五泸归母净利润开始大幅爬升，22 年初疫情反复加强，消费者信心断崖式下跌，高端白酒企韧性尽显，营收利润相较其他酒企呈现出更小的波动，茅台营收净利均保持双位数增长，品牌与产品力优势尽显。反观部分次高端酒企在疫情期间，更是被头部高端酒企拉开差距。

图 27：高端酒企归母净利润（亿元）

图 28：中低端酒企归母净利润（亿元）

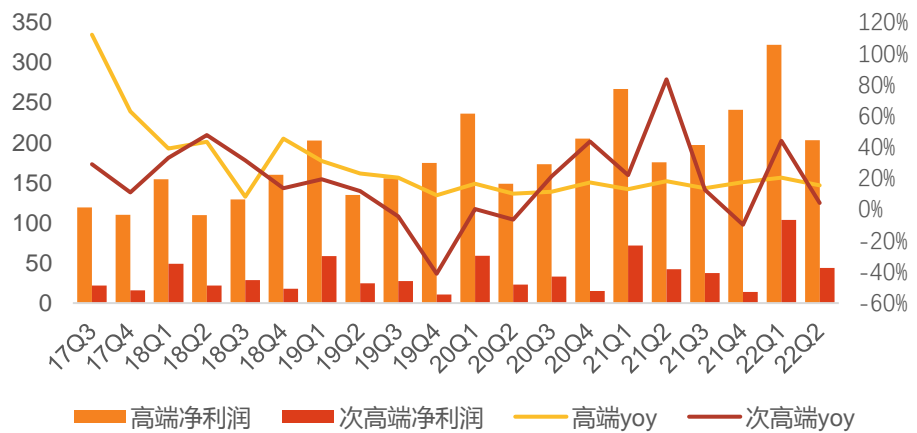


资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 29: 2017-2022 高端与次高端酒企净利润变化对比 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

注: 我们选取茅/五/泸测算高端酒企净利润, 选取舍得酒业/山西汾酒/古井贡酒/洋河股份代表次高端进行测算

**坡长雪厚, 茅台未来可期。**展望未来, 我们认为以下两个因素将引领高端白酒继续提升其价值。1) 稳定性: 抗风险性强, 高端白酒赛道在历次宏观经济的大幅周期性波动中业绩增速相对平缓, 利润增速波动较小, 相较次高端赛道呈现出更强的业绩韧性和抗系统性风险能力, 因此在宏观经济走弱的背景下更具备发展的稳定性。2) 成长性: 高端扩容, 消费升级背景下群众消费将更重质不重量。茅台作为高端白酒的龙头企业, 有望享受高端行业提升带来的红利。

### 3. 匠心铸品质, 茅台乘风起

#### 3.1. 国酒光环, 文化扬企

**亮相外交场合, 融入国家建设。**茅台酒多次用于外交宴请, 这赋予了茅台酒独一的文化价值。1954 年日内瓦会议期间, 周总理以茅台宴请各国人士。七十年代, 茅台更是多次出现在尼克松访华等重要外交场合, 茅台酒一直是中国递向世界的一张“飘香”的名片。茅台酒见证神舟五号飞船升空, 融入一带一路, 开发“走进系列”纪念酒; 助力脱贫攻坚, 开展“中国茅台·国之栋梁”公益助学活动, 多年连续捐资。坚持对仁怀市基础设施、教育、医疗、党建等方面实施精准帮扶, 引领经销商、供应商等相关方开展公益活动蔚然成风。2019 年, 茅台集团董事长李保芳宣布停用“国酒茅台”商标, 2019 年 6 月 29 日起茅台正式更名为“贵州茅台”, 但茅台酒品牌影响力和文化价值得到延续。

**消费人群品牌价值提升, 走向世界广大消费者。**1952-1989 年间茅台连续五次入选全国

评酒会名酒品牌，2016-2020 年间茅台连续五年位列全球烈酒品牌价值排行榜榜首，2016 年茅台入选胡润品牌榜并连续 9 年蝉联酒类“价值王”，茅台品牌价值不断攀升。2020 年，茅台酱香酒在全国已经建成 15 家文化运营体验中心，通过开设体验中心，拓展新销售渠道，并与现有销售渠道形成互补，构建茅台酱香系列酒以“产品展示、文化宣传、品鉴体验”于一体的终端营销模式。通过茅台酱香酒文化知识宣传，帮助消费者全面系统了解茅台酱香型白酒品牌文化和产品特征，不断构筑品牌护城河。

表 8：贵州茅台大事件

时间	事件
1935	红军长征途径茅台镇，以茅台酒疗伤解乏
1949	周恩来总理选定茅台酒为开国主酒
1952	贵州茅台酒在全国第一次评酒会上被评为国家名酒，列全国八大名酒之首
1955	茅台酒被用来招待贵宾，掀起了第一股茅台热
1972	尼克松访华，第二次茅台酒热来临，出现供不应求的情况
1973	毛主席送朝鲜金日成主席 52 年产茅台酒
1975	国务院副总理王震在全国食品工作会议上指出：“茅台酒是国酒”
1985	茅台酒荣获“国际商品金桂叶奖”，这是建国后茅台酒首次获国际金奖
1988	茅台酒获首届中国食品博览会金奖
1994	茅台酒厂获 1993 年度全国优秀企业“金马奖”；贵州茅台酒获第五届亚太国际贸易博览会金奖；贵州茅台酒获纪念巴拿马万国博览会 80 周年国际名酒评比会（美国）特别金奖第一名
1998	为纪念周恩来诞辰 100 周年，茅台集团公司为周恩来总理铜像举行揭幕仪式
2003	载有茅台酒酿造原料高粱、小麦和曲药的神舟五号飞船升空并成功返回
2005	茅台酒获巴拿马万国博览会金奖暨世界名酒 90 周年纪念大会在北京人民大会堂举行；黄帝陵民祭大典在陕西黄陵举行，茅台酒为主祭祀唯一用酒
2007	香港回归十周年庆祝晚宴上，胡锦涛用茅台酒举杯向特区人民敬酒庆祝
2009	上榜首批国家名片；茅台集团成为中国 2010 年上海世博会白酒行业高级赞助商，贵州茅台酒成为上海世博会唯一指定白酒
2012	贵州茅台首次以 118.38 亿元美元的品牌价值入选 BRANDZTM 最有价值全球品牌百强，位列第 69 位
2015	再次荣膺国家名片
2017	茅台积极响应“一带一路”倡议

资料来源：公司官网，共产党员公众号，北京茅台文化研究会公众号，茅粉俱乐部公众号，天风证券研究所

**品牌战略应时而出，茅台文化继续发扬。**1999 年，时任茅台酒厂总经理的袁仁国先生发表文章《迎接文化酒时代的春天》，提出从卖酒到卖文化是大势所趋，将茅台定位为文化酒，积极挖掘茅台品牌背后文化的内涵，释放文化力量。2000 年，袁仁国先生再次提出“绿色茅台、人文茅台、科技茅台”的“三个茅台”品牌文化战略。茅台始终坚持文化扬企，2017 年举办首届全球茅粉节，2021 年提出五线发展战略，其中紫线指代茅台文化，即充分挖掘文化内涵，扎实做好文化赋能，充分体现茅台文化影响力、凝聚力和感召力的“软核”作用，最大程度地发挥文化聚能的“硬核”作用。

### 3.2. 酿造工艺独树一帜，稳步调价双轮驱动

**率先提价频发调价，保持高端领先地位。**1988 年名酒价格放开，借此契机茅台酒价格大幅提升。2000 年之后，更多的公司迈入高端行列，老窖、水井坊等推出高端产品。综合考量供需与渠道端传导性，公司于 2001 年 8 月出厂价提至 218 元，保持高端领先地位。2003-2012 年白酒行业发展正值黄金期，茅台出厂价提价频繁，公司先后 7 次提价，平均提价幅度 18.87%，维持高端定位。

**顺应行业发展提价，策略稳健传导成功。**2012 年三公政策叠加黑天鹅，行业进入深入调整期，酒企终端价格纷纷回落，公司长期维持出厂价不变。2015 年提出不增加销量、不增加新经销商、不降低出厂价格的三不战略。2017 年，行业渡过低谷迎来景气发展，公司上调至 969 元。价格策略始终保持稳健，未出现渠道倒挂现象。凭借强大的品牌力与渠道控制能力，最终成功将提价传导至终端。



表 9：茅台历次提价

时间	2001/8	2003/10	2006/2	2007/4	2008/1	2010/1	2011/1	2012/9	2017/12
出厂价(元)	218	268	308	358	439	499	619	819	969
提价幅度(%)	17.8%	22.9%	14.9%	16.2%	22.6%	13.7%	24.0%	32.3%	18.3%

资料来源：wind，天风证券研究所

**多角度创新产品，多阶段推出新品。**公司陆续推出年份酒、生肖酒、纪念酒等非标产品，年份酒 15/30/50/80 年借助自然增值属性强化“年份”属性，赋予老酒基酒新价值；生肖酒结合中国农历生肖属性，丰富市场收藏；纪念酒纪念香港回归、国庆周年等纪念日，保持长期价格增长空间，同时凸显产品高端定位。推出生肖系列产品、100ml 飞天小茅、珍品茅台。茅台为满足消费者需求，扩大消费群体，一直推陈出新的道路上。

图 30：茅台酒产品矩阵

系列	产品	参考批价（元）	参考市场价（元）	产品图
飞天系列	53° 茅台（普飞）	3220	1499	
	43° 茅台	1075	1099	
	100ml小茅	495	399	
茅台酒	年份茅台	6600	7199	
	纪念酒	-	5498（巴拿马金奖）	
非标系列	珍品茅台	4820	4599	
	生肖酒	3630（虎年）	2499（虎年）	
	五星茅台	2830	3030	
	精品茅台	3530	3850	

资料来源：今日酒价公众号，i 茅台，京东各旗舰店，天风证券研究所 注：批价参考 9 月 5 日

**一曲三茅四酱，系列酒持续加码。**1999 年王子酒上市，2001 年迎宾酒上市，2012 年汉酱、仁酒上市，2015 年贵州大曲、华茅和王茅上市，赖茅重启，至此系列酒形成“一曲三茅四酱”产品矩阵。2014 年茅台经销商大会上，茅台集团将股份有限公司旗下包括汉酱酒、仁酒、茅台王子酒、茅台迎宾酒在内的所有系列酒剥离出来独立运营，注入即将注册成立的“贵州茅台酱香酒营销有限公司”中。2019 年底启动系列酒技改，将再新增 3 万吨系列酒产能。2022 年 1 月 18 日公司推出茅台 1935，指导价 1188 元/瓶，该产品补齐茅台千元价格带空缺，打开系列酒发展的天花板，酱香系列酒发展再上新台阶。

图 31：酱香系列酒产品矩阵

	系列	产品	参考批价 (元)	参考市场价 (元)	产品图
系列酒		茅台1935	1280	1188	
	一曲	贵州大曲	195 (80年)	313 (80年)	
	三茅	华茅	690 (1862)	1399 (1862)	
		王茅	525 (祥邦)	869 (祥邦)	
		赖茅	360 (传承蓝)	508 (传承蓝)	
	四酱	王子酒	247	258	
		迎宾酒	153	188	
		汉酱	515 (铂金蓝)	799 (铂金蓝)	
		仁酒	300	498	

资料来源：今日酒价公众号，i茅台，京东各旗舰店，天风证券研究所 注：批价参考9月5日

**打造品牌集群，精准拓展规模。**2014 年公司提出 133 战略，打造大茅台品牌集群，目前已经形成了较为完善的产品矩阵。贵州茅台为 1 个世界级核心品牌；茅台王子酒、茅台迎宾酒、赖茅酒为 3 个全国战略性品牌；汉酱、仁酒、贵州大曲为 3 个区域性重点品牌。2020 年茅台王子酒已成 45 亿级品牌，汉酱和贵州大曲等也成为 10 亿级以上的大单品，其中汉酱的规模已突破 15 亿。重点面向中端及以上价格带培育大单品，着力调整产品体系结构，精准拓展产品规模。

### 3.3. 直营增进，渠道扁平

**顺应行业发展，市场化营销体系。**1988 年以前，白酒行业主要是批条加生产模式，产品专供无需营销。1988 年，国家放开名烟酒的价格管制，酒企开始根据市场供求定价。茅台开启积极营销，招募营销人员拓展市场。同时，建设专卖店，形成经销商加专卖店模式。市场化营销体系初步建成。

**团购渠道开启，意见领袖先行。**2005 年，公司停止新设专卖店，加大力度管控渠道，同时公司面向军区、政务、大型企业定制茅台酒，由此开启团购业务。2010 年，为便于管理推行销售大区制度，全国成立 8 个销售大区。团购业务迅速发展一方面拉动业绩增长，另一方面形成消费群体中的意见领袖，蓄积品牌势能。

**优化渠道模式，开拓自营渠道。**2012 年，茅台销售公司计划在全国 31 个省会城市及直辖市建立全资自营公司，由此开始了自营渠道建设。2013 年，茅台开放代理权，放开经销商加盟渠道。2015 年，砍掉大区制，实行省区经理负责制。渠道建设顺应行业趋势，呈现由公务消费向商务消费、专营专卖向直营直销的转变。

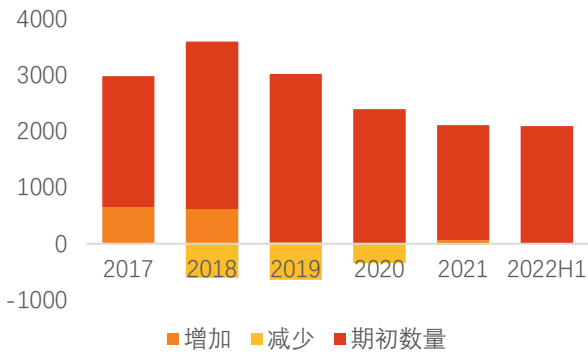
**自营渠道持续加码，推动渠道扁平化。**2018 年公司取消违规经销商的经销资格，优化经销商结构。从违规经销商收回的配额及新增配额将投放至自营、团购等渠道，2019 年成立集团营销公司，面向团购、商超等终端客户提供服务，同年开始陆续与多家商超合作，持续发力直营渠道。同时，公司也积极布局电商等新渠道，不断健全营销网络，拓宽消费者覆盖面。渠道扁平化使得茅台话语权更大，有利于加强经销商管控，同时加快公司价格调整与系列酒营销战略的触达。

表 10: 茅台渠道变革

时间	事件
1998	开启经销商+专卖店之路
2005	开启团购模式；开启专卖店+特约经销商+区域经销商+总经销商模式；停止新设专卖店
2006	紧抓党政军消费，强化专卖店
2010	成立销售大区制
2011	建立自营店，开启自营渠道
2012	计划设立 31 家全资自营公司
2013	开放代理权，放开经销商加盟渠道
2014	成立电子商务公司，拓宽渠道
2015	改大区经理制为省区经理制
2016	茅台云商 App 正式上线运营
2018	处罚违规经销商，规范渠道
2022	i 茅台数字营销 app 上线运行，重启自营电商平台

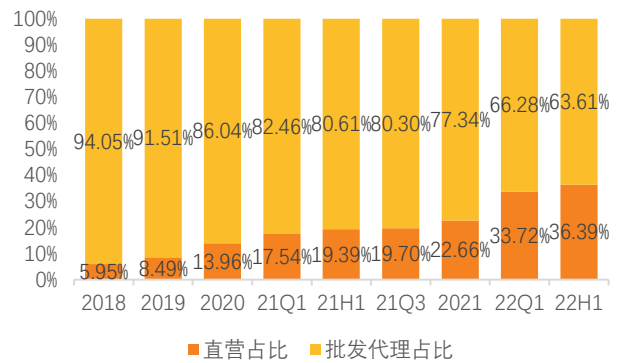
资料来源：国企混改研究，佳酿网公众号，新京报，华夏酒报，酒眼网公众号，天风证券研究所

图 32: 2017-2022H1 国内经销商变动情况 (单位: 家)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 33: 2018-2021 年直营收入占比显著提高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**i 茅台助力直营，创造发展新动能。**2022 年 3 月 31 日 i 茅台开始试运行，5 月 19 日正式上线。目前该平台共上线 4 款预约申购产品及 5 款线上云购产品，包含 6 款茅台酒和 3 款酱香系列酒，其中与批价价差最大的为 53 度虎年生肖酒（375ml\*2）根据 9 月 2 日批价，该品类价差达到 1231 元。目前平台申购产品均为 22 年新品，增进直营同时亦辅助新品放量，结合“虎茅”“小茅好运”等专场活动加持，平台贡献增量稳定且持续。9 月初平台公示数据显示，产品日均投放量稳定在 2 万瓶左右。截至 7 月 8 日，i 茅台上线 100 天，茅台 1935 累计实现销售额近 9 亿元，小茅 100ml 累计投放超 120 万瓶、实现销售额近 5 亿元。根据公司 22 年中报，上半年公司通过 i 茅台实现酒类不含税收入 44.16 亿元，结合一季度直销收入及 i 茅台 3.31 日销售额测算，i 茅台在二季度的直销收入占比超过 43%。我们预计未来随着飞天茅台逐步上架，产品结构趋于完善，平台业绩有望进一步放量。

表 11: i 茅台产品矩阵逐步完善 (单位: 元)

模式	产品名称	销售价格	批价	销售价-批价
享约申购	53 度贵州茅台酒(壬寅虎年)/500ml	2499	3660	-1161
	53 度茅台 1935/500ml	1188	1300	-112
	53 度贵州茅台酒(珍品)/500ml	4599	4880	-281
	53 度贵州茅台酒(壬寅虎年)/375ml*2	3599	4830	-1231
线上销售	飞天 53 度贵州茅台酒/100ml	399	495	-96

飞天 43 度贵州茅台酒/500ml	1099	1040	59
贵州茅台酒(喜宴·红)/500ml	1099	998	101
茅台王子酒(金王子)/500ml	338	217	121
茅台迎宾酒(紫)/500ml	218	158	60

资料来源：i 茅台，wind，今日酒价，美酒网，天风证券研究所 注：批价参考 2022 年 9 月 2 日

表 12：i 茅台各产品投放量及总量、营收测算（单位：瓶、亿元）

	4/7	4/8	4/9	4/10	4/11	4/12	...	9/5	9/6	9/7	9/8	9/9	日投 放量	年营 收
550m I 虎年	4066	3502	1042	5034	2622	2186		11177	11129	10179	10510	10743	5445	37
375m I 虎年	12336	10189	10899	8993	9933	9956		396	396	376	340	304	8389	83
茅台 珍品	364	528	488	772	524	660		542	535	592	547	509	570	7
茅台 1935	8261	11014	13252	10549	12650	12643		8553	8085	8162	8349	8042	9636	31
总投 放量	25027	25233	25681	25348	25729	25445		20668	20145	19309	19746	19598	23929	159

资料来源：i 茅台，云酒公众号，天风证券研究所

### 3.4. 茅台之美回味绵长，多面触达布局深远

2022 年 2 月，董事长丁雄军提出“五合营销法”，聚焦资源整合、数字融合、文化相合、品牌聚合、管服结合五个方面，开启茅台营销新时代。

表 13：五合营销法

聚焦方面	具体措施
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，聚焦“行业”“企业”“圈层”，精准定位客户，实现主动营销的精准化、标准化和高效化
数字融合	加快补齐新零售短板，构建和完善数字化营销平台，为茅台市场营销注入新动能
文化相合	充分整合茅台优势文化资源，围绕“酒文化的极致”，坚持文化聚能，通过做精文化产品、搭建文化平台、营造文化场景、丰富文化活动，切实把茅台的文化势能转化为发展效能
品牌聚合	围绕构建“价格匹配、层次清晰、梯度合理”的品牌体系，聚焦培育大单品和文化精品，不断优化产品结构，巩固增强茅台酒品牌优势，打好“茅台酱香、股份出品”和“茅台家族、集团出品”两张牌，提高茅台品牌的综合能级
管服结合	提高市场管理能力和市场服务能力，维护良好的市场秩序和经营环境，持续为消费者创造最大的满意，不断巩固来之不易的市场耕耘成果，进一步提升茅台的良好品牌形象

资料来源：茅台集团 2022 年市场工作会，天风证券研究所

**数字营销加强渠道与价格管控，i 茅台赋予茅台美传播新平台。**1) 渠道上，i 茅台作为数字化营销的重要载体，运用云计算、大数据、物联网等先进技术，能够直接触达 C 端消费者，增进直营、丰富渠道的同时，通过数字化技术掌握终端用户画像，实现精准营销，提高销售费用转化率。2) 价格上，该平台通过数字化手段实现“一瓶一码”，并紧密建设从产品到商品的全链路溯源体系，大幅加强对价格的掌控力。3) 文化上，i 茅台结合“小茅”IP 增强消费者互动感，同时在平台以插画形式植入茅台生产工艺、酿造历史、节日文化等内容，增强茅台与传统文化链接，在消费者心中埋下茅台美的种子。

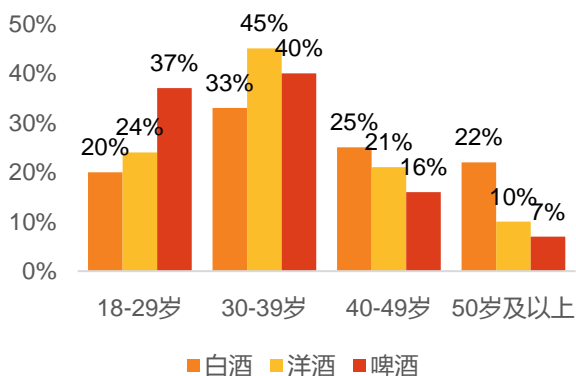
图 34：i 茅台结合小茅 IP 赋予茅台美传播新平台



资料来源：i 茅台，天风证券研究所

**突破消费人群和场景，以跨界实现跨代。**一直以来，传统白酒偏重商务和人情化消费，主力消费人群为中年以上男性，与年轻人消费有脱节。而考虑我国人口老龄化进度，白酒或将面临庞大的主力消费人群随年龄上升白酒需求减少问题，年轻人饮酒市场更为开放，低度酒、精酿酒均在抢夺市场，培育年轻人消费习惯。i 茅台 app 为多款产品打造具体消费场景，增强与消费者情感联结，如 100ml 小茅主打老友相聚、茅台迎宾酒主打家庭待客等，使不同产品更贴合具体消费场景和体验；同时茅台集团于 5 月推出与蒙牛集团联合打造的预包装产品“茅台冰淇淋”，线上线下协同销售，扩展与各消费群体接触面，突破消费人群，在热销时间、主要客群上都与传统白酒产品实现互补，持续性、大范围传播品牌力。线上销售由 i 茅台 app 专供，i 茅台 app 用户以 31-35 岁消费者为主，占比超 7 成，其次是 24-30 岁用户；女性用户占比由 3 月底上线之初的 17.7% 上升至 5 月的 33.44%，占比提升明显；线下则以贵州为中心，向其他一线或省会城市拓店，并联合顺丰打造综合物流冷链解决方案，截至 8 月 29 日，茅台冰淇淋已覆盖全国逾 20 个省市，实现近 1.4 亿元销售额。茅台冰淇淋的推出在更多时间与空间营造了与消费者心智触达的机会，一方面茅台冰淇淋成为了年轻群体初步了解“酱香”口味与品牌文化的入门产品，另一方面，通过茅台冰淇淋的连锁化运营，能够提高茅台在年轻群体中渗透率，对未来酒类消费做品质和品牌培育。

图 35：40 岁及以上群体更偏好饮用白酒



资料来源：腾讯营销洞察，天风证券研究所

图 36：三款茅台冰淇淋



资料来源：i 茅台，天风证券研究所

表 14：茅台冰淇淋已覆盖 21 个省市区（截至 2022 年 9 月 5 日）

省区市	覆盖区域
贵州	贵州全境
云南	昆明市
广东	广东全境
广西	南宁市、梧州市、桂林市

浙江	浙江全境
上海	上海全境
江苏	江苏全境
安徽	安徽全境
湖北	湖北全境
江西	南昌市、九江市
湖南	长沙市、湘潭市、株洲市、益阳市、岳阳市、娄底市、常德市、衡阳市、邵阳市
陕西	陕西全境
甘肃	兰州市
宁夏	银川市
北京	北京全境
天津	天津全境
河北	河北全境
内蒙古	呼和浩特市
山西	太原市
山东	济南市、德州市、滨州市、青岛市
河南	郑州市、开封市、洛阳市、许昌市、源河市

资料来源：i 茅台，天风证券研究所

## 4. 产能释放量价齐升，双轮驱动精准发展

### 4.1. 量：增储扩产奠基石，风物长宜放眼量

#### 4.1.1. 茅台酒：持续技改扩产创造增量空间，基酒储能保证未来发展

**独特生产酿造工艺决定产能释放滞后性，持续技改扩产创造增量空间。**自上市以来，贵州茅台持续通过技改及扩建项目扩大茅台酒产能，整体自上市以来公司共扩建茅台酒产能近 3.7 万吨，2016-2021 年实际产能复合增速达 7.51%。2016 年以来，茅台酒的实际产能高于设计产能，考虑设计产能中预计于下年释放的部分，实际产能利用率维持在 130% 左右。根据茅台酒的生产工艺，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，老酒勾兑储存至少 1 年，则当年的基酒产量 5 年后才能够产成成品酒，2017-2021 年茅台基酒产量的持续爬坡将为 2022-2026 年茅台酒销量提供强力支撑。根据 2021 年茅台酒产量 56472.25 吨五年后按照 85% 的比例转化为可供销量，2026 年茅台酒可供销量有望突破 4.8 万吨，较 2021 年的 3.6 万吨销量，5 年 CAGR 将达 5.77%。

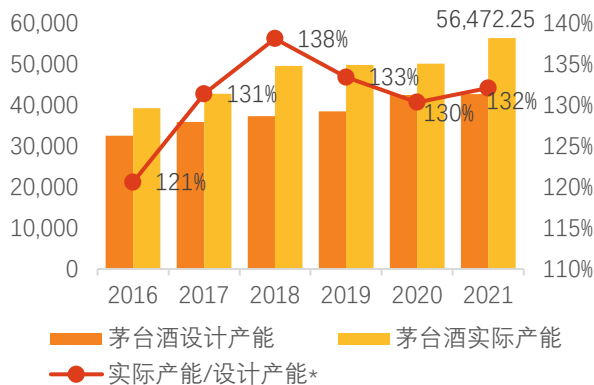
表 15：茅台酒历年改扩建项目及新增产能梳理

公告时间	工程名称	扩建产能 (吨)
2001	茅台酒技改及扩建项目	2500
	中低度茅台酒技改工程	2100
2005	2000 吨茅台酒生产及辅助配套设施	1000
	十五万吨茅台酒技改工程项目二期	2000
2006	“十一五”万吨茅台酒技改工程项目一期	2000
	“十一五”万吨茅台酒技改工程项目二期	2000
2007	“十一五”万吨茅台酒技改工程项目三期	2000
2008	“十一五”万吨茅台酒技改工程项目四期	2000
2009	“十一五”万吨茅台酒技改工程项目五期	2000
2010	“十二五”万吨茅台酒技改工程项目一期	2600
2011	“十二五”万吨茅台酒技改工程项目二期	2500
2012	中华片区第一期茅台酒技改工程及配套设施项目	5800
2013	中华片区第二期茅台酒技改工程及配套设施项目	3000

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**登高望远，基酒储能稳步增长保证未来发展。**2021 年茅台酒实现销量 3.6 万吨，对应 5 年前产量为 3.9 万吨，结合近年茅台酒产销量情况看，产大于销趋势明显。考虑系列酒前期产能销量数据较小，且近年系列酒处于销大于产消耗库存阶段，因此我们认为茅台集团库存量结构及新增库存量在很大程度上反映了茅台酒基酒储备的增长。茅台不断扩大的陈年基酒产能为企业提供了充分产品供给和基酒储备，为未来产品设计开发提供充分空间，对未来销售、市场调控、老酒品质都具备战略意义。

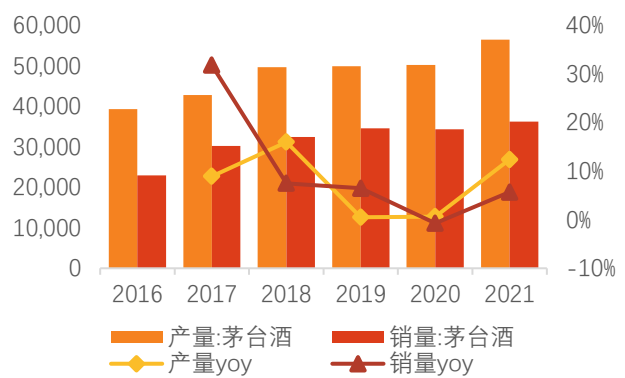
图 37：2016-2021 茅台酒实际产能与设计产能情况（单位：吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：设计产能\*=当年公告设计产能-设计产能中预计下年释放的部分

图 38：2016-2021 茅台酒产销量情况（单位：吨）



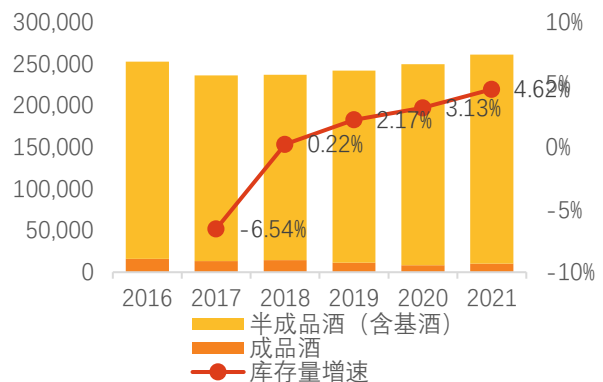
资料来源：wind，天风证券研究所

图 39：2016-2021 系列酒产销量情况（单位：吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 40：不断增加的基酒储能保证茅台酒未来发展（单位：吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

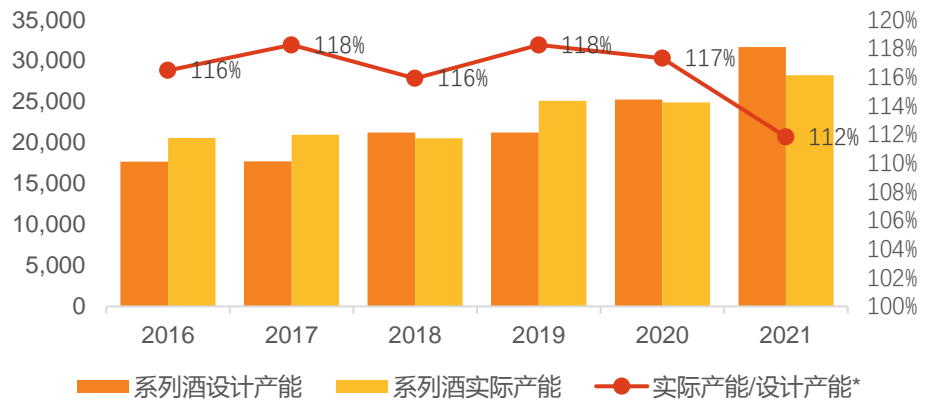
#### 4.1.2. 系列酒：产能有序释放，储备中长期业绩增长动力

**产能有序释放，高天花板保证业绩增长动力。**公司于 1999 年推出首款系列酒“茅台王子酒”，2001 年收购原习酒公司酱香生产线，受前期基酒生产不足影响，2017 年以来系列酒销量基本维持在 3 万吨水平，基酒生产处于满负荷状态。不同于茅台酒生产的严苛地理自然环境要求，系列酒产能天花板更高，2011 年起公司逐步推进系列酒产能扩张计划，至 21 年底系列酒设计产能达到 3.17 万吨，由于系列酒工艺生产特点，其中 6400 吨系列酒基酒实际产能将于 2022 年释放。

截至 22H1，3 万吨酱香系列酒项目工程进度为 70%，预计产能将在 2023 年释放，届时系列酒设计产能将达到约 6 万吨，以 110%的产能利用率测算，实际产能将达到 6.6 万吨左右。公司 2022 年中报显示，酱香酒习水同民坝一期项目已完成勘察、设计招标程序，项目预计建设期为 24 个月，全部投产后将新增 12000 吨产能。长远来看，《遵义市 2035 年远景目标纲要》提出了 2035 年茅台系列酒产能达 10 万吨规模的重点任务分工，预计后

续公司将持续推进系列酒产能扩张。系列酒产能的提升有利于产品线拓展和产品结构的升级，居民消费升级趋势遇阻时可以灵活实现产品结构下移，降低风险。

图 41：2016-2021 系列酒实际产能与设计产能情况（单位：吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所  
注：设计产能\*=当年公告设计产能-设计产能中预计下年释放的部分

表 16：2011 年起系列酒产能稳步扩张

公告时间	工程名称	扩建产能（吨）
2011	2000 吨茅台王子酒制酒技改工程及配套设施项目	2000
2012	2800 吨茅台王子酒制酒技改工程及配套设施	2800
2012	酱香型系列酒制酒技改工程及配套设施项目 (一期 6,400 吨高档、二期 3,600 吨中低档)	6400
2013	调整 301 车间白酒生产基地技改项目 (中级酱香型白酒 6,800 吨)	6800
2018	3 万吨酱香系列酒技改工程及其配套设施项目	30000
2022	“十四五”酱香酒习水同民坝一期建设项目	12000

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4.2. 价：渠道改善+结构升级，草蛇灰线尚可期

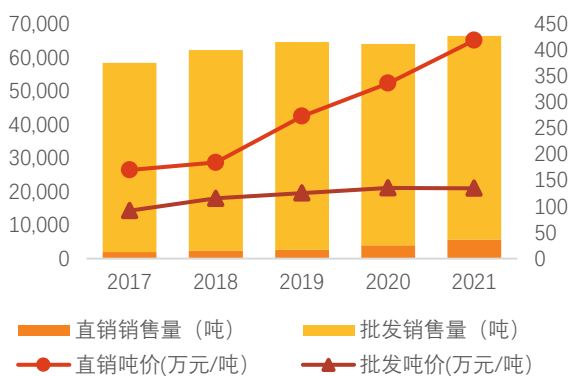
### 4.2.1. 直营造就提价空间，助力结构性红利

2012 年茅台出厂价调至 819 元/瓶，随后行业进入调整期，2017 年底茅台出厂价调至 969 元/瓶，该价格一直维持至今，而茅台批价已达 3000+，渠道毛利率近 70%。一方面，公司直营渠道以高于批发出厂价的指导价销售，且直营产品结构总体处于较高水平，产品吨价显著高于批发代理，为公司带来更大利润空间；另一方面，公司出厂价理论涨价空间充足，直营占比提升能在一定程度上减少对经销商的依赖，提高定价话语权，优化批发渠道利润结构。2021 年，茅台定位为直销渠道商优化提升年，优化营销布局、加强渠道管理、发力聚合营销、推广“文化茅台”、提升服务质量，全年茅台直销渠道实现收入 240.29 亿元，同比增长 81.5%，占比达 22.66%。随着直销占比持续提升，1935 以及茅台酒，包括 100ml 飞天、标准飞天、精品、生肖、珍品等的渠道利润都将部分从渠道流回公司主体，对于吨价提升和利润率提升有明显提振作用。22H1 公司毛利率达到 92.11%，已经接近 2013 年 92.9% 的历史最高点，并创下历史最高的净利润率 53.99%。

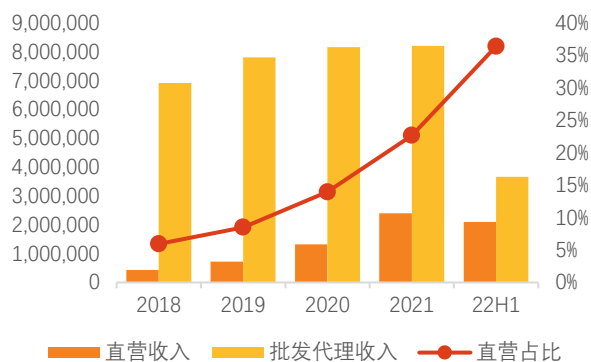
图 42：直营渠道吨价显著高于批发吨价

图 43：2018-2022H1 公司持续发力直营渠道（单位：万元、%）



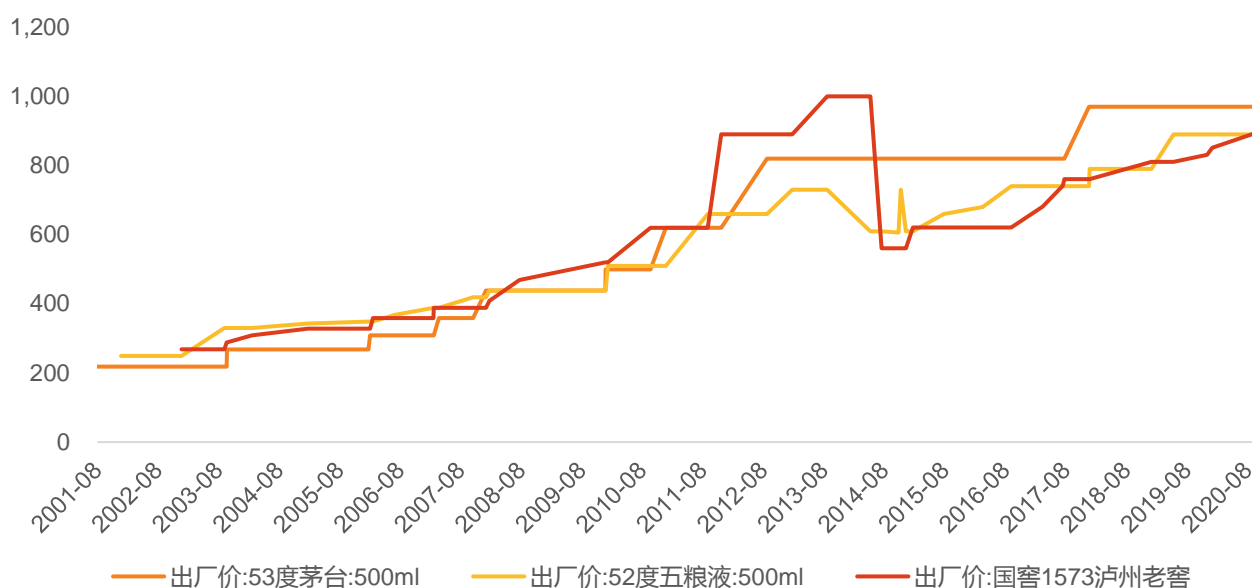


资料来源：公司公告，天风证券研究所



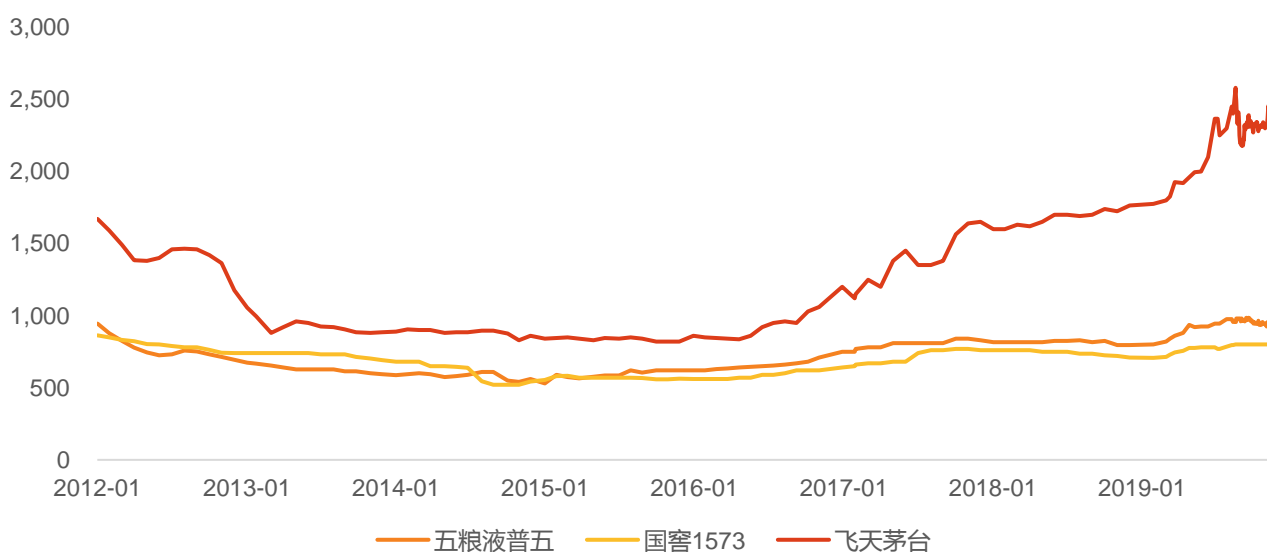
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 44：茅五泸出厂价对比（单位：元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 45：茅五泸批价对比（单位：元）



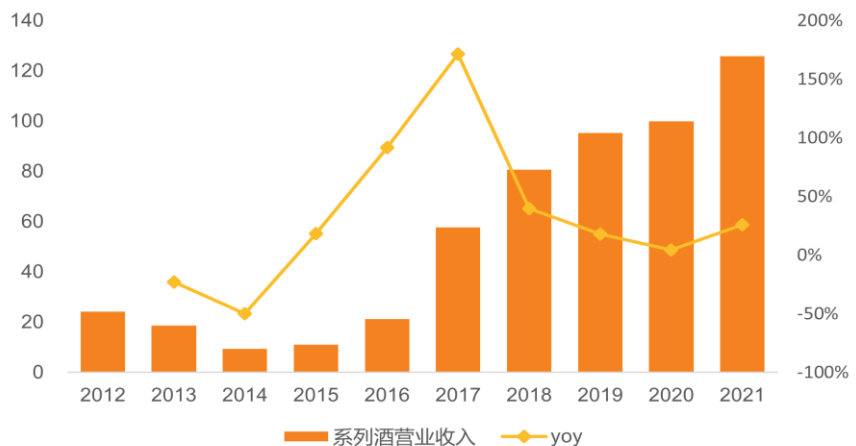
资料来源：wind，天风证券研究所

#### 4.2.2. 产品升级趋势持续，系列酒双轮驱动成型

持续推动“1+2+3”战略，产品矩阵不断完善，茅台+系列酒双轮驱动逐步形成。在茅台酒股份公司召开的 2019 年度茅台酱香系列酒营销顾问团第四次会议上，公司明确了“1+2+3”品牌发展战略，即：着力培育一个 50 亿元级超级大单品—茅台王子；培育两个 20 亿元级大单品—汉酱、赖茅；培育三个 10 亿元级单品—茅台迎宾、贵州大曲、仁酒。一方面，茅台酒核心产品飞天茅台价格高，系列酒能够很好地填补茅台中低端白酒消费市场上的缺位；另一方面，茅台系列酒推动“双轮驱动”战略施行，在一定程度上弥补核心产品产能有限空缺。近年来，贵州茅台不断推动系列酒销售，2016-2021 年系列酒营收 CAGR 高达 42.7%，在公司酒类营收中占比由 2016 年的 5.5%提升至 2021 年的 11.9%，系列酒收入已成为公司业绩增长的强劲推动力。2021 年，茅台王子酒、汉酱、贵州大曲分别实现销售金额 54 亿元、17 亿元、14 亿元，其中茅台王子成为贵州茅台酒股份公司仅次于茅台酒的第二大品牌。

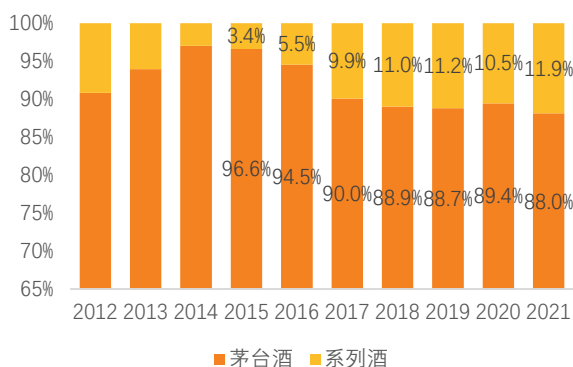
22 年上半年，茅台加快产品结构化升级，开发推出虎年生肖茅台、珍品茅台、茅台 1935、100ml 飞天茅台等新品，并在 i 茅台上线销售。具体来看，珍品茅台定位 4000-5000 元超高端价格带，填充 4000 元空白价格带，有助于推动茅台酒吨价提升；100ml 飞天茅台定位 399 元，每 500ml 的实际出厂价为 1895 元，接近普茅出厂价的两倍；2022 年 1 月推出的茅台 1935 更填补了茅台千元价格带的空缺，将成为茅台酱香系列酒结构调整的重中之重，在茅台酱香系列酒在“十四五”末实现 240 亿营收中起到至关重要的作用。一系列高附加值高利润产品的推出，有助于产品吨价提升，为茅台的业绩增加和效益贡献了充分力量，22H1 茅台酒收入首次逼近同期 500 亿元大关，达到 499.65 亿元，同比增长 16.33%；系列酒实现营收 75.98 亿元，同比增长 25.37%。

图 46：2012-2021 年茅台系列酒营收（亿元）



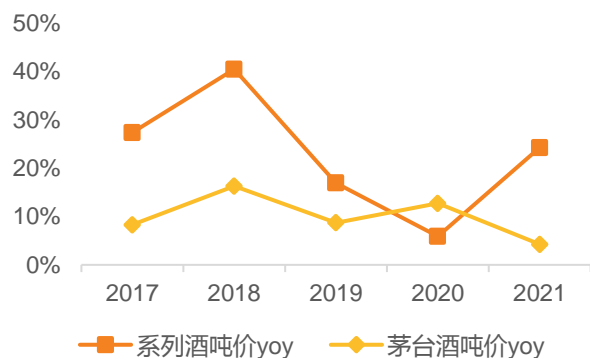
资料来源：wind，天风证券研究所

图 47：2012-2021 茅台酒及系列酒营收占比情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 48：2017-2021 年茅台酒及系列酒吨价变动



资料来源：wind，天风证券研究所

## 5. 投资建议

**茅台+系列酒双轮驱动，1935 完善价格带的同时冲击竞品。**2021 年公司系列酒销量 3.02 万吨，同比增长 1.46%。系列酒销售收入 125.95 亿元，同比增长 26.06%。同时，公司酱香系列酒广告及拓展费用投放增长，酱香系列酒经销商数量大幅增加，公司持续着力推动系列酒发展。茅台 1935 维持高热度，覆盖公司千元价格空白带，未来系列酒有望带动公司市场份额进一步提升。系列酒成为未来营收增长的重要驱动力，未来有望扩大品牌推广和目标消费者培育，进一步带动酱香热，提升渠道能力。

**营销改革持续推进，长期价值有望企稳并逐步提升。**2021 年 9 月茅台新董事长丁雄军上任以来，营销体系改革持续推进。2022 年市场工作会上基于市场环境面临新趋势、新群体、新场景、新零售、新产品“五个新”的变化提出“五合营销法”，构建和完善数字化营销平台，加快补齐新零售短板。i 茅台上线有望进一步完善优化公司营销架构，强化渠道管控能力，牢抓量价主动权。

**2022 年茅台再添新举，上线 i 茅台，增加茅台直营渠道，进一步增加茅台的盈利性，实现从消费性红利向结构性红利增收。**鉴于目前飞天批价为每瓶 3000 元左右，经销商利润过高，挤占公司利润空间，假设后续飞天上线 i 茅台，可大幅提升公司盈利，同时可加强飞天批价管控，为未来提价打下基础。考虑到该平台产品税收归属于贵州，假设未来消费税加征（消费税后移）仍然利好茅台及贵州政府。该自营渠道的开拓，优化茅台渠道体系，长远看潜力丰厚。未来伴随疫情形势逐步缓和，高端白酒刚需消费场景回暖等有利因素作用，在量价齐升的驱动下，茅台长期价值有望企稳并逐步提升。

**基于以上分析，我们假设：**

- 1) 茅台酒需求稳定且旺盛，基酒产能充沛，结合直营渠道逐步加码有望加强公司定价权，预计 22-24 年茅台酒营收增速分别为 16.48%/15.97%/15.46%；
- 2) 系列酒处于加速扩张状态，随着系列酒产能有序释放、营销投放持续推进，以及茅台 1935 大单品带动放量，系列酒有望量价齐升，预计 22-24 年系列酒营收增速为 24.20%/19.08%/19.72%；
- 3) 渠道改善叠加产品结构升级，预计 22-24 年公司整体毛利率为 91.70%/91.78%/91.92%（其中茅台酒分别为 93.87%/93.97%/94.11%，系列酒分别为 75.34%/75.79%/76.63%）

表 17：盈利预测核心假设（单位：百万元）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>酒类</b>						
收入	85344.57	94822.00	106059.29	124506.67	144878.27	168062.73
yoy	16.01%	11.10%	11.85%	17.39%	16.36%	16.00%
毛利率	91.37%	91.48%	91.62%	91.54%	91.63%	91.79%
<b>茅台酒</b>						
收入	75802.30	84830.94	93464.51	108863.96	126250.93	145763.01
yoy	15.75%	11.91%	10.18%	16.48%	15.97%	15.46%
毛利率	93.78%	93.99%	94.03%	93.87%	93.97%	94.11%
<b>系列酒</b>						
收入	9542.26	9991.06	12594.78	15642.71	18627.34	22299.73
yoy	18.14%	4.70%	26.06%	24.20%	19.08%	19.72%
毛利率	72.20%	70.14%	73.69%	75.34%	75.79%	76.63%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**投资建议：**我们预计公司 22-24 年营收 1280.74/1485.64/1719.23 亿元，同比增长 17%/16%/15.72%，归母净利润 623.41/727.47/848.69 亿元，同比增长 18.84%/16.69%/16.66%，EPS 为 49.63/57.91/67.56 元/股，给与公司 22 年 40-45 倍 PE，目标价为 1985.2-2233.35 元。

表 18：可比公司估值（2022 年 10 月 14 日 wind 一致预测）

可比公司	市值 (百万元)	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
五粮液	617,641	6.0	7.0	8.1	9.4	26.4	22.8	19.6	17.0
泸州老窖	312,379	5.4	6.9	8.6	10.5	39.1	30.8	24.7	20.2
山西汾酒	339,107	4.4	6.3	8.3	10.5	63.7	44.5	33.7	26.5
舍得酒业	45,706	3.8	5.0	6.8	8.9	36.7	27.4	20.1	15.4
酒鬼酒	40,122	2.8	4.0	5.3	6.9	44.9	31.1	23.3	18.1
平均值		4.5	5.8	7.4	9.2	42.2	31.3	24.3	19.4
贵州茅台	2,182,782	41.8	49.8	58.4	67.9	41.6	34.9	29.8	25.6

资料来源：wind，天风证券研究所

## 6. 风险提示

**宏观经济下行风险：**宏观经济推动居民收入提升，驱动白酒行业增长。若宏观经济下行，将影响终端消费行为，消费升级进程或将受阻，进而影响公司业绩。

**政策趋严风险：**若限制白酒消费的相关政策出台，或消费税改革落地加大公司税负，将对公司盈利能力造成较大影响。

**基酒产能不足风险：**若需求面持续高增长，公司或受限于酿造工艺决定的较慢基酒生产速度，基酒可能出现产能不足风险。

**疫情对消费影响超过预期风险：**疫情反复态势下对于消费的影响具有不确定性，存在负面影响超过预期影响公司业绩的风险。

**食品安全问题风险：**若公司出现食品安全事件，将极大影响公司形象与动销，进而影响整体业绩。

**公司战略不及预期风险：**公司新实行战略措施较为新颖，其效果具有不确定性。

**新品销量或营销效果不及预期风险：**公司接连推新，其销量将取决于产品特性以及营销措施，新品是否能如期放量具有不确定性。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	36,091.09	51,810.24	79,367.89	110,105.01	155,913.18
应收票据及应收账款	1,532.73	0.00	2,917.24	384.18	3,340.81
预付账款	898.44	389.11	2,486.46	419.15	2,598.04
存货	28,869.09	33,394.37	37,994.63	44,563.44	49,908.53
其他	118,260.81	135,171.97	126,950.19	131,012.20	128,943.44
<b>流动资产合计</b>	<b>185,652.15</b>	<b>220,765.69</b>	<b>249,716.42</b>	<b>286,483.98</b>	<b>340,704.00</b>
长期股权投资	0.00	0.00	50.00	80.00	105.00
固定资产	16,225.08	17,472.17	17,803.30	16,915.93	20,139.44
在建工程	2,447.44	2,321.99	4,458.24	5,235.29	1,504.46
无形资产	4,817.17	6,208.36	6,073.12	5,950.88	5,809.98
其他	4,253.96	8,399.98	4,744.24	5,781.06	6,287.67
<b>非流动资产合计</b>	<b>27,743.66</b>	<b>34,402.50</b>	<b>33,128.91</b>	<b>33,963.16</b>	<b>33,846.56</b>
<b>资产总计</b>	<b>213,395.81</b>	<b>255,168.20</b>	<b>282,845.32</b>	<b>320,447.14</b>	<b>374,550.56</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,342.27	2,009.83	1,838.75	2,578.21	2,499.64
其他	31,009.85	43,185.92	51,208.86	49,745.20	59,195.61
<b>流动负债合计</b>	<b>32,352.12</b>	<b>45,195.76</b>	<b>53,047.61</b>	<b>52,323.41</b>	<b>61,695.26</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.46	296.47	123.54	140.49	186.83
<b>非流动负债合计</b>	<b>1.46</b>	<b>296.47</b>	<b>123.54</b>	<b>140.49</b>	<b>186.83</b>
<b>负债合计</b>	<b>45,675.13</b>	<b>58,210.69</b>	<b>53,171.15</b>	<b>52,463.90</b>	<b>61,882.09</b>
少数股东权益	6,397.95	7,418.14	9,058.70	10,973.10	13,206.49
股本	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20
资本公积	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96
留存收益	157,769.33	185,859.69	217,030.35	253,404.06	295,838.36
其他	922.25	1,048.51	953.97	974.91	992.46
<b>股东权益合计</b>	<b>167,720.68</b>	<b>196,957.51</b>	<b>229,674.18</b>	<b>267,983.24</b>	<b>312,668.47</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>213,395.81</b>	<b>255,168.20</b>	<b>282,845.32</b>	<b>320,447.14</b>	<b>374,550.56</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>97,993.24</b>	<b>109,464.28</b>	<b>128,074.03</b>	<b>148,564.01</b>	<b>171,922.71</b>
营业成本	8,154.00	8,983.38	10,634.32	12,209.46	13,888.95
营业税金及附加	13,886.52	15,304.47	18,058.44	21,096.09	24,756.87
销售费用	2,547.75	2,737.37	3,201.85	3,714.10	4,126.14
管理费用	6,789.84	8,450.27	9,477.48	10,399.48	11,750.92
研发费用	50.40	61.92	64.04	59.43	68.77
财务费用	(234.61)	(934.52)	(1,409.63)	(2,036.06)	(2,858.60)
资产/信用减值损失	(71.37)	(13.02)	(29.90)	(38.10)	(27.01)
公允价值变动收益	4.90	(2.24)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.31	58.26	19.52	26.03	34.60
其他	230.43	67.52	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>66,635.08</b>	<b>74,750.88</b>	<b>88,037.15</b>	<b>103,109.44</b>	<b>120,197.25</b>
营业外收入	11.05	68.99	29.83	36.62	45.15
营业外支出	449.19	291.84	336.47	359.17	329.16
<b>利润总额</b>	<b>66,196.94</b>	<b>74,528.03</b>	<b>87,730.51</b>	<b>102,786.90</b>	<b>119,913.24</b>
所得税	16,673.61	18,807.50	22,108.09	26,210.66	30,577.88
<b>净利润</b>	<b>49,523.33</b>	<b>55,720.53</b>	<b>65,622.42</b>	<b>76,576.24</b>	<b>89,335.36</b>
少数股东损益	2,826.04	3,260.39	3,281.12	3,828.81	4,466.77
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>46,697.29</b>	<b>52,460.14</b>	<b>62,341.30</b>	<b>72,747.43</b>	<b>84,868.59</b>
每股收益(元)	37.17	41.76	49.63	57.91	67.56

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	10.29%	11.71%	17.00%	16.00%	15.72%
营业利润	12.86%	12.18%	17.77%	17.12%	16.57%
归属于母公司净利润	13.33%	12.34%	18.84%	16.69%	16.66%
<b>获利能力</b>					
毛利率	91.68%	91.79%	91.70%	91.78%	91.92%
净利率	47.65%	47.92%	48.68%	48.97%	49.36%
ROE	28.95%	27.68%	28.26%	28.31%	28.34%
ROIC	39.12%	43.33%	47.35%	51.73%	57.47%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.40%	22.81%	18.80%	16.37%	16.52%
净负债率	-21.52%	-26.25%	-34.56%	-41.09%	-49.87%
流动比率	4.06	3.81	4.71	5.48	5.52
速动比率	3.43	3.24	3.99	4.62	4.71
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	65.42	142.84	87.80	90.00	92.31
存货周转率	3.62	3.52	3.59	3.60	3.64
总资产周转率	0.49	0.47	0.48	0.49	0.49
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	37.17	41.76	49.63	57.91	67.56
每股经营现金流	41.13	50.97	49.25	55.01	70.72
每股净资产	128.42	150.88	175.62	204.59	238.39
<b>估值比率</b>					
市盈率	46.74	41.61	35.01	30.00	25.72
市净率	13.53	11.52	9.89	8.49	7.29
EV/EBITDA	36.45	33.40	23.87	20.22	17.05
EV/EBIT	37.16	34.07	24.32	20.55	17.33

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com