



买入（首次）

行稳致远，价格闯关

——贵州茅台（600519）公司深度报告

投资要点：

首席证券分析师：

丰毅 S0630522030001

fengyi@longone.com.cn

证券分析师：

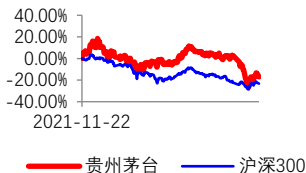
赵从栋 S0630520020001

zhaocd@longone.com.cn

证券分析师：

任晓帆 S0630522070001

rxf@longone.com.cn



➢ 2013年的“行业调整期”不仅让茅台完成了一次行业成熟以来相对困难的压力测试，也因为价盘的稳定，自此和竞品拉开差距，成为高端白酒市场的真正的王者。20世纪的生产工艺精耕细琢奠定了茅台成功的基础，21世纪以来渠道的改革则成就了茅台爬上巅峰。

➢ 本篇深度（上篇），我们纵向剖析了贵州茅台的发展历程，并发现三条发展主线。

①价格：为公司长期发展之茅。

②品质：为公司长期发展之盾。

③渠道：决定了公司发展的节奏。

➢ 纵向历史：质量为本，价格为先

①建国前：三“茅”鼎立，声誉确立。茅台镇酒文化起于秦汉，熟于唐宋，精于明清，尊于当代。1745年运河疏通“川盐入黔”致茅台镇酒及以及声誉“全国化”；三“茅”时代（华茅、王茅、赖茅）开始后，1915年通过巴拿马万国博览会实现声誉“全球化”，通过五大催化剂，在茅台酒厂成立前，实现了其声誉基础。

②1949-1978年：保证质量，规范生产。三“茅”于1952年完成合并，经过10年微利、16年亏损，并通过三大磨难（“增产节约”劳动竞赛、“大跃进”及三年困难时期、“文革时期”），最终实现了本阶段最重要的两件事——稳定质量、实现标准化。

③1978-1989年：提升内控，规范运营。市场化之前给了茅台酒厂11年时间提升“内功”——体现在从此前的生产提升（产品质量提升、生产效率提升）转化到企业效率提升（企业盈利能力提升、运营效率提升）上。随后即便该阶段仍然遇到过一定市场困难（如1985年“创业潮”挖角、掉产等），对企业本身发展基本不产生实质影响。

④1989-1997年：政策春风，半市场化探索。1988年茅台酒厂平稳度过紧缩管理及名酒控购政策困难后，在放开名酒价格政策的催化下，茅台真正开始了涨价征程，并在初步市场化的行业中，做足市场化探索（探索自建渠道）及生产准备（继续扩大产能），为1998年以后行业正式进入市场化营销奠定了坚实基础。

⑤1998-2012年：行业东风，全面提升。在需求、政策环境完善的情况下，国内各行业迎来了“量的提升”。白酒龙头因国企为主，发展更早，在产能的“量”相对充足的背景下，伴随行业从半市场化向市场化变革的过程中，营销优化、产品高端化，使“质”的提升始终围绕行业。茅台于1995年被五粮液产品终端价超越，但随着专注主业、专注高端，2005年利润超越五粮液，2013年收入、出厂价全面超越五粮液，重回行业老大地位。

⑥2013-2015年：价格闯关，地位确立。行业系统性风险的影响下，白酒消费进入低谷，茅台通过稳健的价格策略，适当的经销商政策，稳住了价格，进一步拉开了和竞争对手差距，自此阶段之后，茅台真正实现了竞争地位的确立。

⑦2016-至今：稳固地位，渠道改革。茅台通过2013-2015年行业调整期后，实现了真正的“供不应求”及稳固的国酒领军地位。在品牌宣传需求降低之后，渠道管理进一步精细化、

均衡化，以及第二增长曲线的探索，二者带来持续稳定的盈利能力的提升，成为这个阶段发展的核心。

- **投资建议：**在行业模式优、公司龙头地位明确，主业（茅台酒）优势强，第二曲线（系列酒）增长快的背景下，随着直营占比持续提升，我们对未来公司业绩长期看好。我们预计公司2022/2023/2024年净利润同比增速为19.19%、19.53%和13.95%。首次覆盖，给与“买入”评级。
- **风险提示：**政策管控的风险；产量提升可能不及预期的风险；食品安全的风险；品牌声誉的风险。

盈利预测与估值简表

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	109464.28	127908.05	150664.42	171864.46
同比增速(%)	11.71	16.85	17.79	14.07
净利润(百万元)	52460.14	62527.85	74741.46	85165.76
同比增速(%)	12.34	19.19	19.53	13.95
每股盈利(元)	41.76	49.78	59.50	67.80
PE(倍)	38	31	26	23

正文目录

1. 简介：高端龙头，行稳致远	7
2. 历史：价格闯关	8
2.1. 建国前：精于明清，三“茅”鼎立——声誉确立	8
2.2. 1949-1978年：保证高质量生产——生产规范化	14
2.3. 1978-1989年：提升内控阶段——运营规范化	23
2.4. 1989-1997年：政策改革带动业绩高成长——半市场化探索	29
2.5. 1998-2012年：乘行业东风阶段——全面提升	33
2.6. 2013-2015：价格闯关阶段——竞争地位确立	44
2.7. 2016年-至今：稳固阶段——渠道质量确立	49
3. 盈利预测	58
4. 投资建议	59
5. 风险提示	60

图表目录

图 1 贵州茅台发展历程	7
图 2 茅台镇出土的酿酒器具	8
图 3 茅台镇酒历史	8
图 4 茅台镇酒全国化历史	10
图 5 三茅时代时间线	11
图 6 华茅产能情况	12
图 7 王茅产能情况	12
图 8 赖茅产能情况	12
图 9 三茅产能累计	12
图 10 荣和烧房 1939 年收益拆分	12
图 11 包装演变图	13
图 12 三茅竞争分析	13
图 13 商标样式图	13
图 14 三茅时代五大催化剂分析	14
图 15 巴拿马万国博览会举办地	14
图 16 1946 年茅台酒在《民族导报》上登的广告图	14
图 17 1947-1978 年茅台发展	15
图 18 茅台酒厂成立时间线	16
图 19 成义烧坊	16
图 20 恒兴烧房	16
图 21 茅台酒厂外销占比	17
图 22 三大困难时间	18
图 23 1957-1964 年茅台产量	18
图 24 1957-1964 年茅台盈利情况	18
图 25 1954 年和 1965-1976 年均合格率对比	19
图 26 质量问题应对方案时间线	20
图 27 1965-1976 年生产合格率 (%)	20
图 28 1965-1978 年茅台产量	20
图 29 早期 1 吨茅台酒销售利润分配	21
图 30 “工业学大庆”运动成效	23
图 31 1978-1989 年公司发展	24
图 32 1979 年经营原则变化	25
图 33 施行经济责任制效果	25
图 34 1979-1985 年酒损耗	26
图 35 1978-1985 年产量	26
图 36 成本利润率	26
图 37 人均一年生产价值	26
图 38 1985、1989 年营收、利润总额和产量	27
图 39 成本利润率	27
图 40 流动资金周转天数	27
图 41 人效 (劳动生产率)	27
图 42 销售改革时间线	28
图 43 茅台酒价格	28
图 44 1982-1989 产量和利润总额	28
图 45 人工踩曲	29
图 46 1989-1997 年时间线	30

图 47 1987-1995 茅台酒价格.....	31
图 48 价格放开后各大名酒单价（元）.....	31
图 49 1988-2000 年茅台、五粮液、剑南春、泸州老窖特曲单价（元）.....	31
图 50 1989-1997 年公司收入.....	32
图 51 1989-1997 年公司利润.....	32
图 52 1989-1997 产量.....	32
图 53 1998-2012 年时间线.....	33
图 54 消费阶段图.....	34
图 55 调整后的国民净收入.....	35
图 56 90 年代及 2000 以来十年收入增速明显高于其他时期.....	35
图 57 按总人口的城镇化率.....	35
图 58 城镇人口每十年 CAGR.....	35
图 59 社零同比增速.....	35
图 60 全国白酒产量.....	36
图 61 茅台酒厂中心变化.....	37
图 62 1998 年营销工作具体变化.....	37
图 63 茅台产品时间线.....	38
图 64 2012 年茅台、五粮液、泸州老窖主力产品占比.....	38
图 65 海洋、酒杯商标.....	38
图 66 2002-2012 年茅台收入 CAGR 和出厂价 CAGR.....	39
图 67 2000-2012 年全国居民人均收入 CAGR 和茅台出厂价 CAGR.....	39
图 68 2000-2008 年全国居民人均收入 CAGR 和茅台出厂价 CAGR.....	40
图 69 2008-2012 年全国居民人均收入 CAGR 和茅台出厂价 CAGR.....	40
图 70 2001-2012 年茅台、五粮液、国窖出厂价格（元/瓶）.....	40
图 71 2000-2012 年茅台、五粮液、国窖 1573 提价情况.....	40
图 72 2000-2013 年贵州茅台、五粮液营收和净利润.....	41
图 73 2006-2012 年贵州茅台出厂价和一批价.....	41
图 74 2006-2017 年贵州茅台提价后经销商的利润空间.....	42
图 75 白酒行业主要渠道模式对渠道控制力.....	43
图 76 2001-2012 年贵州茅台、五粮液前五大客户销售额占比.....	44
图 77 泸州老窖染泉模式和品牌专营模式.....	44
图 78 贵州茅台专卖店数量.....	44
图 79 2011 年 7 月茅台经销网点数量.....	44
图 80 2013-2015 年公司、行业大事件.....	45
图 81 2010-2016 年白酒上市公司收入及增速.....	45
图 82 2013 年白酒上市公司收入增速及利润增速排名.....	46
图 83 2014 年白酒上市公司收入增速及利润增速排名.....	46
图 84 白酒政务、商务和个人消费占比.....	46
图 85 2010 年以来贵州茅台、五粮液、国窖 1573 提价情况.....	47
图 86 三大高端白酒市场份额.....	48
图 87 2012 年以来三大高端出厂价.....	48
图 88 2012 年 1 月到 2015 年 12 月三大高端价格调整次数.....	48
图 89 2012 年以来三大高端渠道利润情况.....	48
图 90 2012-2014 年贵州茅台经销商政策调整情况.....	48
图 91 贵州茅台三个转型和五个转变.....	49
图 92 贵州茅台“133”战略.....	49
图 93 2016 年至今公司大事件.....	50
图 94 2014 年至今新品发布时间.....	51

图 95 茅台系列酒品牌矩阵.....	51
图 96 贵州茅台主力品牌产品价格图	51
图 97 2016-2021 年系列酒收入、增速等（亿元）	52
图 98 2015-2021 直营和经销吨价对应单瓶茅台价格.....	52
图 99 系列酒出厂价提价情况（元/瓶）	52
图 100 茅台非标酒出厂价提价情况（元/瓶）	52
图 101 茅台非标酒零售指导价提价情况（元/瓶）	52
图 102 贵州茅台、五粮液、国窖 1573 出厂价（元/瓶）	53
图 103 贵州茅台、五粮液、国窖 1573 提价时间线	53
图 104 贵州茅台、五粮液、国窖 1573 一批价（元/瓶）	54
图 105 贵州茅台渠道利润情况（元/瓶）	54
图 106 贵州茅台、五粮液、国窖 1573 利润拆解（元/瓶）	54
图 107 2016-2021 茅台出厂价、批价和人均收入 CAGR	54
图 108 人均收入同比增速与贵州茅台批价同比增速	55
图 109 贵州茅台渠道发展时间线	56
图 110 2016 年以来经销商数量（个）	56
图 111 2021 年各渠道飞天酒销量占比.....	56
图 112 箱茅和散茅一批价（元/瓶）	56
图 113 2016 年以来直营占比，毛利率、净利率	57
图 114 贵州茅台重要领导的战略规划	57
图 115 丁雄军董事长上任后改革.....	58
表 1 茅台酒历史及文献出处	9
表 2 茅台镇酒全国化历史及文献出处.....	10
表 3 历届评酒会获奖名单.....	16
表 4 公司长期亏损原因——管理方面.....	21
表 5 亏损应对方案.....	22
表 6 1978-1985 年提高经济效益的具体措施	25
表 7 进一步完善的经济承包责任制	27
表 8 1988 年营销工作成果.....	37
表 9 白酒行业主要渠道模式情况.....	43
表 10 贵州茅台盈利预测	59
表 11 贵州茅台相对估值表	59
表 12 贵州茅台绝对估值表.....	60
附录：三大报表预测值	62

1.简介：高端龙头，行稳致远

贵州茅台为中国白酒行业龙头、“四大名酒”之首，“酱香型”口味开创者，2020 年市占率约 17%。核心产品方面，2016 年白酒逐步复苏以来，公司产品“飞天茅台”逐步跟竞品价格拉开差距，不仅价格具有优势，渠道利润也远高于竞品，成为国内白酒单品中仅有的“卖方市场”。产品矩阵方面，公司不仅以相对有限的销量完成了中国最高的白酒单品销售额，茅台系列酒、其他系列品牌方面同样硕果累累、稳步提升。

纵观茅台历史，发展并非一帆风顺，一共经历过 6 次真正意义上大型困难，分别是：

①1954 年“增产节约”劳动竞赛时期：初期脆弱，工艺风险峰值期。②大跃进及三年困难时期：重量减质，工艺第二次压力测试，成就标准化。③文革时期：管理能力的压力测试，解决不盈利。④1988 年“紧缩+控购”：半市场化考验。⑤1998 年“假酒案+金融危机+政府宴请限制”：市场化的真正考验。⑥2013 年“三公消费”+塑化剂事件”：价格的压力测试。

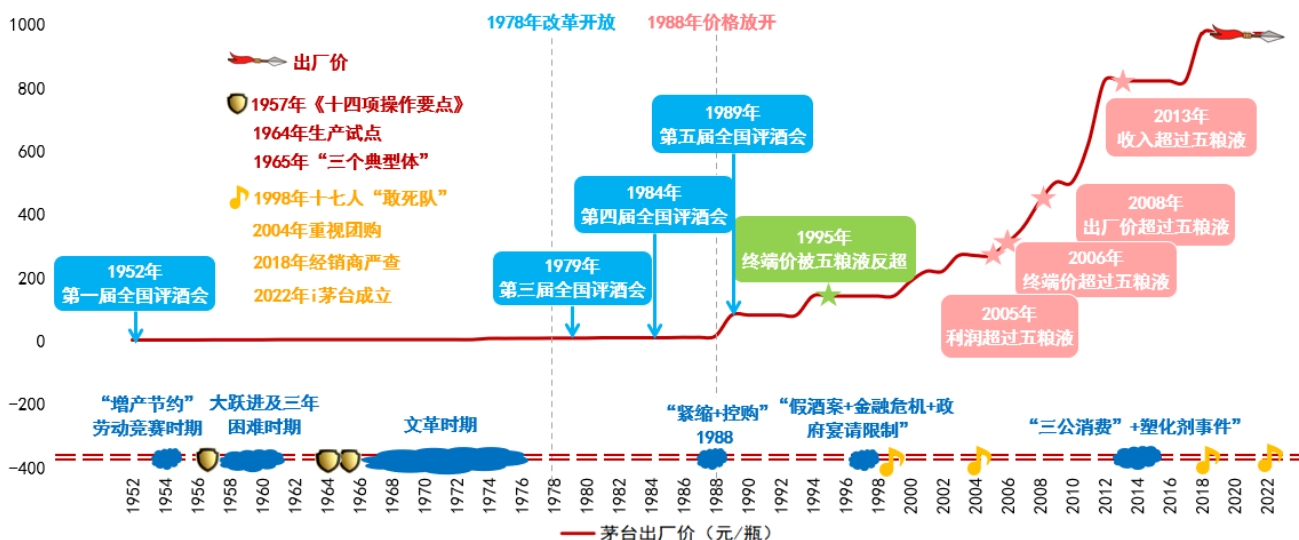
在这些历史进程中，我们发现：

①**价格为茅**：虽然 1995 年五粮液终端价格超越茅台，但克制谨慎、只上不下、高端定位的价格策略，帮助 2005、2006 年利润和终端价格分别重回冠军，并提前锁定了 2008 年出厂价格及 2013 年营业收入重回宝座。

②**质量为盾**：在历次困难中，不管是食品安全、还是行业需求受到影响，优质工艺成为口碑、和需求优先复苏的保证。

③**渠道定节奏**：重视团购的渠道模式奠定了 2000 年以来高端定位和实现地位超越竞争对手的基础，“小商制”成为了公司在 2013 年行业调整期价格稳健、并拉开和竞争对手差距的核心保证，“直营化”及“i 茅台”建立则加速了盈利提升的节奏。

图1 贵州茅台发展历程



资料来源：公司公告，wind，《茅台志》，公开资料整理，东海证券研究所

2.历史：价格闯关

2.1.建国前：精于明清，三“茅”鼎立——声誉确立

建国前，茅台镇酒已拥有较高知名度，核心驱动主要在于：第一，1745年运河疏通“川盐入黔”导致茅台酒及声誉“全国化”；第二，是三“茅”时代（华茅、王茅、赖茅）开始后，1915年通过巴拿马万国博览会第一次正式将茅台推向世界，而实现声誉“全球化”。随后在“万国博览会”、“军阀订酒”、“公路疏通”、“工商业西迁”、“铺设广告”五大催化剂下，茅台持续扩产，并持续提价，在茅台酒厂正式成立前，奠定了其口碑基础。

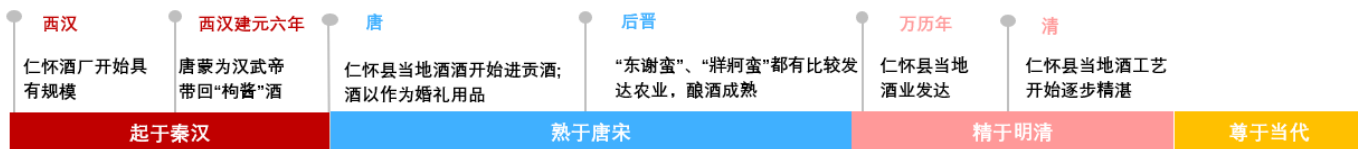
茅台镇酒历史：起于秦汉，熟于唐宋，精于明清，尊于当代。据传远古大禹时代，赤水河的土著居民已善酿酒。(1)**秦汉崛起**：从仁怀县合马镇西汉土坑墓群出土的400多件文物来看，仁怀境内于西汉期间已有规模性的生产能力。《史记》中记载，西汉建元六年，汉武帝令唐蒙出使南越（今仁怀县附近），带回枸酱酒。武帝饮茅台酒的前身“枸酱”而“甘美之”，自此该酒常为朝廷贡品，成为茅台酒走出地区，闻名于世的开始。(2)**唐宋普及**：唐宋贵州已是酒乡，省内民众具有饮酒习俗且善于酿酒。而且根据《旧唐书·南蛮西南蛮传》，联姻之时需要用牛和酒作为聘礼，唐宋时期酿酒已非常普遍。(3)**明清精湛**：康熙年间，许赞年称仁怀县的酒是“楚中远不及”，郑珍称赞酒“酒冠黔人国”，茅台当地酒工艺自明清时起，已逐步精湛。

图2 茅台镇出土的酿酒器具



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

图3 茅台镇酒历史



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

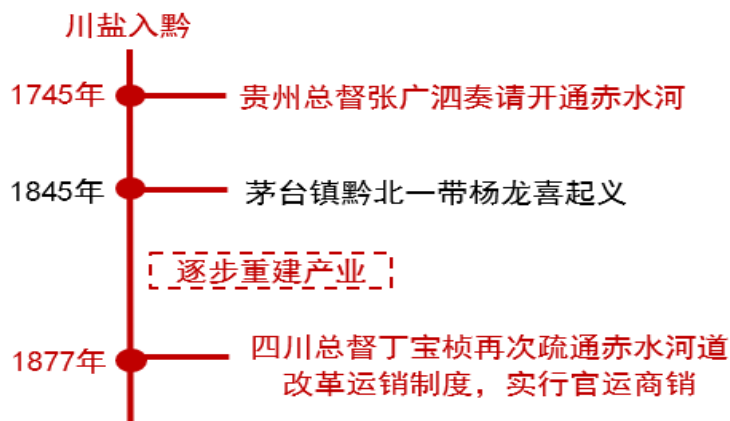
表1 茅台酒历史及文献出处

文献	内容	意义
司马迁《史记》	西汉建元六年，（前135年）番阳令唐蒙出使南越，“南越食蒙蜀枸酱，蒙问所从来，曰：道西北牂牁，牂牁江广数里，出番禺城下”蒙归至长安，问于蜀贾人，贾人曰：“独蜀出枸酱，多持窃出夜郎”	说明了西汉茅台酒前身仁怀县的“枸酱”酒已逐步闻名于世。
后晋刘昫《旧唐书》、宋代欧阳修、宋祁《新唐书》、唐杜佑撰《通典》	当时住在贵州的“东谢蛮”、“牂牁蛮”都有比较发达农业，酿酒相当普遍。	说明了当时粮食给与茅台镇发达酿酒业的基础，并且在唐宋以来酿酒逐步成熟且普遍。
《旧唐书·南蛮西南蛮传》	“东谢蛮婚姻之礼，以牛酒为聘……宴聚则击铜鼓。”人们在联姻的时候都必须以牛和酒为聘礼，酒是家家户户必备之物，酿酒普及民间。	说明唐宋时期酒在婚礼中使用，进一步说明唐宋时期茅台镇地区酿酒文化盛行。
《商业仁怀志》	“万历平播后，至清代前期的一百多年间，仁怀酿酒业兴旺发达，咸丰初，贵州开征货物税目，仁怀设酒捐，四处设卡，为重点征税项目之一。仁怀历威、同战乱后，百业皆废，光绪后期，仁怀酿酒业逐渐恢复。至民国4年(1915年)统计，全县酿酒业67户，年产酒12.5万市斤，其中：中枢、茅台共21户，年产4.5万斤。各家酒坊生产的酒，缴纳税捐后，即可入市公卖。”	说明明代仁怀地区酒业兴旺。
清康熙年间，许赞年《滇黔纪程》	“贵州各属，产米精绝，尽香稻也，所酿造亦甘芳入妙，楚中远不及。”	说明清朝时期，仁怀地区酿酒工艺已非常精湛，不仅酿酒原料“精绝”，所产之酒也是“楚中远不及”。
乾隆六年，鄂尔泰著《贵州通志》	“按黔省所产之酒，以仁怀茅台村之高梁最佳。”	说明清朝乾隆时期，茅台地区酿酒工艺是贵州最好的。
清道光举人郑珍	有诗赞曰：“酒冠黔人国，盐登赤水河”。	说明茅台地区酒质较高。

资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

近代茅台镇酒全国化的核心驱动：川盐入黔。①**时间：1745年及1877年。**继清乾隆十年(1745年)贵州总督张广泗奏请开通赤水河后，清光绪三年(1877年)四川总督丁宝楨再次疏通赤水河道，大大提高了川盐入黔的货运量，加上改革运销制度，实行官运商销，使茅台运盐业进一步兴旺，也促进了茅台酒的恢复和发展。②**困难：起义毁坏产能。**1845年茅台镇黔北一带杨龙喜起义，起义士兵“皆以青布裹头，号曰黄兵”，导致茅台镇几十家酒坊毁坏，茅台镇白酒生产中中断，随后逐步重建，并且到1877年在此疏通赤水河后，产业重新恢复。③**名称：以“茅”命名的酒开始出现：**川盐入黔之后，正式出现以“茅”命名的酒出现，当时远销外地的酒主要包括“茅春”、“茅台烧春”、“回沙茅酒”等。

图4 茅台镇酒全国化历史



资料来源:《茅台志》, 东海证券研究所

表2 茅台镇酒全国化历史及文献出处

文献	内容	意义
清咸丰四年(1854年), 吴振械《黔语》	“南酒道远价高, 至不易得, 寻常沽贯皆烧春也。茅台村隶仁怀县, 滨河土人善酿, 名茅台春, 极清冽……”	说明川盐入黔之后, 茅台春得到了外界肯定, 同时价格较高。
《续遵义府志》	“茅台酒, 前志出仁怀县西茅台村, 黔省称第一, 《近泉居杂录》制法, 纯用高粱作沙, 煮熟和小麦面三分, 纳酿地窖中, 经月而出, 蒸熘(烤)之, 即熘而复酿, 必经数四(回)然后成。初日生沙, 三四轮日燧沙, 六七轮日大回沙, 以此概日小回沙, 终乃得酒可饮, 品之醇气之香, 乃百经自俱, 非假曲与香料而成, 造法不易, 他处难以仿制, 故独以茅台称也……”	说明清朝时期仁怀县最出名的酒主要是以“茅”命名的茅台酒。

资料来源:《茅台志》, 东海证券研究所

三“茅”时代开始。茅台酒厂前身(华茅、王茅、赖茅)自华茅成立时起(1862年)自三茅合并为茅台酒厂时止(1952年)的90年的时间内, 这是茅台第一次以品牌和商标的方式出现的时代, 虽然该阶段茅台在社会变革过程中持续经历磨难(战乱和竞争), 但这也是茅台走上世界舞台(1915年万国博览会)的真正开始。

(1) 华茅: 三“茅”伊始。①**成立:** 1862年“成义烧房”成立, 创始人为华联辉, 故被称为“华茅”。因茅台镇在“川盐入黔”后盐商较多, 华联辉也为盐商, 创办永隆裕盐号, 酒厂仅为副业。因华联辉母亲彭氏喜欢、应酬需要两因素, 华联辉创办酒厂, 故产能长期维持低位。②**规模及发展:** 创立之初华茅产能1.75吨; 1915年万国博览会后, 提升至8.5-9.0吨; 1944年, 因大火大部分被毁后重建, 产量提升到峰值21吨。

(2) 王茅: 跟随扩张。①**成立:** “华茅”设立17年后, 1879年, “荣和烧房”成立, 由仁怀县富人石荣霄、孙全太, 以及“王天和”盐号老板王立夫共同设立, 烧房名称各取三人名字一字(最初叫荣太和烧房)。随着孙全太、王立夫相继退出, 荣和烧房实际控制人为石荣霄, 其本姓王, 故名“王茅”。②**规模及发展:** 创立之初, 王茅产能约1-1.5吨, 窖坑翻倍后提升至3.5-4.0吨, 1939年10吨, 最高时产能12吨, 因管理不善, 常年产量仅5吨。

(3) 赖茅: 以量取胜。①**成立:** “王茅”设立50年后, 1929年, 因华茅、王茅销售良好, 周秉衡、贾文钦创立“天福公”商号的同时设立“恒兴烧房”(起初叫“衡昌烧房”), 随后因商号倒闭, 同时与赖永初合开公司“大兴实业公司”时亏空变卖“恒兴烧房”给赖永初, 故该酒被称为“赖茅”。②**规模及发展:** 创立之初, 赖茅产能为17个大窖(按照王茅4个窖3.5-4吨测算可能在15吨-17吨左右), 1947年提升到32.5吨。

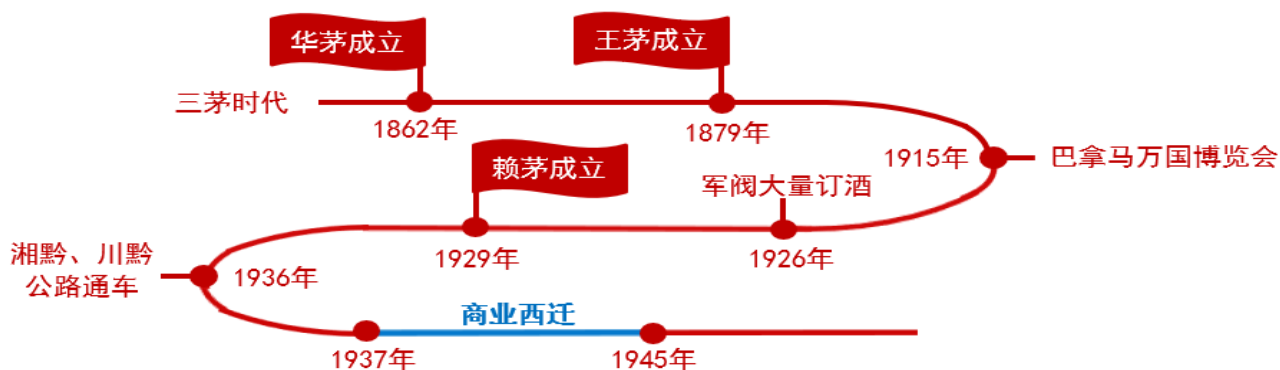
(4) 生产：初期增长缓慢，万国博览会后快速提升。1915年以前，两家合计5吨左右（华茅预计稍多）；1937年以前，因万国博览会带动品牌效应，三家积极扩产，总产能提升至25吨左右（华茅15吨左右，王茅、赖茅分别5吨左右）；1945年前，抗战商业西迁带动商业发达，进一步扩产，三家总产能提升至60吨左右（华茅21吨左右，王茅7吨左右，赖茅32.5吨左右）。

(5) 收益：三茅时期茅台即高收益。以荣和烧房1939年收益为例：营业收入2万银元（年产10吨，单价2银元1公斤），成本及费用为7625银元（60吨原料每公斤0.0334元，65吨燃料每公斤0.022元，酒瓶2万个每个0.005元，工人工资780元，固定资产折旧12%达2400元）。**净利润约12386元，净利率约62%。**

(6) 产品价格：高单价，大包装，并首次使用商标。①**单价明显高于行业。**万国博览会后，华茅、王茅价格有所提价，从1.4-1.6银元/公斤提升至2-2.4银元/公斤，赖茅定价薄利多销，1-1.2银元/公斤，但都比普通高粱酒4分银子/公斤高数倍。②**大包装为主，包装逐步变小：**茅台酒1915年以前，主要用30-50公斤的酒坛包装。民国初年（1912年以后），开始使用500克包装，1926年在军阀大量使用茅台作为礼品之后，开始逐步使用圆柱形小口釉陶瓶包装。③**商标：**自1926年后，茅台（华茅、王茅）开始逐步使用商标，用道林纸石印，分别贴在正面、背面、和瓶口。

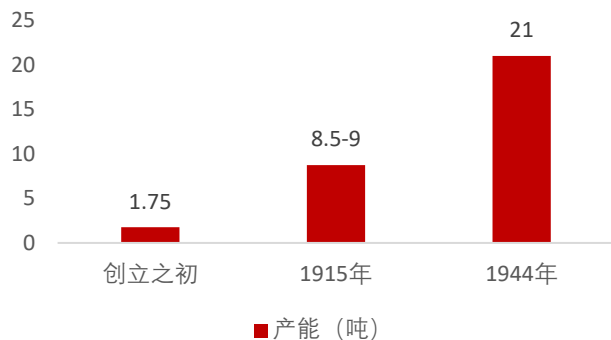
(7) 竞争：从增量市场到存量市场。赖茅成立以前，竞争并不激烈；赖茅成立之后，随着茅台因万国博览会名声大噪，三茅竞争加剧。华茅、王茅成立时间久远，产品质量、口碑相对较好，赖茅以量取胜、薄利多销。在赖茅成立之后，华茅、王茅均针对性的对赖茅实施打压政策，赖茅则因财大气粗，通过囤积原材料等行为拉高两家成本。三家最终在解放战争末期生产有所没落，解放后合并成茅台酒厂。

图5 三茅时代时间线



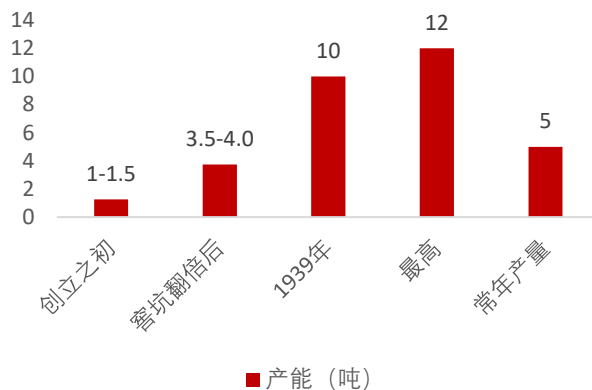
资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

图6 华茅产能情况



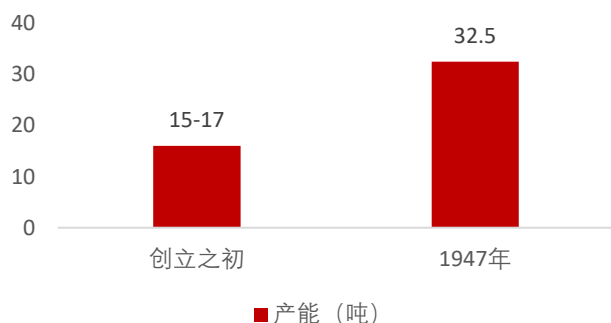
资料来源:《茅台志》, 东海证券研究所

图7 王茅产能情况



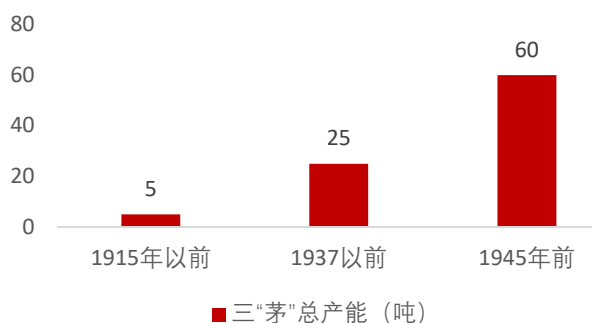
资料来源:《茅台志》, 东海证券研究所

图8 赖茅产能情况



资料来源:《茅台志》, 东海证券研究所

图9 三茅产能累计



资料来源:《茅台志》, 东海证券研究所

图10 荣和烧房 1939 年收益拆分

利润表	
营业收入 年产10吨*2银元/公斤	20000银元
成本与费用	(7625银元)
原材料费用	
原料: 60吨*0.0334元/公斤	(2004银元)
燃料: 60吨*0.0334元/公斤	(1430银元)
酒瓶: 2万个*0.005元/个	(100银元)
工人工资	(780银元)
固定资产折旧 12%	(2400银元)
净利润	约12386元
净利率	约62%

资料来源:《茅台志》, 东海证券研究所

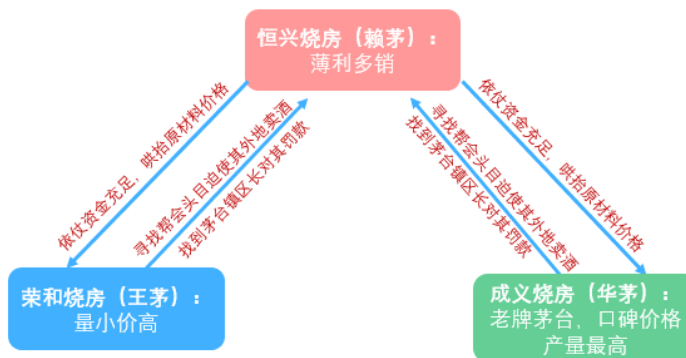
图11 包装演变图



早期30-50公斤一坛 1912起：逐步使用500克包装 1926年后：圆柱形小口釉陶瓶包装

资料来源：《茅台志》，公开资料整理，东海证券研究所

图12 三茅竞争分析



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

图13 商标样式图



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

三“茅”时代五大催化剂。(1) 1915年万国博览会，茅台真正开始走向世界。1915年，美国为了庆祝巴拿马运河通航举行万国博览会，是20世纪初举行的世界级最大的国际博览会。茅台酒获得金奖，真正意义上走向世界（参赛是华茅和王茅，具体是谁获奖仍有历史争议）。自万国博览会后，茅台名声大噪，直接带来的就是三“茅”积极扩产，以及华茅、王茅的提价，也成为了近代茅台全国化的核心催化剂。

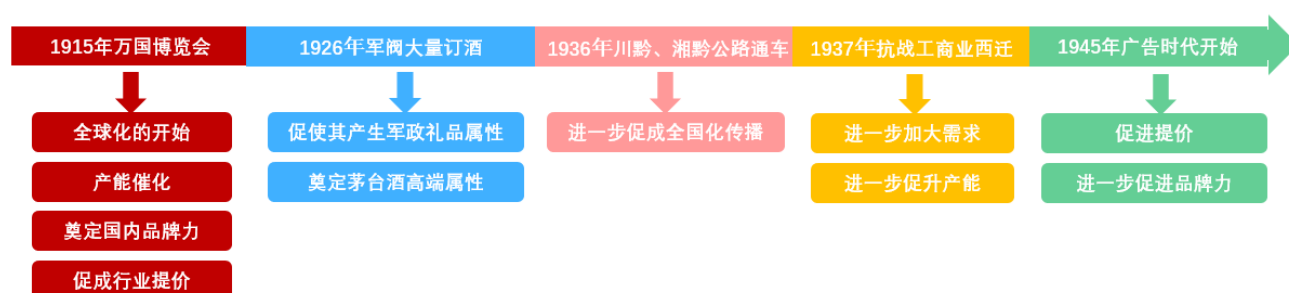
(2) 1926年军阀大量订酒。军阀周西成执掌黔政，大量订购茅台酒，每年都要订购数千瓶送给南京政府，川、桂、粤军以及。使之出现礼品属性，包装精致化，并且进一步提升了茅台在政商界品牌力。

(3) 1936年川黔、湘黔公路通车。为茅台酒向外省运输带来条件，成为茅台全国化的另一个催化剂。

(4) 1937年抗战工商业西迁。1937年抗日战争开始后，贵州成了抗战大后方，全国工商业纷纷迁往西南，贵阳、重庆工商业一片繁荣，需求量猛增，促进三家茅台酒厂迅速扩产。

(5) 1945年广告时代开始。抗战胜利后，华茅大登广告，宣传其酒品质，随后，三“茅”均以其创始人姓氏简化命名其酒品牌，并且在仁怀同乡会所办、文通书局印刷的刊物《仁声月刊》上每期刊登广告，三家广告都登在同一页。赖茅还在贵阳市《民族导报》上登茅台广告。持续广告宣传，一定程度上进一步助推品牌力，三家茅台酒有所提价。

图14 三茅时代五大催化剂分析



资料来源：《茅台志》，公开资料整理，东海证券研究所

图15 巴拿马万国博览会举办地



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

图16 1946年茅台酒在《民族导报》上登的广告图

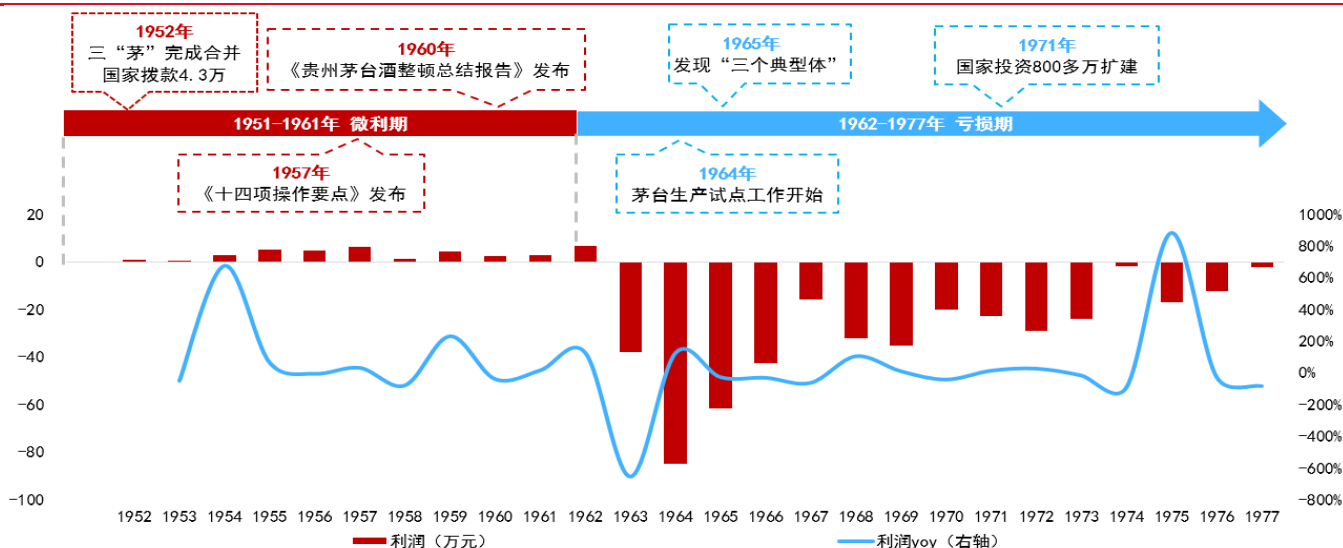


资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

2.2.1949-1978年：保证高质量生产——生产规范化

三茅于1952年完成合并，在这接下来26年成为对茅台工艺及生产最为重要又最为艰难的26年。经过10年微利、16年亏损，并通过三大磨难（“增产节约”劳动竞赛、大跃进及三年困难时期、文革时期），最终实现了本阶段最重要的两件事——稳定质量、实现标准化。

图17 1947-1978 年茅台发展



资料来源：《茅台志》，公开资料整理，东海证券研究所

1951-1952 年三“茅”完成合并，评酒会夺冠及拨款打开优质开局。1949-1951 年，仁怀县人民政府持续通过贷款、供应小麦等方式扶持烧房，未出现好转，随后决定自行组织茅台酒生产经营。

(1) 收购华茅：华联辉孙子华文渠本身还是贵州省工商厅副厅长，故可以跟政府友好谈判。1951 年仁怀县代表王善斋（县税务局、专卖局任职）谈判收购后，华文渠分别在 1951 年 6 月 25 日、11 月 8 日转让主业房产和附属房产，最终以 1.3 亿元（旧币，合人民币新币 1.3 万元）将成义烧房卖给政府。并成立“贵州省专卖事业公司仁怀茅台酒厂”

(2) 没收王茅：1952 年 10 月 4 日，仁怀县财经委员会决定，因老板通土匪罪被枪决，将荣和烧房没收，按照 500 万元（旧币，合新币 500 元）划拨给茅台酒厂。

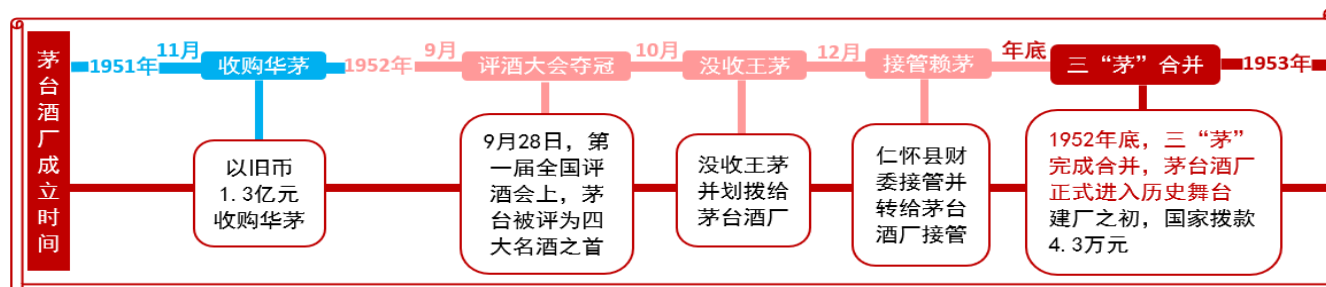
(3) 接管赖茅：1952 年 12 月，赖永初任银行经理期间侵吞 46 亿旧币（46 万元新币）资产被查，并判处有期徒刑 10 年，恒兴烧房由仁怀县财委接管并转给茅台酒厂接管。

(4) 评酒大会夺冠：1952 年 9 月，茅台在第一届全国评酒大会即夺冠，成为四大名酒之首。为日后茅台高质量运营打下基础。

(5) 国家拨款：建厂之初，国家拨款 4.3 万，公司自 1953 年开始正式进入扩建及改造。

至此，三茅完成合并，合并后建筑面积 4000 平米，窖池 17 个，员工 52 人，其中 12 人为干部。

图18 茅台酒厂成立时间线



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

图19 成义烧坊



20世纪30年代，成义烧坊一角（图18）

图20 恒兴烧房



原恒兴烧房遗址（图19）

资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

表3 历届评酒会获奖名单

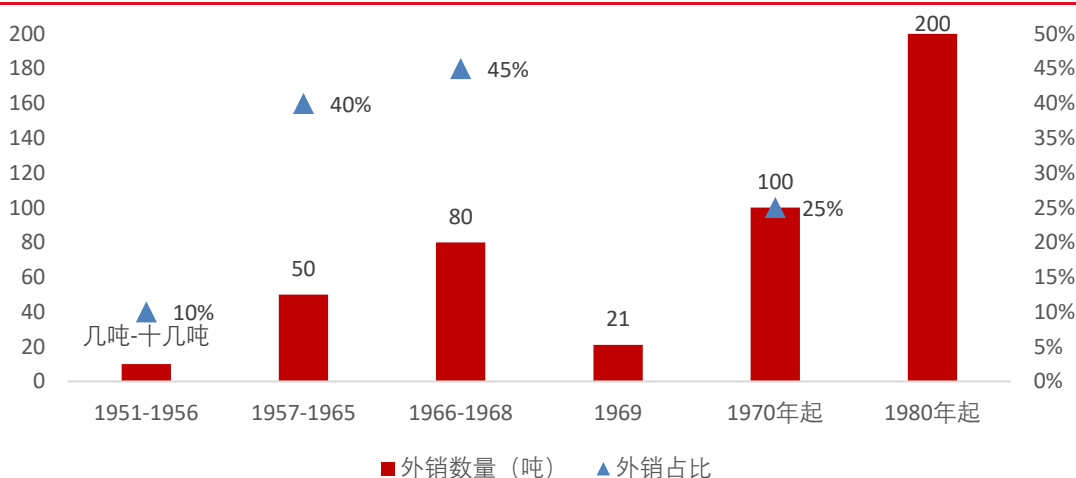
第一届	第二届	第三届	第四届	第五届	第六届	
国家级名酒					中国名酒初选名单	
茅台酒	五粮液	茅台酒	飞天茅台	茅台酒	口子牌	杜康牌
汾酒	古井贡酒	五粮液	古井亭牌 长城牌汾酒	汾酒	丰谷牌	汾字牌
泸州大曲酒	全兴大曲酒	汾酒	交杯牌五粮液	泸州老窖特曲	五粮春牌	国窖牌
西凤酒	茅台酒	古井贡酒	剑南春	剑南春	双沟牌	板城牌
	西凤酒	洋河大曲	古井牌古井贡酒	董酒	水井坊牌	枝江牌
	汾酒	董酒	董牌董酒	洋河大曲	牛栏山牌	沱牌
	董酒	泸州老窖特曲	西凤牌西凤酒	古井贡酒	古井贡牌	河套牌
		剑南春	泸州老窖特曲	五粮液	古贝春牌	泸州牌
			全兴大曲	西凤酒	四特牌	郎牌
			黄鹤楼牌特质黄鹤楼酒	郎酒	伊力牌	金六福牌
			郎泉牌郎酒	双沟大曲酒	全兴牌	剑南春牌
				宋河粮液酒	红星牌	洋河牌
				特质黄鹤楼酒	红棉牌	贵州茅台牌
				宝丰酒	西凤牌	泰山牌
				武陵酒	宋河牌	景芝牌

全兴大曲酒	扳倒井牌	黑土地牌
沱牌曲酒	杏花村牌	稻花香牌
		衡水牌

资料来源：中国白酒协会，东海证券研究所

早期外销占比较高。1951年至1956年，年外销只有几吨到十几吨，约占总销量的10%。1957年至1965年，上升到50吨左右，为总销售的30%~50%。1966年至1968年，年外销量增至80吨左右，占总销量的40%~50%。1969年，由于“文化大革命”的影响，仅出口21吨。从1970年起，年外销售超过100吨。由于国内市场需要的上升，外销比重反而由总销售的40%~50%下降到20%—30%，并出现了1974年、1976年外销售仅有二三十吨的低水平。从1980年起，年外销售持续在200吨以上。

图21 茅台酒厂外销占比



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

三大困难：对生产质量、生产效率产生较大影响。

(1)“增产节约”劳动竞赛影响初期工艺：1954年，茅台酒厂响应国家号召，开展以“增产节约”为中心的劳动竞赛运动，提出了“沙子磨细点，一年四季都产酒”的口号，老酒师郑义兴等人认为这种提法不符合茅台酒工艺，极力反对，郑义兴还因此受到了“思想较古，有守旧意识，对新事物认识较差”的批评。在追求产量的思想影响下，一些传统的生产工艺被改变，部分改用生产二锅头的操作办法作实验，号召“降低粮耗，缩短酿制期，加快出厂速度，扩大出厂量”，甚至用二锅头酒的工艺来生产茅台酒，结果是1955年1斤茅台酒耗粮下降到2.5斤，但是茅台酒合格率降低至12.5%。该事件导致初期茅台质量严重受到影响。

(2)“大跃进”及三年困难时期直接导致酒厂从微利转向亏损：“大跃进”时期（1958-1960年）及三年困难时期（1959-1961年），受全国“大跃进”政治思潮和“反右”斗争的影响，领导班子提出“人人为祖国立新功，个个为国庆献厚礼”的口号。产量上提出“保优质，夺高产，突破百斤甬，闯进千吨关”的要求。这导致茅台酒年产量由1957年的283吨激增至1958年的627吨。产量增加，成本增加，盈利由1957年的6.3万元下降到1958年的1.3万元。随后产量进一步提升至1960年的峰值912万吨。1961年，进入“三年困难时期”最后一年，生产设备、熟练工人、水电供应都缺乏，工厂陷入半停产状态，质量出现波动，效益逐年下降，产量由1960年的912吨（当年产能1000吨）下降到347吨（当年计划长380吨）。1962年，企业由微利转亏损，茅台酒厂第一次出现亏损6.8万元，并在之后15年，年年处于亏损状态。

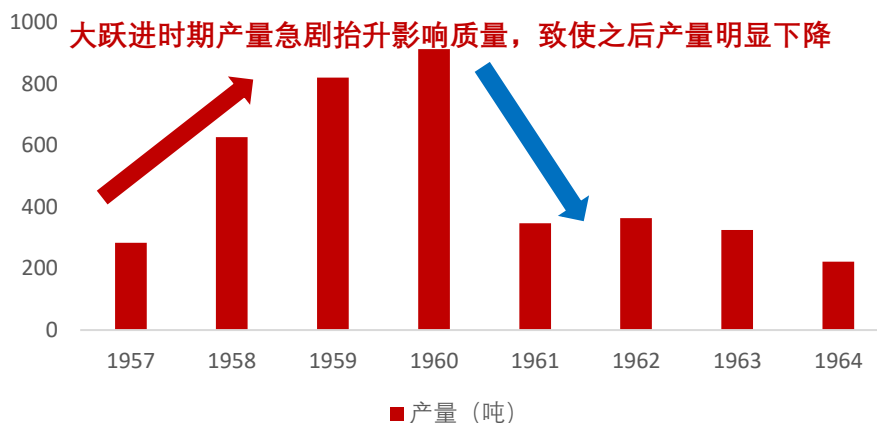
(3) “文革时期”持续亏损：1966年6月以后，贵州茅台酒厂领导班子被“茅台酒厂革命委员会”取代，破坏了企业正常生产秩序，随后的连续5年（1966-1971）均未完成国家的生产、销售计划，产能低位徘徊。

图22 三大困难时间



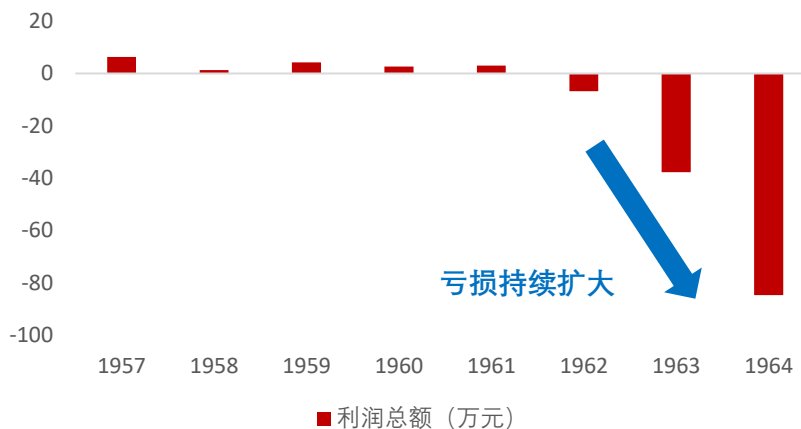
资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

图23 1957-1964年茅台产量



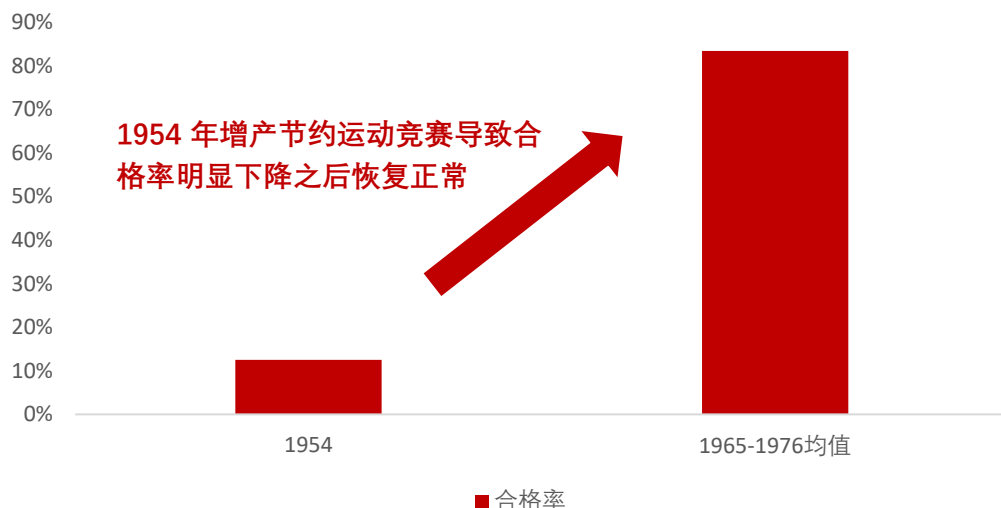
资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

图24 1957-1964年茅台盈利情况



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

图25 1954年和1965-1976年均合格率对比



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

质量问题应对方案：尊重工艺，提升标准化。

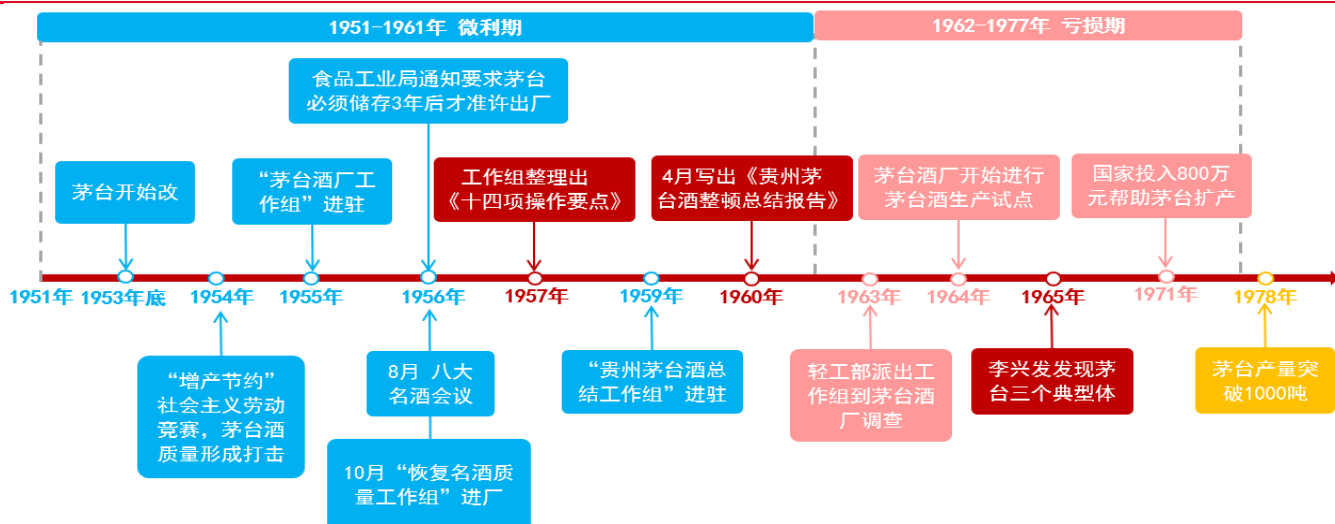
(1) 第一次制定工艺标准：1956年，轻工业部食品局局长杜子端带领工作组到茅台，开展质量整顿运动，8个月时间里，根据老酒师口述的宝贵材料，工作组整理出《**十四项操作要点**》(1957年)这成为茅台酒厂成立以来第一个生产管理制度。随后，同样在当年第一次制定了《**茅台酒标准**》草案。

(2) 第一次深化标准——工艺总结：1959年，“贵州茅台酒总结工作组”进驻，与茅台酒的技术人员一起，对茅台酒的生产工艺进行全面科学总结。用了一年多时间，于1960年4月写出《**贵州茅台酒整顿总结报告**》(初稿)共9章38节。制定了《**生产工艺技术操作(暂行)规程**》及附录、《**制曲暂行操作法**》《**包装暂行操作法**》。**建立酒窖档案，将生产车间记录及原始记录纳入正规化、制度化**管理。

(3) 第一次标准化探索——提升产能的根基：1963年，轻工业部派出工作组到茅台酒厂调查，李兴发、李先钧等人反复研究，发现酒标准不统一可能是核心原因。同时当年，在轻工业部专家的派驻下，茅台酒实施了真正意义上的质量整顿工作。1964年，茅台酒厂开始进行茅台酒生产试点，次年确定了茅台酒三种典型体的划分(酱香、醇甜、窖底香)。(三种典型体被茅台副厂长李兴发发现，李兴发为酱香之父)。**三种典型体成为茅台酒可以在标准化的基础上进一步扩大产量的基础。**

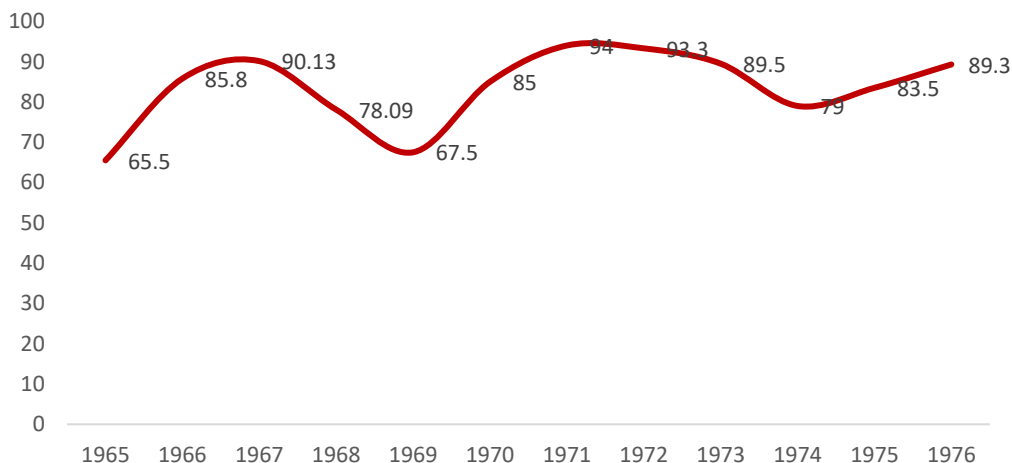
(4) 三大方案意义：①**质量方面**，工艺标准及深化的标准制定(工艺总结)帮助茅台避免稳定了品质，同时当年调整了领导班子，清除了一些破坏茅台酒传统工艺操作的干部，充分肯定了茅台酒六个重要工艺的科学性。1964年，同样是茅台贡献较大的厂长之一季克良入职茅台第一年，对其“重视质量”观念存在积极影响。②**业绩方面**，体现更为直接，1965年亏损降到61.4万元，1966年降低到42.3万元。并且在随后的“文化大革命”期间，产品合格率始终非常稳定的保持在70%-90%左右。③**产量方面**，因1964年开展的“茅台酒试点”帮助茅台酒解决了标准化问题，即便是“文革时期”的1966-1971年，茅台产能依然能够实现缓慢增长，期间产量复合增速达4%。1971年在国家投入800万扩产后，酒厂产能实现快速扩张，1971-1978年，产量复合增速达17%。

图26 质量问题应对方案时间线



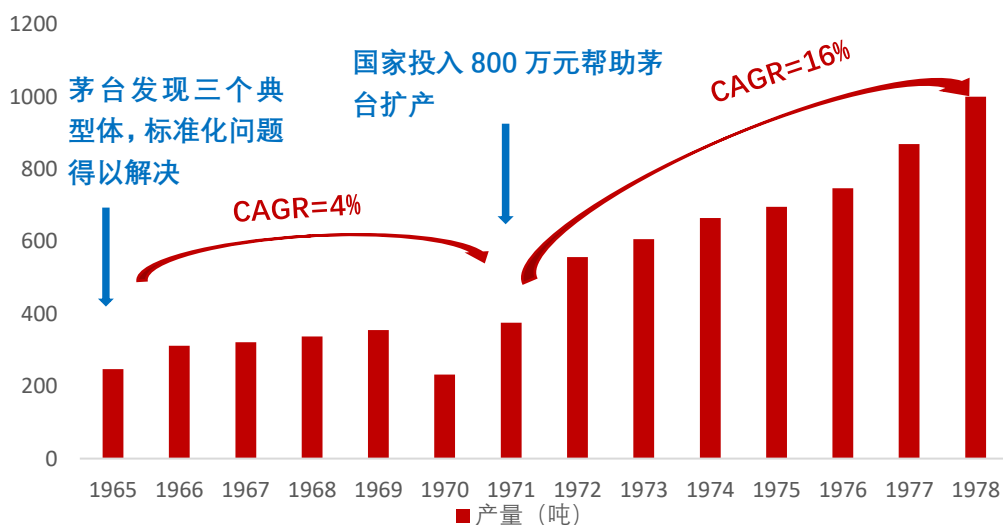
资料来源：《茅台志》，公开资料整理，东海证券研究所

图27 1965-1976年生产合格率(%)



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

图28 1965-1978年茅台产量



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

16年亏损核心原因。1962年-1977年，前期受到“大跃进”、三年困难时期影响，中后期受到“文化大革命”影响，导致连续16年茅台酒厂共亏损444万元，年均亏损27.7万元。我们认为具体原因如下：

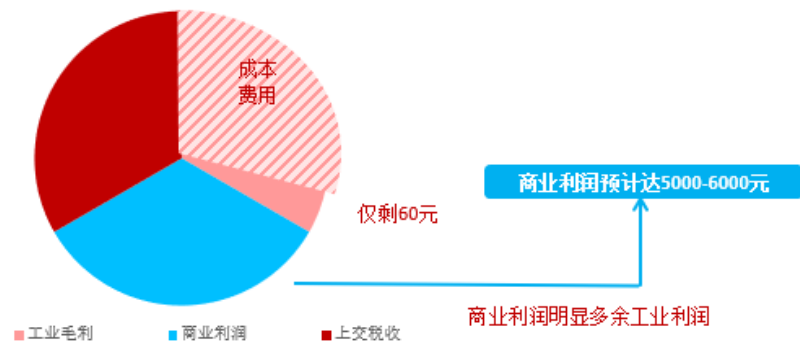
(1) 工商业利润不合理：茅台酒初期定价、销售均按照国家要求完成，同时因按照60%税率对酒厂收税，这导致——销售1吨茅台酒，三分之一需要缴纳税收，商业部门占三分之一，扣除成本后，酒厂收益仅60元。商业利润为工业利润数十倍。

(2) 管理不善,损耗较高：

①包装成本高：一方面，吨酒瓶耗高，酒瓶质量差、没有验收制度，职工和老百姓随要随拿，浪费严重。另一方面，包装木箱成本高。随着茅台销量增加，大量木材由外县调入，运费增加。

②吨酒粮耗高。贵州省轻工厅核定吨酒粮耗为5吨，而茅台酒厂1974年至1977年平均吨酒粮耗为5.57吨，超出定额11.35%。一方面，**管理不善，浪费严重，酒损耗高：**茅台酒厂规定包装1吨酒耗损20公斤，而1974年至1977年平均吨酒损耗竟达60公斤，超过定额损耗的2倍。另一方面，**酒库渗漏严重。**据调查，1973年以前，损耗为3%，1973年以后，存酒损耗逐年上升，最高时单坛损耗达10.8%，平均损耗为5.6%。

图29 早期1吨茅台酒销售利润分配



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

表4 公司长期亏损原因——管理方面

	具体原因
包装成本高	1、吨酒瓶耗高，酒瓶质量差、没有验收制度，职工和老百姓随要随拿，浪费严重。2、包装木箱成本高。随着茅台销量增加，大量木材由外县调入，运费增加。3、他包装材料费用增高。有些包装材料是独家生产，协议价，价格偏高；有些材料是北京、上海生产，运费开支大，有时是航空运输，费用更高。
吨酒粮耗高	1、浪费严重，酒损耗高：茅台酒厂规定包装1吨酒耗损20公斤，而1974年至1977年平均吨酒损耗达60公斤，超过定额损耗的2倍。2、酒库渗漏严重：1973年以前，损耗为3%；1973年以后，存酒损耗逐年上升，最高时单坛损耗达10.8%，平均损耗为5.6%。

资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

亏损应对策略：降低包装成本。1976至1978年，茅台酒厂开展“工业学大庆”运动，“扭转企业亏损，为国家创造利润”成为这两年企业的生产经营观念。因当时的茅台酒厂包装成本占总成本的52%，扭亏为盈，包装成本改革成为核心。

(1) 整顿包装材料耗费高、管理混乱的问题。①解决酒瓶质量、运输、保管问题。一方面，制定验收标准；另一方面，加强酒瓶管理，统一库房保管，并逐一清点，且不用易碎方式运输。②用纸箱代替木箱。茅台酒厂从1978年开始试用纸箱，1979年全部改为纸箱。每吨成本(木箱)从314元将至123元(纸箱)，降低60.83%。用纸箱代替木箱，不仅降低了包装费用，而且每年为国家节约1000立方米—1500立方米的木材。③就近采购，减少运输费用。④降低包装材料价格。针对包装材料价格偏高的问题，采取打破垄断，扶持多家生产的办法，迫使其降低价格。

(2) 加强定额管理，实行班组经济核算，开展班组节约竞赛。①制订消耗定额，健全限额领料制度。②实行班组经济核算，开展班组节约竞赛。于1978年12月底正式下达包装材料消耗定额，实行班组经济核算，各车间有一名副主任负责抓班组的经济核算。并在班组之间开展节约竞赛。③销量增加。销售量从1977年388吨增加到1978年622吨后，规模效应提升。

(3) 工业学大庆运动效果显著。①包装成本整体下降，吨包装费下降16%。吨酒包装费由2885元降为2420元，降低16.1%。1>外包装成本下降60%。每吨外包装成本(木箱)从314元将至123元(纸箱)，降低60.83%。2>内外盖成本下降30%。从每套0.051元降低至0.04-0.035元，降低约30%。②吨酒耗明显下降。1>吨酒消耗定额下降13%。1978年为5.015吨，1979年降为4.85吨，1980年降为4.39吨。3年共节约粮食105万斤。2>装酒吨酒耗下降19%。1978年与1977年相比，装酒吨酒耗由60公斤降为47公斤，降低18.6%；③产量年均增长15%。1977年至1978年，茅台酒产量年均增长率达到15.1%。

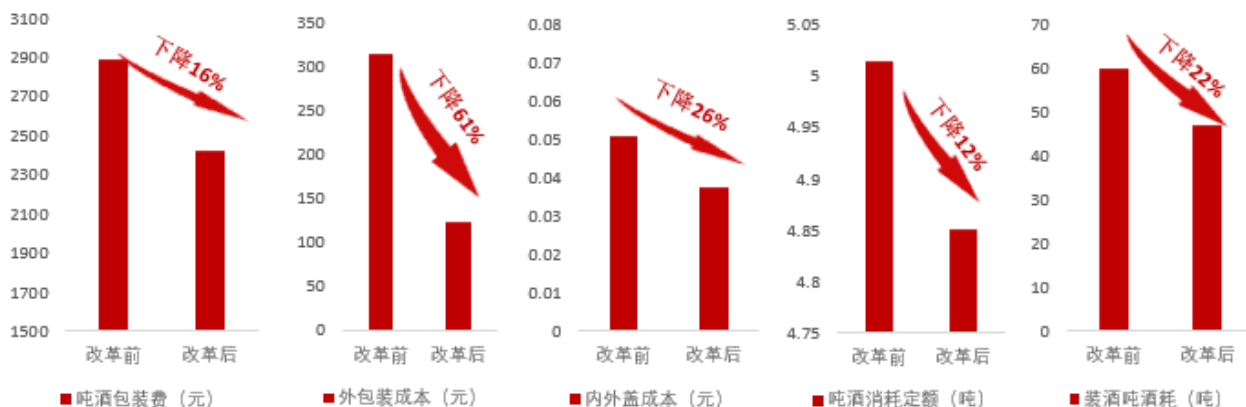
表5 亏损应对方案

应对方案	项目	具体方式
整顿包装材料耗费高、管理混乱的问题	解决酒瓶质量、运输、保管问题	首先，茅台酒厂把酒瓶生产厂家请到茅台酒厂，实地观看酒瓶质量，制定验收标准，签订合同。对不符合标准的瓶子一律退还生产厂，且一切费用由生产厂家负担，从而促使厂家提高酒瓶质量；其次，加强酒瓶管理。在库房非常紧缺的情况下，先腾出一间库房保管酒瓶。酒瓶进厂后按标准逐个验收，并全部及时点数入库，不准露天堆放，再次，酒瓶是易碎品，不用高速车运输
	用纸箱代替木箱	茅台酒厂从1978年开始试用纸箱，1979年全部改为纸箱。过去木箱每吨成本314元，改用纸箱后，成本降到123元，降低60.83%。用纸箱代替木箱，不仅降低了包装费用，而且每年为国家节约1000立方米—1500立方米的木材
	就近采购，减少运输费用	将原在上海订购的丝带及内销商标改在遵义订货；将原在北京产的胶帽由四川泸州生产；将原在贵阳加工的纸箱转到遵义加工，节约了运输费用
加强定额管理，实行班组经济核算，开展班组节约竞赛	降低包装材料价格	针对包装材料价格偏高的问题，采取打破垄断，扶持多家生产的办法，迫使其降低价格。如遵义生产的内外盖每套0.051元，茅台酒厂扶持仁怀县二中生产出内外盖后，就降为每套0.04元—0.035元。
	制订消耗定额，健全限额领料制度	1978年下半年，厂财务部门用4个月时间，深入车间调查研究，制订了吨酒消耗定额和装酒消耗定额，并按计划价格下达成本计划，作为厂部考核车间的指标。执行这个办法后粮耗逐渐下降：1978年为5.015吨，1979年降为4.85吨，1980年降为4.39吨。3年共节约粮食105万斤
	实行班组经济核算，开展班组节约竞赛	茅台酒厂在加强定额管理的同时，实行班组经济核算，开展班组节约竞赛。1978年4月，茅台酒厂财务、生产部门深入包装车间调查研究，摸索、核定生产定额，为开展班组核算制定标准。经过半年多摸索核定，于1978年12月底正式下达包装材料消耗定额，实行班组经济核算，各车间有一名副主任负责抓班组的经济核算。每个生产班组各配备一名兼职材料员和核算员。并在班组之间开展节约

竞赛。每月公布一次成果，开一次经济活动分析会。采取了系列措施后，原材料消耗、生产成本降低，经济效益提高。1977年至1978年，茅台酒产量年均增长率达到15.1%。1978年与1977年相比，装酒吨酒耗由60公斤降为47公斤，降低18.6%；吨酒包装费由2885元降为2420元，降低16.1%。3. 扭亏为盈的另一个原因是销售量增加，人员没有增加，销售量从1977年388吨增加到1978年622吨。

资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

图30 “工业学大庆”运动成效



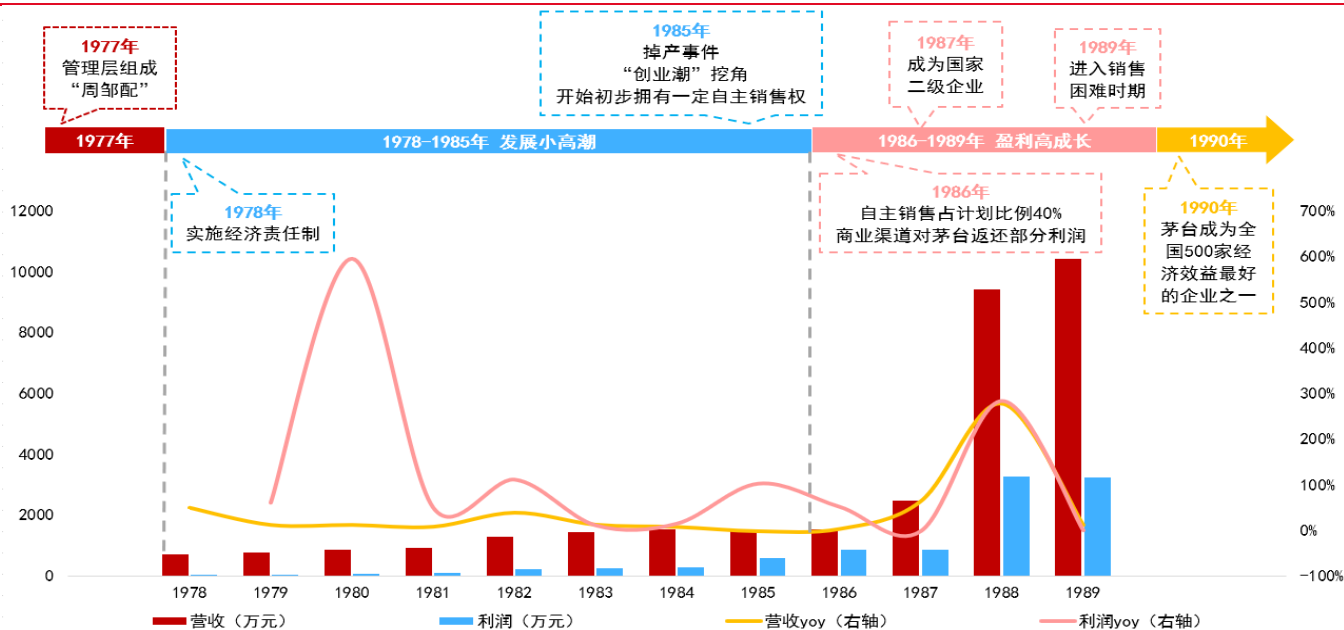
资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

经过三大困难以及16年亏损，一方面，茅台真正完成了工艺高标准确认以及标准化生产，另一方面，“工业学大庆”运动相当于首次真正意义上的企业内控制度整改。以上两大方面提升，为下一个阶段的产能、盈利高成长形成基础。

2.3.1978-1989年：提升内控阶段——运营规范化

改革开放之后，在市场营销真正放开之前，给了茅台酒厂11年时间提升“内功”。这“内功”主要体现在从此前的生产提升（产品质量提升、生产效率提升）转化到企业效率提升（企业盈利能力提升、运营效率提升）上。在运营机制不断完善的情况下，即便该阶段仍然遇到过一定市场困难（如1985“创业潮”挖角、掉产等），对企业本身发展基本不产生实质影响。

图31 1978-1989 年公司发展



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

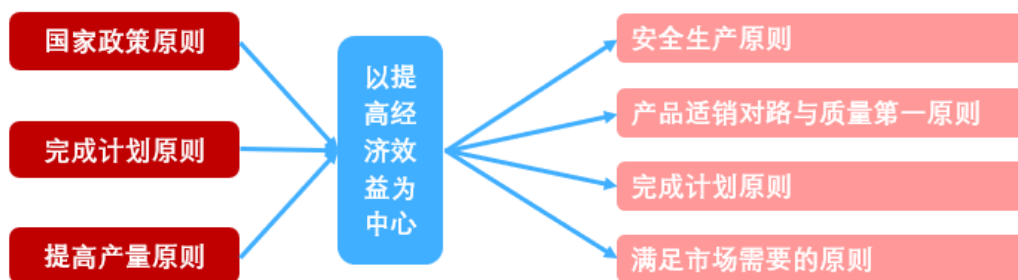
多项机制促成 1978-1985 企业运营发展“小高潮”。1977 年 8 月，仁怀县委书记、县长周高廉到茅台酒厂做厂长，和邹开良，组成“周邹配”。在 1978 年实现产量突破千吨、实现 16 年以来首次盈利壮举。为了稳定胜利成果，1978 年以来持续推进企业管理机制改革，最终实现 1978-1985 年企业发展小高潮，产能稳步提升，盈利保持住并有所提升。

(1) 原则发生变化，提高经济效益为中心：1979 年，茅台酒厂的经营原则由以前的国家政策原则、完成计划原则、提高产量原则，转向以提高经济效益为中心的完成计划原则、满足市场需要的原则、产品适销对路与质量第一原、安全生产原则。

(2) 具体措施：①实行经济责任制。这是茅台酒厂运营专业化的发展的核心。包装、制酒车间可以根据承包情况组织工作，并通过工作表现领取奖金。效果立竿见影——1978 年实施经济责任制以来，年年超计划完成任务，新酒入库合格率从 1979 年的 86% 提升至 1985 年的 97.6%；酱香型酒产量从 1979 年的 6.9% 提升至 1985 年的 14%。**②加强酒库管理，降低酒耗。**这是茅台酒厂在“工业学大庆”运动之后，对生产标准的进一步升级。主要是不采购劣质酒坛货源，就近采购优质货源。1979 年、1980、1984、1985 年酒损耗分别达 8.38%、4.81%、3.82%、3.39%。持续下降。

(3) 1978-1985 年业绩表现：产能稳健，盈利能力、人效持续抬升。**①产量：**稳住千吨生产成果，维持稳健增长，1985 年量为 1265.9 吨，1978-1985 产量 CAGR 达 2.5%。**②盈利能力：**成本利润率持续维持在 20% 以上或更高，较 1978 年以前的持续亏损，有了明显抬升。**③人效持续抬升。**人效（人均一年生产价值）自 1981 年开始有明显抬升，1982 年起维持接近一万元一年一人。

图32 1979 年经营原则变化



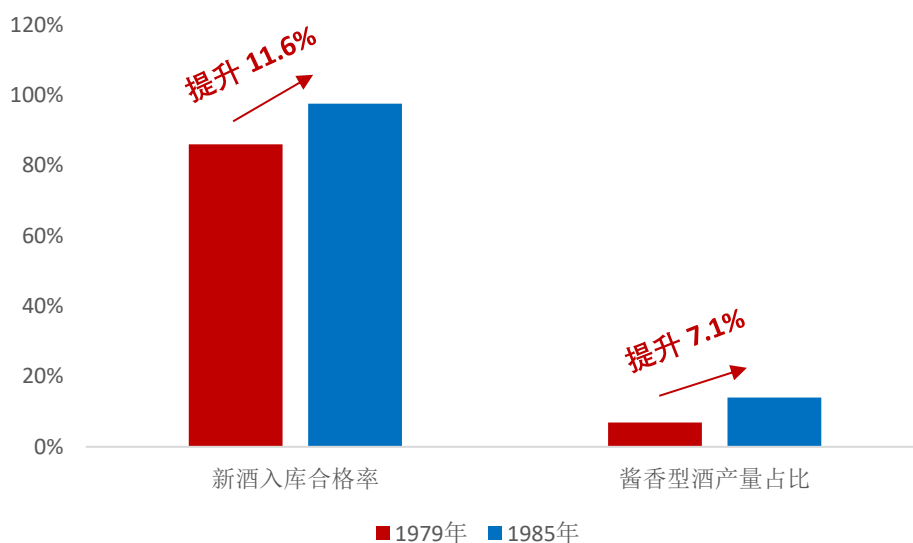
资料来源:《茅台志》, 东海证券研究所

表6 1978-1985 年提高经济效益的具体措施

措施	项目	具体内容
施行经济责任制	对包装车间实行“三包一奖”办法	车间包生产任务、包质量、包成本, 完成后, 厂部按节约价值 3%发奖金。
	对三个制酒车实行“五定四包”, 联质联产计奖	1. 计划内酱香酒每吨发奖金 250 元, 超计划酱香酒每吨发奖金 700 元; 2. 计划内窖底酒每吨发奖金 200 元, 超计划窖底酒每吨发奖金 500 元; 3. 计划内醇甜酒不奖, 超计划醇甜酒每吨发奖金 250 元。
	辅助部门奖金规定	部门奖金随制酒车间浮动, 保证制酒车间、包装车间任务顺利完成。
加强酒库管理, 降低酒耗	深入调研, 发现问题 解决问题	1972 年起, 从江苏宜兴陶瓷公司先后购进酒坛 17000 多个, 酒坛泥质粗, 烧成温度不够, 质量差, 漏酒严重。 1. 不采购宜兴坛, 已订货的停运; 2. 停用已运进厂的宜兴坛; 3. 购较好的酒坛替换漏酒严重的宜兴坛; 4. 组织人到四川找货源, 后与酒坛生产质量较好的泸州陶瓷厂签订供货合同。

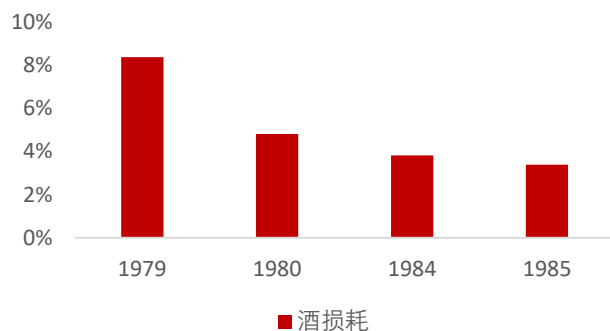
资料来源:《茅台志》, 东海证券研究所

图33 施行经济责任制效果



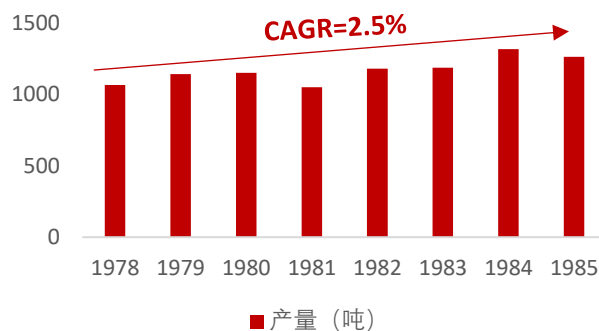
资料来源:《茅台志》, 东海证券研究所

图34 1979-1985年酒损耗



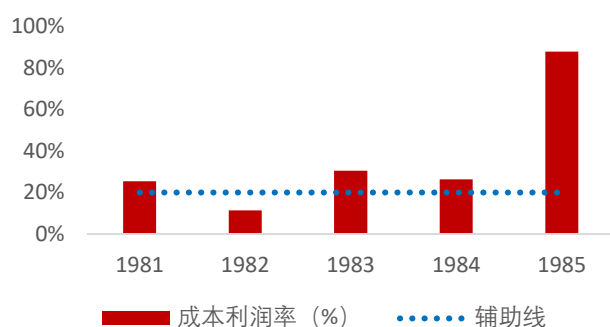
资料来源:《茅台志》, 东海证券研究所

图35 1978-1985年产量



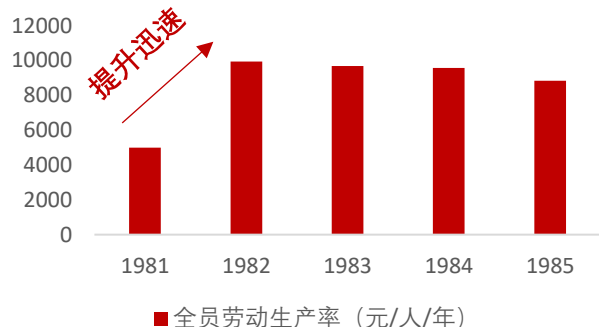
资料来源:《茅台志》, 东海证券研究所

图36 成本利润率



资料来源:《茅台志》, 东海证券研究所

图37 人均一年生产价值



资料来源:《茅台志》, 东海证券研究所

在初遇困难后,运营机制进一步升级,推动1985-1989企业运营发展“繁荣期”。改革开放后,随着需求暴增,1978-1985迎来酒厂“创业潮”,对茅台酒酒厂“挖角”持续出现,不少员工甚至多处兼职或辞职,对酒厂经营有明显影响。这导致1985年出现产量掉产明显。随后公司运营机构进一步升级,不仅掉产事件影响有限,更带来了1985-1989年企业运营、业绩发展的全面繁荣的高速增长时期。

(1)运营机制升级:一方面,提升纪律管理、文化管理,提出“我爱茅台,为国争光”的口号,另一方面,1986年企业在完善各项经济责任制的基础上,进一步完善了经济责任制(包括吨酒责任制、设立内部银行控制成本等)以及“双增双节”等措施,为之前“经济责任制”的升级版,进一步提升员工积极性。

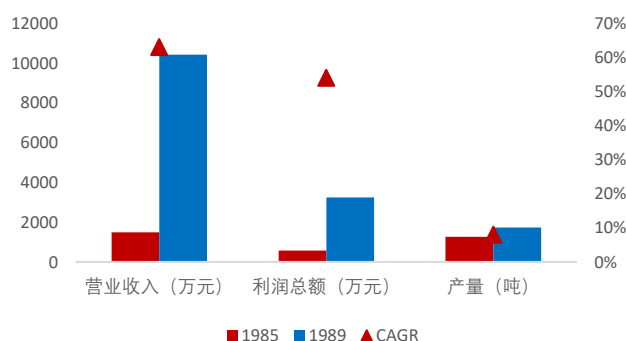
(2)“繁荣期”业绩爆发,核心在于运营效率大幅提升:1989年营业收入、利润总额、产量分别达10426万元、3237.97万元、1728.8吨,1985-1989年CAGR分别达63%、54%、8%。营收、利润空前改善,且增速明显高于产量,一方面是由于销售方式有所改变(后文有),另一方面是运营效率的显著提升。“七五”期间成本利润率明显高于“六五”期间,该期间流动资金周转天数进一步减少,人效持续提升,并且平均值较六五期间翻倍,以上数据均说明七五期间的业绩提升背后是运营效率明显改善。

表7 进一步完善的经济承包责任制

项目	具体措施	成效
吨酒包装责任制	进步推行了吨酒包装含量工资、计件工资、联产计奖、岗他津贴、质量奖惩、风险责任奖惩等多种形式的经济责任制	极大调动生产积极性，明显提升企业效益
成立内部银行	/	有效控制成本
明确物耗指标并借经济奖惩确保实现	消耗在定额以内，根据节约价值按比例奖励、超耗受罚、奖罚对等	1990年全厂制酒车间共节粮800多吨，按当年综合价格每公斤1.00元计算，每斤酒降低成本0.423元。酒库车间1990年比1989年降低库存酒损耗率0.73%；1990年，茅台酒的主体酱香型酒超额完成11%；新酒合格率98.1%，勾兑合格率提高13.3%，出厂酒合格率100%
加速资金周转	加强物资管理和内部审计，减少资金占用和不合理费用开支	仅1990年就减少资金占用100多万元；1991年1月至6月，仅包装材料库存资金占用就减少80万元。1991年上半年与1990年同期相比，减少库存资金占用126万元，降低10%
制定《内部审计程序》	/	1990年，经内部审计，审计出不合理支出102.87万元。1991年1月至6月，审计出不合理支出110.87万元

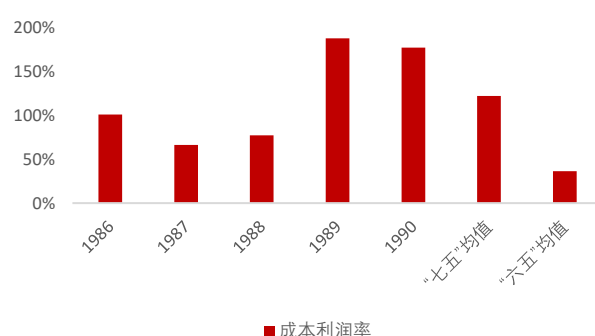
资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

图38 1985、1989年营收、利润总额和产量



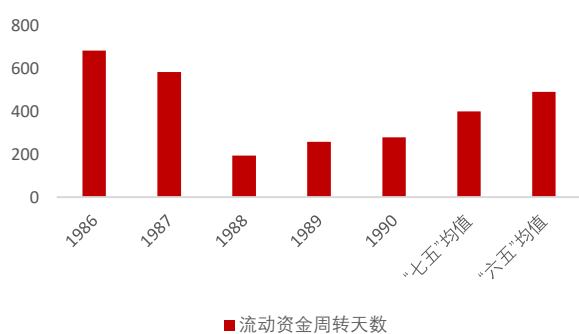
资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

图39 成本利润率



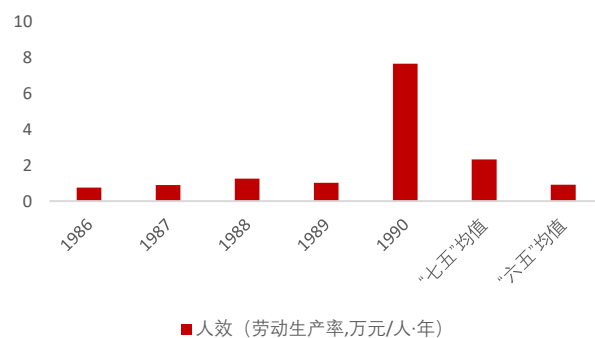
资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

图40 流动资金周转天数



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

图41 人效（劳动生产率）



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

销售模式初步变革：初步实现少量自销。在计划经济时期，茅台酒销售专卖，控制严格。工厂没有自销权，全部交给国营糖酒公司，由国家计委下达调拨计划，每年厂内职工春节供应茅台酒也要写报告经上级批准。厂曾多次向有关部门申请，出现了初步销售渠道变革。

(1) 逐步实现较高自销权。1985年3月，由省政府办公厅下文通知，茅台酒的销售超计划部分的30%由企业自行销售；1986年，贵州省政府决定茅台酒在完成国家调拨计划后超出部分全由工厂自销；1987年，茅台酒厂60%交国营糖酒公司统一调拨，40%由工厂自行销售；1989年茅台以自主销售为主；随后一直到1992年12月，茅台才拿到完整的自主销售权限。

(2) 通过返利，提升盈利能力。1986年，省财政厅转发国家商业部、轻工业部指出，茅台酒厂每年交给国营商业公司，每吨给酒厂返还利润8200元和茅台酒另收酒瓶提价款收入。自此，茅台酒厂进一步摆脱了此前工商业盈利分配不均的制度影响，盈利有所提升。

(3) 产品价格未出现明显提升。在此阶段，因仍未完全实现市场化经营，国家队茅台酒价格并未完全放开，茅台酒价格涨幅相对有限，1974年出厂价格6.2元，1981年提升至8.4元，1986、1989分别提升至9.54元及14元。

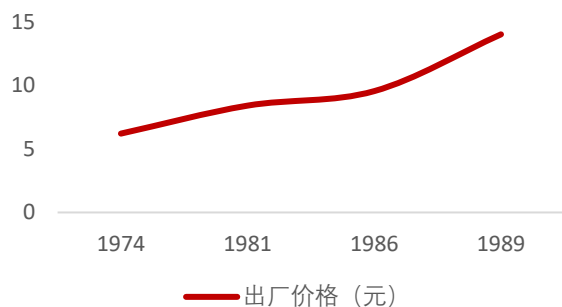
(4) 企业盈利能力出现明显抬升。1985年，1988年公司在产量未出现明显增长的情况下，利润出现明显抬升，我们认为于1985年逐步开始出现自销及1986年商业公司返利有关以及1988年白酒放开价格管控有关。

图42 销售改革时间线



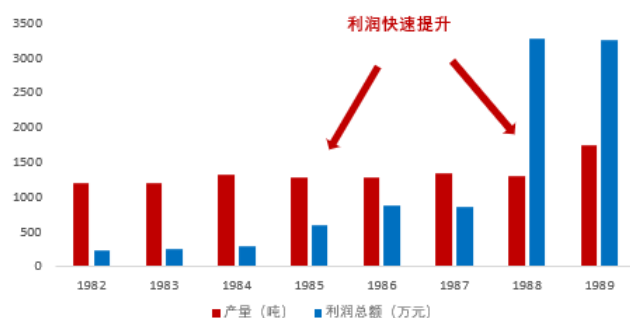
资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

图43 茅台酒价格



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

图44 1982-1989 产量和利润总额



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

明确茅台不能易地生产，以及明确人工踩曲。

(1) **异地探索**：1975年，国务院领导向贵州省传达“要把茅台酒产量尽快搞上去，实现万吨发展规划”，国家科委批准“茅台酒易地生产中试制”科研项目，经过11年实验，尽管这个项目获得“基本成功”的评价，但试验产出的酒并没有被命名为茅台酒。1991年，茅台前董事长季克良发表“离开茅台镇就产不出茅台酒”的观点。**明确茅台只能在茅台镇生产。**

(2) **机械化探索**：1967年，茅台酒厂第一台自制制曲机组试制成功投产。表面上提高了科技含量，但是酒的香味发生了变化，**1989年，全面暂停机器制曲，全面恢复人工踩曲。**虽然机械制曲失败。但是20世纪80年代末，人工背糟逐步成为历史。当时场内一工农兵大学出身的同时，对茅台生产环境研发了行车，成为茅台酒厂机械化发展的标志。

图45 人工踩曲



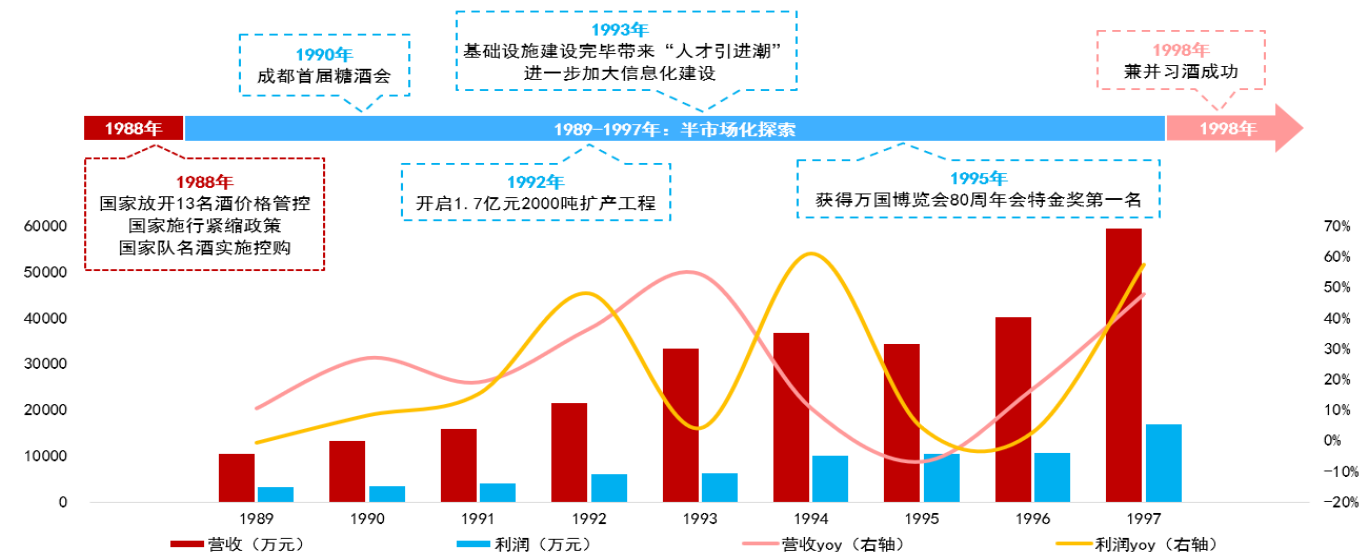
资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

1978-1989年，公司进一步完成了运营机制改革，这导致酒厂效率、盈利有较大规模提升。这为1989年以后茅台逐步开启自销打下坚实基础。

2.4.1989-1997年：政策改革带动业绩高成长——半市场化探索

1988茅台酒厂平稳度过紧缩管理及名酒控购政策困难后，在放开名酒价格政策的催化下，茅台真正开始了涨价征程，并在初步市场化的行业中，做足市场化探索(探索自建渠道)及生产准备(继续扩大产能)，为1998年以后行业正式进入市场化营销奠定了坚实基础。

图46 1989-1997 年时间线



资料来源:《茅台志》, 公开资料整理, 东海证券研究所

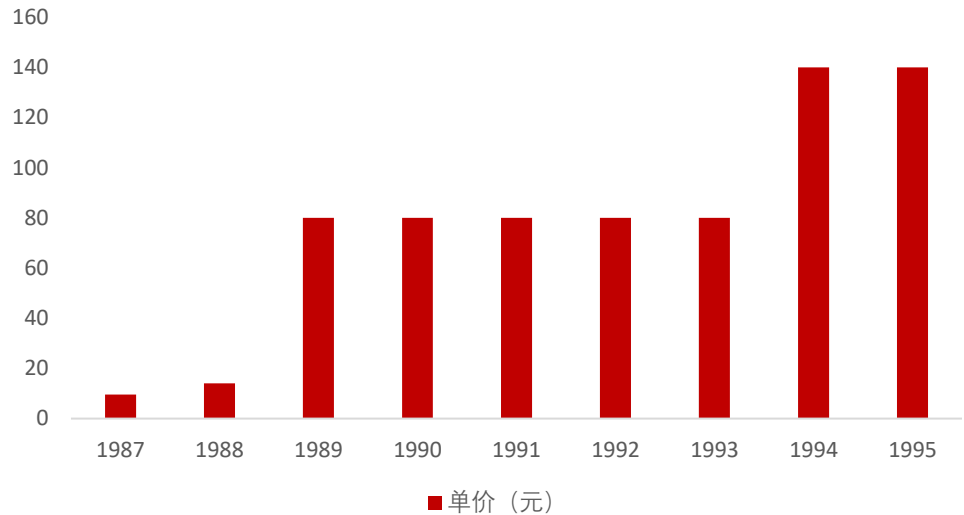
行业：1988 政策同时带来困难与机会。

(1) 三大行业政策：①1988 年放开价格管控。行业放开了 13 种名酒价格管控，成为中国名酒市场化营销的伊始。②1988 年实行紧缩管理。1988 年，市场物价上涨，十三届三中全会提出“宏观调控，治理整顿”。③1988 年对名酒实施控购。1988 年国务院规定对茅台酒等 13 种名酒列入集团控购商品。酒厂严格执行国务院文件规定，自销部分社会集团购买一律凭各级控制办公室手续办理。

(2) 实际影响：①困难：积极影响因素在于 1988 年放开名酒价格管控后，自销占比提升，对 13 大名酒促进积极，但是消极影响主要在于放开需求的同时，紧缩及限购政策导致销售遇到茅台史上最大困难。②机会：但价格放开后，最终导致了茅台可以快速提价，口碑转化为产品单价，再转化为企业利润，成为这个阶段茅台业绩增长的最核心驱动。③行业分化：在名酒价格放开后，不同企业采用了不同的政策，比如山西汾酒、泸州老窖采用了民酒政策，而五粮液、茅台则采取了持续提价政策。山西汾酒、泸州老窖因民酒政策放弃了市场头把交椅，而五粮液的高端政策直接导致五粮液崛起并于 1989 年单价超过泸州老窖，1995 年单价超过茅台，从 1998 年开始开启了领先茅台数年的历史。

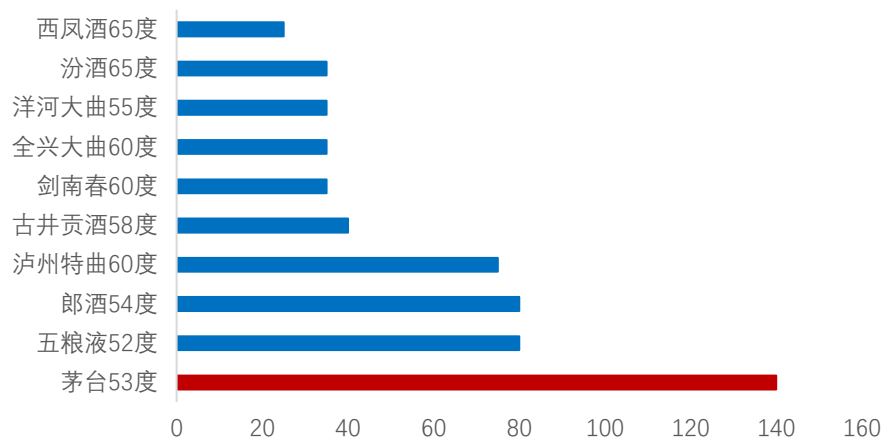
(3) 应对政策：1989 年，茅台酒厂在逆境中，实施“三个开拓”政策，即开拓市场、开拓原料和能源，开拓资金渠道。起初到沿海和东北各市场，仅邹开良一支队伍就去了 6 个沿海城市，与数十位经销商交流。随后广东、香港、东北传来捷报，随后陆续在全国建立了 21 个茅台酒代销点。最终对 1989 年经营困难实现了平稳跨越。

图47 1987-1995 茅台酒价格



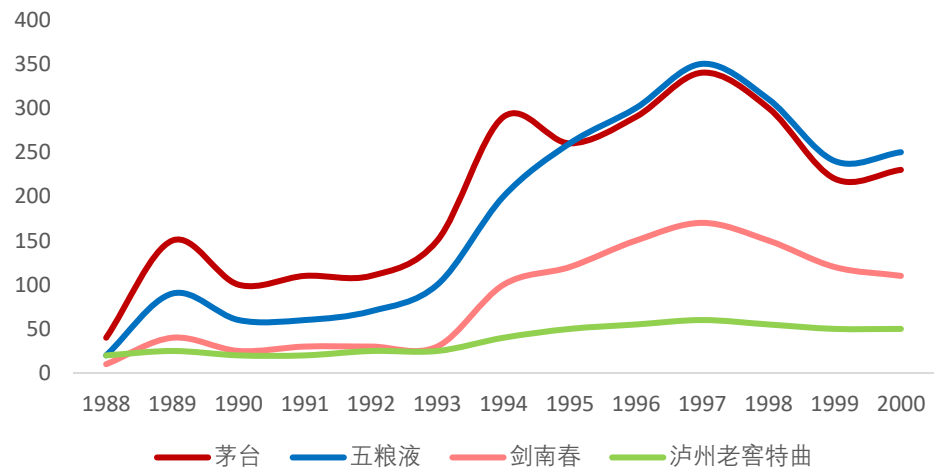
资料来源:《茅台志》, 东海证券研究所

图48 价格放开后各大名酒单价 (元)



资料来源: 公开资料整理, 东海证券研究所

图49 1988-2000 年茅台、五粮液、剑南春、泸州老窖特曲单价 (元)



资料来源: 公开资料整理, 东海证券研究所

稳步发展，做好准备，业绩高成长。

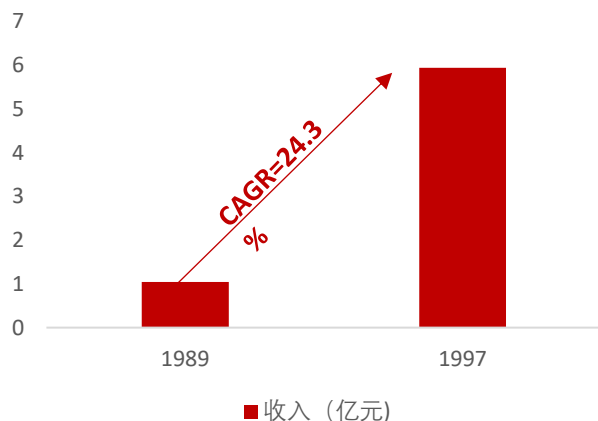
(1) “党政分开”：1991年3月，茅台酒厂的领导班子实行党政分开，厂党委召开党政联席会议专题讨论，明确厂党委在企业生产经营中做到政治上导向，思想上保证，工作上支持，而厂长发挥中心作用。

(2) 2000年产能扩产计划：1992年，启动年产2000吨的扩建工程。累计投资1.7亿，竣工面积30596平米。

(3) 基础设施建设：1992年，在省委、省政府支持下，输变电工程“桐梓——茅台110千伏”竣工，“遵义青坑——中枢一线公路改造工程”完工，“2000门程控电话动工”。茅台镇电力、交通、通信等基础设施逐步完善。成为茅台镇“人才引进潮”的开始

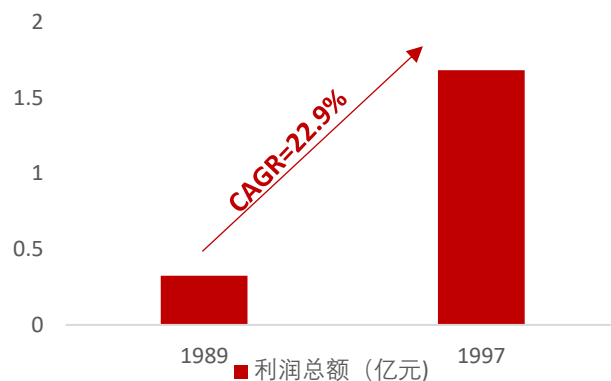
(4) 业绩维持持续高质量成长。除了以上措施，企业管理也进一步细化。整体来看，本阶段虽然拥有自主销售权，但能够销售的主要渠道仍然靠国有经销渠道，也就是说，还未完成真正意义上市场化营销的蜕变。在社会制度逐渐变化、人民需求逐步提升的过程中，公司在基础设施、信息化、产能、企业管理标准等各方面做好准备，业绩实现了持续性的高成长，为下一个阶段抓住市场红利、真正意义上的市场化奠定基础。

图50 1989-1997年公司收入-



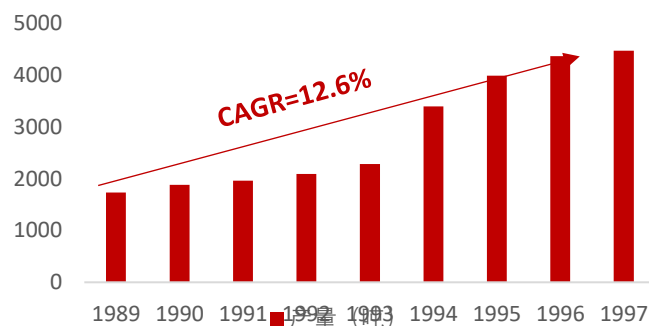
资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

图51 1989-1997年公司利润



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

图52 1989-1997产量

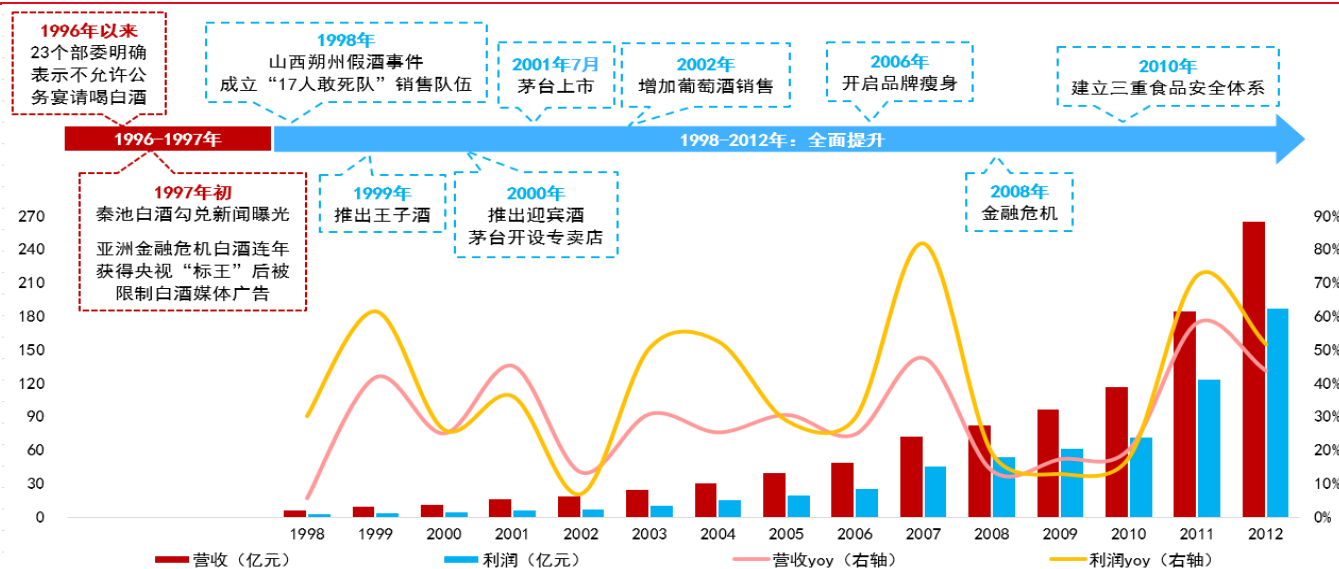


资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

2.5.1998-2012 年：乘行业东风阶段——全面提升

1998-2012 年，不仅是白酒行业全面爆发的阶段，在人均收入高速增长、城镇化快速提升、政策环境逐步完善的前提下，国内各行业均迎来了“量的提升”。白酒龙头因国企为主，发展更早，在产能的“量”相对充足的背景下，伴随行业从半市场化向市场化变革的过程中，营销优化、产品高端化，使“质”的提升始终围绕行业。茅台于 1995 年被五粮液产品终端价超越，本阶段全面提升，同时随着专注主业、专注高端，2005 年利润超越五粮液，2013 年收入、出厂价全面超越五粮液，重回行业老大地位。

图53 1998-2012 年时间线



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

该阶段消费本身驱动较强，历史阶段进入提量阶段。我们认为自 1978 年改革开放以来，消费本身至今共分为五个阶段，供给缺口阶段（80 年代），政策环境变革阶段（90 年代），提量阶段（2000 年以来十年），提质阶段（2010 年以来十年），竞争格局优化阶段（2020 年以来）。

①供给缺口阶段（80 年代）。这个阶段由于刚刚结束“文革”、刚刚开始改革开放，更具有发展动能的私人企业发展较为缓慢，供给、需求均缺乏，在消费渠道整体主要来自于国企的统销阶段，渠道触达率较低。企业发展处在既无先前经验，又无良好政策阶段、同时没有资金、和没有有效渠道的阶段，但由于供给缺口仍为核心矛盾，整个中国商业环境处在由国企引领的“零到一”阶段。

②政策环境变革阶段（90 年代）整个中国消费环境进入半市场化，国营销售渠道、国营百货为主，民营集市或其他经销渠道为辅。这个阶段一方面随着渠道建立，渠道触达率逐步提升，另一方面，由于人民收入快速提升，人均收入提升 6 倍并达到“中等收入国家”（1998 年），使这个阶段基本成为了供给、需求、渠道、政策环境对下一个消费爆发的准备阶段。

③提量阶段。（2000 年以来十年）专业消费渠道完成上阶段“试验”，在收入、政策环境完成准备之时，正式进入量的提升，带动消费门店、消费品产量均实现较快增长。由于该阶段发展的核心逻辑在于供给缺口的“填充”，导致整体消费表现来看发展主要仍在“量”。

④提质阶段（2010 年以来十年）1>提量结束之后消费同时遇见行业过剩及海外竞争危机。一方面，渠道尤其是线下门店及渠道库存过剩，部分行业甚至在这个阶段前五年出现了“库存危机”，另一方面，因上个阶段高速增长，大量海外品牌进一步加大进入国内力度。这导致这个阶段前五年，内资品牌发展缓慢。2015 年以前几乎各消费内资品牌龙头，均实施

了经营改革（渠道改革、供应链改革等）、产品改革（年轻化、个性化、高端化），这导致了国内外品牌在这 5 年从产品和运营本身差距初步缩小，并带来了 2016 年以来持续繁荣。**2>消费渠道持续变革导致部分行业分散。**在消费品公司提质改革的同时，渠道变革同样在继续，整体表现为去中心化，2010 年占比快速提升的线上渠道包括淘宝、京东、拼多多、社区团购、直播电商，占比快速提升的线下渠道包括区域型购物中心、社区便利店、专业产品专卖店等。以上渠道变革导致白牌、非知名品牌迎新渠道红利持续提升，在近两年拼多多、直播电商、社区团购崛起之时，这一现象更加明显。

⑤竞争格局优化阶段。1>集中化：在渠道变革基本结束、新渠道变革相对较难、渠道红利逐步减少的情况下，疫情影响下，行业重新迎来一轮洗牌。在这个背景下，行业龙头因壁垒较强，和中小品牌差异逐步拉开，凭借不输海外品牌的品质、较强渠道优势、较强资金优势、较强的营销规模化效应，行业市占率有望进一步提升。**2>碎片化需求提升：**在人均收入足够满足各类消费需求的情况下、与龙头在主流需求赛道竞争劣势明显的背景下，碎片化需求和相关产业有望进一步提升。高端化、大众化市场往往更容易被龙头企业实现较高集中度，零散化需求不论是高端小众、中低端价位品类均有望出现小而美的公司。和上一个阶段有所不同的是，本阶段渠道逐步固化，核心赛道龙头从品牌到运营再到规模效应，壁垒对于小型企业而言，不可逾越；零散化赛道因行业规模小和龙头已有先发优势，对创业吸引力持续减弱。所以在这个基础上，该阶段可能和美国 1980 后较为类似，我们认为行业的参与者可能减少或者持续减少（部分行业在最近 5 年已经出现该趋势），最终导致竞争格局优化。

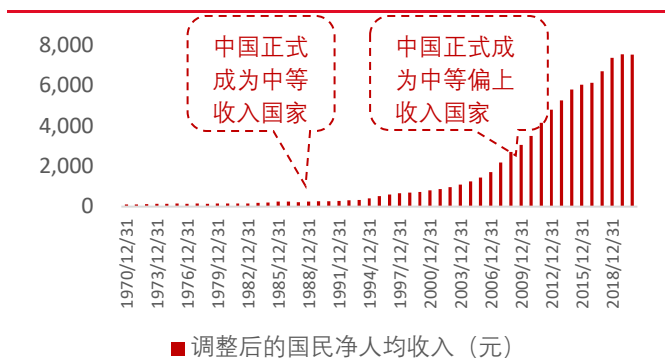
图54 消费阶段图



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

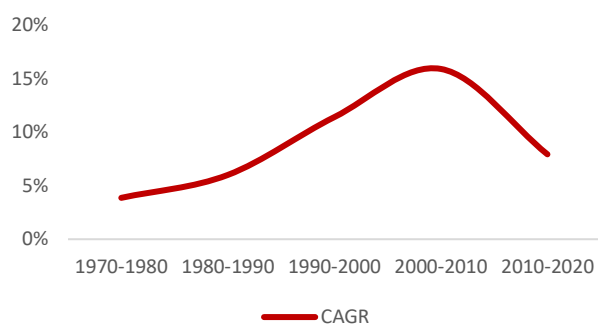
消费在该阶段蓬勃发展。(1)收入增长最快阶段：根据世界银行数据，1998 年，中国人均收入正式进入中等收入国家，并于 2010 年正式进入中等偏上偏上收入国家。此外 90 年代 10 年、2000 年以来十年收入年均增长均过 10%，为 1970 年以来人均收入增长最快的阶段。**(2)城镇化加速：**城镇化率自 1990-2020 快速抬升，每十年增幅在 10%或 10%以上，另外从同比增长的角度，城镇人口 1982-2000 增速达到峰值，为 2000 年开始的消费高速增长提供优质客群。**(3)社零进入高速增长期：**根据我们之前的研究结果，大消费以及房地产本身符合 20-30 年的中周期特征，主要跟人口换代有关，2000-2020 年为轮完整周期，其中 2000 年以来的前十年，整体社零处在加速阶段，这和中国消费核心驱动人群“60 后”逐步进入随着地位抬升、收入抬升逐步进入到高消费阶段有直接关系。

图55 调整后的国民净收入



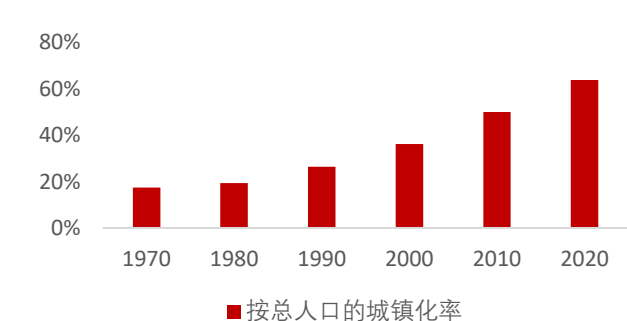
资料来源: wind, 东海证券研究所

图56 90年代及2000年以来十年收入增速明显高于其他时期



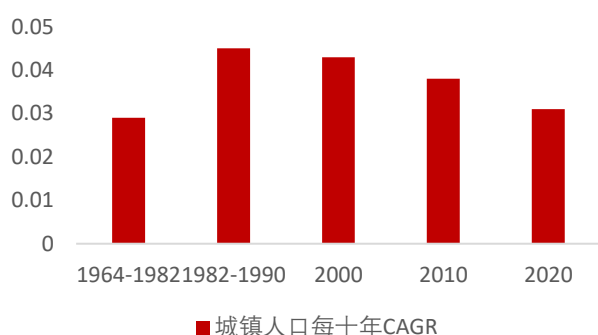
资料来源: wind, 东海证券研究所

图57 按总人口的城镇化率



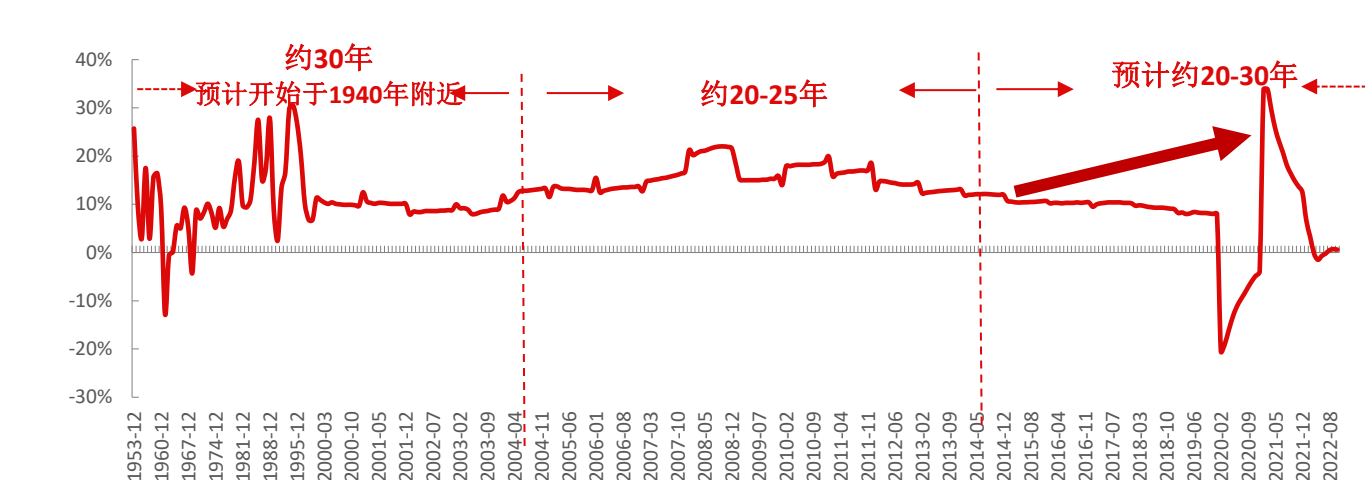
资料来源: wind, 东海证券研究所

图58 城镇人口每十年CAGR



资料来源: wind, 东海证券研究所

图59 社零同比增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

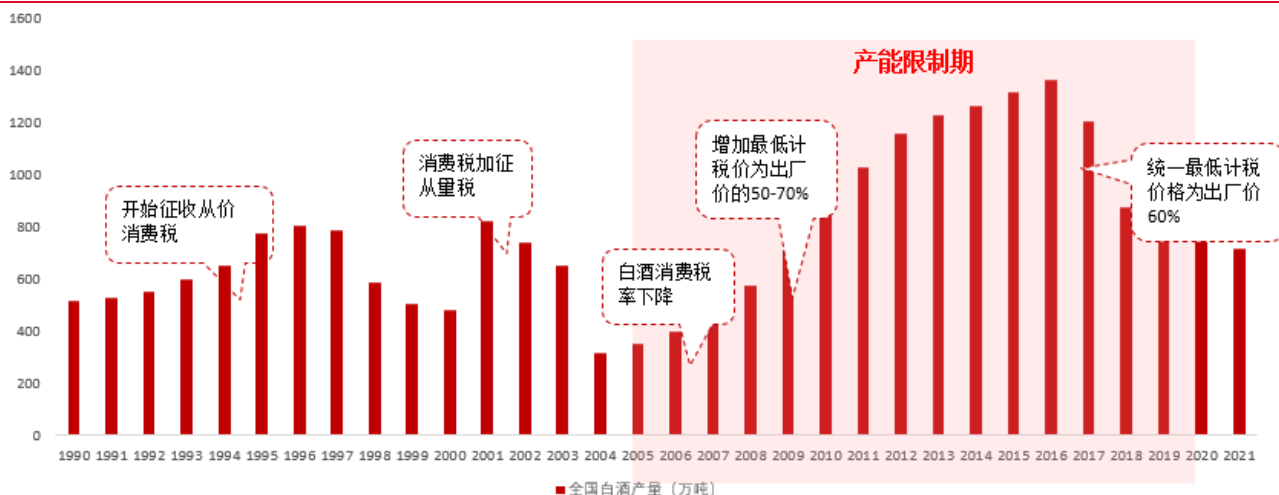
行业产量: 先降后增。不同于其他消费行业持续增长,白酒行业多为国企,发展时间起点(建国后)往往早于其他以民企为主的发展时间起点(1978年改革开放),1996年白酒产量达到801万吨,已经高于2021产量715万吨,提前完成了量变的过程。除了需求影响因素以外,政策方面核心影响因素主要为:

(1) **消费税政策。**1994年开始征收从价消费税,粮食白酒税率为25%。2001年在从价消费税的基础上,增加了从量消费税,连续两次税种提升,催化产量持续下降。2006年

白酒粮食类消费税统一从 25% 下降至 20%，伴随需求提升，催化产能上行。随后的消费税影响相比前三次影响均相对较小。

(2) 白酒产能限制政策:从 2005 年起,国家发改委发布的《产业结构调整指导目录(2005 年本)》,将白酒生产线、酒精生产线列入限制类目录,此后,中国增加产能的主要方式为技改和收购其他酒厂。2019 年据发改委信息,《产业结构调整指导目录(2019 年本)》于 2019 年 8 月 27 日第 2 次委务会议审议通过并自 2020 年 1 月 1 日起施行,《产业结构调整指导目录(2011 年本)(修正)》同时废止。其中,“白酒生产线”被从“限制类”产业中移除。在以上政策影响下,虽然不能自建新产能,但白酒龙头仍可以在厂区通过技改等方式提升产能,对龙头影响相对有限。

图60 全国白酒产量



资料来源:国家统计局,公开资料整理,东海证券研究所

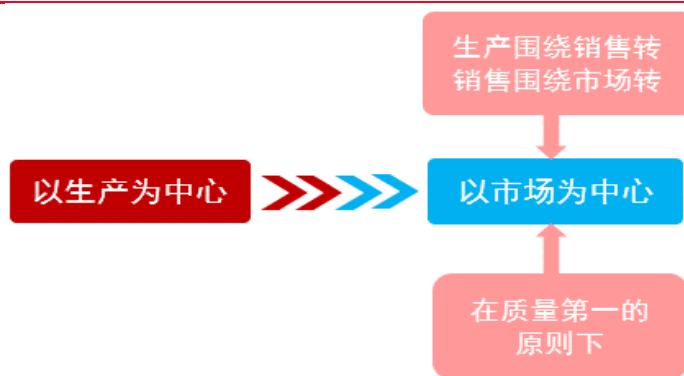
渠道设立:从“17人敢死队”开始的营销体系

(1) 1998 白酒危机,建立“17人营销敢死队”。本阶段发展,同样先抑后扬,先后经历了 1996 年以来 23 个部委明确表示不允许公务宴请喝白酒、1997 年亚洲金融危机、1997 年初秦池白酒勾兑事件、1998 年山西朔州假酒事件影响,带来了 1998 年白酒危机。1998 年前 7 个月公司仅完成计划任务 30%,随后成立了 17 人营销敢死队,在最后 5 个月完成了另外任务 70%完成了全年任务。

(2) 树立以市场为中心观念。1998 年,提出进一步树立以市场为中心,扭转“以生产为中心”的过时观念,在质量第一的原则上把生产作为市场销售的一个环节,树立“生产围绕销售转,销售围绕市场转”的新观念。并且明确具体营销原则(如下图)。

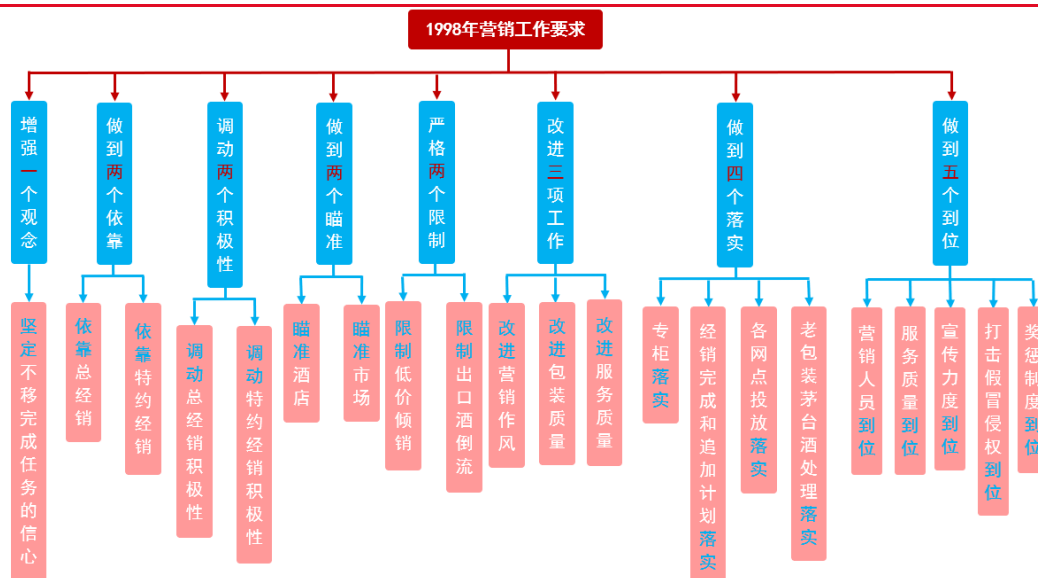
(3) 渠道及营销建立结果:渠道方面,1998 年最终在全国建成 32 家总经销商,76 家特约经销商,130 多个“国酒专柜”和直销点。营销方面,在央视等各大媒体、机场、火车站完成广告、形象宣传片等一系列营销活动。这导致不仅 1998 年逆势完成全年销售任务,同时 1999 年春节当月销售茅台 400 多吨,很多城市出现“供不应求”的现象。

图61 茅台酒厂中心变化



资料来源:《茅台志》, 东海证券研究所

图62 1998年营销工作具体变化



资料来源:《茅台志》, 东海证券研究所

表8 1988年营销工作成果

项目	具体内容
招聘营销员, 充实营销力量	公司在全国建成 32 家总经销、76 家特约经销、130 多个“国酒专柜”和直销点, 并在《人民日报》登报确认。
利用重要节日、大事件搞促销	1999 年元月份, 抓住春节的机会在全国十大城市进行促销活动, 当月就销售茅台酒 400 多吨, 很多市场出现脱销的现象。并利用昆明世界园艺博览会、北京世界邮展会、国庆五十周年、澳门回归、迎接千禧年等大事件搞促销, 取得良好效果。1999 年 12 月底和 2000 年 1 月上旬在全国 12 个城市举行的“国酒茅台迎新春迎千禧真情大回报”促销活动, 将各地库存茅台销售一空。
加大宣传力度	在中央电视台一套、二套、三套、六套、香港凤凰卫视台以及全国十三个卫视台播出企业形象、产品形象广告片; 与中央人民广播电台联合举办《国酒对你说》有奖征文活动; 在泰山玉皇顶、北京、广州、贵阳、济南等地机场、火车站、闹市区、高速公路等设置茅台酒企业形象广告; 在中央二套播出《商界名家》、凤凰卫视播出《商旅冲动》; 在进京专列挂上“茅台王子号”。
加大打击假冒和侵权力度	两次组织打假小分队赴全国各地打假, 由中央电视台播出的《国酒保卫战》在全国引起极大反响, 国家工商局还为保护茅台酒的知识产权到贵阳召开专题会议, 并向全国下发会议决议, 使茅台酒知识产权保护活动在全国范围内产生重大影响。

资料来源:《茅台志》, 东海证券研究所

产品：持续专注茅台酒，系列酒为辅。

(1) 规模占比：不同于五粮液等其他白酒企业多线条发展，茅台酒一直作为公司核心品牌打造，2004-2012 年股份公司中茅台酒收入占比均超 90%，且高度茅台酒占比最低不低于 78%。核心品类系列酒自 2004 年以来占比有所提升，但 2012 年仅达到 9.16%。

(2) 时间：飞天茅台以外产品发布时间均较为早期，往往在白酒“黄金十年”之前，为品牌积淀带来时间。陈年系列先后自 1997-1999 年推出。占比较高的系列酒品牌成立时间分别为 1999 年（茅台王子酒）、2000 年（茅台迎宾酒）。此外相对晚正式销售的系列酒品牌往往具有较长时间的历史渊源，品牌前身可能早于茅台酒厂成立时间，如 2015 年（赖茅，前身成立于 1929 年）、2018 年（王茅前身成立于 1879 年、华茅前身成立于 1862 年）、2015 年（贵州大曲于 1963 年上市）。

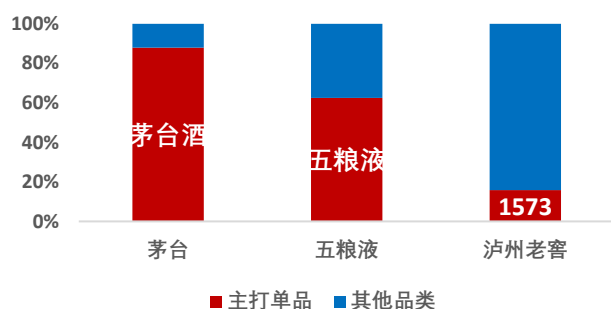
(3) 2006 年开启品牌严管。因子公司贴茅台商标会带来品牌溢价，为防止品牌力受到影响，茅台集团决定自 2006 年开启品牌瘦身。当年成立知识产权保护处，下设品牌办，专门负责子公司酒类产品的品牌管理，在此期间，禁止子公司使用贵州茅台股份公司的海洋标注，只能使用茅台酒团的酒杯标志，严格将集团公司的标志于贵州茅台酒股份有限公司标志区分开。

图63 茅台产品时间线



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

图64 2012年茅台、五粮液、泸州老窖主力产品占比



资料来源：各公司年报、公开资料整理，东海证券研究所

图65 海洋、酒杯商标



资料来源：《茅台志》，东海证券研究所

价格：稳健价格策略，奠定龙头身位

(1) 量价齐升。该阶段公司整体业绩表现为量价齐升。从 2002-2012 年，茅台股份公司收入 CAGR 达 24.9%，而出厂价提升 CAGR 为 11.7%，也就是说，在茅台酒以外产品占比相对较小的情况下，基本说明公司整个阶段量价齐升。

(2) 茅台“实际购买力”并未明显提升。值得注意的是，虽然 2000-2012 年茅台出厂价提升 3 倍以上（从 185 元/瓶提升至 819 元/瓶），CAGR 达 13.2%，同期全国居民人均收入 CAGR 达 13.3%，并未出现明显差异。（因 2012 年以后终端价格波动较大，且未有统一标准，随着渠道利润下降后，渠道利润与 2000 年差异较小，故出厂价对茅台购买力能够产生一定的说明作用。）尤其在 2008 年以前，居民收入增长明显更快一些，这导致 2008-2012 年的茅台价格弹性更强，此外随着渠道利润快速增加（“三公消费”政策影响前），终端价格与工厂价格差异有所拉大，因 2012 年茅台终端价波动价格，假设 2012 年终端价格 1000-1400 的，2000-2012 年茅台终端价 CAGR 为 11.9%至 15.1%，与全国居民收入同期 CAGR13.2% 依旧未出现明显差异。

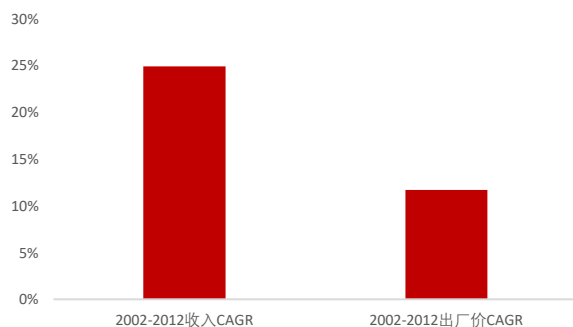
(3) 和五粮液的价格之争。①**从跟随到引领。**五粮液自 1995 年终端价格超过茅台之后，成为白酒价格抬升的“茅”。这个阶段，不论从提价时间选择，还是幅度，茅台整体都是采取跟随路线。因专注主业、坚持高端化，渠道利润高于五粮液，2006 年茅台终端价格超过五粮液，随后于 2008 年通过出厂价提升，正式超过五粮液。自此茅台提价时点逐步进入半跟随状态。2011 年开始，正式进入价格引领世代，每轮提价均领先于其他龙头，替代五粮液成为我国白酒价格的“茅”。②**从利润超越到收入超越。**在专注主业的前提下，公司利润、经销商利润自 2005 年超过五粮液，在价格逐步于五粮液拉开差距之后，2013 年收入正式超过五粮液，重回白酒龙头位置。

(4) 提价策略。①**淡季挺价，旺季顺价：**从茅台的历次提价情况来看，我们发现和其他龙头喜欢在旺季（中秋、春节）或旺季前提价有所不同，除了旺季提价外，茅台同样会有较高比例的提价动作发生在淡季，如 2010-2012 年的三次提价分别发生在 3 月、4 月、5 月。我们认为，一方面，旺季提价可能进一步推升终端价格，并非公司意愿（终端控价诉求）；另一方面，淡季提价能够推动经销商积极性，在竞争正占据主动位置。

②**频率较低：**2002-2012 年，相对于部分龙头可能在旺季年内持续多轮次提价，茅台提价一年不会超过一次，并且自 2012 年以后提价频率进一步降低。

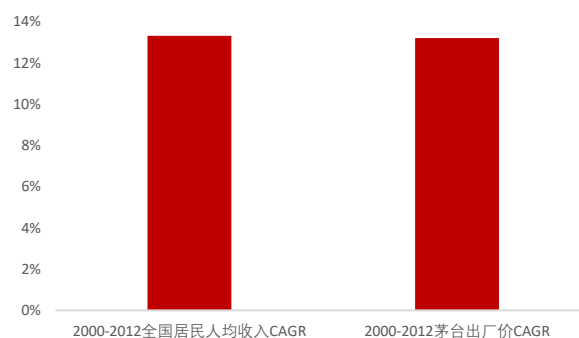
③**提价给经销商留足够利润：**通过我们观测的数次出厂价提价事件来看，每轮提价后，茅台均能够给经销商足够的利润空间。2006、2007 年提价后经销商利润空间均在 10%以上，2008 年以来提价后经销商利润空间在 20%以上。

图66 2002-2012 年茅台收入 CAGR 和出厂价 CAGR



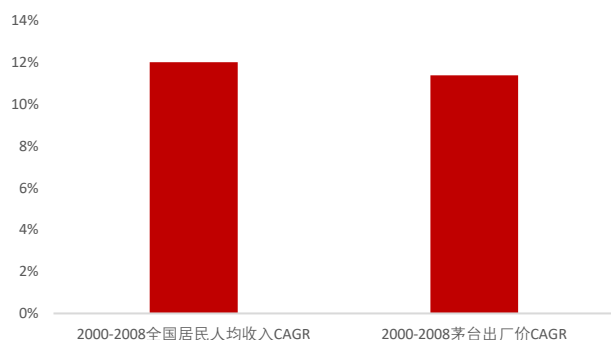
资料来源：wind，东海证券研究所

图67 2000-2012年全国居民人均收入 CAGR 和茅台出厂价 CAGR



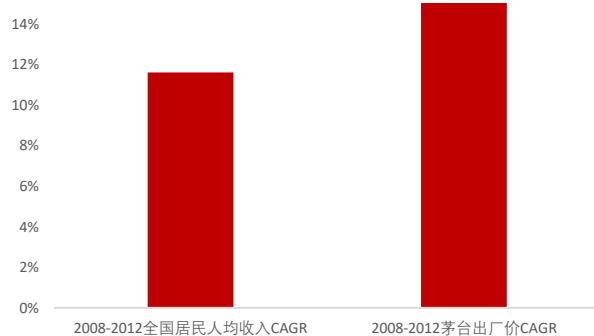
资料来源：wind，东海证券研究所

图68 2000-2008年全国居民人均收入CAGR和茅台出厂价CAGR



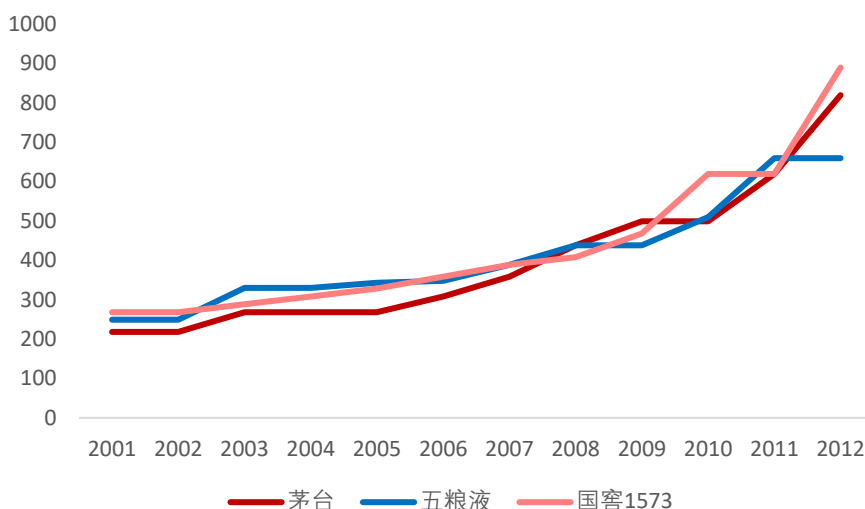
资料来源: wind, 东海证券研究所

图69 2008-2012年全国居民人均收入CAGR和茅台出厂价CAGR



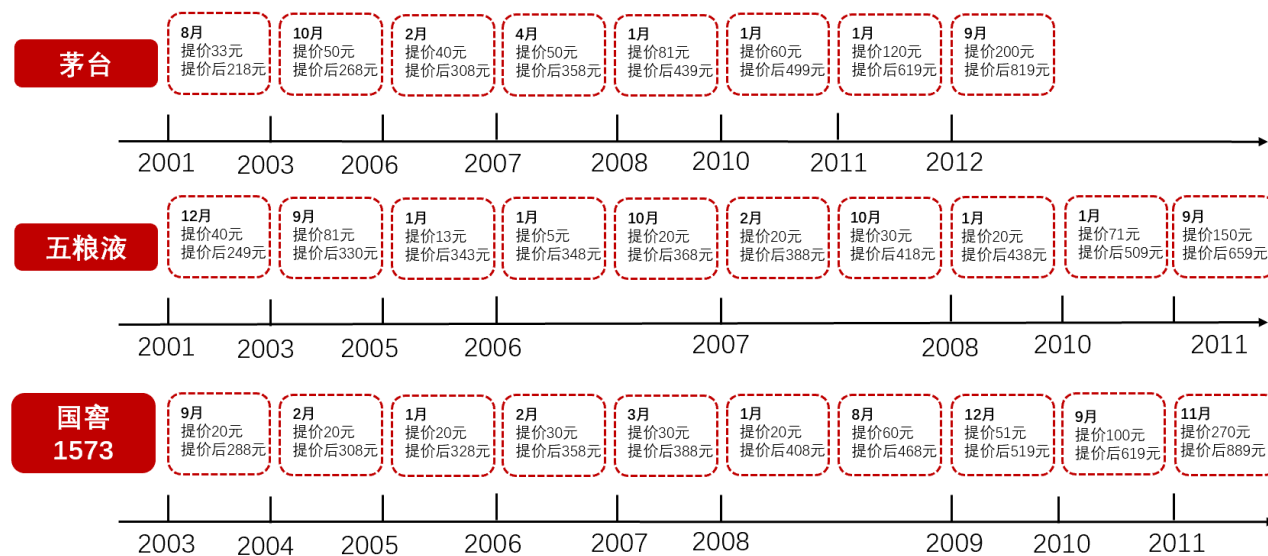
资料来源: wind, 东海证券研究所

图70 2001-2012年茅台、五粮液、国窖出厂价格(元/瓶)



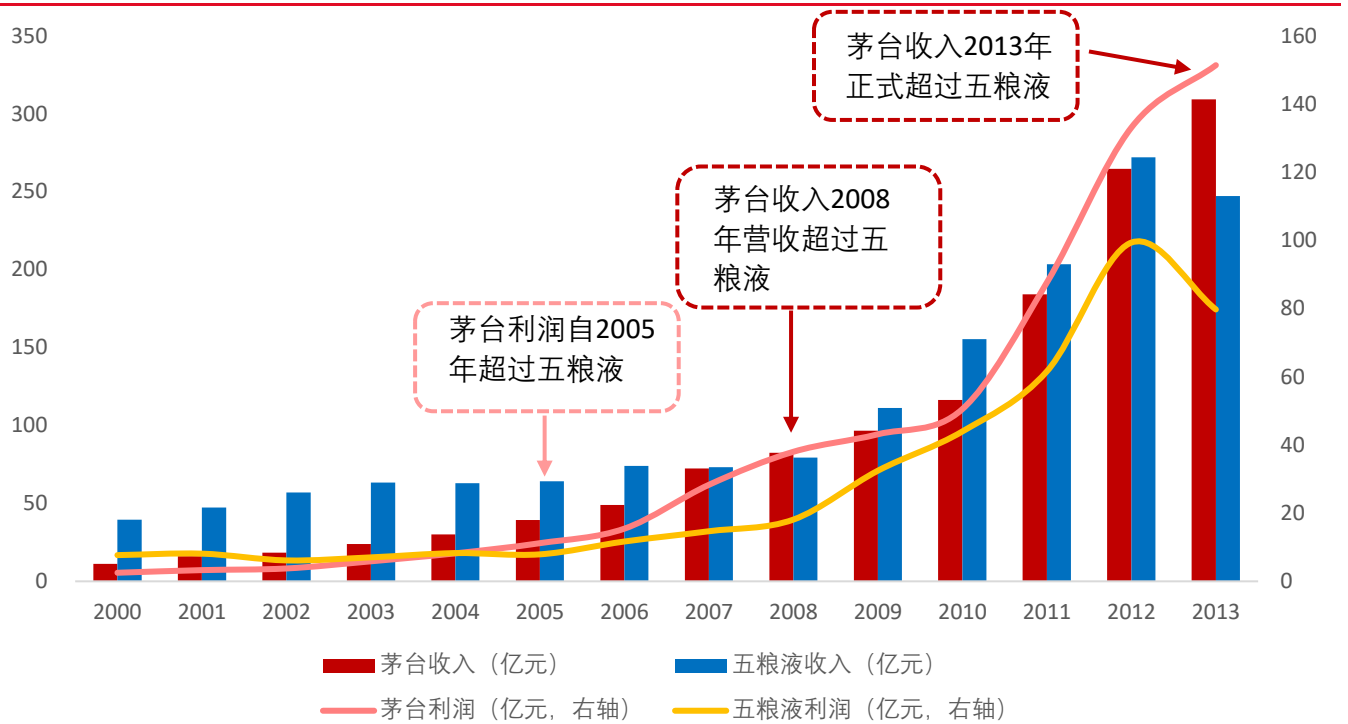
资料来源: wind, 东海证券研究所

图71 2000-2012年茅台、五粮液、国窖1573提价情况



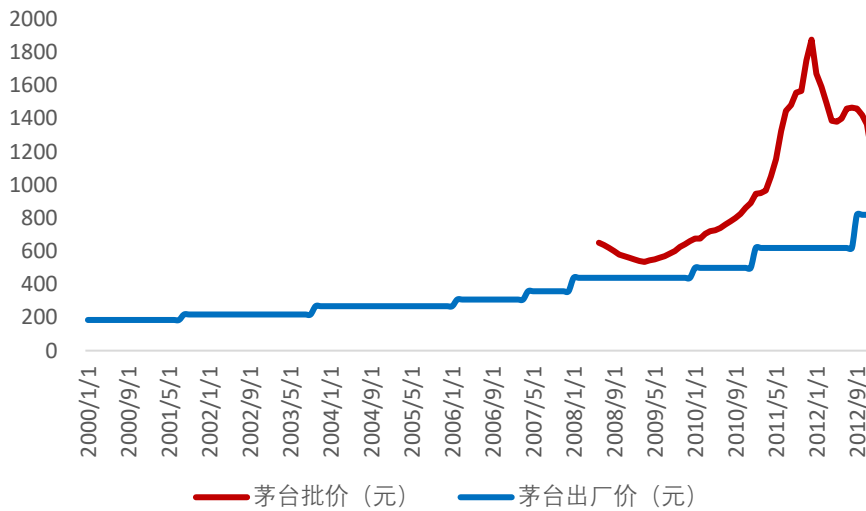
资料来源: wind, 公开资料整理, 东海证券研究所

图72 2000-2013年贵州茅台、五粮液营收和净利润



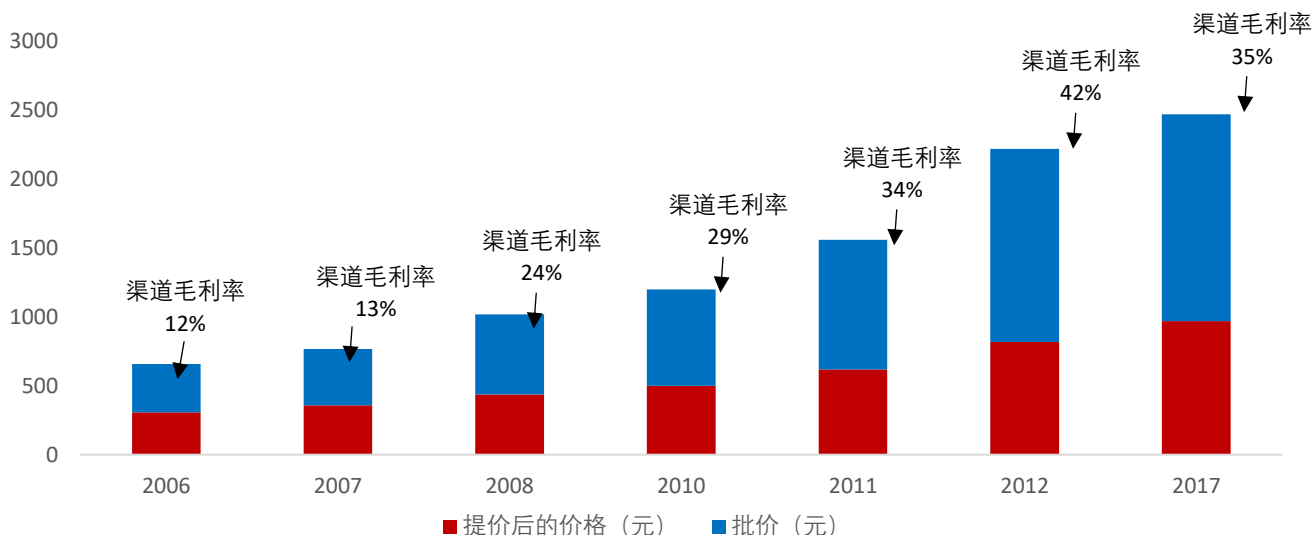
资料来源: wind, 公开资料整理, 东海证券研究所

图73 2006-2012年贵州茅台出厂价和一批价



资料来源: wind, 公开资料整理, 东海证券研究所

图74 2006-2017年贵州茅台提价后经销商的利润空间



资料来源：wind，公开资料整理，东海证券研究所

注：渠道毛利算法为一批价减去出厂价除以一批价

渠道模式逐步建立。在白酒行业正式进入市场经济后，渠道发展成为品牌建设核心——模式的分化，最终导致产品属性、发展的分化。我们从对渠道控制力的从小到大分，具有代表性的主要为“大商制”、“柒泉模式及品牌专营公司”、“厂商 1+1 模式”、“小商制”、“平台商模式”。

(1) “大商制”：代表公司主要有五粮液、口子窖等。模式为合作规模较大经销商买断模式。优势主要在于厂家费用相对较低，且能够借助大经销商资源快速开拓市场，但厂家对终端渠道掌控力度较弱，对终端市场反应相对较慢，渠道利润具备一定优势。五粮液 2010 年以前，前五大客户销售占比超过 70%。自 2018 年因对大商控制力度较弱，五粮液开始发展“控盘返利”模式，渠道进一步扁平化，控制力有所提升。

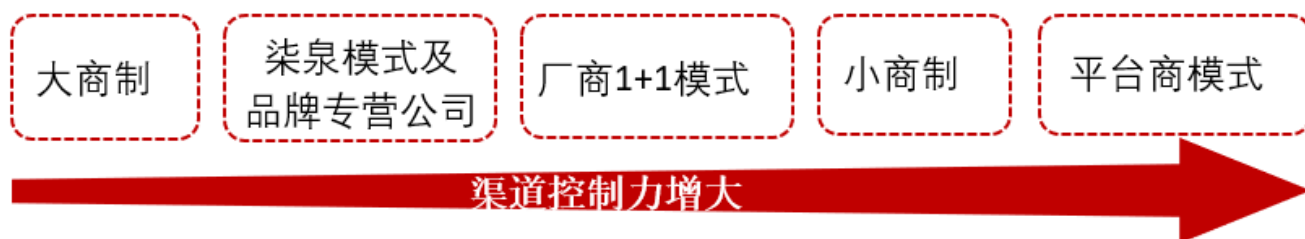
(2) “柒泉模式及品牌专营公司”：代表公司主要为泸州老窖。模式为由区域设立区域柒泉并由经销商持股，且其毛利由厂商控制的模式。自 2015 年重新改为设立“品牌专营公司”的并由其负责自身品牌运营的模式。以上两种模式优势在于费用率相对较少，且能够调动经销商积极性，缺点在于层级较长，尤其是柒泉模式控制力度有限。

(3) “厂商 1+1 模式”：代表公司主要为洋河、古井贡。模式为厂家派代表进入经销商帮助公司共同拓展业务。优势在于市场反应及时，对渠道控制力度强，对价格管控力度强，缺点主要在于费用较高，需要销售人员往往较高。

(4) 具备特色的“小商制”模式：代表公司主要为茅台。模式为通过小经销商拓展业务并开设专卖店。因茅台高单价的特性，相对比较适合开设专卖店，在规模相对小的情况下，不仅周转较快，公司对经销商控制力度也较足。缺点主要在于经销商规模小，自身营销实力有限。此外，茅台一方面，持续加大团购比例，另一方面，重视“党政军”渠道 2006 年提出“按照党政军、专卖店、重点客户、支持系列酒客户、以及保护重点市场的顺序和原则来分配茅台销售量，按照 70%：30%的比例分配经销商与公司的销售量”。

(5) “平台商模式”：代表企业主要为古井贡。模式为厂家直接派遣销售人员负责终端销售，而经销商仅负责费用及物流配送等工作。该模式能够有效管控产品单价，对市场反应最为及时，尤其在具体地域与竞争对手竞争市场份额时效果较好，但缺点主要在于费用较高以及人员投入较大，此外基于“保姆式”的销售模式，经销商动力、能力均相对较差。

图75 白酒行业主要渠道模式对渠道控制力



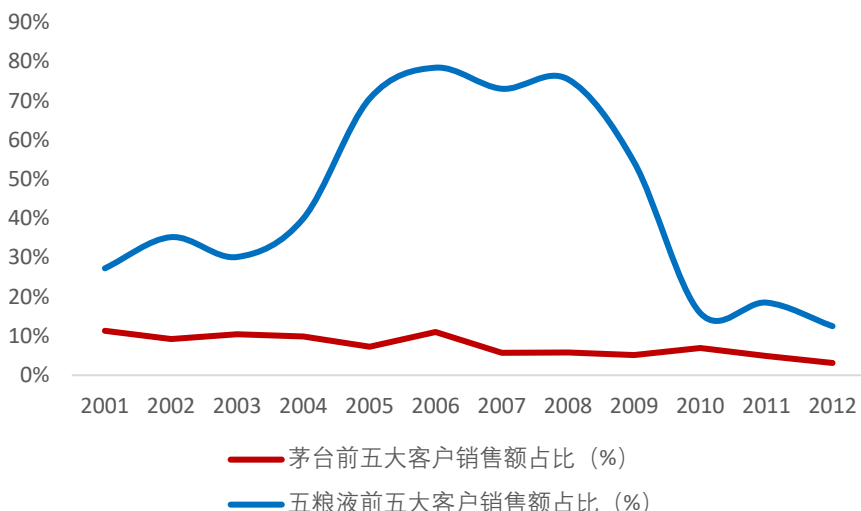
资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

表9 白酒行业主要渠道模式情况

	大商制	柒泉及品牌专营	厂商 1+1 模式	小商制	平台商模式
代表企业	五粮液、口子窖	泸州老窖	洋河、古井贡	茅台	古井贡
具体模式	合作规模较大经销商买断	柒泉为设立区域柒泉并由经销商持股；品牌专营模式为设立品牌专营公司负责品牌运营	厂家派代表进入经销商	通过小经销商拓展业务并开设专卖店	厂家直接派遣人员负责销售，经销商仅负责费用及物流配送等工作
渠道利润	较高	高	一般	一般/(茅台较高)	低
厂商费用	较低	较低	较高	较高	较高
优势	费用相对较低，快速开拓市场	费用相对较少，调动经销商积极性	市场反应及时，渠道和价格管控力强	周转较快，渠道控制力强	有效管控产品单价，市场反应最为及时
缺点	对市场反应相对较慢	层级较长，渠道控制力有限	费用较高，销售人员较多	经销商规模小，能力有限	费用较高，人员投入较大，经销商能力相对差

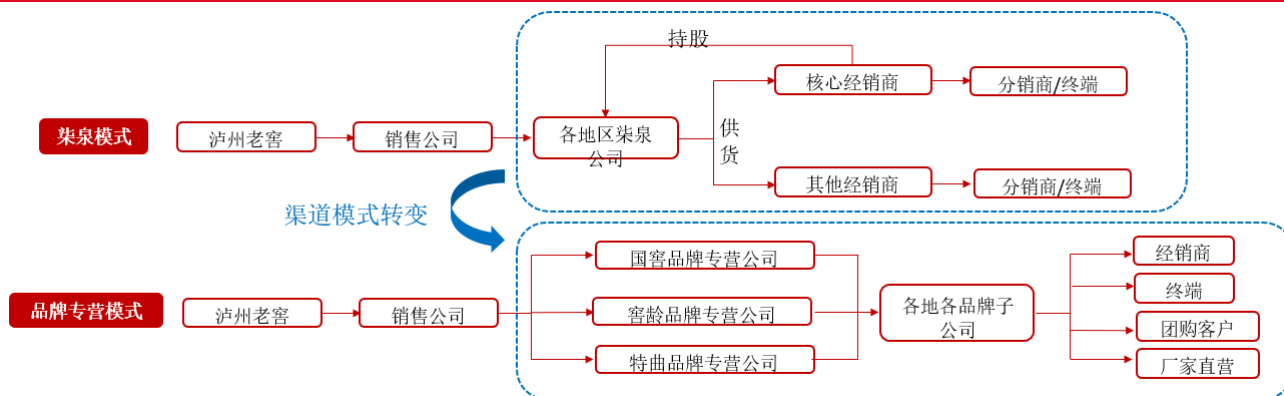
资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

图76 2001-2012年贵州茅台、五粮液前五大客户销售额占比



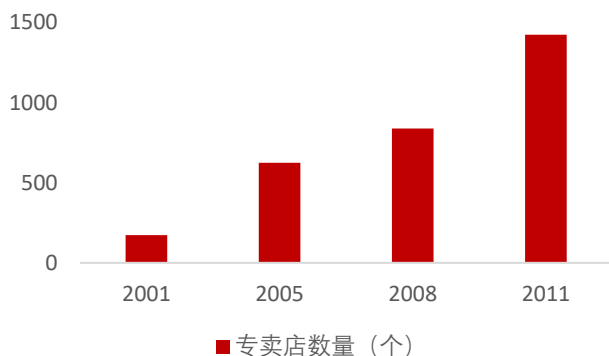
资料来源: wind, 东海证券研究所

图77 泸州老窖柒泉模式和品牌专营模式



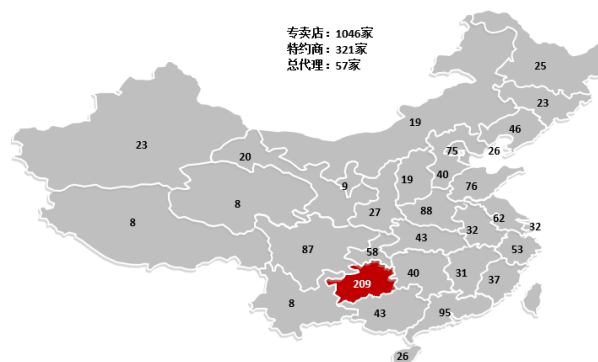
资料来源: wind, 东海证券研究所

图78 贵州茅台专卖店数量



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图79 2011年7月茅台经销网点数量



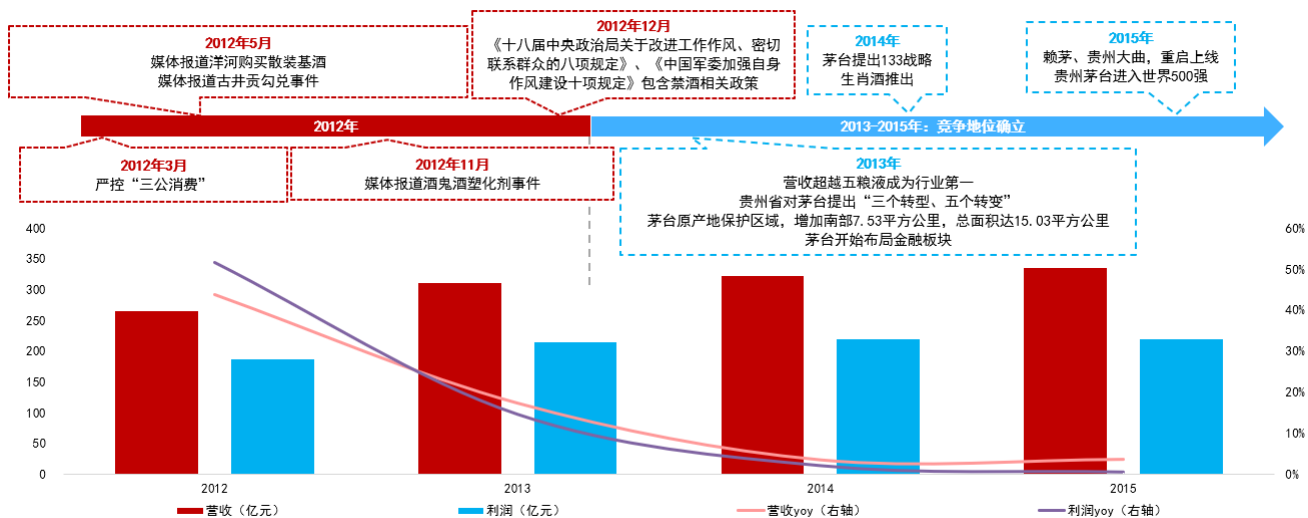
资料来源: 公司官网, 东海证券研究所

2.6.2013-2015: 价格闯关阶段——竞争地位确立

在“三公消费”政策、酒鬼酒塑化剂超标两个行业系统性风险的影响下，白酒消费进入三年左右低谷时期，价格策略、经销商管控政策成为健康越过这个阶段的核心。茅台通过稳健的价格策略，适当的经销商政策，最终稳住了价格，进一步拉开了和竞争对手差距，自此

阶段之后，茅台真正实现了竞争地位的确立，以及供不应求的特性在调整期过后的 2015 年贵州茅台首次进入世界 500 强企业。

图80 2013-2015 年公司、行业大事件



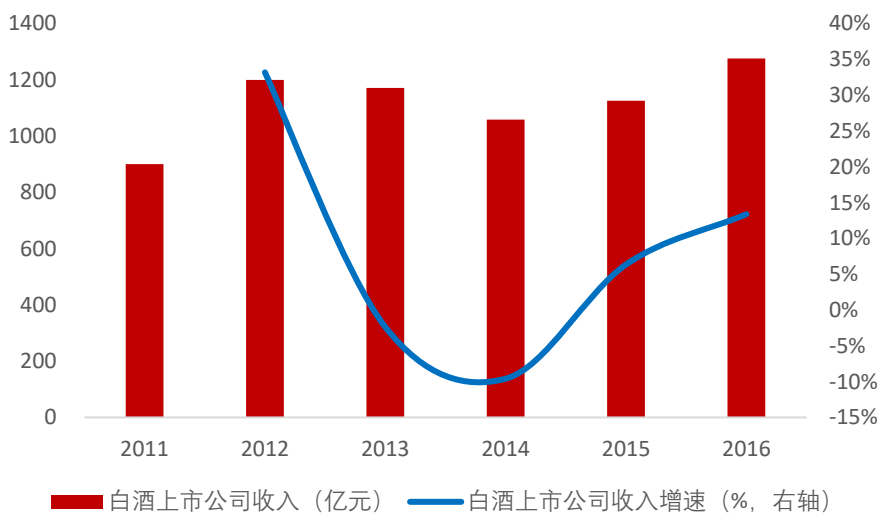
资料来源：《茅台志》，公开资料整理，东海证券研究所

行业调整期影响较大。

(1) 行业黑天鹅事件频发：一方面受到“八项规定”等禁酒相关政策，另一方面受到酒鬼酒塑化剂超标以及洋河、古井贡等媒体新闻影响，导致行业需求受到明显影响。

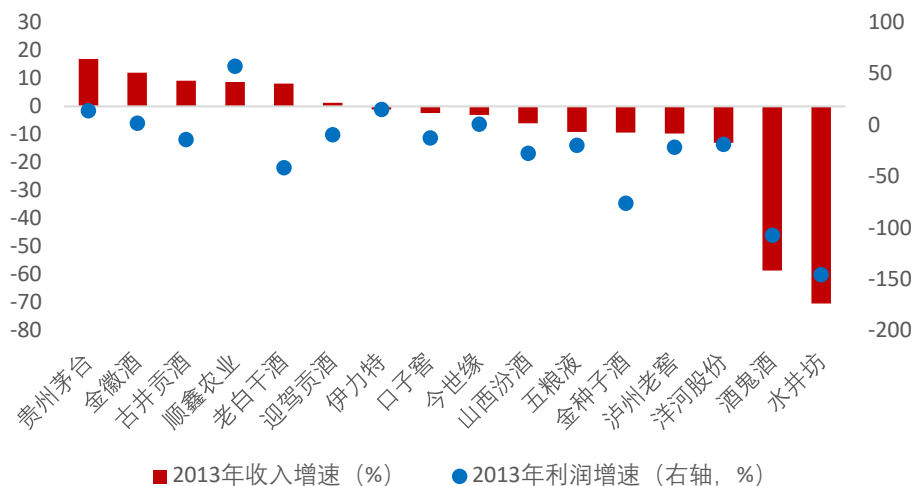
(2) 行业影响剧烈，茅台独善其身：白酒上市公司收入自 2013 以来连续两年出现负增长。2012-2015 白酒消费尝尽也因此出现了较为明显的变化，政务场景自 2012 年的 40% 降低至 2015 年的 5% 左右。16 家上市公司，2013-2014 两年中，仅茅台同时实现收入、利润正增长。

图81 2010-2016 年白酒上市公司收入及增速



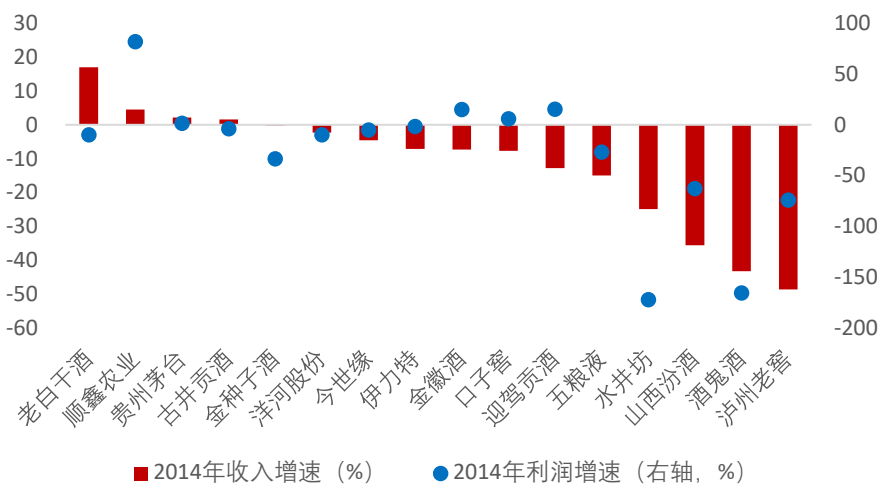
资料来源：wind，东海证券研究所

图82 2013年白酒上市公司收入增速及利润增速排名



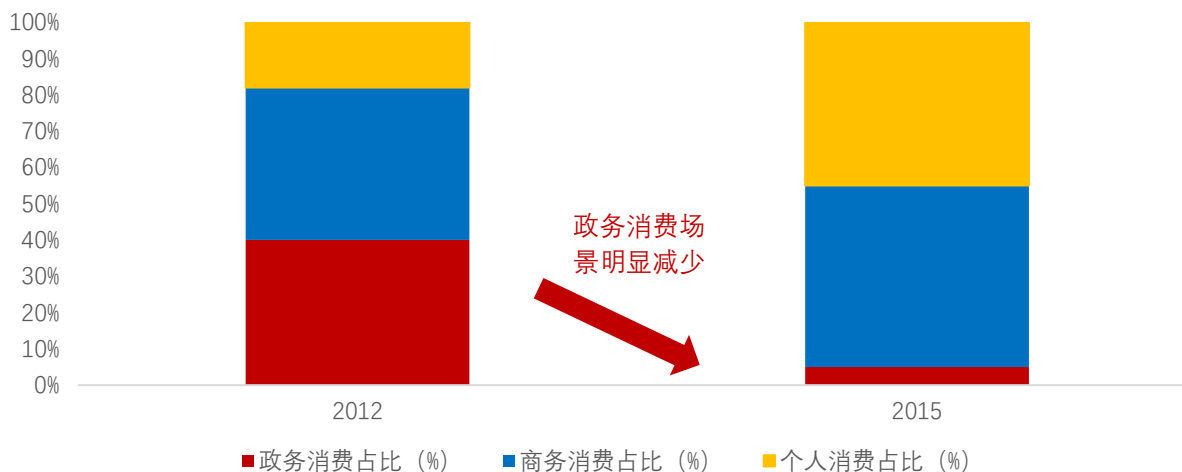
资料来源：wind，东海证券研究所

图83 2014年白酒上市公司收入增速及利润增速排名



资料来源：wind，东海证券研究所

图84 白酒政务、商务和个人消费占比



资料来源：中国酒业协会，东海证券研究所

茅台成功突破行业调整期的原因

(1) 价格策略奏效: ①茅台在 2012 年上半年已经开始对“三公消费”严控之时，茅台选择于 9 月出厂价提价 200 元至 819 元，在 11 月“塑化剂风波”及 12 月禁酒相关政策进一步影响下，行业需求受到明显影响。批价 11 月以后出现明显下降，但茅台咬定出产价格不调整，并且控制终端售价不放松，最终经销商一同平稳度过该阶段。

②五粮液选择跟随策略，自 2013 年 2 月将价格提至 729 元后，直接导致价格倒挂，随后于 2014 年 5 月、10 月、12 月先后三次降价至 609 元，高位降价幅度达 16%。五粮液批价自 2014 年底开始企稳，2015 年以后才逐步解决价格倒挂现象。五粮液自 2015 年 3 月出厂价重新回升。

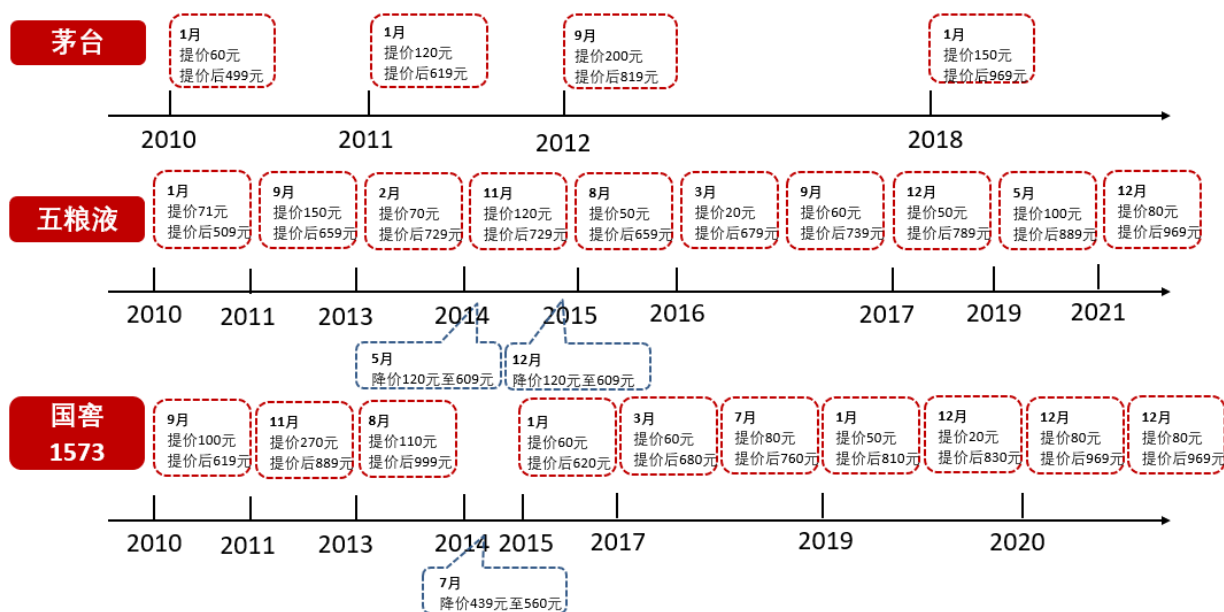
③泸州老窖自 2011 年底提价后，价格已经出现一定倒挂，但 2013 年 7 月仍逆势大幅抬升至 999 元，这导致价格倒挂现象进一步加剧，2014 年 5、7、8 月连续三次大幅降价至 550 元，低于五粮液，高位降价幅度达 45%。2015 年 6 月出厂价才重新回升。

(2) 渠道策略奏效: **第一**，2012 年底，要求经销商坚挺 1519 元零售价及 1400 元团购价。**第二**，2013 年起分三次放开经销商门槛。**第三**，2015 年行业开始恢复时，不降价、不增量、不增加经销商；**第四**，2014 年，茅台允许经销商付款适当采用银行承兑汇票，60% 银行承兑汇票和 40% 现金，此政策一直到 2016 年 7 月份才取消。

(3) 提出战略转型: 2013 年茅台提出“三个转型，五个转变”的战略要求（如下图）。在此要求下，茅台进一步提升主动营销，并进一步挖掘农村等空白市场。销售动能进一步抬升。

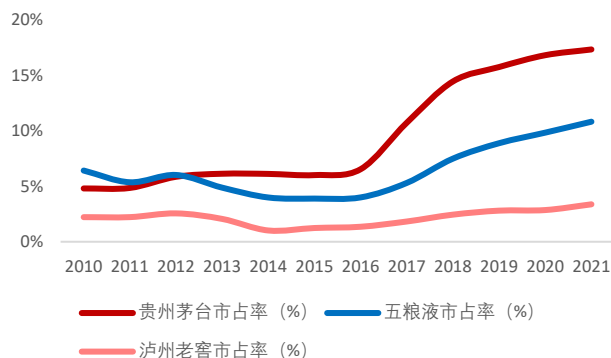
(4) 发展新品: 2014 年，茅台提出“133 战略”，即打造一个世界级核心品牌（贵州茅台），3 个全国知名品牌（茅台王子酒、茅台迎宾酒、赖茅）、3 个区域知名品牌（汉酱、仁酒、贵州大曲）。2014 年发布生肖酒并成为茅台未来最大规模的非标酒类型。2015 年初，宣布将酱香系列酒与集团主品牌茅台酒拆分，单独成立公司运作。

图85 2010 年以来贵州茅台、五粮液、国窖 1573 提价情况



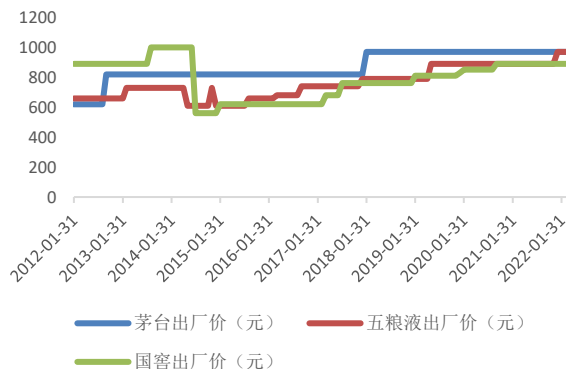
资料来源：公司公告，公开资料整理，东海证券研究所

图86 三大高端白酒市场份额



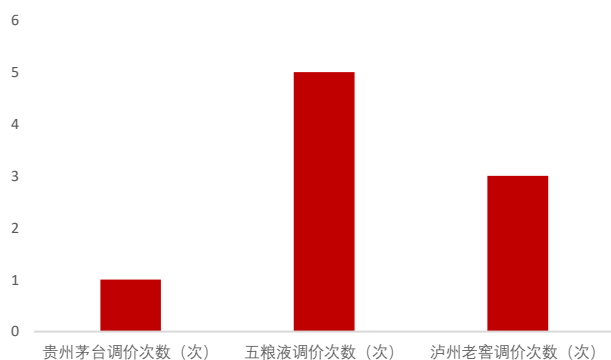
资料来源：东海证券研究所

图87 2012年以来三大高端出厂价



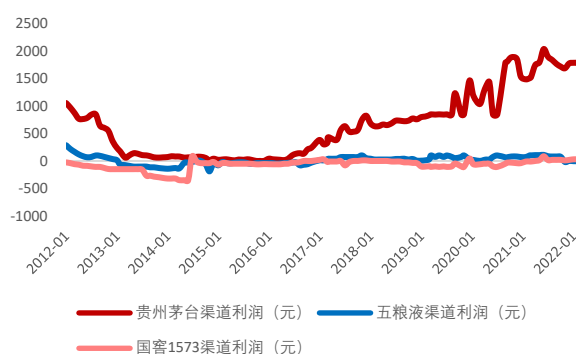
资料来源：公司公告，公开资料整理，东海证券研究所

图88 2012年1月到2015年12月三大高端价格调整次数



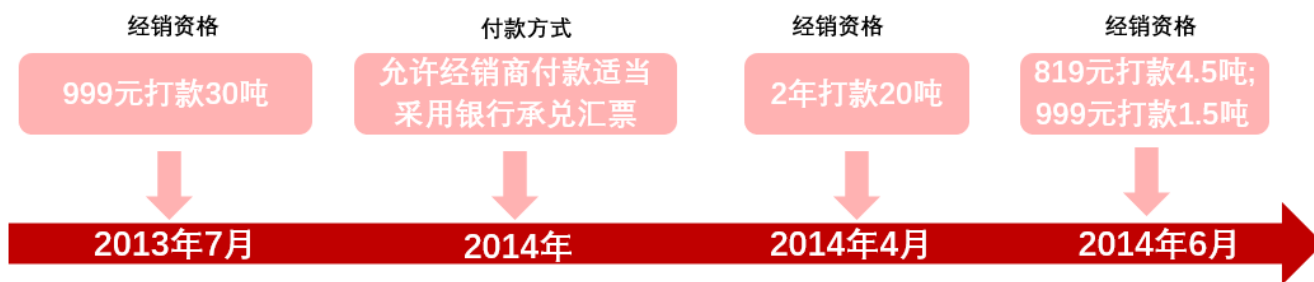
资料来源：公司公告，公开资料整理，东海证券研究所

图89 2012年以来三大高端渠道利润情况



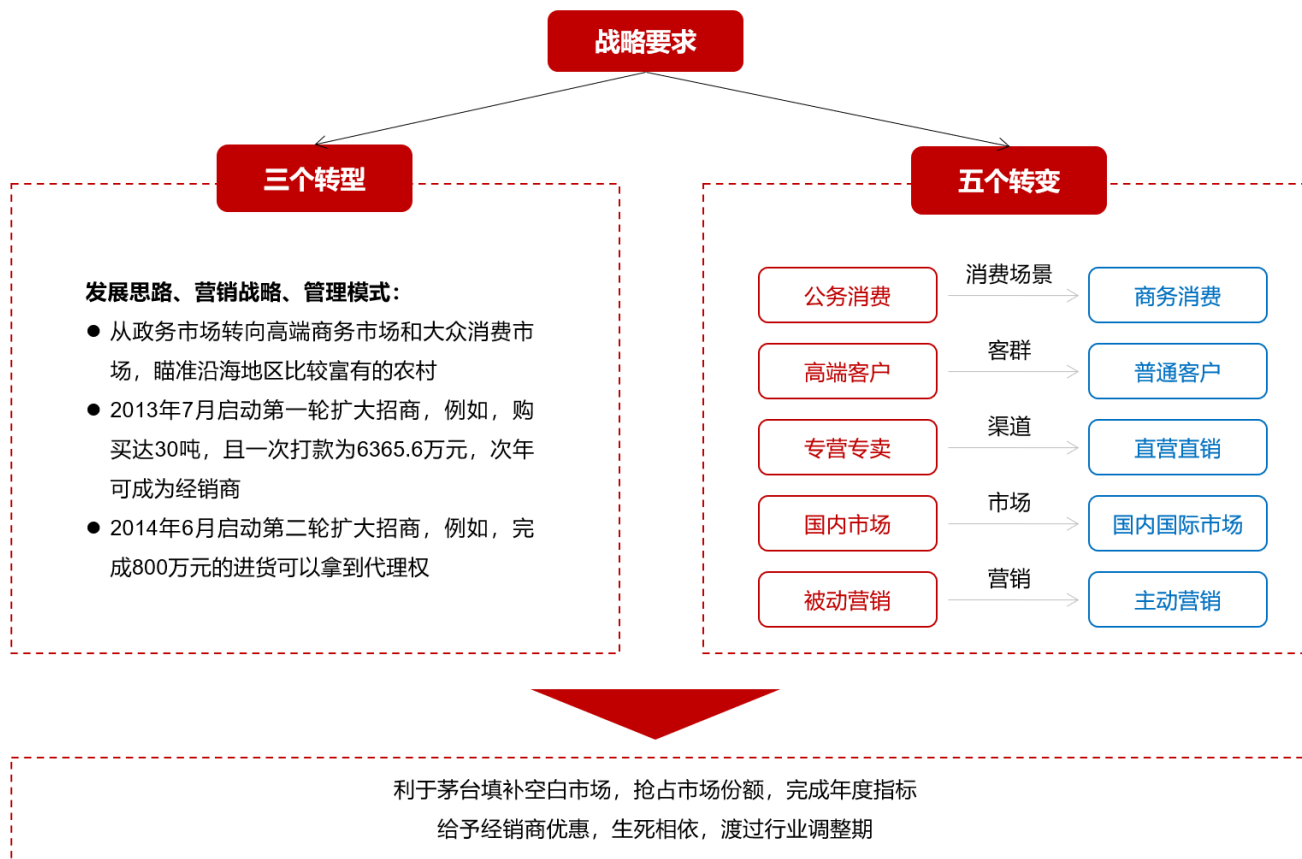
资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

图90 2012-2014年贵州茅台经销商政策调整情况



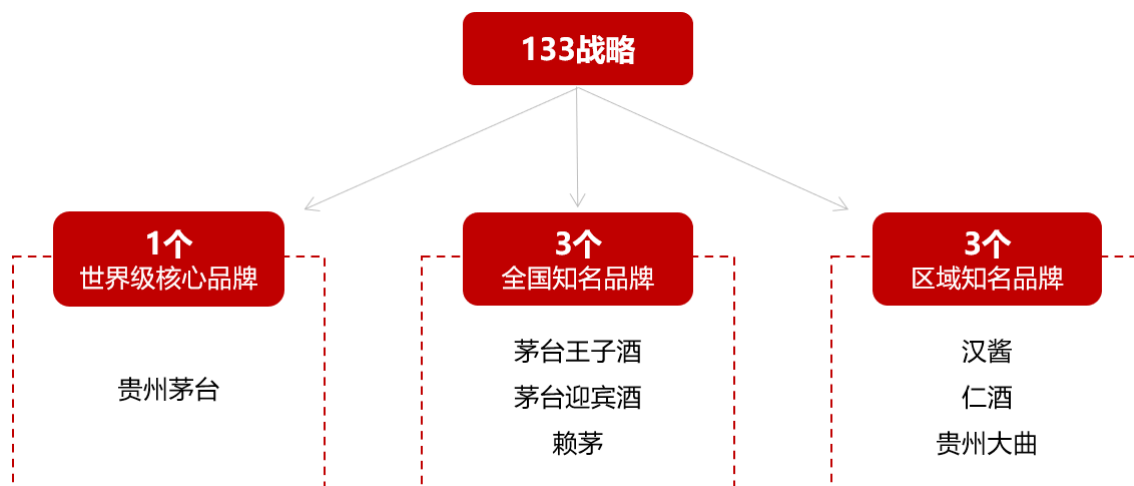
资料来源：公司公告，公开资料整理，东海证券研究所

图91 贵州茅台三个转型和五个转变



资料来源：公司官网，《这就是茅台》，东海证券研究所

图92 贵州茅台“133”战略

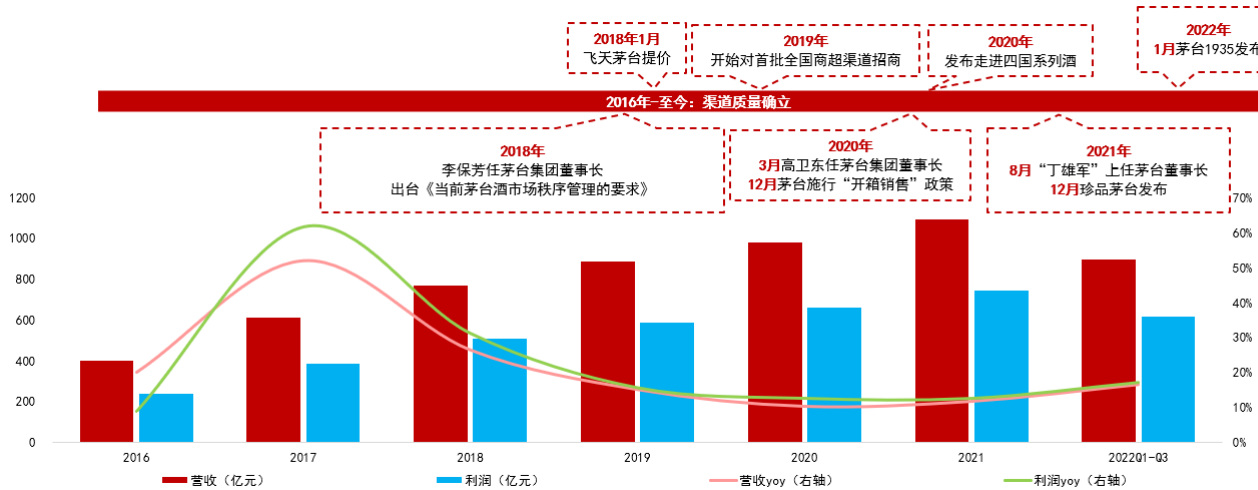


资料来源：公司官网，《这就是茅台》，东海证券研究所

2.7.2016年-至今：稳固阶段——渠道质量确立

茅台通过 2013-2015 年行业调整期后，实现了真正的“供不应求”及稳固的国酒领军地位。在品牌宣传需求降低之后，渠道管理进一步精细化、均衡化，以及第二增长曲线的探索，二者带来持续稳定的盈利能力的提升，成为这个阶段发展的核心。

图93 2016年至今公司大事件



资料来源：wind，公开资料整理，东海证券研究所

品类：系列酒崛起，非标比例持续提升。在茅台相对供不应求且产能相对紧缺的情况下，管理层通过高端非标占比提升配合直营化改革，提升整体吨价的同时继续拉升茅台品牌力，另一方面则通过系列酒打造长期第二大增长曲线。在非标站稳高端，系列酒规模已超百亿背景下，整体产品矩阵无论从客群完整性、长期发展潜力角度，均较为完善。

(1) 系列酒。①**独立销售运营：**2015年酱香酒销售公司成立后，系列酒进入高速发展期。②**持续推新，矩阵丰满：**2015年先后重启品牌赖茅、贵州大曲两大品牌，随后2018年重启王茅、华茅两大历史底蕴品牌。在这个基础上基本完成了以茅台王子酒领军，赖茅、汉酱维持快速增长，并且拥有潜力品牌贵州大曲、仁酒、王茅、华茅的清晰品牌矩阵。③**规模：**目前随着茅台王子酒达50亿量级，以及赖茅、汉酱、贵州大曲、茅台迎宾酒达到10亿量级，整体系列酒超百亿。④**以价为主，以量为辅：**2016、2017年公司系列酒增长都以量为主，很快从5%左右收入占比提升至10%左右收入占比，随后基本维持该占比，2018年以来量的提升相对克制，主要通过提价以及产品结构调整带动均价提升。

(2) 非标。①**矩阵完善：**在茅台产量相对有限出厂价相对较低的情况下，通过非标投放进一步提升非标投放。2014年发布生肖酒后，成为非标主要品类。2021年年底珍品茅台发布后，非标矩阵也相对完整，且价格相对高端。②**各渠道尤其是直营预计投放加大：**因非标酒出厂价格较高，我们通过计算渠道吨酒价对应的单瓶价格可以看到，经销渠道对应单瓶价格一直低于飞天茅台出厂价去税后的858元（969元去增值税13%），而直营渠道2019年以来超过去税出厂价858元后，2020年进一步超过直营渠道去税零售价1327元（1499元去增值税13%），说明非标占比明显提升。

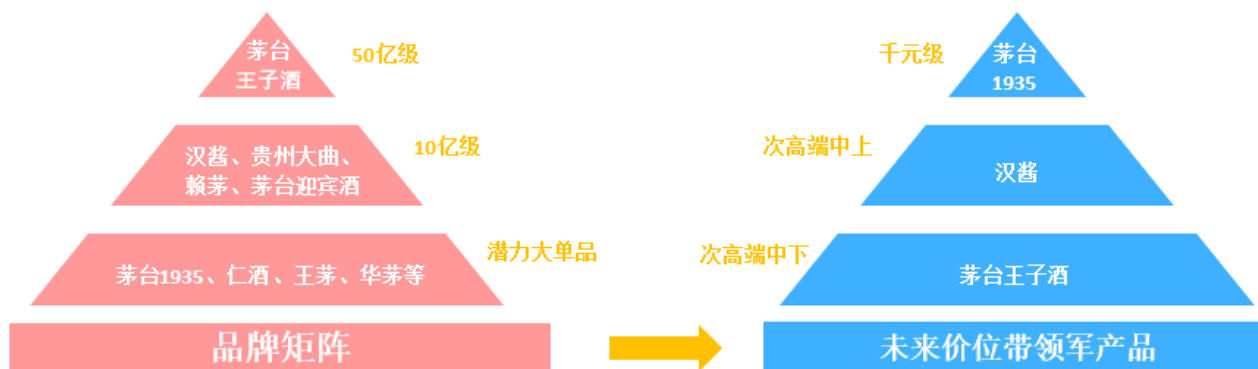
(3) 对非标及系列酒提价。除了加大投放量以外，最近5年也通过持续提价的方式，进一步提升非标酒高端属性及系列酒的盈利能力。整体看非标提价幅度和频率明显高于系列酒。近期，非标酒主要经历了三轮提价（2018年1月、2021年3月、2022年1月），其中前两轮平均提价幅度达30-50%，2022年1月15年茅台提价幅度约20%。系列酒近期主要经历两轮提价（2021年1月、2022年1月）平均幅度主要在10-20%之间。

图94 2014 年至今新品发布时间



资料来源: wind, 公司官网, 东海证券研究所

图95 茅台系列酒品牌矩阵



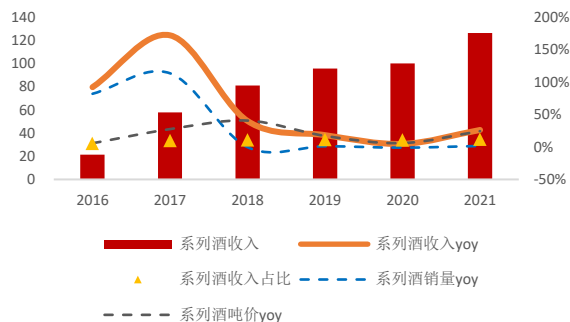
资料来源: 公司官网, 东海证券研究所

图96 贵州茅台主力品牌产品价格图



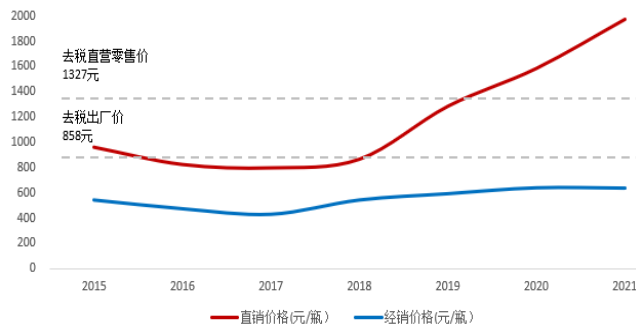
资料来源: 公司官网, 京东, 东海证券研究所

图97 2016-2021 年系列酒收入、增速等 (亿元)



资料来源：公司年报，东海证券研究所

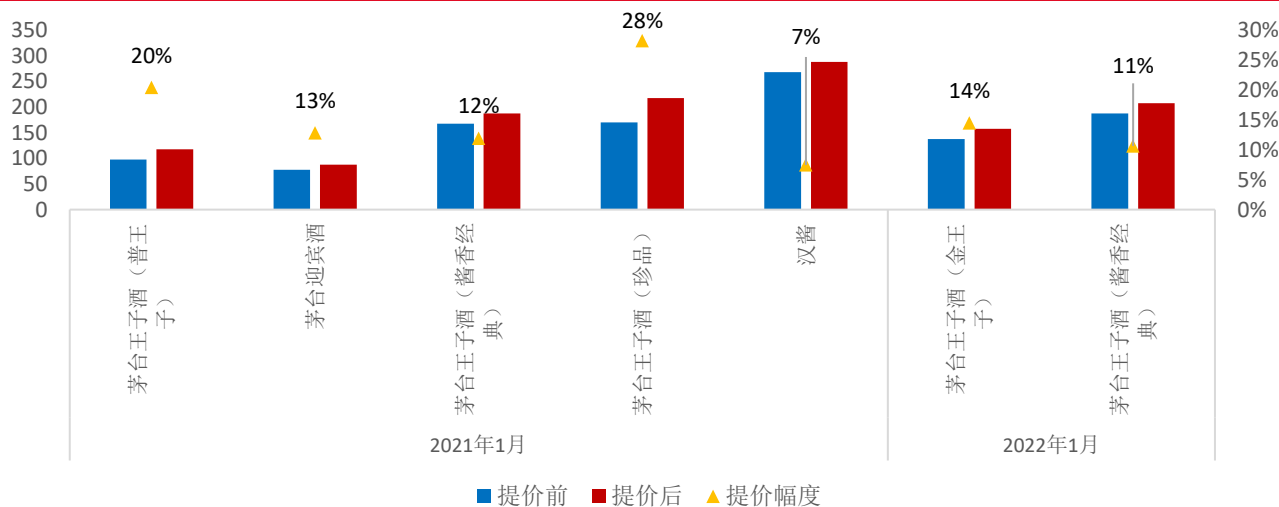
图98 2015-2021 直营和经销吨价对应单瓶茅台价格



资料来源：公司年报，东海证券研究所

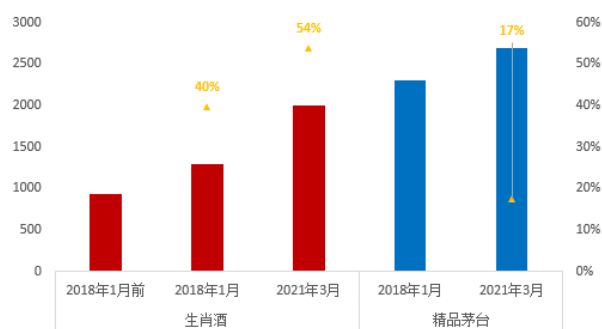
注：一吨茅台按照 354 箱、6 箱一瓶计算，一共 2124 瓶

图99 系列酒出厂价提价情况 (元/瓶)



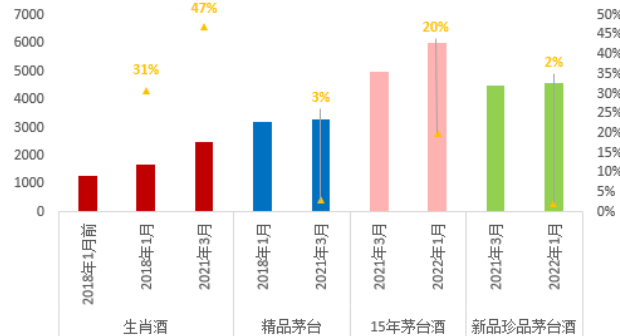
资料来源：公司年报，渠道调研，东海证券研究所

图100 茅台非标酒出厂价提价情况 (元/瓶)



资料来源：公司公告，公开资料整理，东海证券研究所

图101 茅台非标酒零售指导价提价情况 (元/瓶)



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

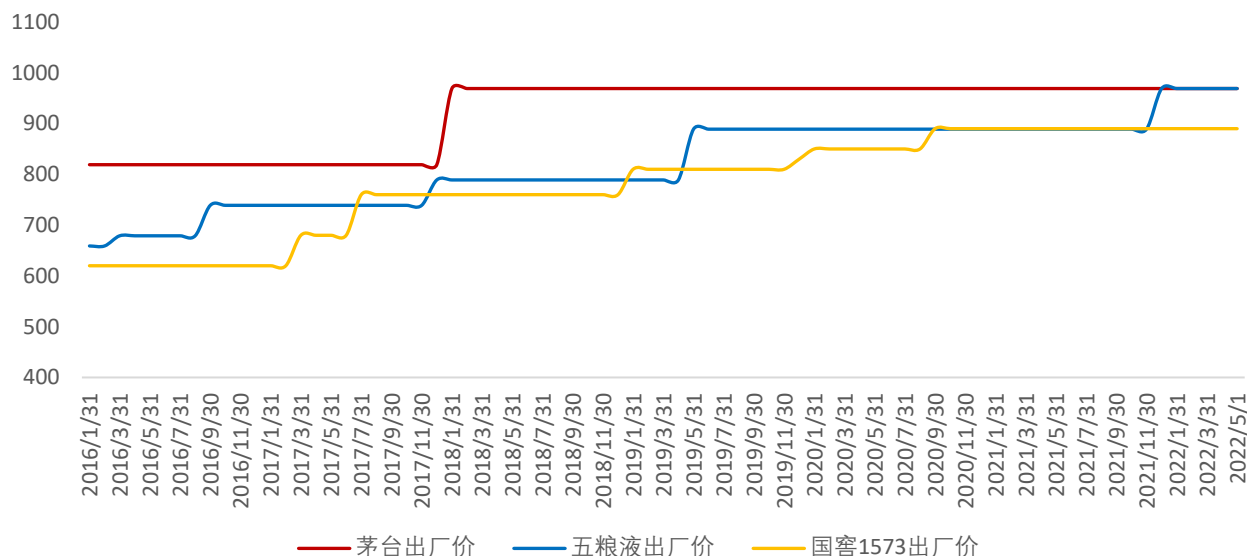
价格：克制提出厂价，终端价格起飞。

(1) 价格持续提升，渠道利润丰厚：在行业自调整期回暖后，随着进入 2018 年以来产品及进一步供不应求，茅台批价持续提升，和主要龙头差距逐步拉开。即便主要龙头在行业

回暖后提价频率较高，但茅台出厂价提升依然保持了相对克制。仅于 2018 年 1 月提升了一次。这导致茅台渠道利润丰厚。明显高于竞品。

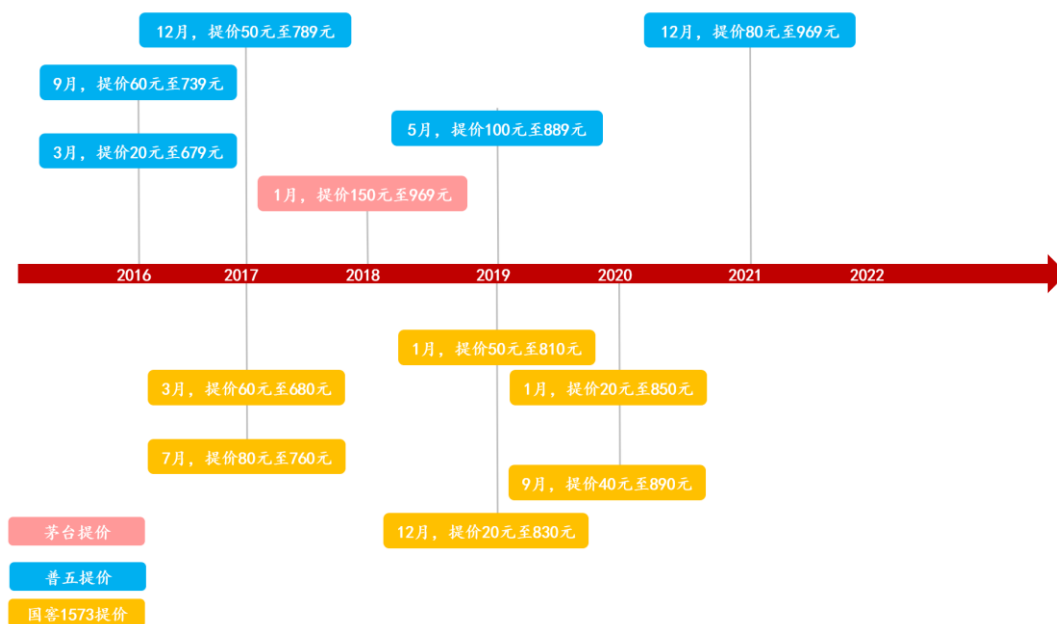
(2) 批价与宏观脱钩，真正的供不应求。在 1998-2012 年这个阶段，我们提到，虽然茅台持续提价，但购买力并未明显提升，增长幅度基本与人均收入增长一致。但 2016-2021 年，我们测算的人均收入、茅台一批价、茅台出厂价 CAGR，分别增长 8.1%、25.5%、3.4%，茅台批价年均增速约为同期人均收入增速三倍，茅台价格的增长明显与宏观经济脱钩。我们认为背后核心原因主要为调整期（2013-2015 年）过后茅台第一名酒地位确立后、叠加产能紧缺，带来明显高于市场的价格涨幅，并且形成滚动效应，价格越高，品牌力越强，投资属性越强，需求越好，进一步推升批价。

图102 贵州茅台、五粮液、国窖 1573 出厂价（元/瓶）



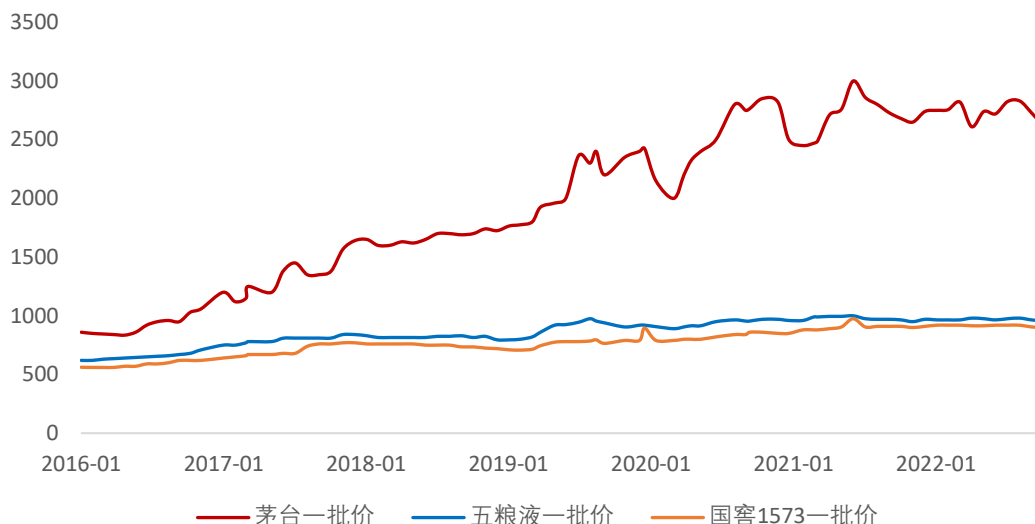
资料来源：wind，东海证券研究所

图103 贵州茅台、五粮液、国窖 1573 提价时间线



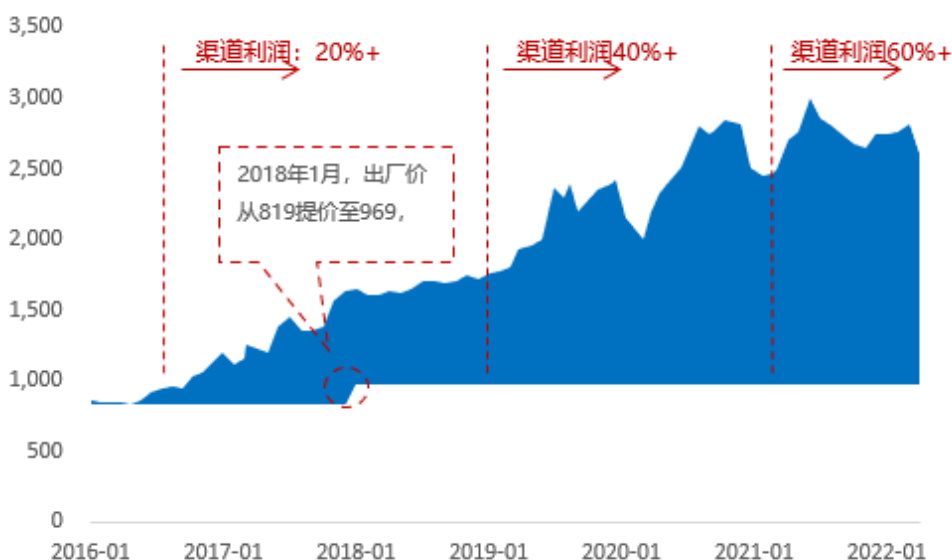
资料来源：wind，东海证券研究所

图104 贵州茅台、五粮液、国窖 1573 一批价 (元/瓶)



资料来源：通联数据，东海证券研究所

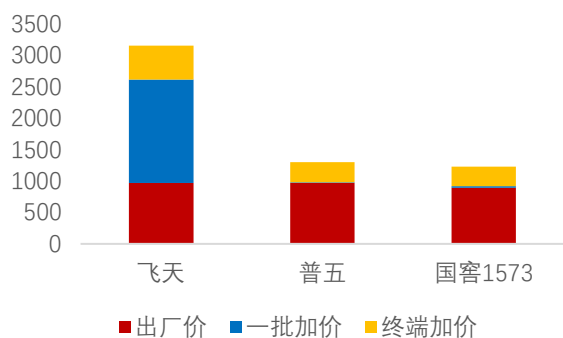
图105 贵州茅台渠道利润情况 (元/瓶)



资料来源：通联数据，wind，东海证券研究所

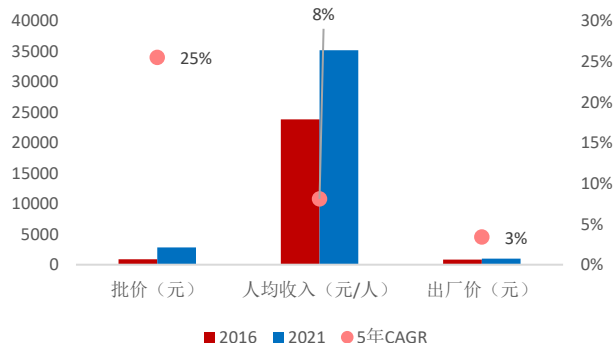
注：渠道利润=一批价-出厂价

图106 贵州茅台、五粮液、国窖 1573 利润拆解 (元/瓶)



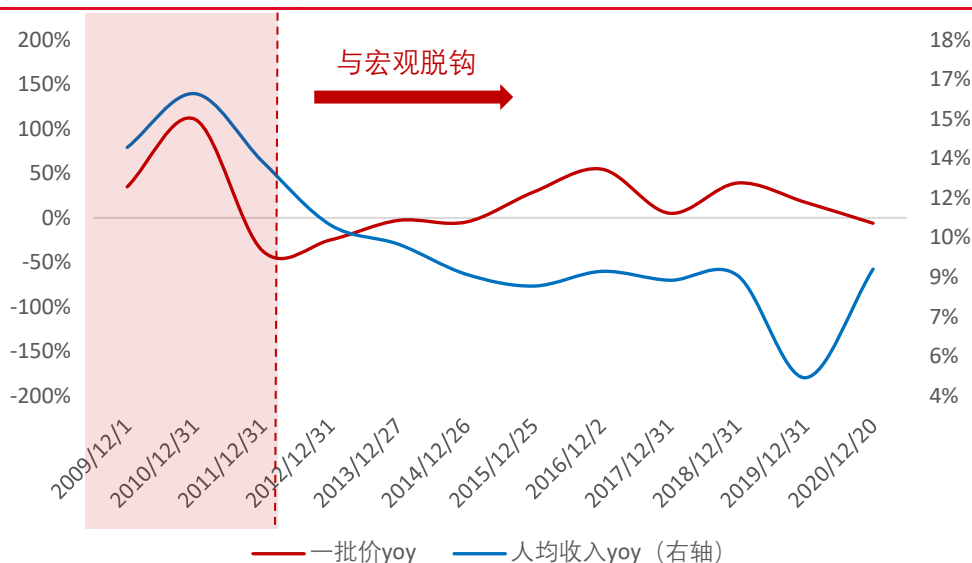
资料来源：通联数据，京东，东海证券研究所

图107 2016-2021 茅台出厂价、批价和人均收入 CAGR



资料来源：wind，国家统计局，东海证券研究所

图108 人均收入同比增速与贵州茅台批价同比增速



资料来源：通联数据，wind，东海证券研究所

渠道：均衡发展，提升直营。

(1) 全面化：自 2016 年以来，公司经销渠道占比进一步下降，KA 商超等渠道占比有所提升，线上尤其自 I 茅台上线后占比迅速提升，渠道结构进一步完善。

(2) 严控经销商：①**规范化：**2018 年取消“批条”政策，渠道发展进一步规范化。2019 年提出预收账款原则上仅需要提前一个月打款即可。②**数量持续减少。**并于下半年对违规经销商进行清退，并增加机场、高铁站的经销点。当年减少 607 家经销商（同时新增 615 家经销商），2019、2020、2021 年分别减少 640、346、20 家（未考虑少了新增的部分），经销商数量明显减少。其中 2019 年减少的经销商中多数为系列酒经销商。2021 年在减少茅台经销商的同时，系列酒经销商有所提升。

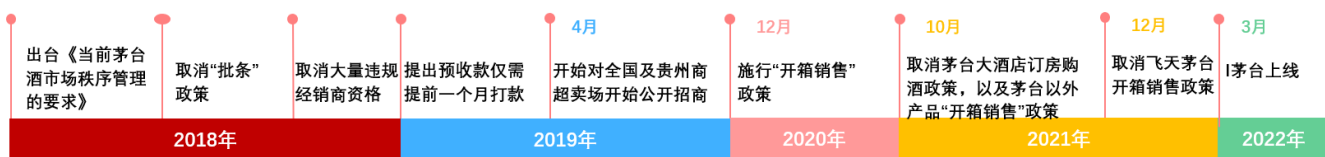
(3) 开箱政策：2020 年底，为了严控终端价格，茅台施行“开箱销售”政策，该政策实施以来，导致箱茅批价增长远高于散茅批价，直到 2021 年底开箱政策正式取消。

(4) 提升直营：2018 年加大和商超业务，同时大各省直营店的配额；12 月对专卖店渠道一次性增配狗茅和精品茅台酒配额。2019 年 4 月份公司开始首批全国及贵州商超卖场公开招商。2020 年下半年继续签约 16 家 KA 卖场以及 4 家垂类电商。直营占比持续提升。

(5) I 茅台：i 茅台于 2022 年 3 月上线，主要销售茅台 1935、虎年茅台、珍品茅台等新品，上线后直营销售明显提升，带动吨价、净利率均有明显抬升。

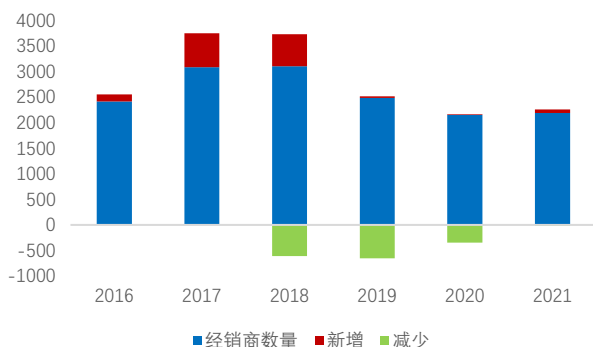
(6) 效果：随着直营化持续加深，茅台毛利率，净利率均有所提升。

图109 贵州茅台渠道发展时间线



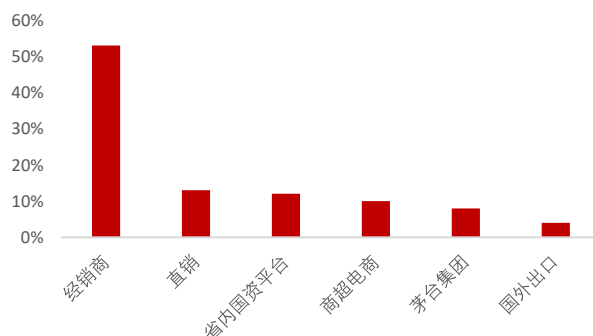
资料来源：公司公告，公开资料整理，东海证券研究所

图110 2016年以来经销商数量（个）



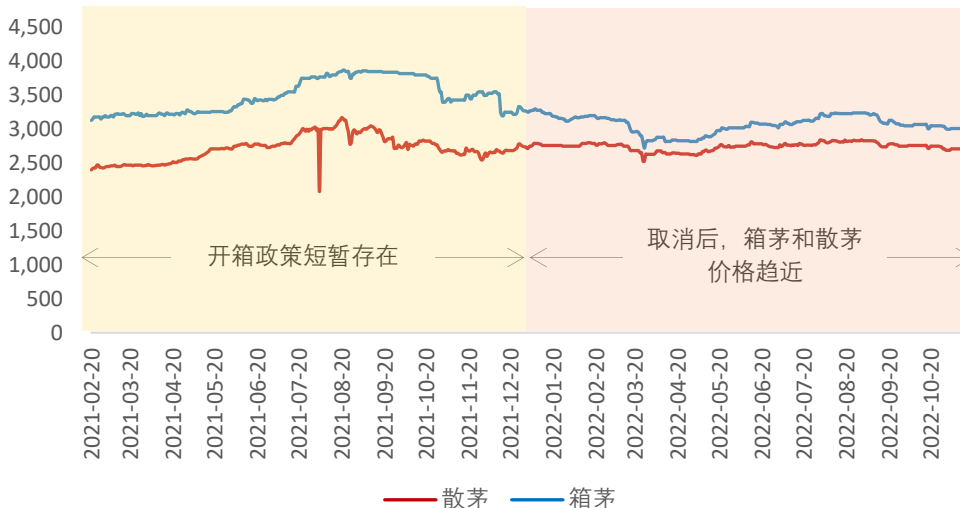
资料来源：公司年报，东海证券研究所

图111 2021年各渠道飞天酒销量占比



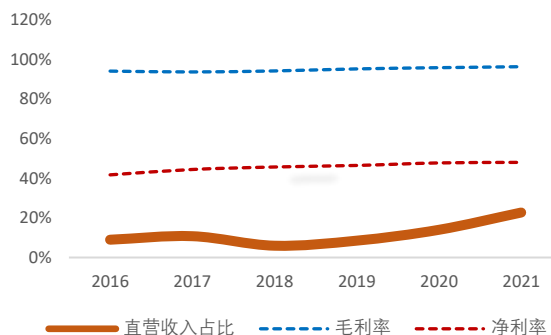
资料来源：渠道调研，东海证券研究所

图112 箱茅和散茅一批价（元/瓶）



资料来源：通联数据，公开资料整理，东海证券研究所

图113 2016年以来直营占比，毛利率、净利率



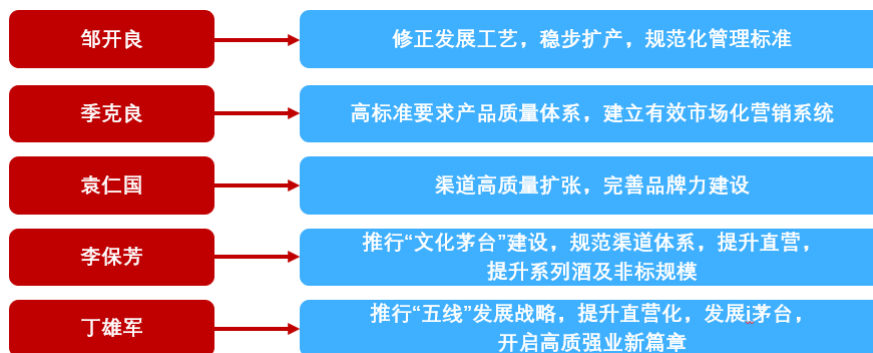
资料来源：wind，东海证券研究所

进入“丁雄军时代”，改革成效显。

(1) 历史茅台领导人，战略效果持续显现。在2000年以前，茅台在邹开良、季克良带领下，逐步完成高标准生产工艺确立，实现现代企业管理标准逐步规范化，在此基础上，强抓质量体系，并完善有效的市场化营销系统的建立。2000年以来，袁仁国的带领下，茅台渠道进入高速发展期，品牌力进一步提升。2015年李保芳进入茅台时，正处行业调整期后期，茅台渠道相关问题逐步显现。2018年上任董事长后，一方面推行“文化茅台”建设，进一步提升品牌力，另一方面，严格施行渠道管理，并提升直营占比。此外，系列酒、非标相关产品收入规模也有较大提升。

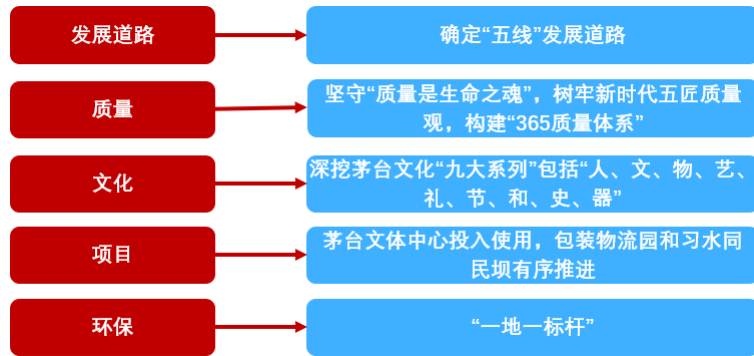
(2) 丁雄军上任，改革成效显。丁雄军上任以来，取消了茅台“开箱销售”政策，箱茅批价逐步恢复，与散茅价差逐步减少；提升非标直营店拿货比例，直营渠道吨价有显著上升；推出i茅台进一步提升直营比例，这导致公司盈利能力在相对高位的情况下进一步提升，吨价上升显著。

图114 贵州茅台重要领导的战略规划



资料来源：公司官网，公开资料整理，东海证券研究所

图115 丁雄军董事长上任后改革



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

3.盈利预测

收入预测

(1) 茅台酒：从销量的角度，因 2016-2018 年产量维持较快增长，对应 2020-2022 年可供销量较高，但因疫情对发货影响，近三年销量增速慢于 2016-2018 产量增速，在直营渠道搭建有效的情况下，留存部分可供销量预计于 2022、2023 年释放且 2024 年可能销量有所缩减。我们预计 2022、2023、2024 年茅台酒销量增长分别达 8%、9.5%、6.5%。**从价的角度**，因短期直营化加速，且优质非标逐步移至直营渠道，预计茅台酒在出厂价不变的情况下短期仍维持较快增长。我们预计 2022、2023、2024 年茅台酒吨酒价增长分别达 6%、6%、4%。

(2) 系列酒：从销量的角度，因 3 万吨酱香酒产能工程于 2018 年提出，2021 年工程进度达 58%，工程预计于近两年期完成，预计系列酒产能、产量维持较快增长，2022 年上半年系列酒产量增长达 36%。因今年增量主要为茅台 1935（生产完毕贮存三年），且核心产品茅台王子酒产品（生产完毕贮存两年），预计产能快速成长，短期还无法尽快体现在销量上。我们预计系列酒设计产能 2022、2023、2024 年分别增长 27%、12%、10%，销量预计增长 9%、11%、27%。**从价的角度**，因今年增量主要由茅台 1935 带来，同时该产品吨酒价约为其他系列酒 3-4 倍左右，我们预计今年在产量还无法转化为销量的前提下，均价提升可能是主因。我们预计系列酒 2022、2023、2024 吨酒价分别增长 25%、19%、6%。**从核心产品角度**，茅台 1935 上市以来表现较好，销量预计有望进一步提升，预计 2022、2023、2024 年茅台 1935 销量分别达 3000 吨左右、5000 吨左右、6500 吨左右，对应当年收入达 55 亿、89 亿、114 亿。茅台王子酒目前为系列酒第一大单品，2021 年初、2022 年初部分产品均有所提价，未来随着产能释放预计仍然能够维持稳健曾航，预计 2022、2023、2024 年茅台王子酒收入增速分别达 21%、21%、24%。

(2) 渠道：今年渠道直营化相比往年力度更强，i 茅台上线以来，预计销量有较大提升。同时我们也发现，今年以来公司提升系列酒经销商、减少茅台酒经销商，且经销渠道非标等高价产品有所减少。但 i 茅台上线以来，因茅台 1935 仍为主要产品，同时伴有茅台王子酒、茅台迎宾（紫），在虎茅等产品占比相对有限的情况下，实际均价可能小于公司直营渠道产品均价（2022 年直营渠道瓶均价达 2229 元/瓶（含税），茅台 1935 零售指导价为 1188 元/瓶），故我们认为今年直营渠道快速增长主要为量带来的提升，而批发渠道可能量、价均受到影响。我们预计 2022、2023、2024 年批发渠道收入增长分别为-7%、9%、8%，直营渠道收入增长分别为 98%、33%、22%。

毛利率预测

因直营化加速，部分非标放至直营渠道，预计茅台酒毛利率有所提升，随着直营化空间逐渐减小，未来茅台酒毛利率提升幅度预计有限，我们预计茅台酒 2022、2023、2024 年毛利率分别为 95.1%、95.4%、95.7%；茅台 1935 放量，将带动系列酒均价、毛利率短期提升明显，并将于未来三年持续，我们预计系列酒 2022、2023、2024 年毛利率分别为 76.0%、78.0%、79.0%。

表10 贵州茅台盈利预测

		2021	2022E	2023E	2024E
茅台酒	收入 (亿元)	934.6	1070.0	1241.9	1375.6
	YOY (%)	10.2	14.5	16.1	10.8
	价 YOY (%)	4.3	6.0	6.0	4.0
	量 YOY (%)	5.7	8.0	9.5	6.5
	毛利率 (%)	94.0	95.1	95.4	95.7
系列酒	收入 (亿元)	125.9	172.0	227.6	305.9
	YOY (%)	26.1	36.6	32.3	34.4
	价 YOY (%)	24.2	25.0	19.0	6.0
	量 YOY (%)	1.5	9.3	11.2	26.8
	毛利率 (%)	73.7	76.0	78.0	79.0
	茅台 1935 收入 (亿元)	-	54.9	89.3	114.2
	茅台 1935 销量 (吨)	-	3000.0	5000.0	6500.0
渠道	茅台王子酒收入 YOY (%)	-	21.0	21.0	24.2
	直销渠道收入 (亿元)	240.3	475.8	633.4	775.2
	YOY (%)	81.5	98.0	33.1	22.4
	批发代理渠道收入 (亿元)	820.3	766.2	836.2	906.2
合计	YOY (%)	0.5	-6.6	9.1	8.4
	毛利率 (%)	91.5	92.4	92.7	92.6

资料来源：WIND，东海证券研究所

4.投资建议

在行业模式优、公司龙头地位明确，主业（茅台酒）优势强，第二曲线（系列酒）增长快的背景下，随着直营占比持续提升，我们对未来公司业绩长期看好。我们预计公司 2022/2023/2024 年净利润同比增速为 19.19%、19.54%和 13.95%。首次覆盖，给与“买入”评级。

相对估值：我们一共选取 15 家白酒上市公司作为可比公司，2022E 平均 PE 为 36 倍，公司 2022 的 PE 为 31.低于行业平均水平。

表11 贵州茅台相对估值表

公司名称	总市值 (亿元)	净利润增速			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
泸州老窖	2727	28%	24%	22%	27	22	18
古井贡酒	1090	32%	26%	24%	41	33	27
酒鬼酒	395	37%	32%	27%	32	24	19
五粮液	5963	15%	16%	15%	22	19	17
顺鑫农业	225	69%	169%	29%	130	49	38
洋河股份	2200	28%	21%	19%	23	19	16

伊力特	108	-10%	41%	28%	38	27	21
老白干酒	214	80%	1%	26%	30	30	24
舍得酒业	477	25%	28%	30%	31	24	18
水井坊	319	12%	22%	20%	24	19	16
山西汾酒	3212	43%	31%	27%	42	32	25
迎驾贡酒	392	27%	24%	22%	22	18	15
今世缘	544	23%	24%	23%	22	18	14
口子窖	283	5%	16%	15%	16	13	12
金徽酒	116	10%	34%	26%	33	24	19
贵州茅台	19686	19%	20%	14%	31	26	23

资料来源：wind，东海证券研究所

绝对估值：公司现金流稳健、持续成长，据此我们使用权益 FCFE 估值方法。假设条件为无风险利率为 2%、风险溢价为 7%、半显性预测（8 年）持续增长率为 10%、永续增长率为 2%。预测结果为，公司在永续增长率 1%~3%之间、资本成本在 8-10%之间的股价区间为 1493.57 元/股~2509.34 元/股，中性预测为 1859.88 元。

表12 贵州茅台绝对估值表

主要假设			权益 FCFE 估值			
无风险利率	2.00%		权益价值	2146062.7		
风险溢价	7.00%		总股本	1256.2		
半显性增长率	10.00%		每股权益价值	1708.38		
永续增长率	2.00%		股价	1567.13		
Ke	永续增长率					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
12.00%	1128.29	1174.24	1229.39	1296.79	1381.05	1489.37
11.00%	1256.50	1316.88	1390.68	1482.93	1601.54	1759.69
10.00%	1412.70	1493.57	1594.66	1724.64	1897.94	2140.56
9.00%	1606.45	1717.33	1859.88	2049.95	2316.04	2715.18
8.00%	1852.14	2008.62	2217.25	2509.34	2947.47	3677.70
7.00%	2172.40	2401.61	2722.51	3203.86	4006.10	5610.60
6.00%	2604.99	2957.85	3487.14	4369.30	6133.61	11426.55

资料来源：wind，东海证券研究所

5.风险提示

1、政策管控的风险：白酒行业往往处在政策“风口”，历次消费税、2013 年“三公消费”政策军队对行业产生了一定影响，如果未来国家对白酒制定相关控制措施，仍有可能对白酒行业产生较大影响。

2、产量提升可能不及预期的风险：目前公司茅台酒产量有限，提升速度相对较慢，茅台酒业绩有相当一部分主要靠吨价提升贡献，如果未来生产受到影响，仍有可能对未来公司业绩产生影响。

3、食品安全的风险：白酒塑化剂风波、山西朔州假酒案等均对当年行业需求产生较大影响，如果未来行业龙头公司或者公司本身产品质量产生影响，仍有可能对业绩影响较大。

4、品牌声誉的风险：品牌声誉一直为公司长期发展之基石，如果未来因为偶然事件产生对公司品牌声誉的影响，可能对公司产品价格、销售产生较大影响。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	220765.69	245627.71	287494.54	331733.19
现金	51810.24	94626.58	120945.36	165149.26
应收账款	33.16	45.89	47.22	58.99
应收票据	0.00	142.12	108.99	177.45
预付账款	389.11	521.06	516.80	674.34
存货	33394.37	33400.06	39860.76	44219.45
非流动资产	34402.50	37756.91	39461.37	40996.07
固定资产	17472.17	18369.74	19262.21	280.21
无形资产	6208.36	6770.19	7122.02	7463.86
资产总计	255168.20	283384.62	326955.91	372729.26
流动负债	57914.22	53203.15	56169.45	55665.11
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2009.83	1470.23	1582.30	1710.84
非流动负债	296.47	312.00	323.00	345.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	296.47	312.00	323.00	345.00
负债合计	58210.69	53515.15	56492.45	56010.11
少数股东权益	7418.14	11304.23	15949.39	21242.43
股本	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20
资本公积	1374.96	1374.96	1374.96	1374.96
留存收益	185859.69	215934.08	251882.90	292845.57
归属母公司股东权益	189539.37	218565.24	254514.07	295476.73
负债和股东权益	255168.20	283384.62	326955.91	372729.26

现金流量表

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	64028.68	78850.54	66531.34	89690.50
净利润	55720.53	62527.85	74741.46	85165.76
折旧摊销	1479.61	1105.00	1147.22	1252.88
财务费用	13.53	-1123.00	-1145.00	-1234.00
投资损失	-58.26	-64.00	-61.13	-62.56
营运资金变动	-1833.09	12518.60	-12796.37	-724.61
其他	8706.36	3886.09	4645.16	5293.03
投资活动现金流	-5562.45	-3663.89	-2574.94	-2526.50
资本支出	-1391.19	-3700.00	-2500.00	-2500.00
其他	-4200.26	36.11	-74.94	-31.74
筹资活动现金流	-26564.14	-32370.30	-37637.63	-42960.09
其他	-26584.26	-32838.63	-37637.63	-42960.09
现金净增加额	15719.15	42816.34	26318.78	44203.90

利润表

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	109464.28	127908.05	150664.42	171864.46
营业成本	8983.38	9637.11	10989.12	12612.03
营业税金及附加	15304.47	19186.21	21350.49	24354.73
营业费用	2737.37	3325.61	3766.61	4296.61
管理费用	8450.27	7930.30	9341.19	10655.60
财务费用	-934.52	-1123.00	-1145.00	-1234.00
其他收益	-2.24	0.00	0.00	0.00
投资净收益	58.26	64.00	61.13	62.56
营业利润	74750.88	89015.82	106423.12	121242.05
营业外收入	68.99	65.00	30.00	10.00
营业外支出	291.84	250.00	270.92	260.46
利润总额	74528.03	88830.82	106182.21	120991.59
所得税	18807.50	22416.88	26795.58	30532.80
净利润	52460.14	62527.85	74741.46	85165.76
少数股东损益	3260.39	3886.09	4645.16	5293.03
归属母公司净利润	52460.14	62527.85	74741.46	85165.76
EBITDA	75513.72	782.51	967.89	1127.73
EPS(元)	41.76	49.78	59.50	67.80

主要财务比率

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	0.12	0.17	0.18	0.14
营业利润	0.12	0.19	0.20	0.14
归属母公司净利润	0.12	0.19	0.20	0.14
获利能力				
毛利率	91.79%	92.47%	92.71%	92.66%
净利率	47.92%	48.89%	49.61%	49.55%
ROE	27.68%	28.61%	29.37%	28.82%
ROIC	43.33%	48.02%	62.37%	64.03%
偿债能力				
资产负债率	0.23	0.19	0.17	0.15
流动比率	3.81	4.62	5.12	5.96
速动比率	3.24	3.99	4.41	5.17
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.48	0.49	0.49
应收账款周转率	3236.31	3236.31	3236.31	3236.31
应付账款周转率	65.31	73.51	98.71	104.38
每股指标(元)				
每股收益	41.76	49.78	59.50	67.80
每股经营现金	50.97	62.77	52.96	71.40
每股净资产	150.88	173.99	202.61	235.22
估值比率				
P/E	37.53	31.48	26.34	23.12
P/B	10.39	9.01	7.73	6.66
EV/EBITDA	33.40	21.08	17.42	14.97

资料来源: wind, 东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089