



买入（维持）

白酒巨擘，架海擎天
——贵州茅台（600519）公司深度报告（下篇）

投资要点：

首席证券分析师：

丰毅 S0630522030001

fengyi@longone.com.cn

证券分析师：

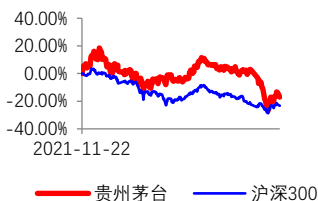
赵从栋 S0630520020001

zhaocd@longone.com.cn

证券分析师：

任晓帆 S0630522070001

rxf@longone.com.cn



- “王者”光环下，茅台产品不仅价格具有优势，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”。优质的产品质量、独特的“酱香型”口味、“国家名片”级别的品牌力带来的稳健需求和有限产能的矛盾长期存在，这将进一步推升单品的优势地位，并惠及系列产品发展，而直营化和“i茅台”将成为这一切的催化剂。
- 本篇深度（下篇），我们横向拆解贵州茅台，争取展现公司当下全貌。
 - 业绩：长期稳健，看好2023年。2021年公司营收、归母净利润分别达1094.6亿元（+11.71%），524.6亿元（+12.34%）。2012年以来营收、归母净利润复合增速分别达17.1%、16.5%，维持高增，即便在受“三公消费”影响的2015、2015年，公司业绩仍维持正增长，韧劲较强。2022以来自i茅台、茅台1935带来主要业绩增量的情况下，高成长持续，并留有余力。2022Q1-Q3公司营收、归母净利润分别达897.9亿元（+16.52%），444.0亿元（+19.14%）。基于直营化持续、新品放量、基酒充足、3万吨系列酒产能释放，以及公司领导战略改革的大背景下，我们看好公司的2023年。
 - 公司：产品优质，直营加速，产能充足，优势持续。
 - ①产品：品质独特，矩阵丰满。1>品质独特：低海拔、优原料，“12987”坤沙工艺及4年贮存自始便铸就独特口味和优质口碑，手工文化、勾兑工艺则缔造了“奢侈品”的底层逻辑。2>矩阵丰满：“133”战略以来，茅台酒产品矩阵高端形象逐步丰满，而系列酒各价位带布局逐步成熟，新品茅台1935核心驱动之一。
 - ②渠道：直营化加速。1>渠道优化：近5年来经过取消批条制度、经销商“严打”、签约KA直营、平台电商并建立线上自营平台，渠道结构趋于优化合理，能够在终端价平稳同时实现吨价提升。2>直营化加速：通过i茅台建立、高吨价单品以零售价售卖，直营加速，空间仍大。3>渠道驱动足：“小商制”、“高渠道利润”、“谨慎提价”成为渠道驱动力和可控性较高的核心原因。
 - ③产能释放：1>茅台酒。按照2.5%损耗，20%老酒留存率、15%老酒添加比例，我们可以预测2025年茅台酒可供销量分别达4.79万吨，2021-2026销量CAGR仍可达7%。短期，中华片区产能“十四五规划”空间仍存；长期，按遵义市2035远景纲要目标，茅台酒产能2021-2035年产量CAGR达6%。2>系列酒。3万吨酱香系列酒2021工程进度58%，完全投产临近，将尽快打开公司产能瓶颈。
 - ④管理特色：“师徒制”形成高效传承，“藏惠于农”稳定高质资源。
 - 行业：模式优越，分层竞争。①模式优越：因成本主要为粮食及包材叠加龙头品牌强低费率，整体呈现高盈利；优势品牌配额制、预付款制度，带来白酒行业稳健现金流；无需处理库存，基酒、成品酒库存增值。这导致白酒上市公司普遍强业绩、高持仓。②分层竞争：白酒因地域、价位、场景等因素存在多个细分市场，致龙头对腰部尾部企业竞争有限，并且随着白酒价格提升，市场细分度进一步提升，百花齐放。③价格成就真实壁垒：在“量减价增”行业趋势下、叠加白酒高呈现“沙漏特征”（价位段，行业规模两头大，中间小），价增成为品牌发展首要选择。长期来看，高端确定性强，次高端空间仍大，地域酒受益地域高复购，望持续迎品牌升级。
 - 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%；EPS 为 49.78/59.50/67.80 元；PE 为 31/26/23 倍。维持“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
1.1. 股权结构：贵州省国资委为实际控制人	7
1.2. 股价：2008 年以来实现竞争溢价	8
1.3. 人物：进入丁雄军时代	10
1.4. 业绩：收入放量、盈利回升，迎业绩大年	12
2. 行业：模式优越，分层竞争	20
3. 公司：产品优质，渠道有效	32
3.1. 产品：大单品品牌力强，品类矩阵丰满。	32
3.2. 渠道（包括 I 茅台）：直营占比持续提升	44
3.3. 生产：产能饱和，长期来看产能提升仍有空间	48
3.4. 管理特色：师徒制、藏惠于农，促进茅台文化传承	54
4. 盈利预测	56
5. 投资建议	57
6. 风险提示	58

图表目录

图 1 公司股权结构图.....	7
图 2 贵州茅台发展历程.....	8
图 3 2001 年至今贵州茅台股价图.....	9
图 4 2004 年至今贵州茅台预测 PE.....	10
图 5 2001 年至今贵州茅台与五粮液 PE 比值.....	10
图 6 历任集团董事长及股份公司董事长、总经理.....	12
图 7 2012 年以来公司营收及增速.....	13
图 8 2012 年以来公司净利润及增速.....	13
图 9 2016-2021 年公司白酒收入、销量、吨价同比.....	14
图 10 公司整体吨酒价格情况.....	14
图 11 公司整体销量情况.....	14
图 12 公司白酒和各产品收入情况.....	15
图 13 2021 年公司茅台酒和系列酒销量和收入占比.....	15
图 14 2016-2021 年公司茅台酒收入和销量占比.....	15
图 15 2016-2021 年公司系列酒收入和销量占比.....	15
图 16 2016-2021 年公司茅台酒收入情况.....	15
图 17 2016-2021 年公司系列酒收入情况.....	15
图 18 2016-2021 年公司白酒分产品吨价情况（万元/吨）.....	16
图 19 2021 年按渠道营收和销量占比.....	16
图 20 2016-2021 年公司直销渠道收入和销量占比.....	17
图 21 2016-2021 年公司批发代理渠道收入和销量占比.....	17
图 22 2016-2021 年公司直营渠道收入情况.....	17
图 23 2016-2021 年公司系列酒收入情况.....	17
图 24 2016-2021 年公司白酒分渠道吨价情况（万元/吨）.....	17
图 25 2016-2021 年公司分产品毛利率.....	18
图 26 2016-2021 年公司毛利率及毛利率同比增加情况.....	18
图 27 2012-2022 年 Q3 公司销售期间费用率.....	18
图 28 2016-2021 年公司毛利率及毛利率同比增加情况.....	18
图 29 2015-2021 年营收、销售费用和管理费用 CAGR.....	19
图 30 2016-2021 年公司毛利率及毛利率同比增加情况.....	19
图 31 2016-2021 年公司 ROE.....	19
图 32 2016-2021 年经营现金流净额与净利润增速.....	20
图 33 2015-2021 年经营现金流净额与净利润规模.....	20
图 34 2015-2021 年经营现金流净额投放.....	20
图 35 2015-2021 年合同负债和营收增速.....	20
图 36 白酒行业（2016-2021 年）归母扣非利润复合增速.....	21
图 37 2022Q3 消费品类申万一级公募持仓比.....	21
图 38 易方达消费行业股票基金前 15 大重仓股的白酒数量（家）.....	21
图 39 白酒行业优势.....	22
图 40 差异多导致市场分层竞争.....	22
图 41 白酒地域壁垒较高.....	23
图 42 白酒行业市占率集中度呈现分散化.....	23
图 43 中部尾部呈分散化.....	24
图 44 不同阶段集中度变化.....	24
图 45 腰部、尾部与颈部的集中度差距.....	24
图 46 白酒行业分层收入 CAGR.....	24

图 47 龙头替换.....	24
图 48 历届评酒会获奖名单.....	25
图 49 价格壁垒.....	26
图 50 产品成功法则.....	26
图 51 四个生命周期及代表产品.....	27
图 52 四个生命周期的特点.....	27
图 53 白酒分价市场符合“沙漏”图形特征.....	28
图 54 多层次白酒市场特征.....	28
图 55 白酒上市公司销售费用规模与销售费用率对比.....	29
图 56 销售人员数量及平均薪酬对比.....	29
图 57 每千吨酒销售人员数.....	29
图 58 白酒行业呈现量减价增的趋势.....	30
图 59 白酒行业规模以上企业吨价均价的趋势.....	30
图 60 白酒行业规模以上企业数量的趋势.....	30
图 61 2019 白酒产能自“限制类”解除.....	31
图 62 白酒三大趋势性机会.....	31
图 63 白酒各价位带营收预计复合增速.....	32
图 64 公司主要产品发布时间线.....	33
图 65 公司产品矩阵.....	34
图 66 茅台酒产品矩阵.....	34
图 67 系列酒产品矩阵.....	34
图 68 茅台酒零售指导价及出厂价（元/瓶）.....	35
图 69 系列酒提价情况（元/瓶）.....	35
图 70 茅台酒出厂价提价情况（元/瓶）.....	35
图 71 茅台酒零售指导价提价情况（元/瓶）.....	35
图 72 2016-2021 年系列酒收入、吨价和销量增速.....	35
图 73 系列酒规模和成立时间.....	36
图 74 李兴发发现茅台的三种典型体.....	37
图 75 赤水河流域白酒企业.....	38
图 76 赤水河流域酒企海拔分布.....	38
图 77 公司“三高三长”工艺.....	38
图 78 公司微生物优势.....	38
图 79 公司“三低三多一少”要求.....	39
图 80 茅台“12987”发酵工艺.....	39
图 81 茅台的优质原料.....	39
图 82 需要手工的步骤.....	40
图 83 人工踩曲图.....	40
图 84 茅台红丝带.....	40
图 85 茅台酒勾兑流程图.....	41
图 86 产品三级检测.....	41
图 87 工序四段检测.....	41
图 88 贵州茅台、五粮液、国窖 1573 批价对比.....	42
图 89 2003 年至今贵州茅台、五粮液、国窖 1573 出厂价.....	43
图 90 2006-至今，茅五泸出厂价调节次数（次）.....	43
图 91 2006 年至今历次提价后茅台渠道毛利率.....	43
图 92 人均收入同比增速与贵州茅台批价同比增速.....	43
图 93 公司渠道分类.....	44
图 94 2021 年各渠道收入占比（%）.....	44

图 95 2021 年各渠道销量占比 (%)	44
图 96 2022 年 Q1-Q3 各渠道收入占比	45
图 97 2021 年各渠道吨酒价格	45
图 98 2016 年以来直营渠道收入、销量、价格 CAGR	45
图 99 2018 年以来直营渠道收入、销量、价格 CAGR	45
图 100 I 茅台产品情况	46
图 101 2018-2021 年茅台经销商数量	47
图 102 2013-2021 年茅台前五大客户收入及关联方收入占比	47
图 103 2013 年至今各白酒库存情况	48
图 104 茅台酒厂远眺	48
图 105 茅台镇远眺	48
图 106 2016-2021 年茅台酒实际产能	49
图 107 2016-2021 年系列酒实际产能	49
图 108 2016-2021 年分产品产能利用率	50
图 109 茅台酒、系列酒 5 年产量 CAGR	50
图 110 2015-2020 年成品库存在第二年销量占比	50
图 111 2016-2021 年公司总库存比	50
图 112 2011-2021 年成品酒库存和总销量	51
图 113 茅台酒时间流程图及计算说明	52
图 114 茅台酒历史损耗情况	52
图 115 茅台酒 5 年周期流程图	52
图 116 2006-2021 年茅台酒当年销量与 N-4 年产量关系	53
图 117 2021 茅台酒销量和未来四年预计销量	53
图 118 茅台“师徒制”时间线	54
图 119 酿造高粱核心产区	55
图 120 酿造小麦核心产区	55
图 121 高效农户合作模式	55
图 122 惩罚措施	55
表 1 核心人物主要贡献	12
表 2 公司白酒业务及各产品、各渠道情况	13
表 3 2016-2021 年 ROE 拆分	19
表 4 白酒三大香型对比	36
表 5 茅台酒不同轮次的特点	41
表 6 贵州茅台盈利预测	56
表 7 贵州茅台相对估值表	57
表 8 贵州茅台绝对估值表	58
附录：三大报表预测值	59

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。

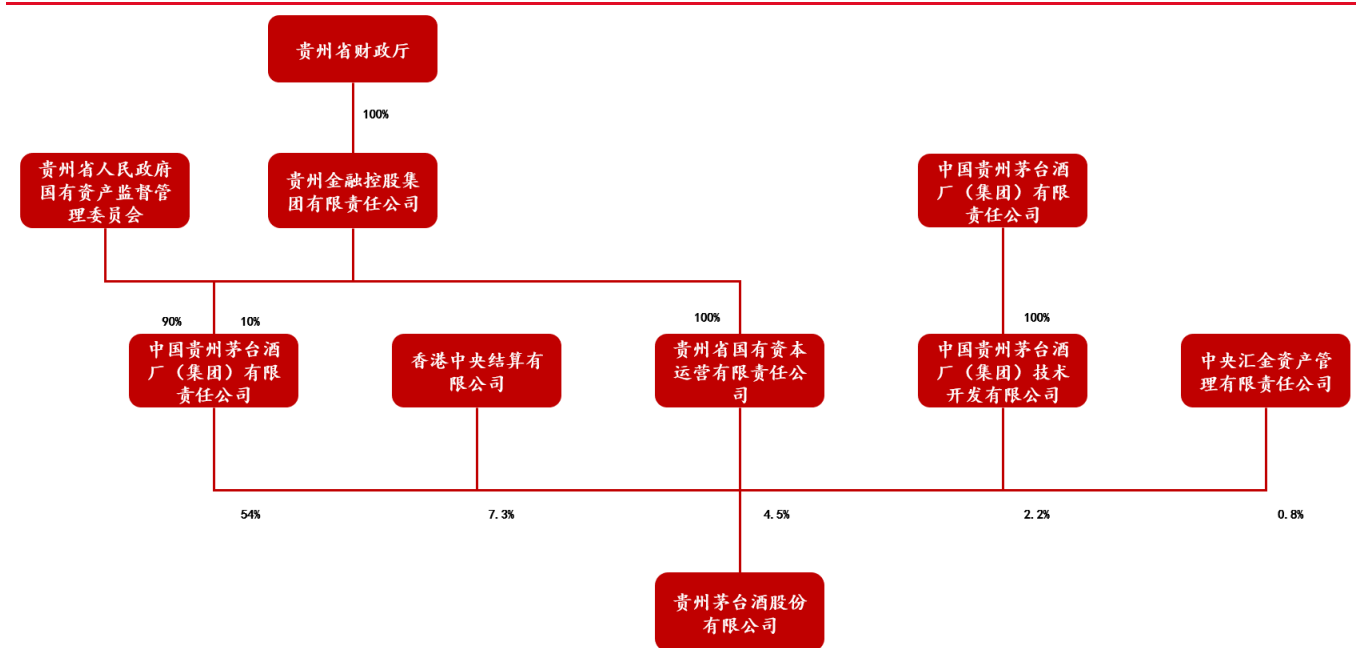
短期来看，在短期疫情影响有限的情况下，公司基酒产能释放、I 茅台进一步促进直营化加速，将分别刺激公司量、吨酒价的提升，业绩“大年”确定性强。

长期来看，优质的产品质量、独特的“酱香型”口味、“国家名片”级别的品牌力带来的稳健需求和有限产能的矛盾长期存在，将同时推动核心单品价格、销量稳步提升，和系列酒、系列品牌的持续攻城略地，长期发展无虞。

1.1.股权结构：贵州省国资委为实际控制人

贵州茅台隶属于茅台集团，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。

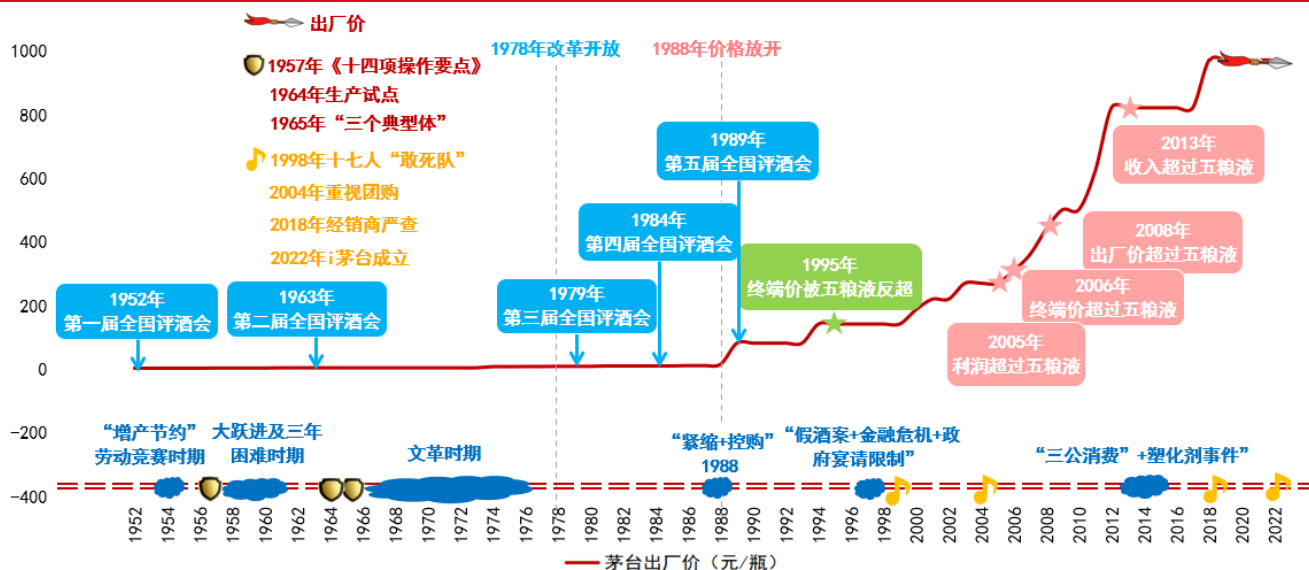
图1 公司股权结构图



资料来源：wind，东海证券研究所

历史综述：茅台共经历 6 次真正意义上的困难，有的困难对工艺形成考验，有的则对价格形成考验——在此过程中，我们认为发展 3 条主线为“价格为茅、“质量为盾”“渠道定节奏”。其中 2013 年的“行业调整期”开始，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。（具体茅台历史发展阶段分析请参考历史复盘主题深度《贵州茅台深度报告（上篇）：行稳致远，价格闯关》）

图2 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

1.2. 股价：2008 年以来实现竞争溢价

股价角度：2003 年以来 4 年涨幅最快，2014 年以来上涨持续最久。

(1) 从长期角度：按时间顺序分为 7 个阶段。

①快跌（股价年化-21.6%/时长：2.07 年/2001 年 8 月起）：上市即遇非典疫情，渠道尚未成熟，下跌因素与行业同步。

②暴涨（股价年化+74.0%/时长：4.32 年/2003 年 9 月起）：非典后复苏、叠加消费黄金时代需求暴涨，迎来史上年化收益率最高期间，但上涨因素同样与行业同步。

③暴跌（股价年化-70.0%/时长：0.81 年/2008 年 1 月起）：金融危机泡沫破裂，虽下跌猛烈，但时长较短，影响有限，对基本面影响同样有限，下跌因素与行业同步。

④快涨（股价年化+35.5%/时长：3.68 年/2008 年 11 月起）：金融危机后复苏、叠加白酒行业渠道成熟、单价持续提升，但该阶段上涨实际上与行业不同步——2008 年出厂价超过五粮液后，高端首位地位首次确立，估值表现好于其他同类龙头。（下文有进一步分析）

⑤快跌（股价年化-40.9%/时长：1.51 年/2012 年 7 月起）：该阶段因素主要为行业调整期，行业政务消费场景大幅缩减，虽然公司基本面好于其他公司，但下跌基本与行业同步。

⑥长涨（股价年化+54.6%/时长：7.08 年/2014 年 1 月起）：虽然行业调整期过后，随着 2016 以来消费整体复苏，白酒公司均迎来戴维斯双击，但因行业调整期（2013-2015 年）公司的优秀控价表现，供不应求的龙一位置才真正确立，尤其在 2019 年以来竞争溢价进一步提升。该阶段上涨与行业不同步。

⑦震荡（股价年化-24.6%/时长：1.77 年/2021 年 2 月起）：受疫情影响，在业绩相对稳定的同时，估值迎来持续震荡下行，该阶段下跌与行业同步。

(2) 总结：“价格为茅”，与批价同步，2014 年涨幅奠定万亿基础。

①“价格为茅”：股价涨跌幅基本与公司终端动销同步，而一批价最能体现终端动销。在有数据以来，公司股价基本与一批价同步（除了 2021 年部分时间因“开箱政策”，导致箱茅价格暴涨，但散茅依旧与股价表现同步）。

②故行业调整期后的价格地位确立，是造成了 7 年 55% 的年化涨幅核心原因。虽然公司 2006 年终端价超过五粮液，但 2008 年出厂价、2013 年收入才分别超过五粮液。经过 2013-2015 年行业调整期，公司才进一步拉开与竞品批价的差距，实现了 2014 年以来批价的独立行情，带动了股价 7 年 55% 年化涨幅。

图3 2001 年至今贵州茅台股价图



资料来源：wind，通联数据，公开资料整理，东海证券研究所

估值角度：2005 年行业估值提升，2008 年带来竞争溢价，2019 年公司实现真实估值抬升。

(1) 预测 PE 角度：(对应当年市场预期)提升主要来自 2005 年、2019 年。茅台预测 PE 自 2004 年开始有数据，整体看，伴随股价，存在四次波峰(上市时、2008 年、2018 年、2020 年末)，驱动因素都与行业相关。具体来看，我们找到两个核心时间点。①**2005 年是普升**：2005 年以前基本围绕 15 倍左右波动，2005 年提升至 22 倍左右并围绕其运动，即便在 2008 年峰值过后，主要非行业系统性驱动时期，均围绕 22 倍左右运动。因行业经历非典疫情后 2004 年以来恢复且真正“正式进入”“黄金十年”，行业产量自 2004 年以来触底回升，故估值由 15 倍左右升至 22 左右，公司估值提升我们认为主要来自行业，属于行业普升，其他白酒公司也在这个阶段估值有所提升。②**2019 年是相对提升**：虽然 2015 年以来股价高增长，但由于业绩增长较快，估值并未出现明显增长。在消费相对弱勢的 2018 年，公司提价后，2019 年估值中位数正式提升至 30 倍，2020 年进一步提升至 35 倍以上，并围绕 35 倍左右波动，实现估值的真实抬升。2013-2015 年“行业调整期”优秀控价带来的明显竞争优势，结合 2018 年提价控经销商及开启直营化道路，导致业绩稳定性明显提升，最终促成了 2019 年估值的大幅抬升。

(2) 行业竞争角度：2008 年真正实现估值的竞争溢价。通过跟核心龙头五粮液的对比可以了解，2008 年之前，茅台与五粮液估值无显著差异，贵州茅台与五粮液 PE 比基本在 1 倍周围运动。2008 年明显拉开，并行业调整期(2013-2015 年)下降后，贵州茅台与五粮液 PE 比基本在 1.25 倍周围运动，竞争溢价已经显现，并在疫情以来，进一步拉升至 2 倍左右。我们认为 2008 年贵州茅台的真正实现竞争溢价，得益于公司 2008 年出厂价格超越

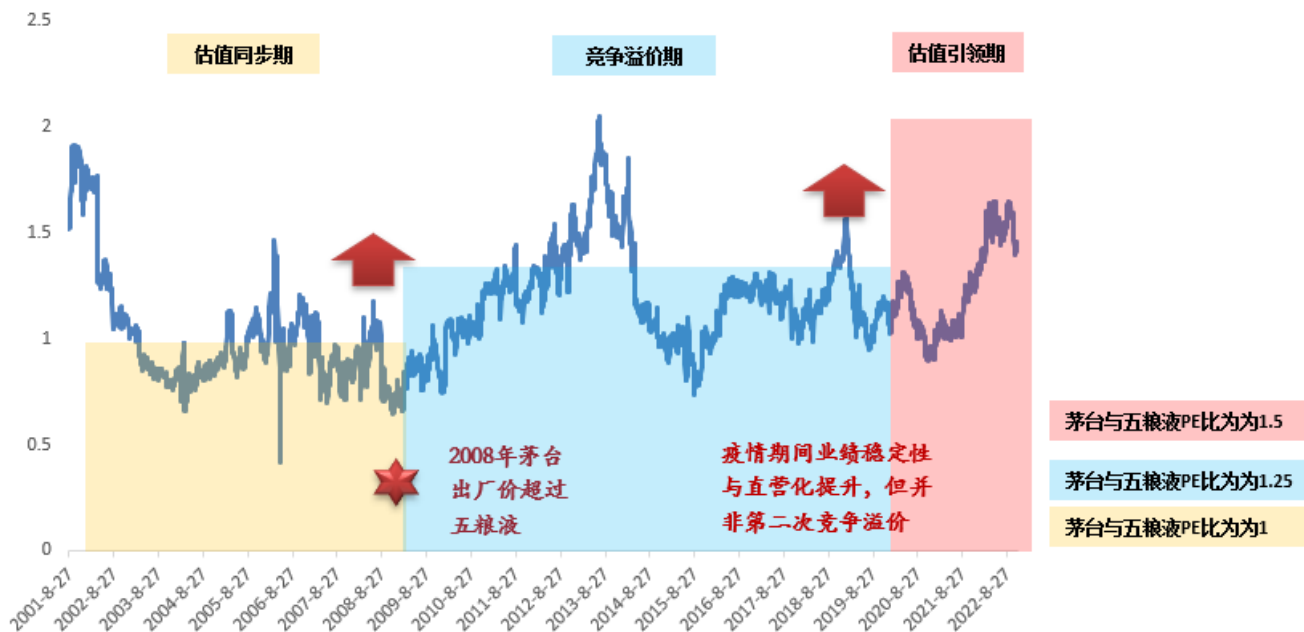
五粮液，竞争优势确立；2020 年以来的短期提升原因则来自疫情期间更强业绩稳定性与直营化提升，但因与短期业绩有关，并非第二次竞争溢价。

图4 2004 年至今贵州茅台预测 PE



资料来源：wind，东海证券研究所

图5 2001 年至今贵州茅台与五粮液 PE 比值



资料来源：wind，公开资料整理，东海证券研究所

1.3.人物：进入丁雄军时代

(1) 季克良传承茅台质量。①经历：1964 年，季克良从无锡轻工业学院食品发酵专业毕业后，赶上周总理要求选拔培养相关专业人才进入茅台的契机。1983 年成为茅台酒厂厂长，因技术专长，于 1985 年请辞并成为茅台历史上第一个总工程师。1991 年重新聘为厂长，袁仁国成为副厂长，开启长达 19 年的“季袁配”黄金搭档，并于 2011 年正式卸任茅台集团公司董事长。②贡献：1>产品方面，季克良在茅台公司期间，曾发表白酒技术和企业管

理论文章数十篇，其中 1965 年论文《我们是如何勾酒的》《提高茅台酒质量的点滴经验》《增产酱香酒的十条经验》进一步明确了茅台酒生产过程以及标准化的问题，使工艺复杂的茅台酒实现标准化量产成为可能。自季克良第二次当上厂长的 1991 年后，茅台进入到快速扩产时代。2>企业战略方面，提出“产量服从质量，速度服从质量，效益服从质量，工作量服从质量。”的茅台质量铁律。3>人事管理政策方面，提出“只有质量奖、没有超产奖”，进一步鼓励提升产品质量。整体来看，季克良在技术面给予专业支持，并在管理层面严抓质量管控，通过标准化的质量带动产量，实现茅台标准化质量的“0 到 1”过程。

(2) 袁仁国理清销售脉络。①**经历：**1973 年，袁仁国进入茅台，做过办公室秘书、副主任、车间主任、支部书记等职务，于 1991 年任茅台酒厂副厂长，1998 年任茅台股份公司总经理，2000 年任茅台股份公司董事长，2011 年正式接任季克良成为茅台集团董事长。②**成果：**1998 年在亚洲金融危机需求下降期间，袁仁国组织了茅台历史上第一批 17 人的营销团队并成立销售公司，并在 2000 年以后和时任股份公司总经理乔洪一起重点提升专卖店渠道，公司经销商、专卖店客户从 1998 年的 146 家提升至目前的 2000 家以上，并打开海外销路；此外茅台逐步在 300 多个地级市、2800 多个建立起“中心配送站——经销商——专卖店（柜）”的营销网络。2013-2015 年行业调整期，公司稳住出厂价、降低申请经销商门槛，平稳度过行业危机，并成为受影响相对最少，恢复最快的企业之一。整体来看，袁仁国在任期间理清了公司销售渠道，维持了品牌高端形象，平稳度过了行业危机，贡献主要在于渠道和营销方面。但在茅台品牌起势之后，因纵容“批条政策”，参与权钱交易，使茅台营销体系中存在隐患，2018 年因受贿被“双开”。

(3) 李保芳稳步提升品牌力。①**经历：**李保芳自 2015 年任茅台股份公司代总经理，于 2018 年任茅台集团董事长，并于 2022 年 3 月离任。②**成果：**第一，取消“批条政策”，严控经销商违规行为，经销商数量自 2018 年以来持续减少；第二，加大商超、KA、团购等直营渠道，进一步提升直营占比，提升公司毛利率；第三，加大系列酒产品结构升级，控量提价，成功塑造超过 40 亿销售规模的茅台王子酒以及数十亿规模的大单品；第四，加大非标等高端茅台酒的投放，进一步提升茅台酒的盈利能力。整体来看，李保芳入职时茅台正值茅台底部区域，李保芳通过“铁腕”渠道改革，公司业绩快速从行业危机中恢复，并且和其他龙头差距逐步拉开，带领“飞天茅台”成为 2000 元价格带唯一百亿级大单品。李保芳任职期间，进一步理顺渠道和产品，实现茅台酒从“买方市场”进入“卖方市场”的跨越，实现茅台品牌力的又一次跨越。

(4) 进入丁雄军时代，锐意进取，改革提速。2021 年 8 月丁雄军任职茅台集团公司董事长。具体政策及成果方面：**价格方面**，公司自年底取消茅台“开箱政策”，茅台原箱价格得以实现控制；**渠道方面**，i 茅台于 3 月 19 日上线，此外，直营店、KA 等直营渠道占比加速提升，成为今年茅台业绩主要驱动之一；**新品方面**，年底定位超高端的珍品茅台以及抢占千元价格带的大单品 1935 上市，销售强劲；**生产方面**，预计将加快中华片区生产建设；**战略方面**，提出要在“美时代”，以“渴望美”的姿态，努力追求和创造“美生活”，坚定不移沿着“五线”发展道路，推动茅台高质量发展、现代化建设。整体来看，董事长上任后，在渠道改革、新品投放、生产等方面动作频频，锐意进取，改革提速，业绩提速。

图6 历任集团董事长及股份公司董事长、总经理



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

注：李静仁为代总经理

表1 核心人物主要贡献

任期	职务	政策	成果
1983-2011	酒厂厂长、总工程师、集团董事长	质量第一	实现茅台标准化质量的“0到1”过程
2011-2018	总经理、集团董事长	搭建营销网络、成立营销团队与销售公司	理清销售渠道，维持品牌高端形象，平稳度过行业危机，贡献主要在于渠道和营销方面。
2018-2022	代总经理、董事长	优化产品结构 with 渠道结构，提升盈利能力	进一步理顺渠道和产品，实现茅台酒从“买方市场”进入“卖方市场”的跨越，实现茅台品牌力的又一次跨越
2018-至今	党委委员、书记，董事、董事长	渠道、新品、生产、战略等全面发力	原箱价格得以实现控制；推出i茅台，渠道结构得到优化；推出两款强劲大单品；战略上提出努力追求和创造“美好生活”，推动茅台高质量发展、现代化建设

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

1.4.业绩：收入放量、盈利回升，迎业绩大年

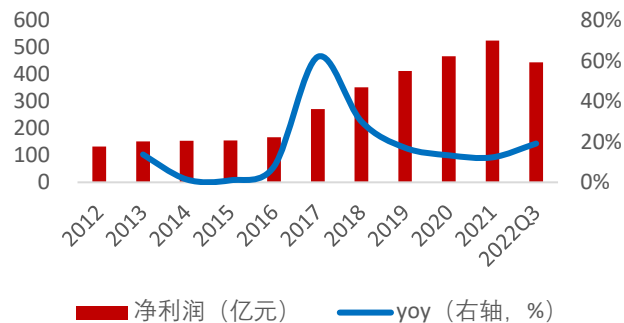
营收及净利润：2021年顺利收官，2022Q3业绩留有余力。2021年公司营收、归母净利润分别达1094.6亿元(+11.71%)，524.6亿元(+12.34%)，符合预期。2022Q1-Q3在i茅台、茅台1935带来主要业绩增量的情况下，增长稳健，并留有余力。2022Q1-Q3公司营收、归母净利润分别达897.9亿元(+16.52%)，444.0亿元(+19.14%)。(1)长期来看：公司2012年以来营收、归母净利润复合增速分别达17.1%、16.5%，维持较高增速。其中2014、2015年受三公消费影响业绩增速显著放缓，仍维持正增长，明显好于同业。2016至2019年受益行业消费升级快速复苏，2020、2021年因疫情、产能有限、经销商调整等因素短期放缓，2022年重新加速。2012-2020年归母净利润CAGR高于收入主因自2016年公司消费税税基提升导致净利率出现下降。2012-2020年营业税金及附加CAGR达21.9%，高于收入、利润。(2)短期来看：受疫情影响公司发货节奏，Q3收入增速环比有所放缓，但因直营化提升，毛利率同比仍有提升，因税金确认节奏问题，本季度营业税金及附加占比较高，收入利润基本保持同速。(3)从未来看：2022年公司收入目标达15%，显著高于去年。公司在基酒储备充足、i茅台及茅台1935贡献增量、直营化加速提升的驱动下，预计2022年业绩有望大概率超过公司目标。茅台集团“十四五”规划收入目标达2000亿元，对应未来四年茅台集团收入CAGR达10.8%，2021年贵州茅台收入占茅台集团收入83%，贵州茅台未来四年仍有望维持较快业绩增长。

图7 2012年以来公司营收及增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

图8 2012年以来公司净利润及增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

营收拆分: 产品端茅台酒量价提升, 渠道端直营占比提升

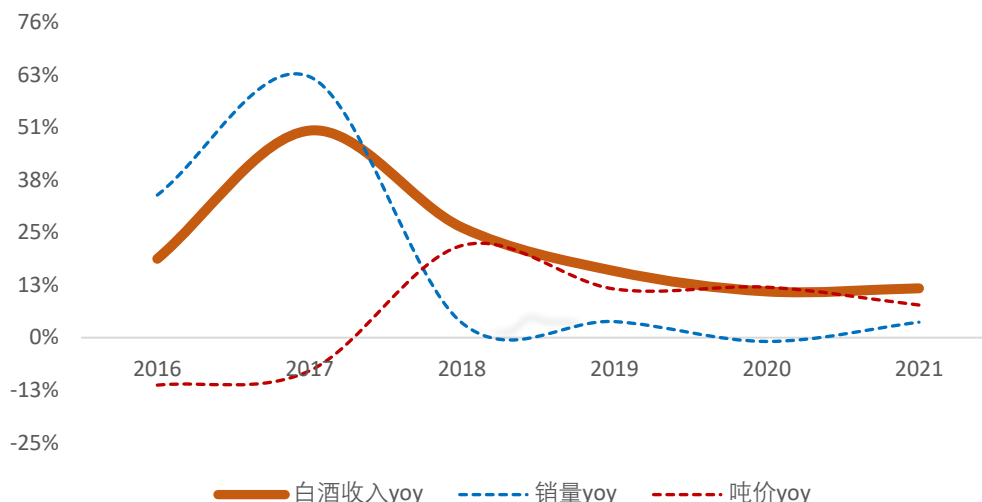
(1)按整体量价: 从量增驱动变为价增驱动。2021年贵州茅台公司白酒收入达1060.6亿元, 销量、吨酒价分别达6.64万吨、159.6万元/吨。2016年以来的白酒收入、销量、吨酒价CAGR分别达22%、12%、9%, 量价贡献较为平均。其中, 2016、2017年收入增长驱动因素主要为量, 2018年消费升级以来, 收入增长驱动因素主要为价, 核心因素主要在于系列酒控量以及直营占比提升。

表2 公司白酒业务及各产品、各渠道情况

项目	白酒业务			茅台酒			系列酒			直销			批发代理		
	收入规模	销量	吨价	收入规模	销量	吨价	收入规模	销量	吨价	收入规模	销量	吨价	收入规模	销量	吨价
2021年同比	12%	4%	8%	10%	6%	4%	26%	1%	24%	81%	46%	24%	1%	1%	0%
2021年占比	100%	100%	/	88%	55%	/	12%	45%	/	23%	9%	/	77%	91%	/
2016-2021CAGR	22%	12%	9%	21%	10%	10%	43%	17%	22%	47%	24%	19%	18%	12%	6%
2018-2021CAGR	13%	2%	11%	13%	4%	9%	16%	0%	15%	76%	34%	31%	6%	0%	5%
2022Q3同比增长	17%	量价齐升		14%	预计量价各5-10%		31%	量价齐升, 价增为主		117%	量增为主		-8%	量增为主	

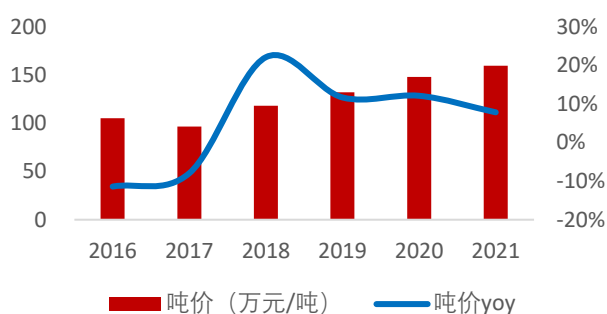
资料来源: wind, 东海证券研究所

图9 2016-2021 公司白酒收入、销量、吨价同比



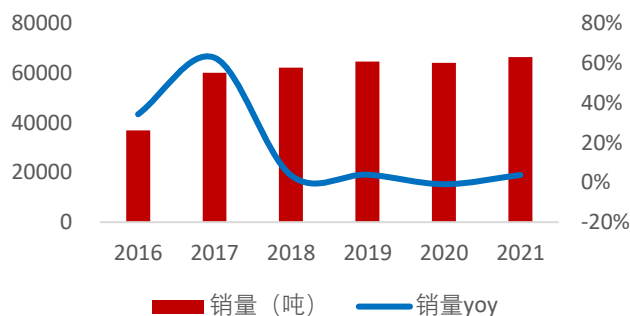
资料来源：wind，东海证券研究所

图10 公司整体吨酒价格情况



资料来源：wind，东海证券研究所

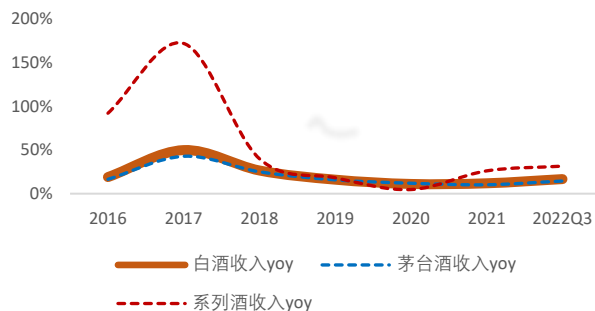
图11 公司整体销量情况



资料来源：wind，东海证券研究所

(2) 按产品：茅台酒量价齐升，系列酒量稳价增。1>占比及成长性方面：2021年贵州茅台公司茅台酒、系列酒收入分别达934.65亿元、125.95亿元，白酒收入占比分别达88%、12%，销量占比分别达55%、45%，茅台酒以过半的销量占比实现了接近9成的收入占比。系列酒自2016年开始主因量增，收入两年内翻倍，随后占比整体维持在10-12%之间，并未出现明显抬升。2>量价表现：茅台酒2016年以来量价齐升，2018年以前主要由量增驱动，2018年以后在当年提升出厂价后主要由价增驱动，但整体表现相对均衡，2016年以来收入及量价CAGR分别达21%、10%、10%。系列酒2016年来量价趋势变化明显，2016、2017年快速上量，成为公司量增的核心驱动，而2018年主动控量，近4年销量基本持平，价格增长较为明显。2016年以来系列酒收入及量价CAGR分别达43%、17%、22%。3>2021年以来：公司茅台酒、系列酒收入增长分别达10%、26%，去除疫情影响，相比2019年收入两年CAGR分别达11.0%（量+2.4%、价+8.4%）、14.9%（量+0.2%、价+11.5%），基本维持此前茅台量价齐升、系列酒量平价增趋势。2022Q1-Q3茅台酒、系列酒分别同比增长14.5%、31.5%（Q3茅台酒+10.9%，系列酒+42.0%），系列酒增速较快，尤其在经销渠道增长有所超预期。

图12 公司白酒和各产品收入情况



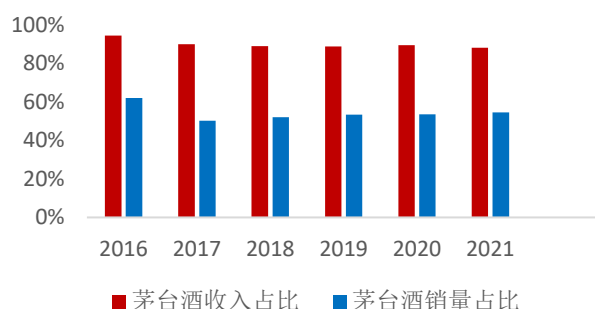
资料来源: wind, 东海证券研究所

图13 2021年公司茅台酒和系列酒销量和收入占比



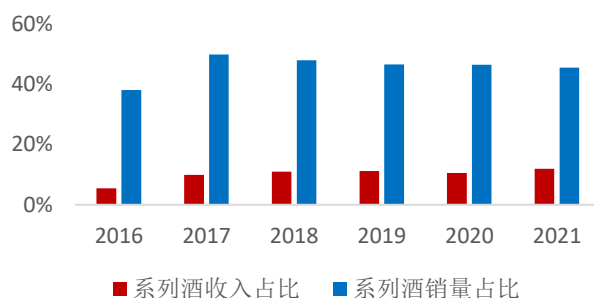
资料来源: wind, 东海证券研究所

图14 2016-2021年公司茅台酒收入和销量占比



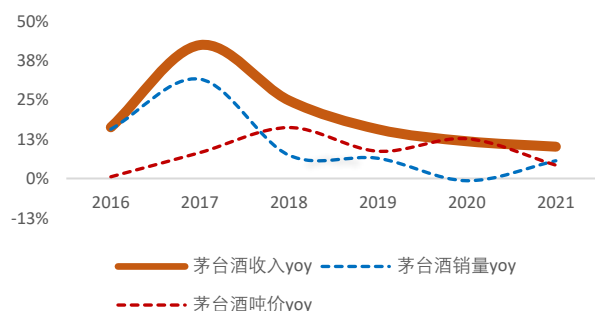
资料来源: wind, 东海证券研究所

图15 2016-2021年公司系列酒收入和销量占比



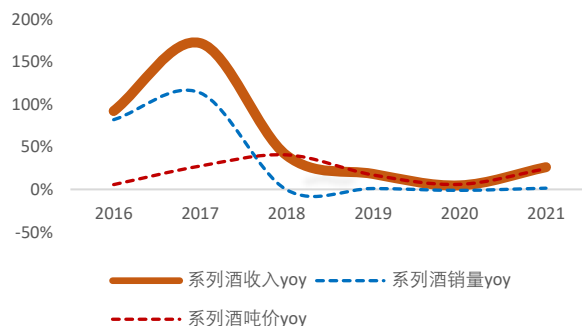
资料来源: wind, 东海证券研究所

图16 2016-2021年公司茅台酒收入情况



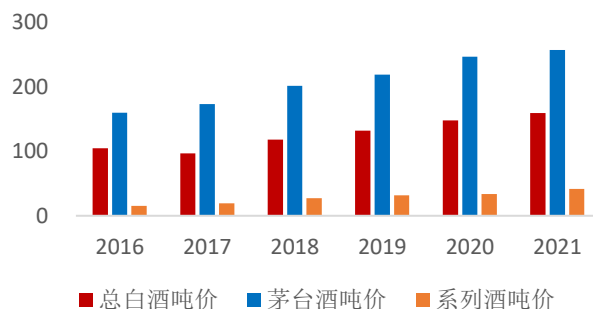
资料来源: wind, 东海证券研究所

图17 2016-2021年公司系列酒收入情况



资料来源: wind, 东海证券研究所

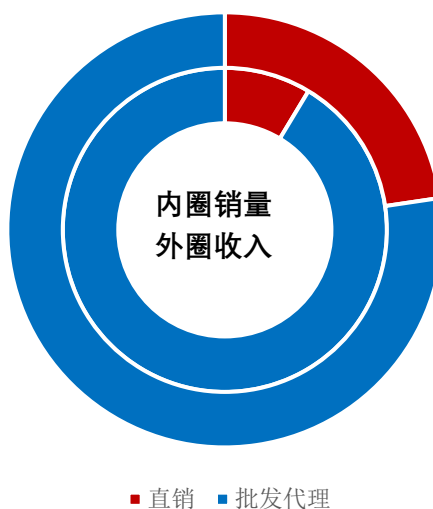
图18 2016-2021年公司白酒分产品吨价情况（万元/吨）



资料来源：wind，东海证券研究所

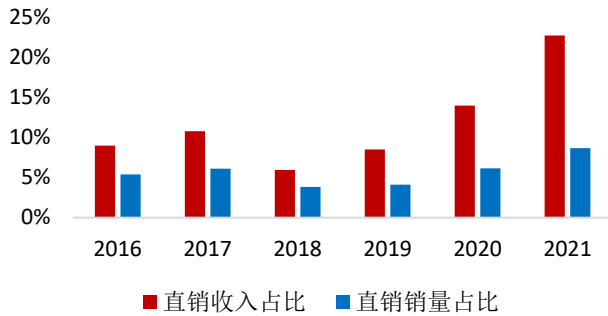
(3)按渠道：1>占比及成长性方面：2021年白酒批发代理、直销收入分别达820.30亿元、240.29亿元，白酒收入占比分别达77%、23%，销量占比分别达91%、9%，2018年以来，下半年直销取消“批条政策”、直销尤其是电商渠道控量后，随即迎来爆发，经销商数量则因为清理违纪经销商出现明显减少，直销占比明显提升，2018-2021年收入CAGR达76%，明显高于同期经销收入CAGR的6%。**2>量价表现：**直销渠道除2018年量减以外，其余时间均实现较为明显的量价齐升，2016年以来收入CAGR达47%（量+24%、价+19%），其中2018年渠道调整以后，自2019年直销渠道吨酒价超过茅台酒并持续拉开差距，2021年超过茅台酒吨酒价的63%。吨酒价快速提升主要因2018年以前有相当比例系列酒，而2018年以后茅台酒尤其是非标茅台酒占比大幅提升有关。**经销渠道**于2016年增长主要来自销量贡献，而2018年以后因严控经销商，销量增长停滞，主要靠吨价贡献，2016年以来收入CAGR达18%（量+12%、价+6%），2018-2021收入CAGR达5.8%（量+0.5%、价5.5%）。**3>2021以来：**公司经销商、直营收入增长分别达0.5%（量+1%、价-0.4%）、81%（量+46%、价24%），丁书记上台以来，直营加速放量，经销商数量进一步减少。i茅台3月19日上线，此外直销渠道非标投放进一步加大，带动直营占比进一步提升。2022Q1-Q3直营、批发渠道收入同比增长分别达117.1%、-8.0%，2022Q3直营、批发渠道收入同比增长分别达111.0%、-9.32%。2022Q3直营占比提升已提升至37%，明显高于2021全年的占比23%。

图19 2021年按渠道营收和销量占比



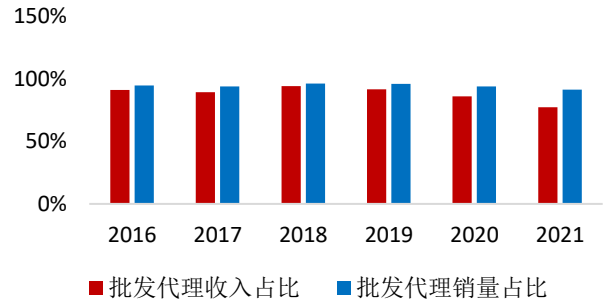
资料来源：wind，东海证券研究所

图20 2016-2021 年公司直销渠道收入和销量占比



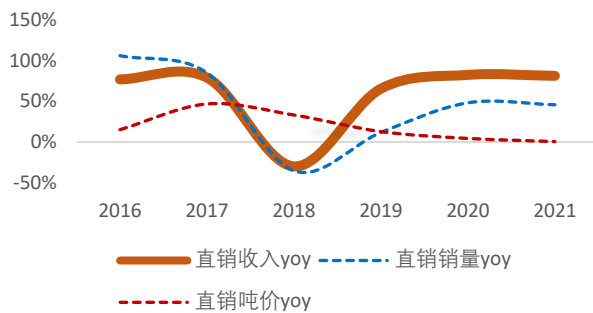
资料来源: wind, 东海证券研究所

图21 2016-2021 年公司批发代理渠道收入和销量占比



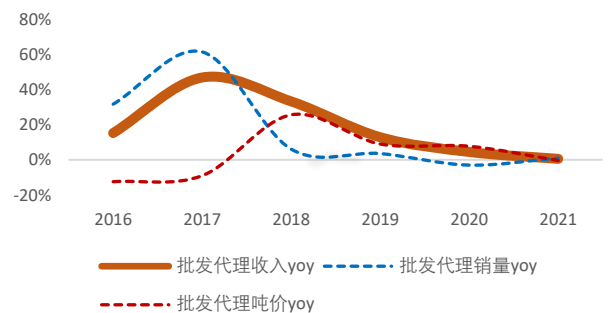
资料来源: wind, 东海证券研究所

图22 2016-2021 年公司直营渠道收入情况



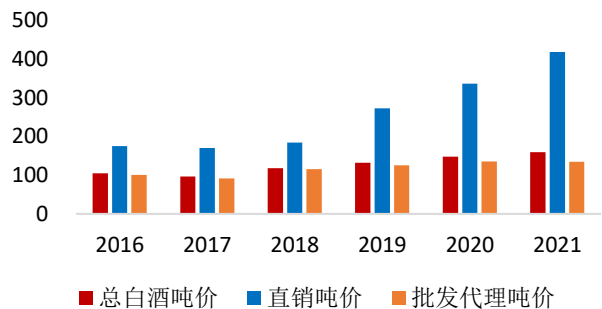
资料来源: wind, 东海证券研究所

图23 2016-2021 年公司系列酒收入情况



资料来源: wind, 东海证券研究所

图24 2016-2021 年公司白酒分渠道吨价情况 (万元/吨)

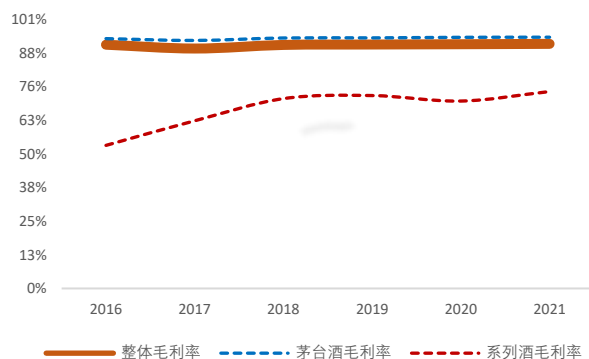


资料来源: wind, 东海证券研究所

毛利率：维持高位，整体向上。2021 年、2022Q1-Q3 公司毛利率分别达 91.54% (+0.13pct)、91.87% (+0.68pct)。长期来看，公司系列酒毛利率低于茅台酒且增长快于茅台酒，但因占比有限，以及系列酒持续提价，对整体毛利率影响有限。2016 年以来，除了 2017 年因系列酒占比翻倍对毛利存在短暂影响外，整体维持稳中有升。具体来看，2018 年因上半年受益最近 8 年飞天茅台唯一一次提价、非标提价、系列酒结构升级，毛利率增长最为明显；2019 年以来直营占比提升成为毛利增长的主线，此外 2019 年加大高价非标产品投放，2020 年末及 2021 年初部分非标产品提价同样对毛利率产生积极影响。从季度数据来看，差异更为明显，2018 以来三次毛利率提升峰值分别为 2018Q2 起 5 个季度（提价、非标占比提升）、2020Q4（直营加速拓展）、2021Q4 起 4 个季度（直营加速拓展、年末增配高出厂价茅台、年初非标提价，2022i 茅台推升直营占比）。未来展望，i 茅台已于 2022 年 3 月

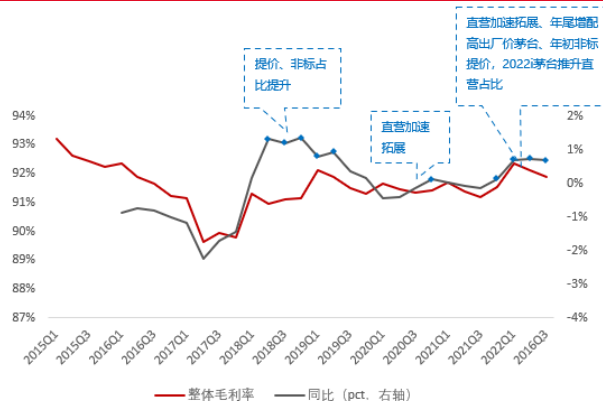
19 日上线，上线以来收入预计超过 30 亿，随着直营占比投放、i 茅台放量，预计毛利率仍有望继续攀升。

图25 2016-2021 年公司分产品毛利率



资料来源：wind，东海证券研究所

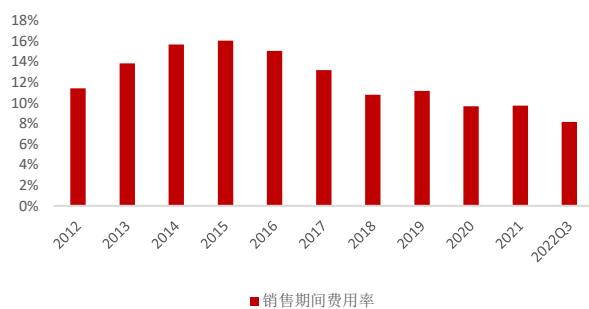
图26 2016-2021 年公司毛利率及毛利率同比增加情况



资料来源：wind，东海证券研究所

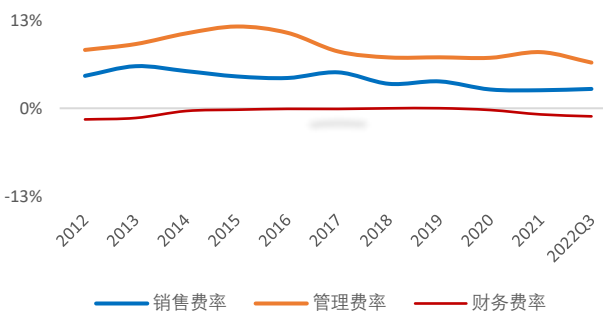
费用率：持续下行。整体看，公司受销售费率持续下行，销售期间费用率自 2015 年达峰值之后持续下行，6 年共下降 6.31pct，年均下降 1.05pct，2022Q1-Q3 销售期间费用率 8.13% (-0.94pct)。具体来看，在 6 年节省的费率中，销售费率、管理费率、财务费率分别贡献 1.94ct、3.62pct、0.81pct，管理费率节省为主要贡献。自 2015 年以来，公司销售收入、销售费用、管理费用 CAGR 分别达 22%、11%、14%，费用增长低于收入增长，公司收入的稳健增长仍为费率节约的主因。财务费率的节约主要因为利息收入增长。值得注意的是，公司销售费用结构中，区别于其他酒企，促销类费用占比较低，广告宣传费长期占比达 8 成左右，并较 10 年前仍有一定提升。

图27 2012-2022 年 Q3 公司销售期间费用率



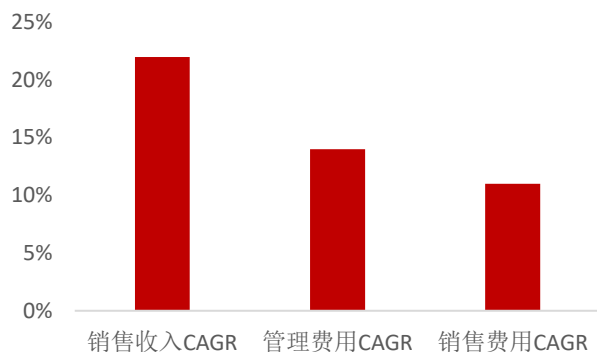
资料来源：wind，东海证券研究所

图28 2016-2021 年公司毛利率及毛利率同比增加情况



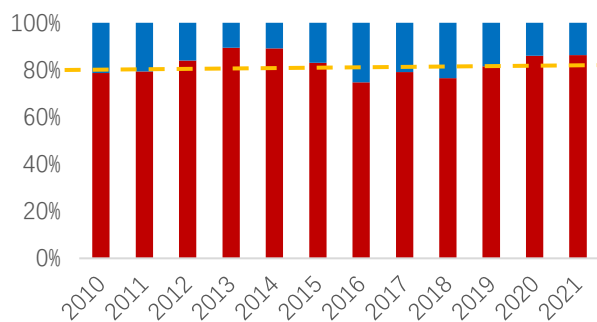
资料来源：wind，东海证券研究所

图29 2015-2021 年营收、销售费用和管理费用 CAGR



资料来源：wind，东海证券研究所

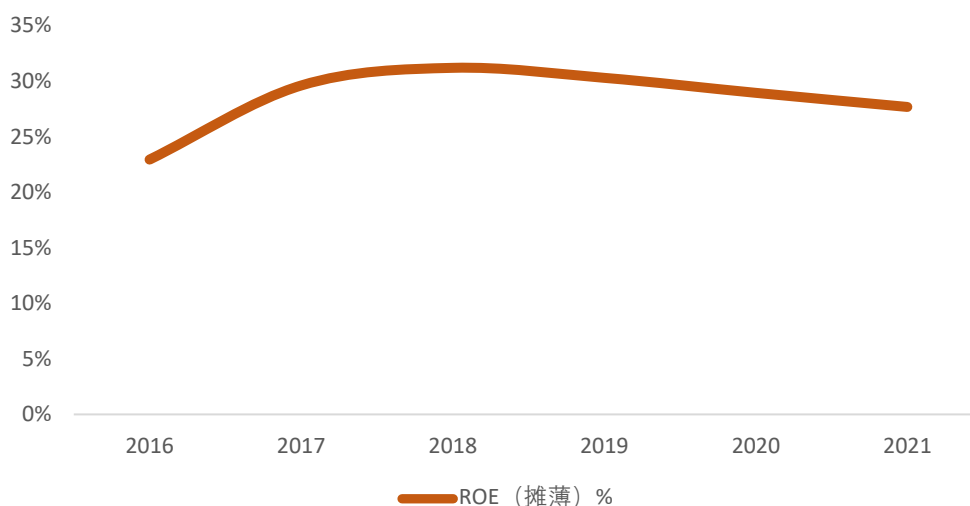
图30 2016-2021 年公司毛利率及毛利率同比增加情况



资料来源：wind，东海证券研究所

ROE：因净利率持续攀升整体稳定，因权益乘数下降及周转率下行略有下降。2021 年公司 ROE（摊薄）达 27.68%。2016 年白酒行业复苏以来，公司净利率修复带动 ROE 在 2018 年达到高点，随后因资产负债率下降带动 ROE 下行，2020、2021 年现金资产增加较快致总资产周转率下降带动 ROE 小幅下行。整体看，因净利率维持高位且持续提升，公司 ROE 整体稳定。

图31 2016-2021 年公司 ROE



资料来源：wind，东海证券研究所

表3 2016-2021 年 ROE 拆分

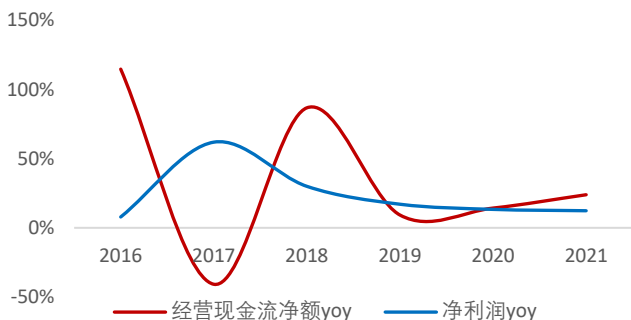
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
净资产收益率（加权）	24.44%	32.95%	34.46%	33.12%	31.41%	29.90%
销售净利率（%）	46.14%	49.82%	51.37%	51.47%	52.18%	52.47%
资产周转率（次）	0.4	0.49	0.52	0.52	0.49	0.47
权益乘数	1.49	1.4	1.36	1.29	1.27	1.3

资料来源：wind，东海证券研究所

流动性：整体健康，预收款项（合同负债）指引性逐步减弱。（1）现金流较为健康：经营现金流净额与公司净利润之比维持在 1 附近，增长趋势基本趋同，增长稳定；非经营现金流方面，分红仍为主要现金流出原因，2021 年分红现金占筹资、投资总流出金额的 82.3%，占经营现金流净额的 41.3%，固定资产投资仅占 2021 年非经营性现金流出金额的 10.6%，

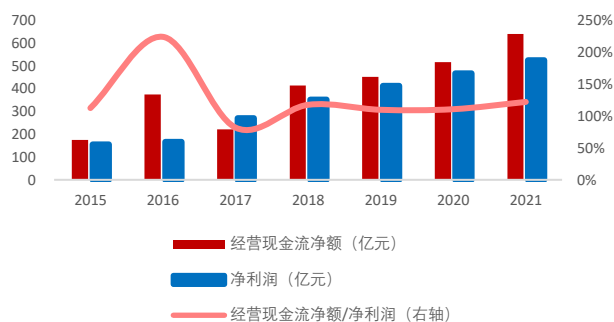
固定资产投资对公司当前现金流状况无压力，现金流非常健康。**(2) 预收款项（合同负债）对收入的指引性逐步减弱**：因预收款项（2020年后为合同负债）主要代表预收货款，对于报表收入增长具有一定领先指引性作用，2017年以后，随着2018年经销商管控开始、以及2019年以来原则上仅需要经销商提前一个月打款，预收款项（合同负债）对收入的指引性逐步减弱。尽管如此，因白酒行业品牌力决定产业链位置，导致目前主要龙头品牌对经销商均按照计划定额预付现金，在通过发货来控制产品销售、价格以及公司业绩，白酒龙头现金流整体较优且领先于业绩，贵州茅台因大单品飞天茅台供不应求，实际业绩确定性更加明显。

图32 2016-2021年经营现金流净额与净利润增速



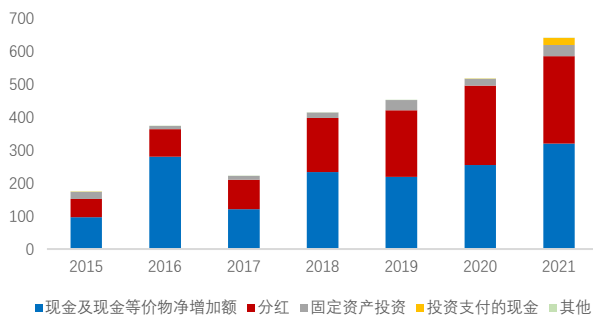
资料来源：wind，东海证券研究所

图33 2015-2021年经营现金流净额与净利润规模



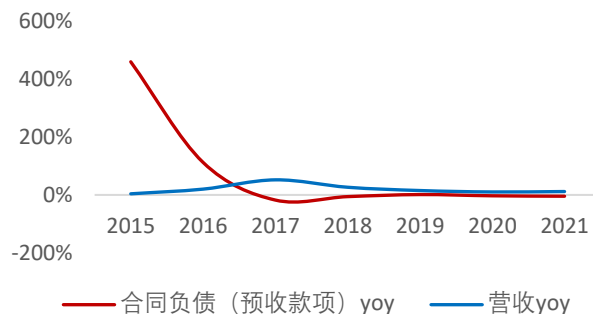
资料来源：wind，东海证券研究所

图34 2015-2021年经营现金流净额投放



资料来源：wind，东海证券研究所

图35 2015-2021年合同负债和营收增速

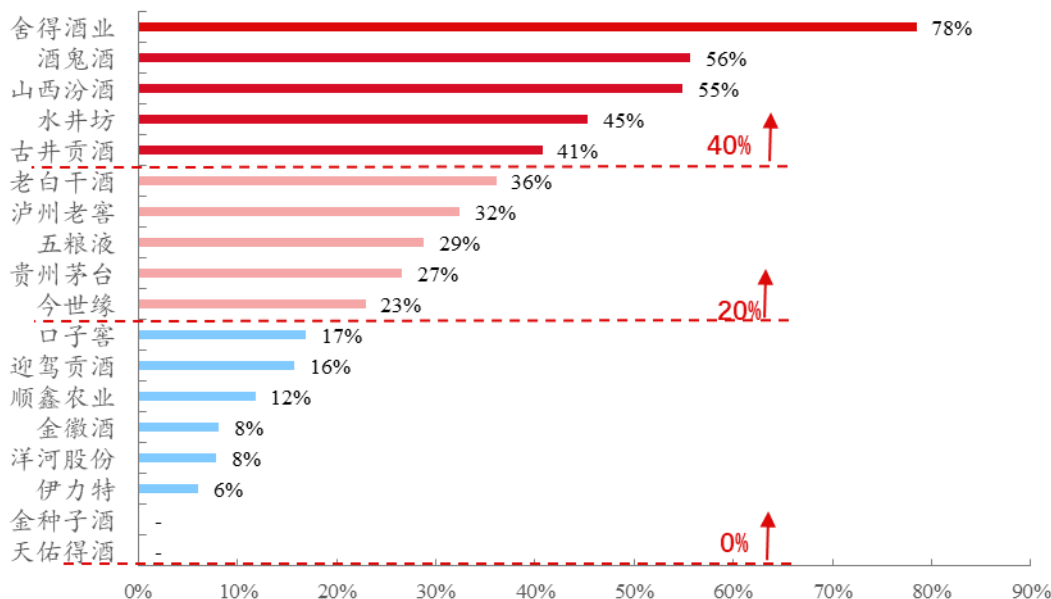


资料来源：wind，东海证券研究所

2.行业：模式优越，分层竞争

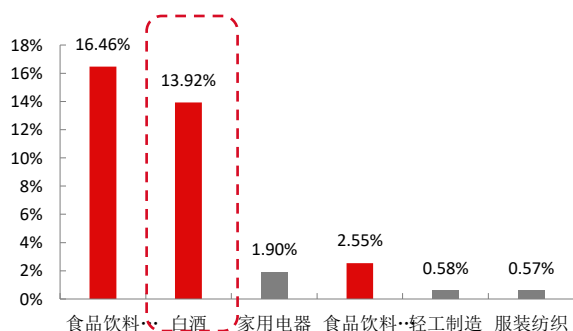
白酒行业上市公司往往呈现普遍性的高持仓、业绩强，呈现百花齐放态势。2016年白酒行业复苏以来5年上市公司归母净利润CAGR多数超过20%或40%，基本维持普遍正增长；19家白酒上市公司创了10%以上的持仓比，并且长期占据国内第一大消费主题股票基金15大重仓股中三分之一以上数量。

图36 白酒行业（2016-2021年）归母扣非利润复合增速



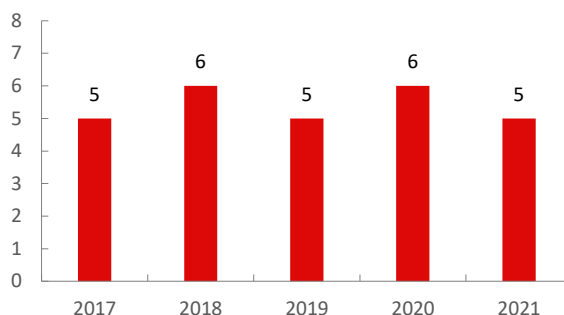
资料来源：wind，东海证券研究所

图37 2022Q3 消费品类申万一级公募持仓比



资料来源：wind，东海证券研究所

图38 易方达消费行业股票基金前 15 大重仓股的白酒数量（家）

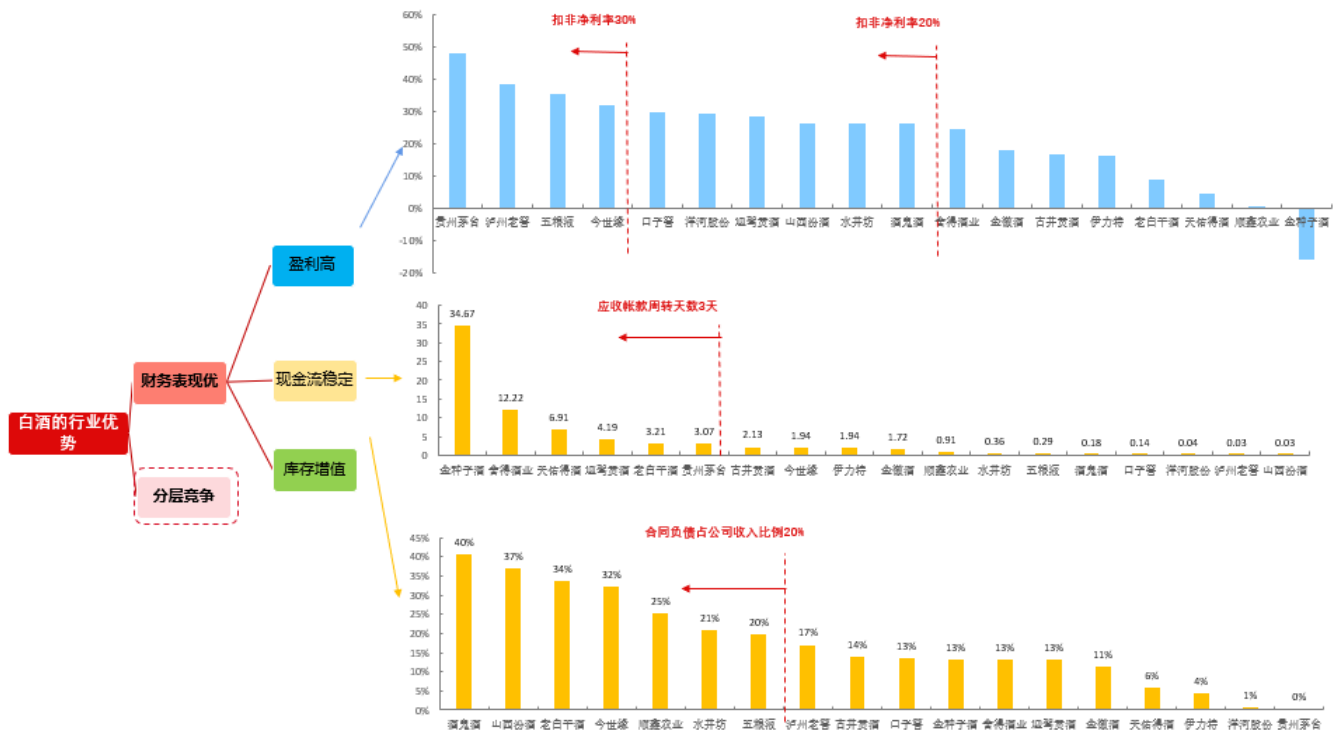


资料来源：wind，东海证券研究所

酒企商业模式优越因素拆分：(1) 财务表现优，因成本主要为以高粱为主的粮食及包材，龙头品牌强销售费率低，整体呈现高盈利；优势品牌配额制、预付款制度，带来白酒行业稳健现金流；无需处理库存，基酒、成品酒库存增值。

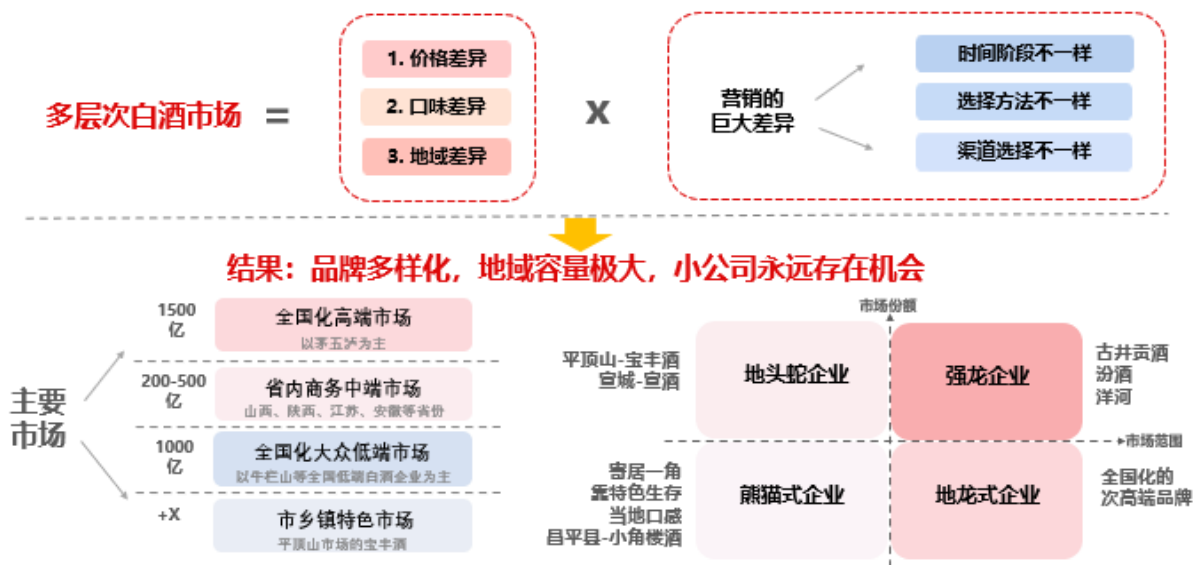
(2) 分层竞争：白酒因地域、价位、场景等因素存在多个细分市场，致龙头对腰部尾部企业竞争有限，并且随着白酒价格提升，市场细分度进一步提升。

图39 白酒行业优势



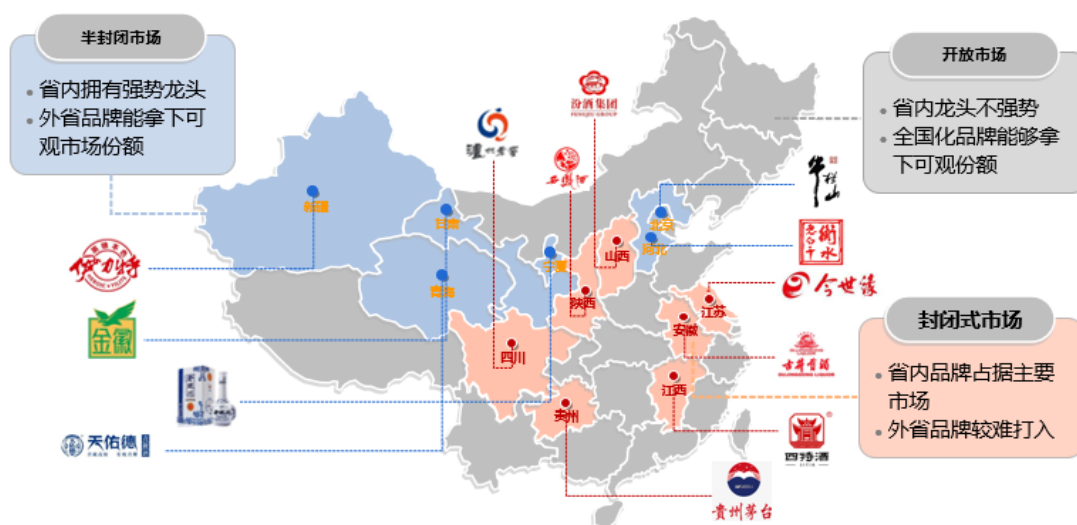
资料来源：wind，公开资料整理，东海证券研究所

图40 差异多导致市场分层竞争



资料来源：wind，《区域性白酒营销企业必胜法则》-朱志明，东海证券研究所

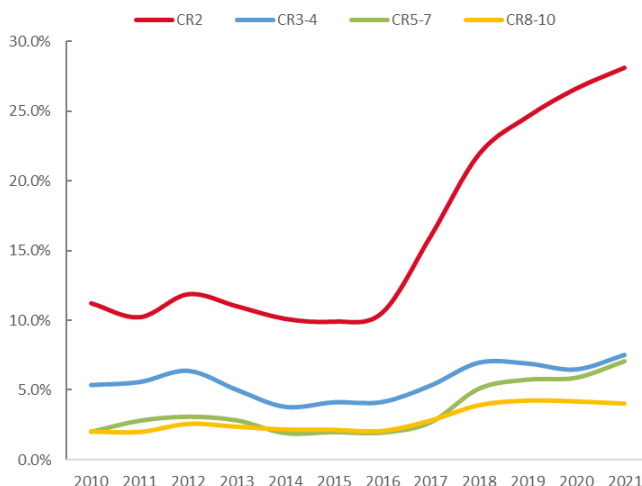
图41 白酒地域壁垒较高



资料来源: wind, 《区域性白酒营销企业必胜法则》-朱志明, 东海证券研究所

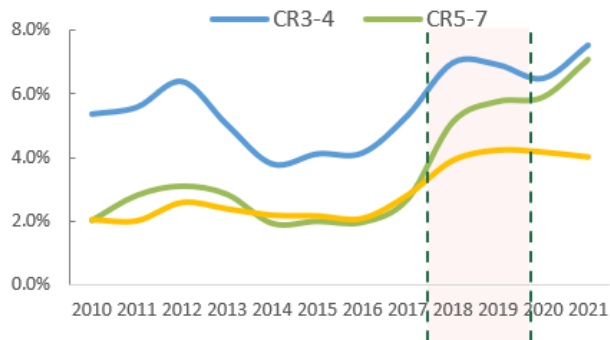
白酒品牌存在分散化趋势: 白酒行业除头部公司茅台五粮液市占率提升最快以外, 前十的公司中腰部 (CR5-7)、尾部公司 (CR8-10) 近十年市占率提升表现好于颈部公司 (CR3-4), 腰部公司表现最好, 出现一定分散化现象, 其中受三公消费影响较大的前五年分散化趋势高于后五年。2016 年行业反弹以来, 尾部公司市占率提升速度较弱, 但依然在后 5 年中的行业相对弱势年份 2018-2020 年表现优于颈部公司。整体看, 前十公司中, CR2 发展最好, 而腰部、尾部公司并未落下, 在基数小, 通过更高增长, 市占率提升度不弱于颈部公司, 区域、次高端龙头发展快, 存在一定分散化趋势。

图42 白酒行业市占率集中度呈现分散化



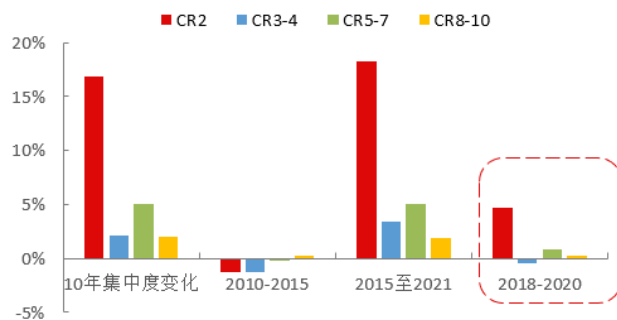
资料来源: wind, 公司公告, 东海证券研究所

图43 中部尾部呈分散化



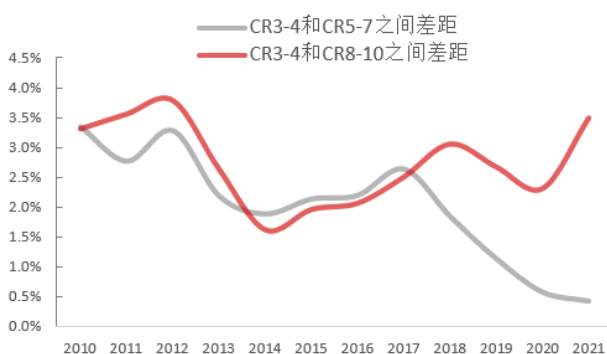
资料来源：wind，东海证券研究所

图44 不同阶段集中度变化



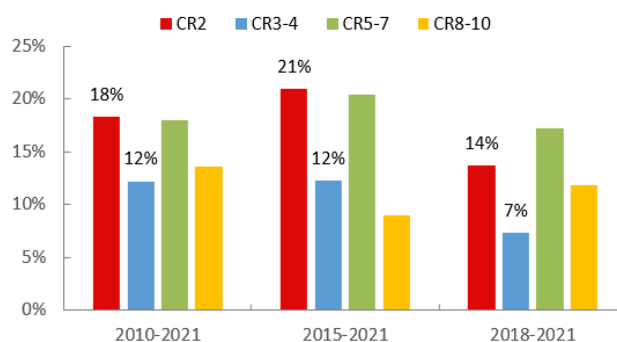
资料来源：wind，东海证券研究所

图45 腰部、尾部与颈部的集中度差距



资料来源：wind，东海证券研究所

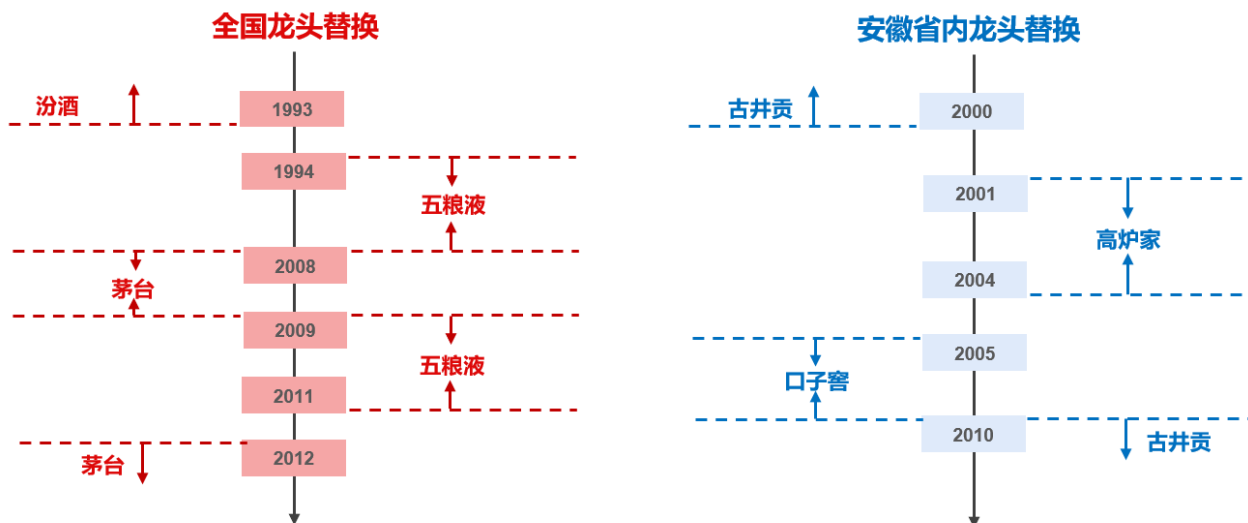
图46 白酒行业分层收入 CAGR



资料来源：wind，东海证券研究所

差异化是不仅造成分散和百花齐放，还造成龙头更迭，二线品牌往往存在机会：龙头更迭的背后是曾经相对有限的壁垒和较多的市场分层。口子窖、五粮液成为所在市场冠军年份均是通过更高价位市场爬升而实现。随着价位带提升，价位区隔带来的品牌壁垒更高，但分价位市场也更多。故高价位品牌壁垒显著更强，对低价位品牌发展影响有限。

图47 龙头替换



资料来源：酒业家，《中国酒业激荡四十年》-林向，东海证券研究所

品牌决定身价，评酒会直接影响我国白酒品牌位次。一方面，白酒本身品牌差异远大于口味差异，另一方面，白酒历届评酒会均为轻工业部或国家相关部门组织，具有较高权威性。历届评酒会上榜情况成为我国当下白酒品牌位次主要影响因素之一。

图48 历届评酒会获奖名单

第一届全国评酒会名酒 (1952)	第二届全国评酒会名酒 (1963)	第三届全国评酒会名酒 (1979)	第四届全国评酒会名酒 (1984)	第五届全国评酒会名酒 (1989)	第六届全国评酒会名酒		
轻工业部	商业部 轻工业部	轻工业部	商业部 轻工业部 农牧渔业部	轻工业部	商业部		
国家级名酒				中国名酒初选名单			
茅台酒	五粮液	茅台酒	飞天牌茅台酒	茅台酒	口子牌	杜康牌	
汾酒	古井贡酒	汾酒	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	五粮液	交杯牌五粮液牌五粮液	泸州老窖特曲酒	五粮液牌	国窖牌	
西凤酒	茅台酒	剑南春	洋河牌洋河大曲	剑南春	五粮液牌	板城牌	
	西凤酒	古井贡酒	剑南春牌剑南春	董酒	双沟牌	枝江牌	
	汾酒	洋河大曲酒	古井牌古井贡酒	洋河大曲酒	水井坊牌	沱牌	
	董酒	董酒	董牌董酒	古井贡酒	牛栏山牌	河套牌	
		泸州老窖特曲酒	西凤牌西凤酒	五粮液	古井贡牌	泸州牌	
			泸州牌泸州老窖特曲酒	西凤酒	古贝春牌	郎牌	
			全兴牌全兴大曲	郎酒	四特牌	金六福牌	
			黄鹤楼柏特质黄鹤楼酒	双沟大曲酒	伊力牌	剑南春牌	
			朗泉牌郎酒	宋河粮液酒	全兴牌	洋河牌	
				特制黄鹤楼酒	红星牌	贵州茅台酒	
				宝丰酒	红棉牌	泰山牌	
				武陵酒	西凤牌	景芝牌	
				全兴大曲	宋河牌	黑土地牌	
				沱牌曲酒	板桥牌	稻花香牌	
					杏花村牌	衡水牌	

资料来源：中国酒业协会，东海证券研究所

价格成就真实壁垒。

①**商务宴请天生存在提价属性。**价位本身代表可顾客身份，而付款一般由公司买单，价格敏感性弱于个人。在有商务需求的情况下，用更高价格白酒宴请驱动较足。②**价格打法先低后高。**目前多数较为知名的大单品，往往需要足够的品牌认知之后才能带来有效提价。直接通过做一个高端无知名度单品相对困难。所以小幅度提升价格往往可以直接选原有产品，如果想大幅度提升产品价格，可能即使用年份展示出产品优势，但仍需要是相关系列新品。③**只有价位不可靠营销突破。**价位代表品牌力，品牌力代表长期的消费者教育或者足够时间沉淀的口碑认知。即便通过加大营销，推动高单价新品，在品牌力尚未形成之时，消费者较难买账，这导致多数新品推动往往需要在原有价位附近推新，如果价格差异较大，较难起量。

图49 价格壁垒



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

大单品成功法则。在价格为真实壁垒的情况下，大单品尤其是新品推出成功往往需要符合以下特征。①**卡位精准**。一方面，定位当下市场核心需求的价位段，另一方面对于未来趋势价位，提前定位。②**上价位段客户基础强**。在相关产品本身附近价位推出成功率较高。③**高投入**。做足消费者教育，同时通过高渠道利润促进渠道推力。④**营销把控**。在产品推出后，持续的活动反馈、渠道控制，将有效实现产品铺设及复购提升。

图50 产品成功法则



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

大单品生命周期。

(1) 导入期：复购不高（高低实际取决于新品附近价位品牌力），公司费用积极，而渠道费用有限，渠道利润最高，渠道推广意愿较高，公司利润最低。

(2) 成长期：因产品教育成本高，复购快速提升，公司费用维持高位，可能减少，与此替代的是，渠道费用因产品成长性较好而增加，渠道利润有所减少，仍维持高位，后期对于中、高价位产品，产品单价、批价可能提升，公司利润开始提升。

(3) **成熟期**: 复购提升至新高度, 产品成熟, 公司有用较强价格推力, 商务场景类、200元以上价位等产品, 可能存在价格趋势上行, 所需费用投入整体减少, 但因提价, 渠道费用有所减少。

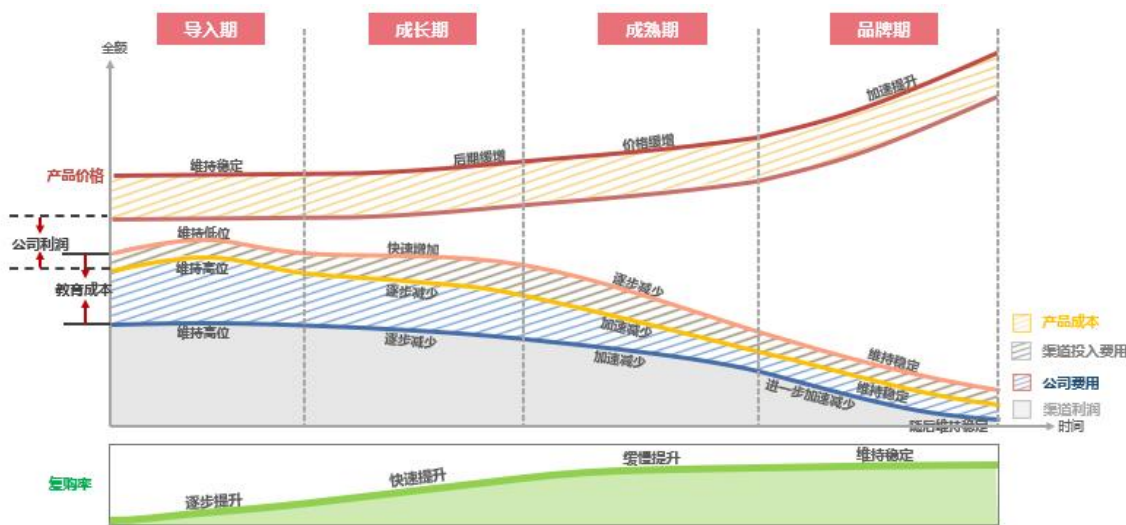
(4) **品牌期**: 对于一些高端价位产品, 当产品成为具备明显优势的大单品后, 费用可能进一步减少, 复购维持高位, 产品价格仍有可能进一步提升, 渠道利润在进一步减少的情况下因品牌力, 仍有较强的采购打款需求。该阶段产品壁垒最高。

图51 四个生命周期及代表产品

导入期	成长期	成熟期	品牌期
王茅	双酱	剑南春	飞天茅台
华茅	赖茅	古8	五粮液
茅台1985	洋河梦6+	海之蓝、天之蓝	国窖1573
	茅台王子酒		
	古20		

资料来源: 公开资料整理, 东海证券研究所

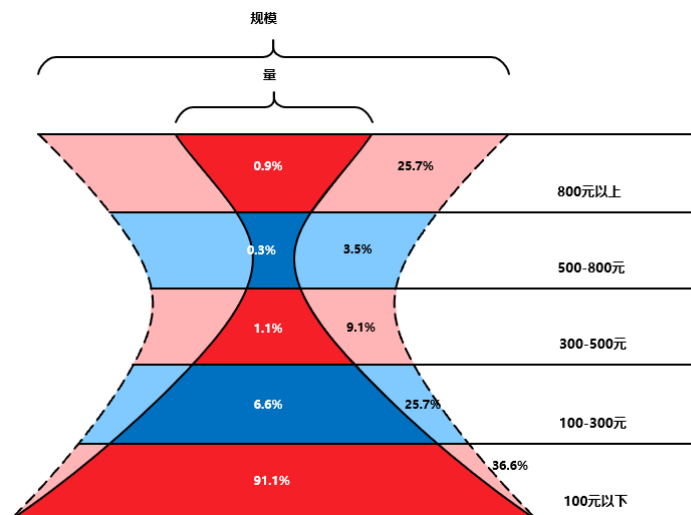
图52 四个生命周期的特点



资料来源: 公开资料整理, 东海证券研究所

白酒分价市场符合“沙漏”特征。①从销售额看, 两头大, 次高端价位带 (300-500元, 500-800元) 最小。②从销量看, 高价位尤其是高端白酒以极小的销量完成了较大的销售额, 通过价位带的两头拉伸, 越靠近高端价位带 (800元以上) 的白酒销量越少, 500-800元仍处于供给缺口期。③白酒“沙漏”特征的本质是价格持续提升及消费场景分化, 其中 100-300元属于商务高频类, 地域龙头为主, 远高于高端的销量和频次成为其消费粘性最好的护城河。

图53 白酒分价市场符合“沙漏”图形特征



资料来源：中国酒业协会，公开资料整理，东海证券研究所

图54 多层次白酒市场特征

多层次白酒市场 = 信任 X 频次 X 客群

价位	信任	频次	客群	核心场景	核心玩家
高端享受类 (800元以上)	最强	少	少	顶层高频商务 + 低频自饮	全国化龙头为主 飞天茅台、国窖1573、五粮液
次高端享受类 (500-800元)	强	很少	很少	低频商务 + 极少自饮	竞争空缺，暂时以地域龙头 + 全国化品牌同时进行 洋河梦6+、古井贡20年、青花20
商务升级类 (300-500元)	很强	很高	很高	中高频商务 + 低频自饮	地域龙头为主 + 个别全国化品牌 剑南春水晶剑、古井贡8年、口子窖20
高频商务类 (100-300元)	强	极高	极大	高频商务 + 大众自饮	地域龙头为主 口子10年、汾酒6、古井贡5年
大众自饮类 (100元以下)	弱	极高	最大	主要大众自饮	全国化品牌为主 + 省内二、三线品牌 牛栏山、尖庄、高炉善家

资料来源：中国酒业协会，公开资料整理，东海证券研究所

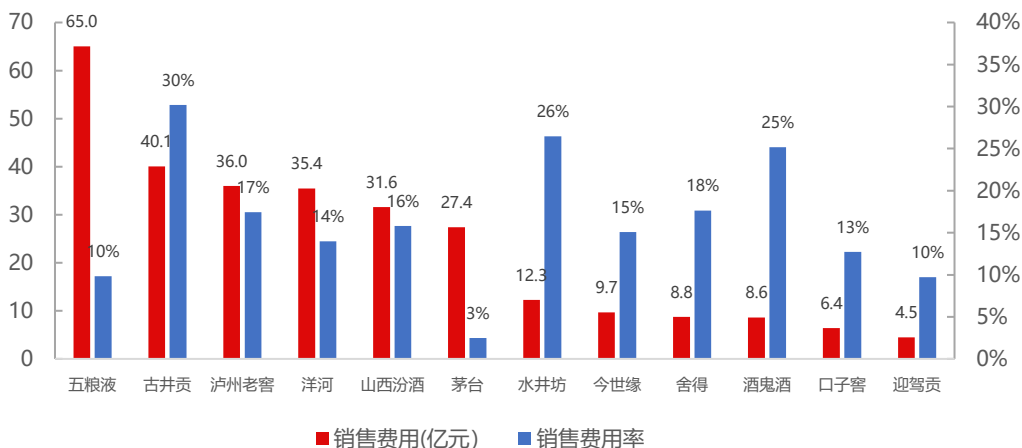
不同类型白酒企业营销投入主要体现在费率和结构上：

(1) 高端、地域名酒销售费用规模较大：高端酒因收入规模大、地域名酒因费率高销售费用规模较大，和其他酒企销售费用形成两个梯队。

(2) 川派次高端、地域名酒企费率往往最高：川派次高端、地域名酒尤其是省区“龙一”分别因分散的全国化发展需求、以省区为中心向外扩展的全国化发展需求，销售费率较高，远高于高端酒、普通地域名酒。

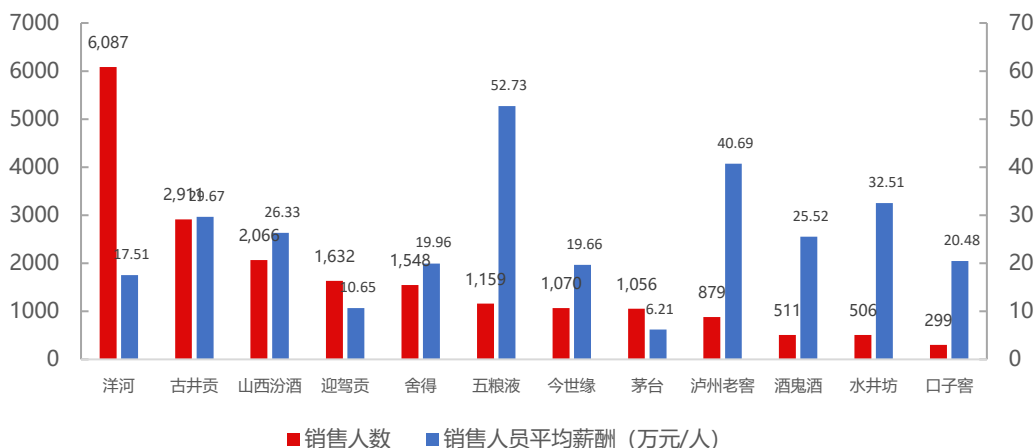
(3) 薪资占比高端名酒往往较低：地域名酒销售更精细化，销售人数较多，薪资占比比较高；次高端名酒因全国化扩张需求，因中高端比例高于地域名酒，单吨销售人员配比仍然高于地域名酒；高端白酒因品牌力强，复购高，薪资占比低，销售人员薪高人少。

图55 白酒上市公司销售费用规模与销售费用率对比



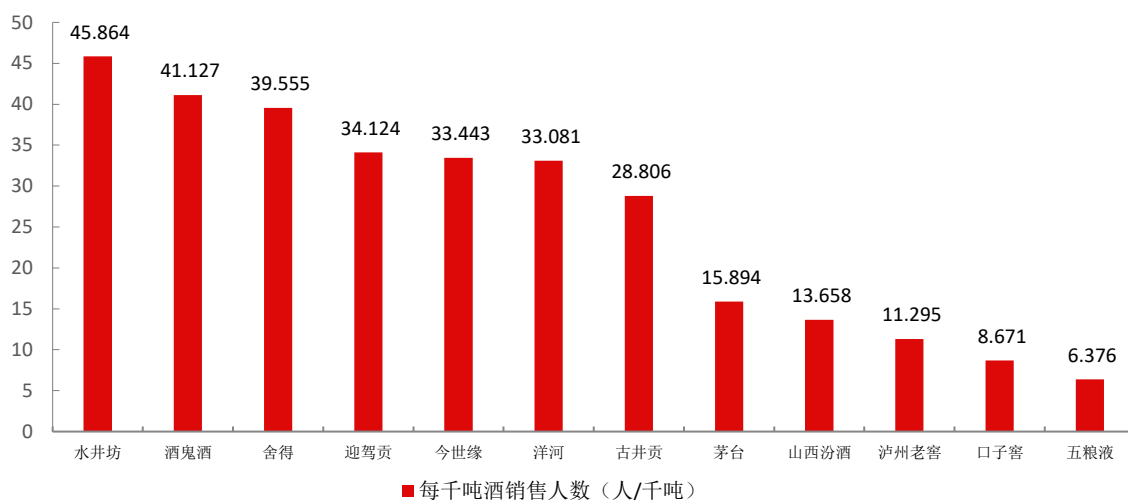
资料来源: wind, 东海证券研究所

图56 销售人员数量及平均薪酬对比



资料来源: wind, 东海证券研究所

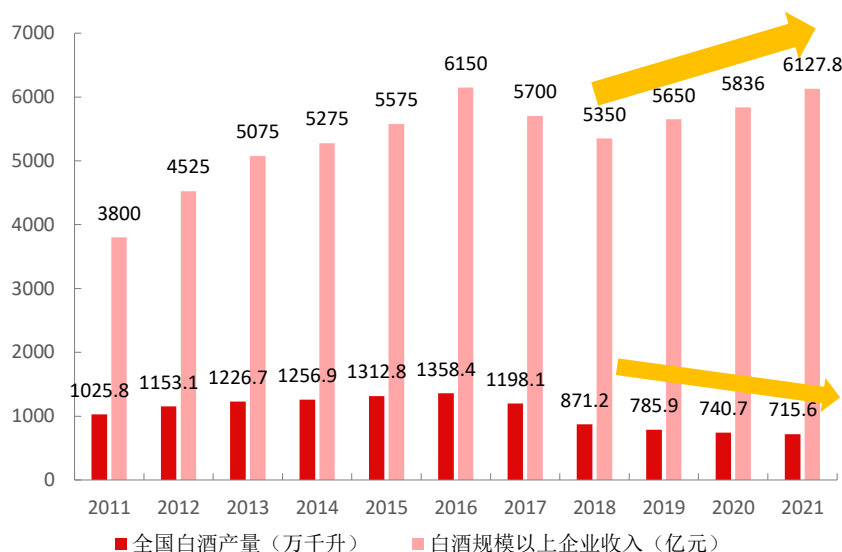
图57 每千吨酒销售人员数



资料来源: wind, 东海证券研究所

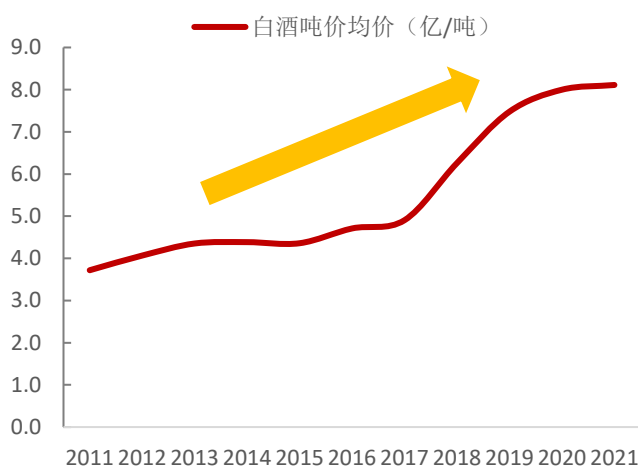
白酒呈现“量减价增”特征：在量减价增趋势下，饮酒频次减少，在具体价位段、具体区域的白酒集中度更容易提升。

图58 白酒行业呈现量减价增的趋势



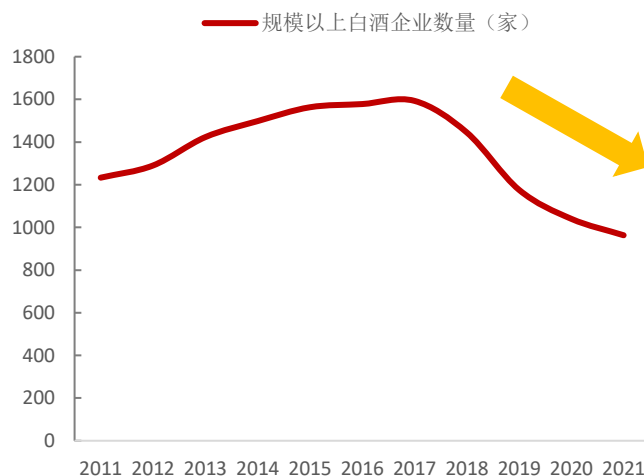
资料来源：wind，国家统计局，东海证券研究所

图59 白酒行业规模以上企业吨价均价的趋势



资料来源：wind，东海证券研究所

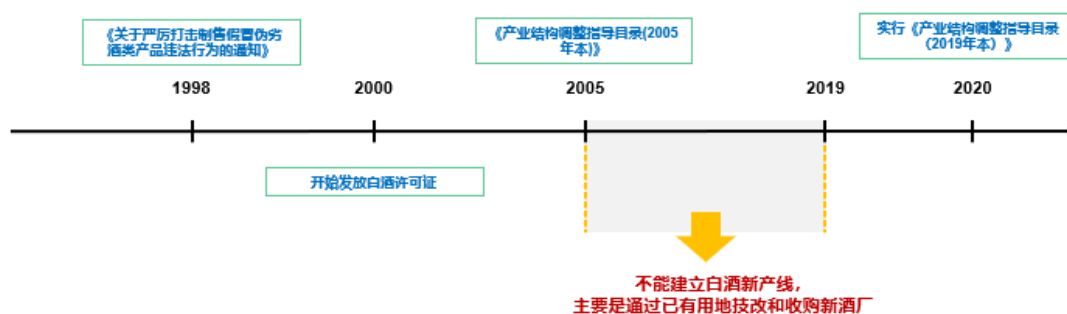
图60 白酒行业规模以上企业数量的趋势



资料来源：wind，东海证券研究所

2019年白酒产能自“限制类”解除。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年据发改委消息，《产业结构调整指导目录(2019年本)》已经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。

图61 2019 白酒产能自“限制类”解除



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

在饮酒频次减少的、高端化提升的背景下，我们认为至 2025 年存在三大趋势性机会：

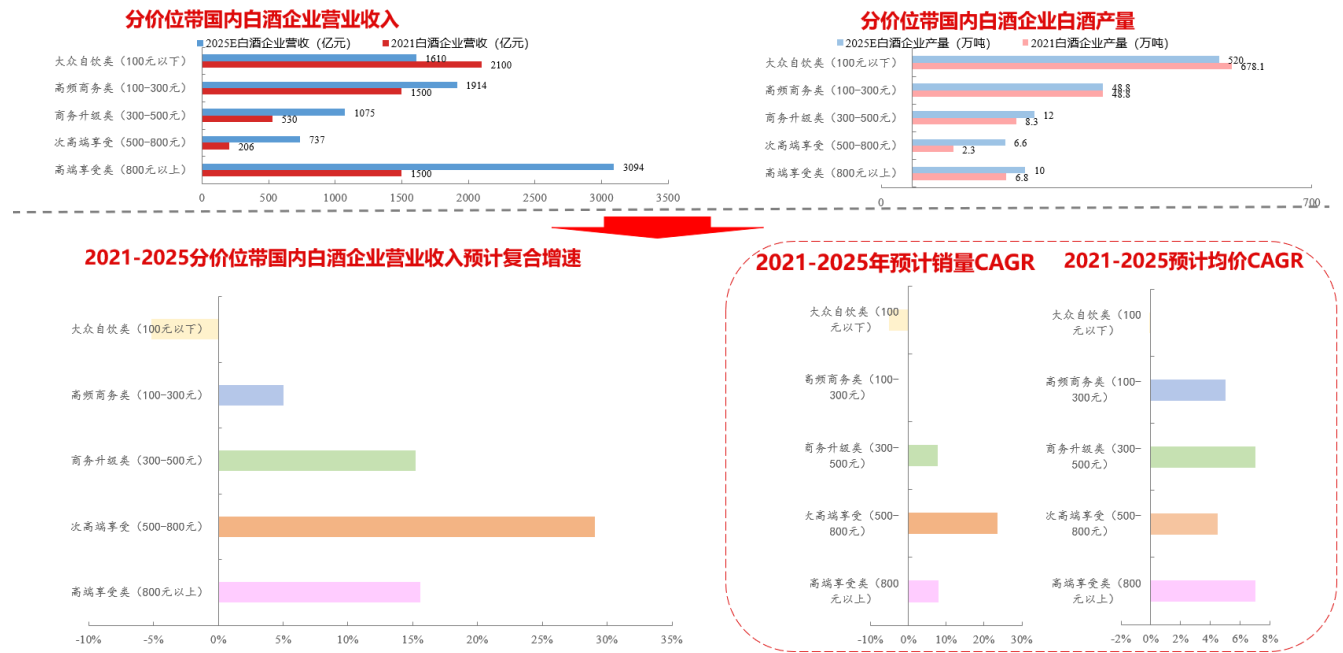
- ①**高端提价 (800 元+)**：除茅台量价齐升外，其他白酒驱动主要在于品牌力换价格。
- ②**次高端扩容 (500 元+)**：高价位次高端主要承接高端酒需求溢出、价位溢出，少量承接低价位升级，量能释放，存在从模糊市场提升为稳定格局的市场扩容机遇。
- ③**商务升级 (500 元-)**：承接实际上来自偏商务场景中最大消费量、最高消费频次价位升级，省域龙头占尽先机。

图62 白酒三大趋势性机会



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

图63 白酒各价位带营收预计复合增速



资料来源：国家统计局，wind，微酒，东海证券研究所

3.公司：产品优质，渠道有效

3.1.产品：大单品品牌力强，品类矩阵丰满。

品类：“茅台酒”与“系列酒”双轮驱动。2014年以前，公司发展，以茅台酒为主，2014年以后，一方面通过“133战略”进一步提升“系列酒”的战略地位，另一方面，在“茅台酒”中非标酒方面持续推新，并加大投放，到2022年以来，系列酒、非标酒占比均得到明显提升，目前公司产品矩阵丰满。

(1)茅台酒：按照价格，从低到高基本形成飞天茅台、生肖茅台、精品茅台、珍品茅台、陈年茅台品牌矩阵。茅台高端化的价格矩阵打造已相对成熟。

①**生肖茅台：**于2014年发布，为与生肖设计巨擘黄永玉老先生一同设计的生肖系列酒，目前为第一大非标单品。

②**精品茅台：**2016年国宴茅台停产后更名为精品茅台。产品采取10年以上基酒、30年以上的部分酒调味。

③**珍品茅台：**于1986年首次推出，2021年12月29日推出新品珍品茅台酒，产品以存放多年陈年基酒勾兑，在“雅”“细”“厚”“长”的贵州茅台酒典型风格特征上表现完美，可以称之为“风格至臻”，品质显著高于普通茅台。

④**走进系列茅台：**茅台自2017年以来，先后发布了走进非洲、走进澳洲、走进俄罗斯、走进智利、走进坦桑尼亚等走进系列，定位较飞天茅台略高。

⑤**香溢五洲系列：**2021年向团购及部分直营渠道推出，定位较飞天茅台略高。此外，近期来看公司对非标茅台酒提价幅度和频率高于飞天、和系列酒，对公司吨价增长、盈利提升，形成有力支撑。

(2)系列酒：2022年品牌矩阵相对丰满。

①**时间均较为悠久**：2000 年前后及 2015-2018 年为公司核心的两个系列酒发布时间。茅台王子酒、迎宾酒分别于 1999 年、2000 年发布，历史时间较长。而 2015-2018 年重启了均在先前具有较远历史文化底蕴的知名系列酒，如赖茅（重启于 2015 年，前身成立于 1929 年）、贵州大曲（重启于 2015 年，前身于 1963 年上市）、王茅（重启于 2018 年，前身成立于 1879 年）、华茅（重启于 2018 年，前身成立于 1862 年）。

②**已形成清晰品牌矩阵**。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。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、1935 的清晰品牌矩阵。而且从未来看，预计千元价格带，茅台 1935 潜力较大，次高端偏上、次高端偏下则分别以汉酱、茅台为主。

③**“133”战略及酱香酒营销公司设立推动系列酒进一步增长**。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）。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，自此一直到 2018 年维持高速增长。

④**2018 以前快速起量，短期调价为主**：2016-2018 年公司系列酒占比翻倍至 10% 左右随后从量增变为价增。2021 年 1 月、2022 年 1 月分别提价 10-20% 左右。

图64 公司主要产品发布时间线



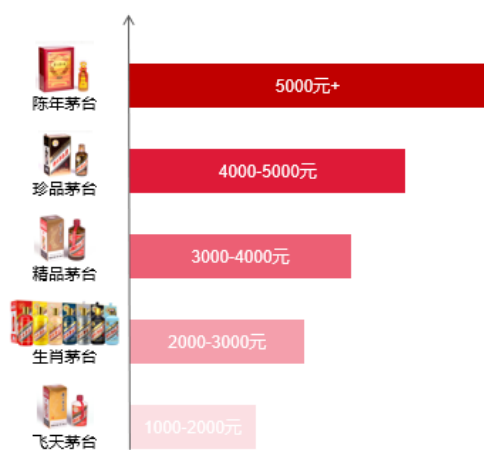
资料来源：公司官网，东海证券研究所

图65 公司产品矩阵



资料来源：公司官网，京东，东海证券研究所

图66 茅台酒产品矩阵



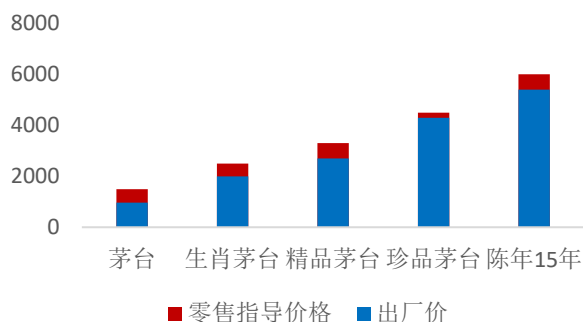
资料来源：wind，东海证券研究所

图67 系列酒产品矩阵



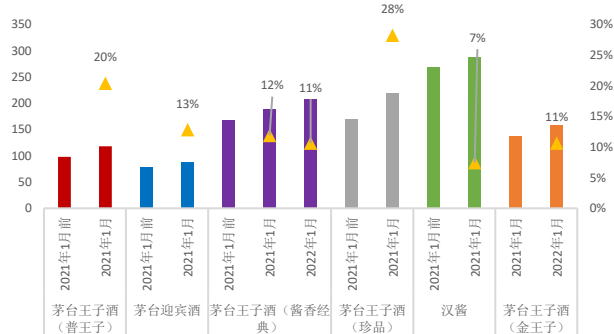
资料来源：wind，东海证券研究所

图68 茅台酒零售指导价及出厂价（元/瓶）



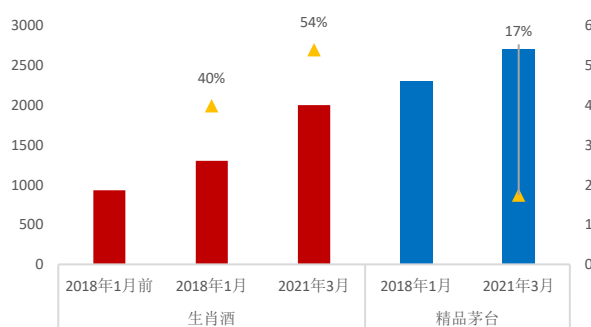
资料来源：京东，公司官网，东海证券研究所

图69 系列酒提价情况（元/瓶）



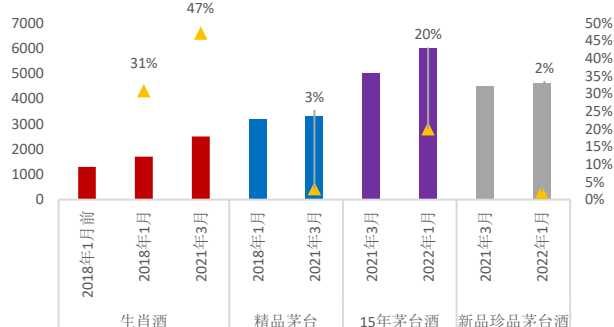
资料来源：公司官网，东海证券研究所

图70 茅台酒出厂价提价情况（元/瓶）



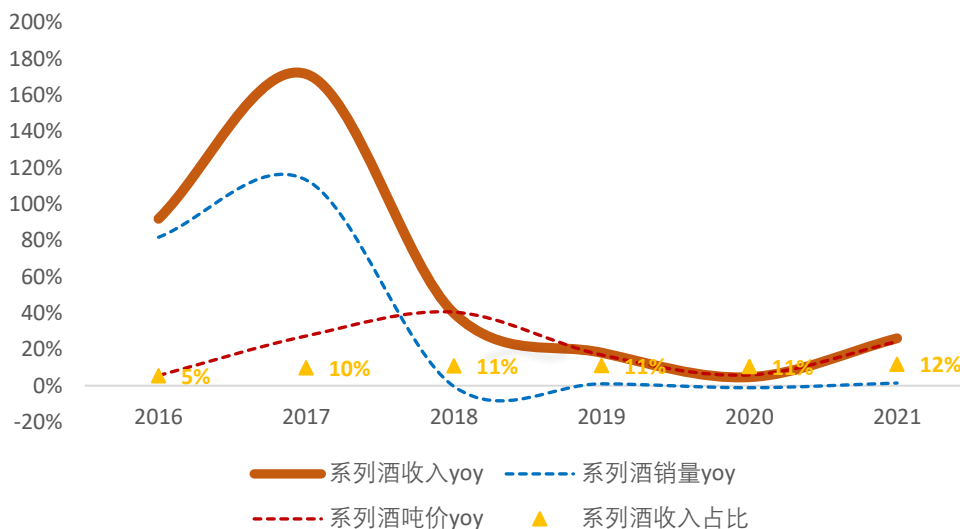
资料来源：公司官网，东海证券研究所

图71 茅台酒零售指导价提价情况（元/瓶）



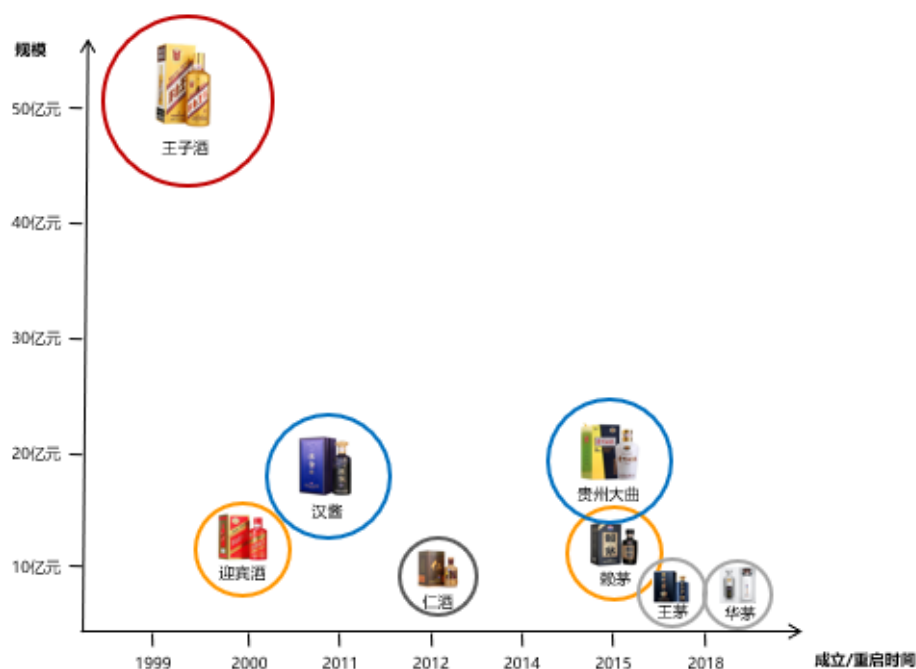
资料来源：公司官网，京东，东海证券研究所

图72 2016-2021年系列酒收入、吨价和销量增速



资料来源：公司年报，东海证券研究所

图73 系列酒规模和成立时间



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

香型比较：酱香型出酒率低，酿造周期长。

(1) **工艺更复杂**：相比浓香型 1 次发酵及清香型仅两次发酵，酱香需要 8 次发酵；此外还需要远超过其他香型的 7 次取酒。整体工艺较为复杂。

(2) **原料更多**：因酱酒主要用高粱发酵并使用不同于浓香和清香的石窖，且坤沙所用高粱更多，出酒率明显低于浓香、清香，这也导致茅台在 1980 年以前，扩产相对困难，而出酒率较高的清香型也因此改革开放前，因产量较高，称霸行业。

(3) **周期更久**：酱香酒酿造周期为“端午制曲”、“重阳下沙”，并取酒多次，酿酒期间长达一年，贮存时间长达 3 年，均明显长于浓香型、清香型。

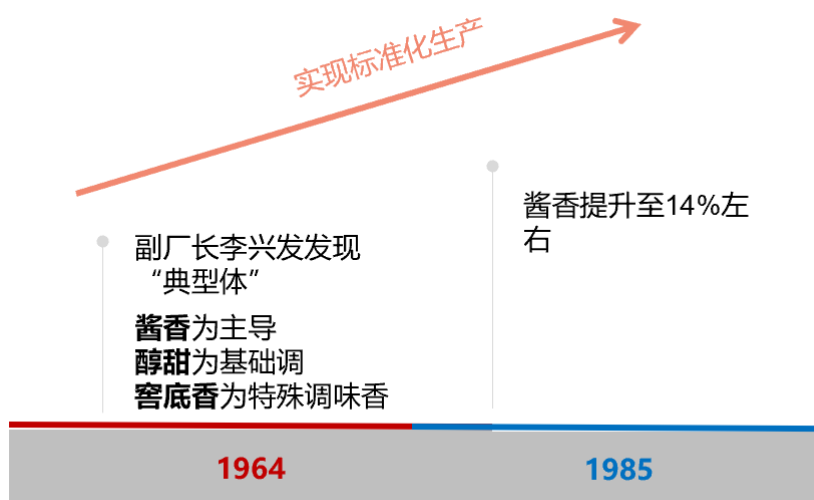
表4 白酒三大香型对比

比较	酱香型	浓香型	清香型
工艺更复杂	发酵次数	8 次	1 次
	取酒次数	7 次	1 次
	窖池	石窖	泥窖
原料更多	酒曲	高温大曲	中高温大曲
	出酒率	0.2	0.3
周期更长	酿造周期	1 年	1.5~2 个月
	贮存时间	3 年	3~6 个月

资料来源：《这就是茅台》-张小军，东海证券研究所

茅台三种典型体，酱香为核心。自 1964 年李兴发发现茅台的三种典型体之后（酱香、醇甜、窖底香），茅台口味进一步实现了标准化。一般酱香为主导，醇甜为基础调，陈年老酒为辅，窖底香为特殊调味香。其中 1985 年以来，酱香在茅台中占比提升至 14% 左右。

图74 李兴发发现茅台的三种典型体



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

茅台高质量的原因：地理位置优越，工艺细致。

(1) 地理位置优越：2001年，国家质量基数监督局批准对茅台实施原产地产品保护，保护地域面积为7.5平方公里，2013年扩大至15.03平方公里。

①**地理位置优势：**茅台镇身处400多米赤水河谷地带，周围群山环抱，使茅台镇形成了冬暖夏热、凤尾鱼烧、无霜期长的特殊小气候。微生物容易繁殖，但不容易散失。茅台酒厂所处位置是赤水河流域微生物群最独特区域。所以茅台镇内只有15.03平方公里的土地范围能够生产茅台酒。

②**赤水河流域催生大量优质酒企。**赤水河上下游以及附近的知名酒企较多，包括五粮液、泸州老窖、习酒、国台、金沙、郎酒、钓鱼台等。其中，茅台、习酒、国台、郎酒、钓鱼台水源均为赤水河。茅台处400米左右海拔，气温优质。

③**不能异地生产：**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“茅台酒易地生产中间试制”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) 工艺高标准要求。①**高标准的“12987工艺”要求：**一年生产周期，两次投料，九次蒸煮，八次发酵，七次取酒。这导致每批酒都要经过30道工序、165个工艺环节，联结8158个负责直接制造或者质量控制的茅台人。②**茅台坚持“三高三长”——**高温制曲、高温堆积发酵、高温蒸馏，以及基酒生产周期长、大曲贮存时间长、基酒酒龄长。③**坚持“三低三多一少”——**“三低”指糖化率低、水分低、出酒率低；“三多”指轮次多、用曲多、耗粮多；“一少”指辅料少。

(3) 茅台酒的原料优质。①**小麦**主要产自安徽、河南、湖北等地有机原料生产基地的优质冬小麦。要求水分占比小于等于13%，淀粉占比大于等于60%，干粒重大于等于38克，不完善粒占比小于等于4%，夹杂物占比小于等于1%。②**赤水河水：**红是因为雨季，雨水冲刷红色土壤使其流入何种，导致河水浑浊变红，每年5-9月是河水最为浑浊的时候，到了重阳前后，河水恢复清澈，此时的水是茅台酒的原料。（赤水河流域酒厂2000多家，也被称

为“美酒河”)。③**红缨子高粱**：主要为赤水河流域产区的高粱。赤水河谷的红缨子高粱和其他产区相比，颗粒小、皮厚、扁圆结实，干燥耐蒸煮、翻拌。水饭占比小于 13%，蛋白质占比大于 12%，干粒重大于 35 克，淀粉占比大于 60%。支链淀粉占总淀粉含量的 99%，远超过普通高粱（普通高粱往往在 60-64%）。

(4) 茅台的微生物优势。有 1200 多种微生物参与了茅台酒的生产，明显高于洋酒的单一菌种，其中部分菌种在茅台高温制曲、发酵、蒸馏中起到品质、生产效率关键作用。①**芽孢杆菌——酱香来源**：2010 年，研究发现三株芽孢杆菌为产酱香菌，他们共同代谢产物有 10 中拥有各自特征的香气物质。②**红曲霉菌——提高产能利用率、降低成本的关键**。2005 年“茅台酒曲太空诱变育种”微生物研究项目取得阶段性进展，经过对酒曲搭载“神舟”五号前后的对比研究，从茅台酒太空酒曲中分离鉴定出过去未知的 1200 多株生物菌类，并选育了优良酵母菌种——红曲霉菌。该菌种耐高温，生存能力、蛋白质分解能力都强于常规酒曲，为提高茅台酒原料利用率、降低生产成本奠定了基础。

(5) 接酒温度和接酒浓度选择较优。①**接酒温度**：茅台 40 度，高于其他酒 15 度左右。原因是，低沸点的有害物质醛类、硫化物得以挥发，剩下的是高沸点的香味物质，对人体刺激比较少。②**接酒浓度**：一般白酒不低于 67 度，茅台酒在 52-56 度之间，这样水分子和酒精缔结牢固，游离的酒精分子变少，喝下去不伤身。

图75 赤水河流域白酒企业



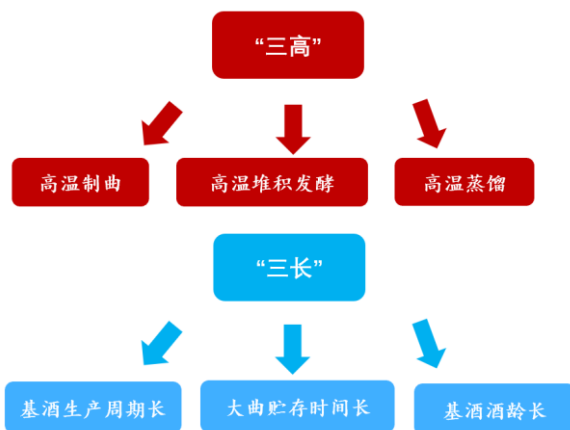
资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

图76 赤水河流域酒企海拔分布



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

图77 公司“三高三长”工艺



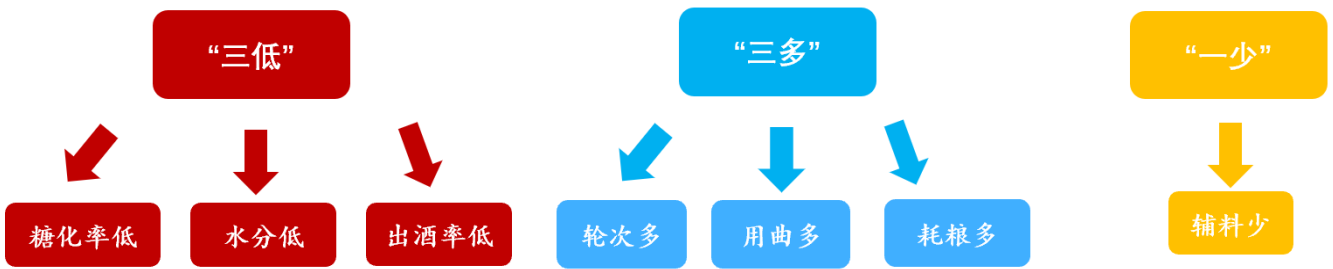
资料来源：公司官网，东海证券研究所

图78 公司微生物优势



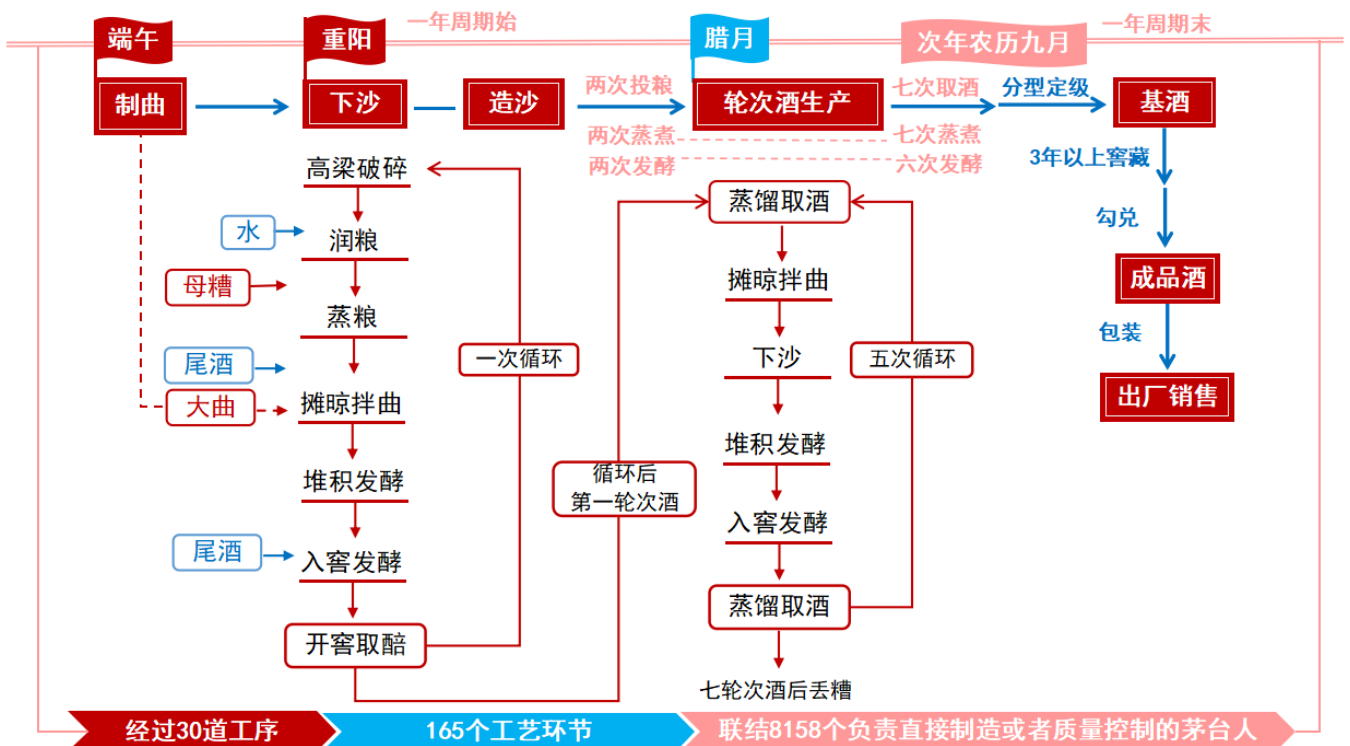
资料来源：公司官网，东海证券研究所

图79 公司“三低三多一少”要求



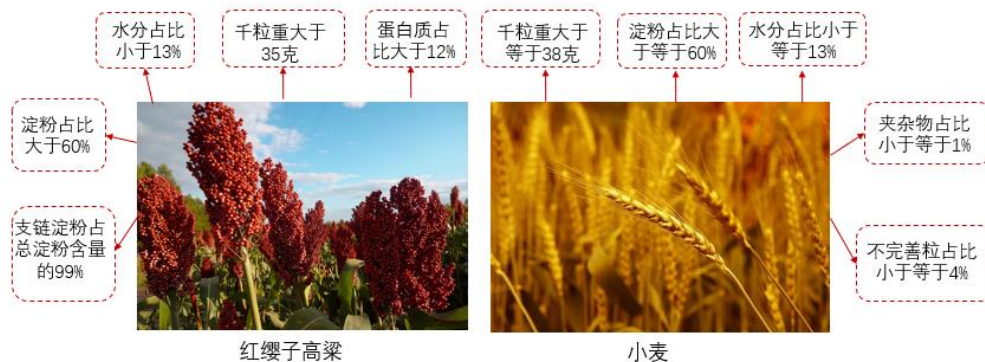
资料来源：公司官网，东海证券研究所

图80 茅台“12987”发酵工艺



资料来源：公司官网，招股说明书，东海证券研究所

图81 茅台的优质原料



资料来源：公司官网，东海证券研究所

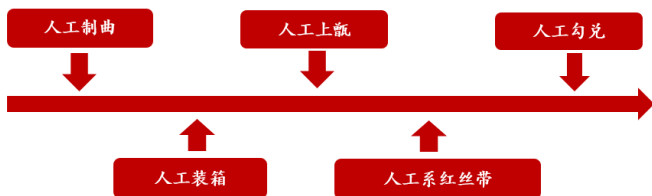
高单价的底层逻辑：茅台的手工文化。

(1) 大量步骤需要人工。①**制曲不能用机器，只能用人工：**因为用机械化方式制成的曲块在温度、分布密度和成型度上都不如人工踩制的曲块适宜微生物繁殖。②**装箱需要人工。**因装箱酒瓶并不能达到 100%良品率，且如果有沙眼，4-6 小时会发生渗漏，茅台需要在木板上静置 24 小时装箱，静置过程中对每一瓶茅台的检测、剔除目前没有办法实现自动化。③**人工上甑。**因人工上甑蓬松、透气性好，机械手上甑容易搅烂谷壳。④**系红丝带。**虽然步骤简单，基于文化传统，至今保留了人工系红丝带流程。

(2) 部分自动化探索失败。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。

(3) 人工步骤的核心——勾兑。①**勾兑成就每一瓶茅台的“独一无二”。**不同轮次的就口味都有区别，而每一批次（约上千吨）勾兑，则完全依靠勾兑师傅的个人能力，无法机械化。这导致每一批次甚至每一瓶酒，有可能都不一样，只不过感官上无法区别。那么每一批次茅台酒都是勾兑师在个性与产品标准之间找到平衡的作品，价值感油然而生。②**勾兑人才难寻。**目前茅台所有人中，深谙勾兑工艺的大师只有 14 人，以 70 后为主。每个生产周期都会在各部门选拔勾兑人才，感官灵敏的会被青睐，但同时需要具备三级品酒师以上的资格。这就要求相关人员必须在品酒岗位工作 3 年以上。从一名新人锻炼到能勾兑茅台酒，至少需要 9 年时间。

图82 需要手工的步骤



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

图83 人工踩曲图



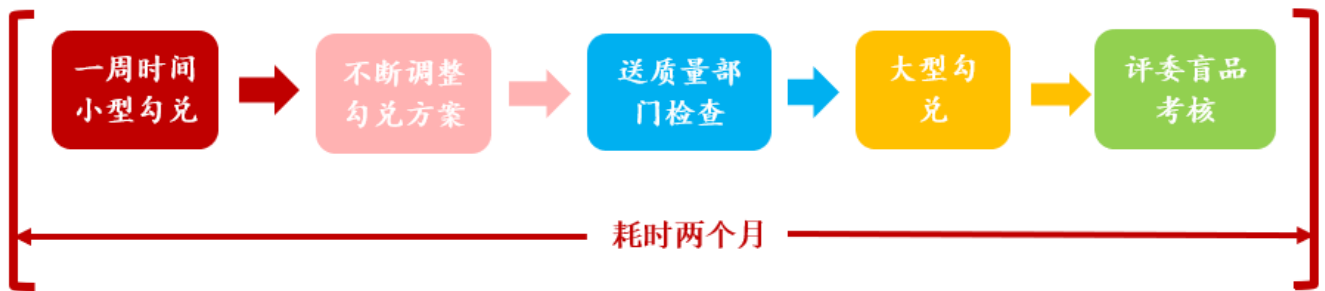
资料来源：公司官网，东海证券研究所

图84 茅台红丝带



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图85 茅台酒勾兑流程图



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

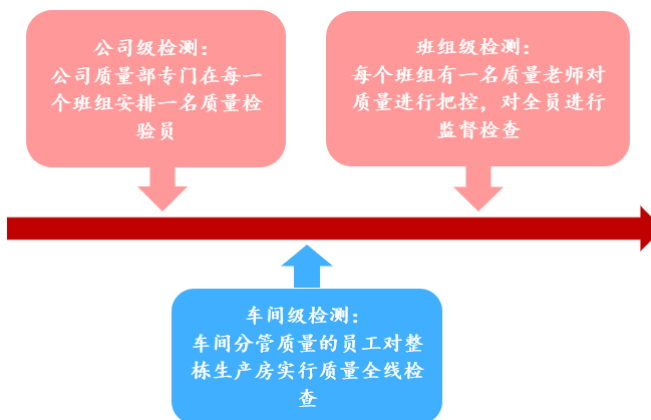
表5 茅台酒不同轮次的特点

轮次	色泽	口味	度数
1	无色透明	有酱香味，略有生粮味和涩味，微酸，后味微	酒精度大于或等于 57 度
2	无色透明	有酱香味、味甜、后味干净，略有酸涩味	酒精度大于或等于 54.5 度
3	无色透明	酱香味突出、醇和，尾净	酒精度大于或等于 53.5 度
4	无色透明	酱香味突出、醇和、后味长	酒精度大于或等于 52.5 度
5	微黄透明	酱香味突出、后味长，略有焦香味	酒精度大于或等于 52.5 度
6	微黄透明	酱香味明显、后味长、略有焦糊味	酒精度大于或等于 52 度
7	微黄透明	酱香味明显、后味长、有焦糊味	酒精度大于或等于 52 度

资料来源：《这就是茅台》-张小军，东海证券研究所

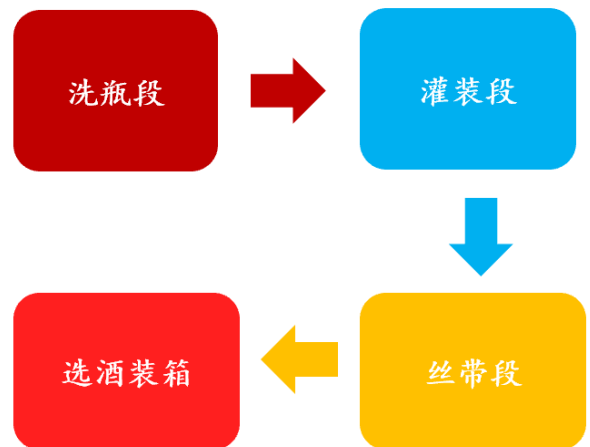
高标准的质量检测。质量检测部 200 余人，出厂前每一批成品酒监测需要 3 天，先进行感官品评，合格之后送到质量部进行理化监测。2013 年底，质量部检测指标只有 30 多个，现在已经 160 多个了。此外包装前、中、后，也会对就酒质进行检测。具体来看，对包装材料和产品实行三级检测，对工序实施四段检测。大量高标准的酒质量检测，成就较强的产品力。

图86 产品三级检测



资料来源：《这就是茅台》-张小军，东海证券研究所

图87 工序四段检测



资料来源：《这就是茅台》-张小军，东海证券研究所

价格：谨慎调整，成就壁垒。（各个历史价格变化因素，“历史”部分有详细分析，此处仅对公司价格特征进行分析。请参考《贵州茅台深度报告：行稳致远，价格闯关》）

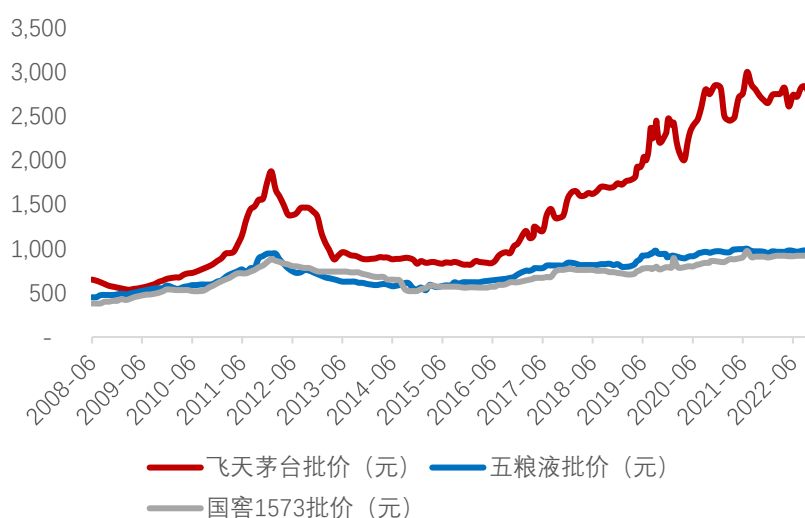
(1) **谨慎调整，相对低频。**行业调整期（2013-2015年）前，公司调整频率本身低于同业，调整期后，进一步放慢，除了2018年初提出厂价外，出厂价再无变化。期间通过直营化占比提升、加大非标投放等方式进一步提升吨价。该方案导致公司价格不同于五粮液和泸州老窖（中间有所降价）只升不降，品牌力、消费者认知在有限时间内更容易确立。

(2) **早期与收入同比，地位确立后，涨价脱钩。**早期尤其是在调整期（2013-2015年）之前，茅台国酒首位并未完全确立，与竞品价格也并未明显拉开，还未出现明显的供不应求，这个阶段整体与消费品涨幅、收入涨幅基本同步。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（调整期批价与工厂价格接近，故用工厂价格计算）。调整期过后，随着茅台地位进一步确立，价格与竞品拉开，真正实现供不应求之后，价格涨幅明显与宏观脱钩，2016-2021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%，茅台批价增幅明显较快。

(3) **高渠道利润。**一方面基于控终端价目的，出厂价提价较缓慢，另一方面，每一轮提价，都为经销商提供了高额的利润。较高经销商利润率使茅台销售维持良性循环。

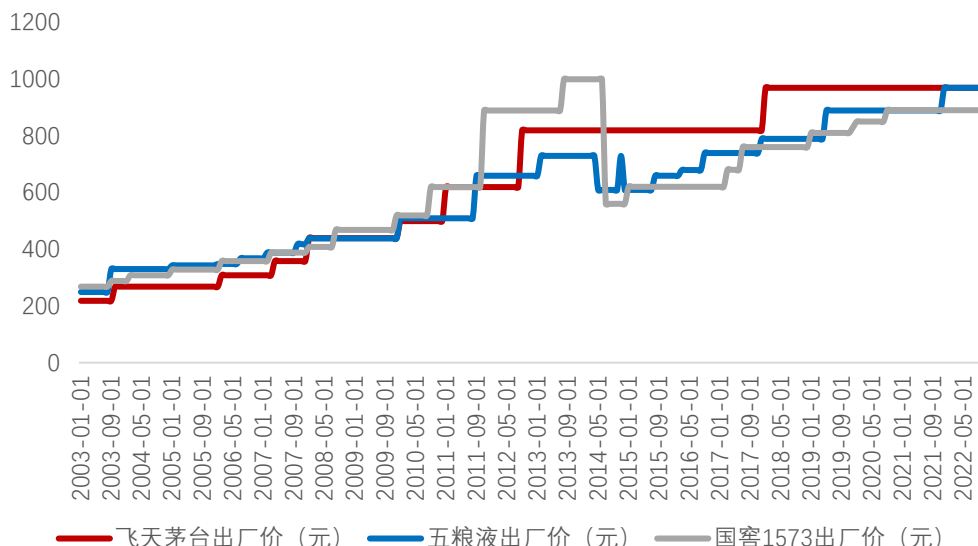
(4) **经过价格调整形成真实壁垒。**实际上，我国1997年白酒产量酒已经超过700万吨，基本与现在接近，2000年附近、2016年附近我白酒产量、销量均存在持续下降现象。近20年来，行业增长的“茅”主要就是价格。价格决定品牌力，品牌力决定业绩势能。虽然产品力同样重要，但在相对高端的制作方法下，口味质量差异，一般消费者无法察觉；口味本身的高端与低端同样需要通过价格来激进行消费者教育；而价格相关的消费者教育所需时间较长，这导致价格成为白酒的真实壁垒。

图88 贵州茅台、五粮液、国窖1573批价对比



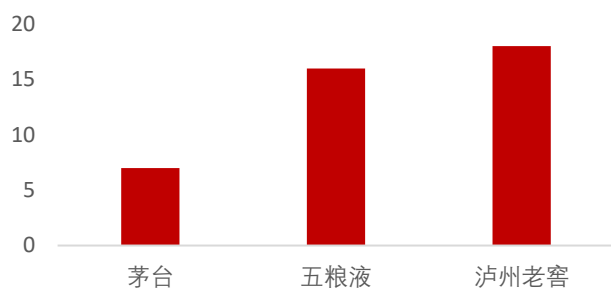
资料来源：通联数据，东海证券研究所

图89 2003年至今贵州茅台、五粮液、国窖1573出厂价



资料来源: wind, 东海证券研究所

图90 2006-至今, 茅五泸出厂价调节次数 (次)



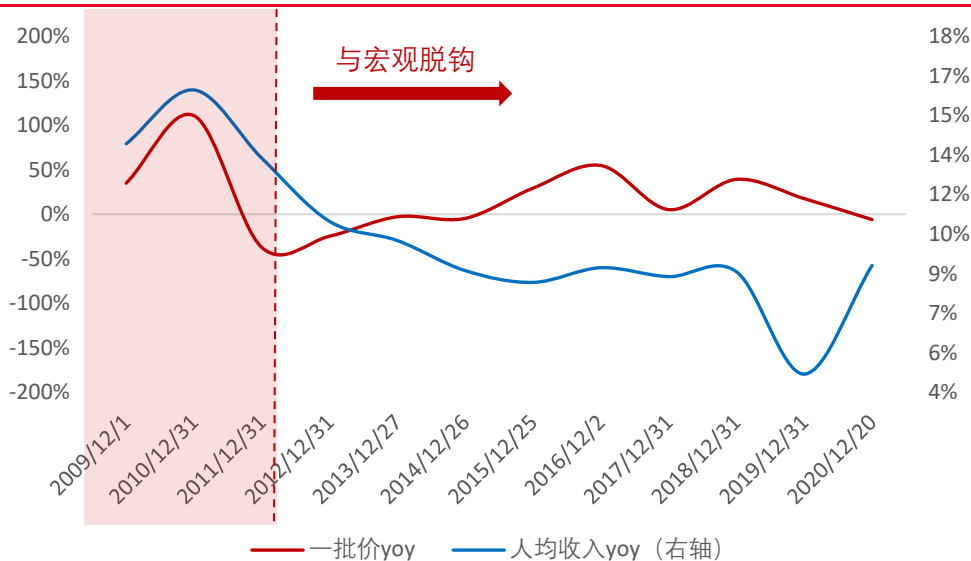
资料来源: wind, 东海证券研究所

图91 2006年至今历次提价后茅台渠道毛利率



资料来源: wind, 通联数据, 渠道调研, 东海证券研究所
说明: 茅台渠道毛利率采用一批价与出厂价差除以一批价得出。

图92 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

3.2.渠道（包括i茅台）：直营占比持续提升

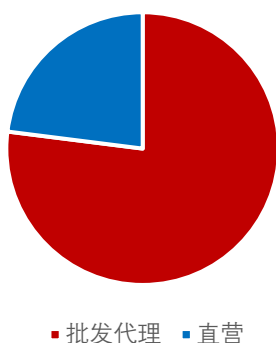
渠道相对完善。①**价格**：目前直营渠道主要包括直营店、团购渠道及i茅台平台，供货价格 1499 元/瓶；批发渠道中，KA 及电商平台供货价格为 1399 元/瓶，其他渠道（包括经销商、省内关联方、茅台集团、出口渠道）供货价格均为 969 元/瓶。②**占比**：2021 年直营、经销收入占比分别达 23%、77%，销量占比分别达 9%、91%。直营吨价较经销明显具有优势。2021 年直营、经销吨酒价分别为 418.94 万元/吨、135.13 万元/吨，直营明显高于同期茅台酒吨酒价 257.8 万元/吨，经销明显较低。此外 2022 年因 i 茅台上线，占比有明显上升趋势，2022 年 Q3 单季度直营收入占比预计达 37%。

图93 公司渠道分类



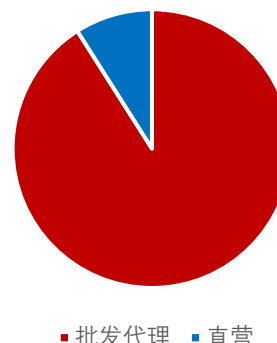
资料来源：公司年报，东海证券研究所

图94 2021 年各渠道收入占比 (%)



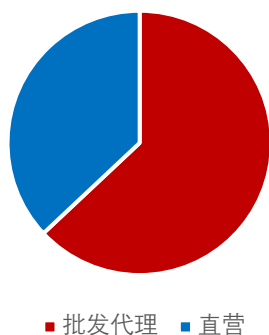
资料来源：wind，东海证券研究所

图95 2021 年各渠道销量占比 (%)



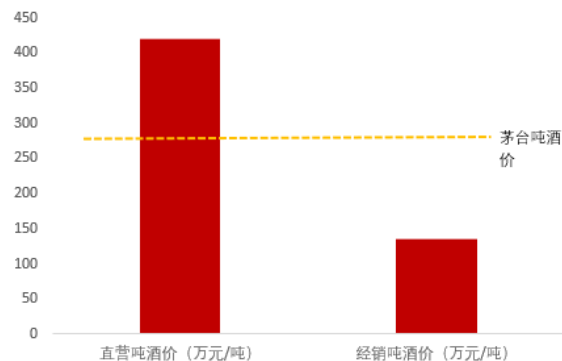
资料来源：wind，东海证券研究所

图96 2022年Q1-Q3各渠道收入占比



资料来源: wind, 东海证券研究所

图97 2021年各渠道吨酒价格



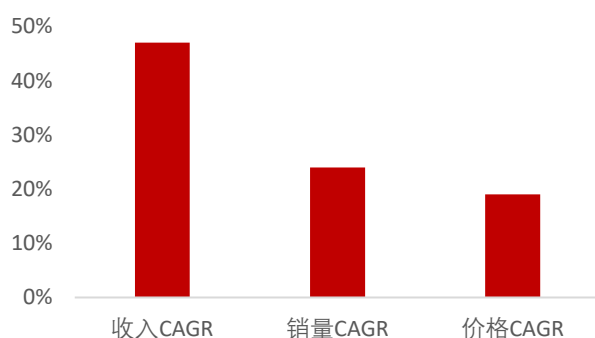
资料来源: 公司年报, 东海证券研究所

直营: 受i茅台放量, 快速抬升。

(1) 直销渠道量价齐升: 2016年以来同年直销渠道收入增长较快, 收入、量、价CAGR分别为47%、24%、19%, 量价齐升。量主要来自于批发渠道部分量转为直营配额, 而价方面5年CAGR、3年CAGR分别为24%、34%, 有所提速。按照单瓶价格测算, 直营渠道平均单瓶价格达到1942元/瓶(不含税)/2229元(含税), 明显高于飞天茅台供货价1499元, 我们认为主要跟非标加大投入有关。

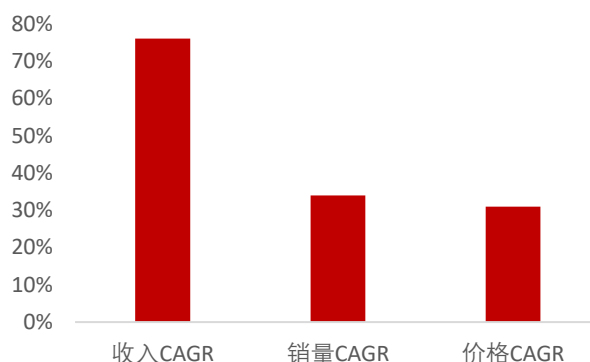
(2) i茅台带动直销渠道放量。 ①**规模:** i茅台自2022年3月31日试运行、5月19日正式上线以来, 规模较大, 2022Q1-Q3实现不含税销售收入84.62亿元。成为公司业绩核心增长动能。②**产品:** 从具体供应产品来看, 主要分为享约申购(每天9-10点申购)、直接线上销售两类。其中申购品类包括茅台1935、虎年茅台500ml款、虎年茅台一对分别375ml装、珍品茅台四款产品。线上销售包括100ml飞天茅台、茅台冰淇淋、43度500ml飞天茅台、43度喜宴红茅台、茅台金王子、茅台迎宾紫色6款产品。

图98 2016年以来直营渠道收入、销量、价格CAGR



资料来源: 公司年报, 东海证券研究所

图99 2018年以来直营渠道收入、销量、价格CAGR



资料来源: 公司年报, 东海证券研究所

图100 | 茅台产品情况



资料来源：| 茅台，东海证券研究所

整体经销渠道：经销商持续减少，库存管理较优。

(1) 经销商持续减少。2018年以来经销商变化剧烈，每年数量均减少较多。其中2018年、2019年、2020、2021减少的经销商主要分别是茅台酒、系列酒、系列酒、茅台酒，2022年以来经销商相对平稳，年初至Q3末减少5家。

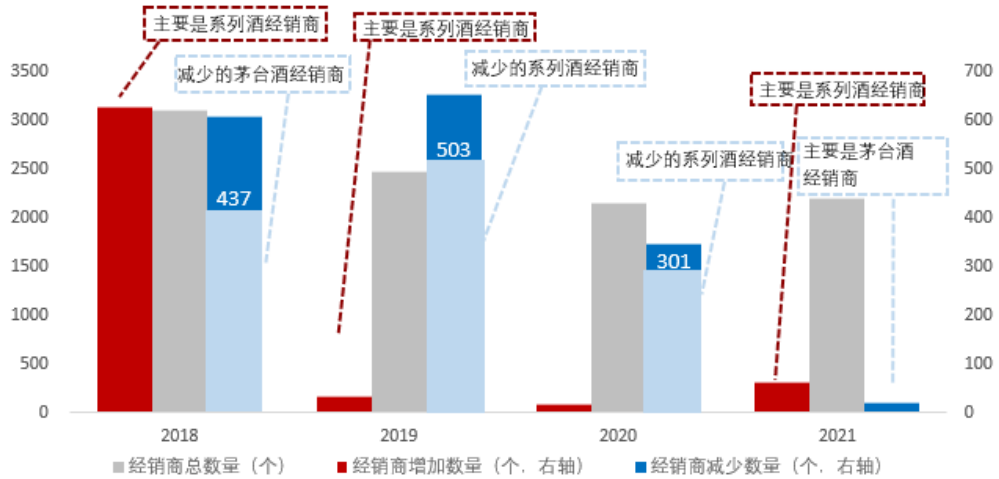
(2) 经销规模占比持续下降。经销收入5年CAGR达18%，主要来自于2017年量的提升和2018年价的提升，但2018年以来的3年收入CAGR仅为5.8%，增长主要来自于价格。基于经销缩量，2022Q3收入下滑约15%。

(3) 库存管控合理。公司经销商以小经销商为主，这导致公司对终端控制相对有效，行业调整期（2013-2015年）在竞品渠道库存往往达到4-8个月的时候，公司渠道库存控制在3个月及以下，这成为公司价格稳定的基石。在调整期过后，仅2018年提升了一次出厂价，这导致渠道利润明显较高，驱动充足，渠道库存1-2周，基本维持在供不应求的状态。

(4) KA及电商平台：稳步提升。2018年以来公司加大对KA商超及电商平台的合作。全国、区域渠道服务商投放量预计分别为300吨、150吨左右，整体看，KA及电商平台投放量约5000-6000吨。

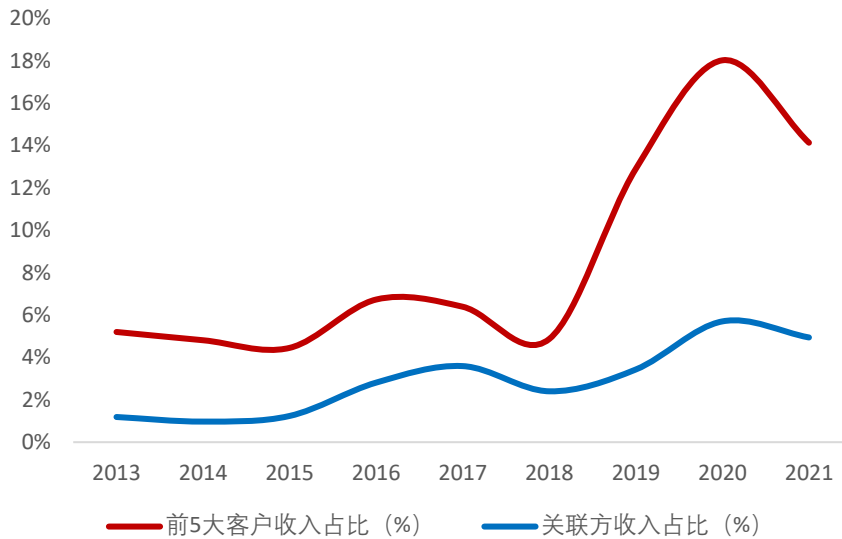
(5) 部分省内国企客户，支撑政商消费场景基础。规模可控：2021年公司收入中，前5大客户收入占比14.13%，其中关联方占比4.94%，我们预计其中包含贵州机场、贵州高速等国企客户。受到历史以来政商消费场景定位影响，公司政商团购客户根基稳固。

图101 2018-2021年茅台经销商数量



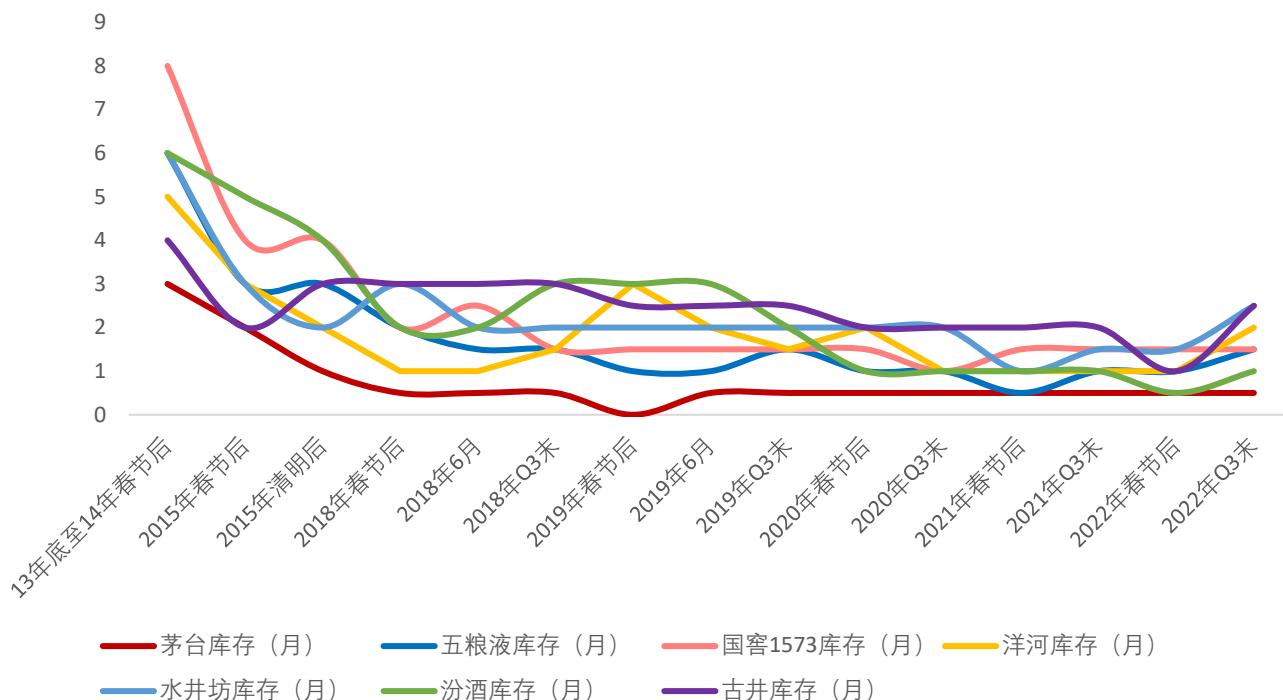
资料来源：公司年报，东海证券研究所

图102 2013-2021年茅台前五大客户收入及关联方收入占比



资料来源：公司年报，东海证券研究所

图103 2013年至今各白酒库存情况



资料来源: 渠道调研, 东海证券研究所

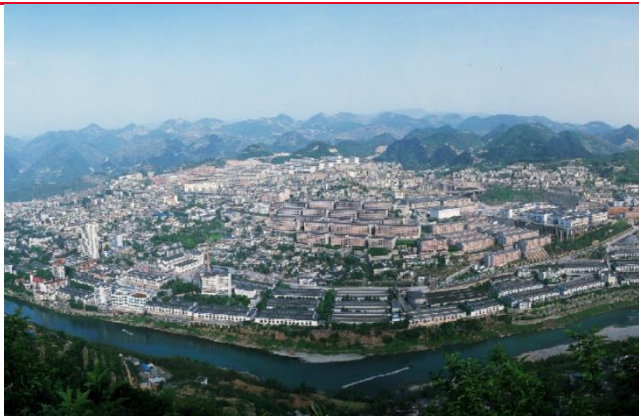
3.3.生产: 产能饱和, 长期来看产能提升仍有空间

产能: 茅台酒双厂区挖潜产能, 系列酒短期高产能待释放。

(1) **茅台酒**: 2021年茅台酒总设计产能为42742.5吨, 实际产量56742.25吨, 产能利用率133%。目前已有产能, 由两块厂区组成, 分别为老厂区(2.9万吨设计产能左右)、中华片区(1.4万吨设计产能左右)。

(2) **系列酒**: 2021年系列酒设计产能为31660吨, 实际产量28248.92吨, 产能利用率89%, 因存在第二年投产产能6400吨, 去掉该部分, 调整后产能利用率约112%, 同样超过100%。目前有在建产能“3万吨酱香酒系列酒技改工程及其配套设施项目”, 建设进度截至2021年末为58%, 建成后, 系列酒现有产能望有大幅提升。

图104 茅台酒厂远眺



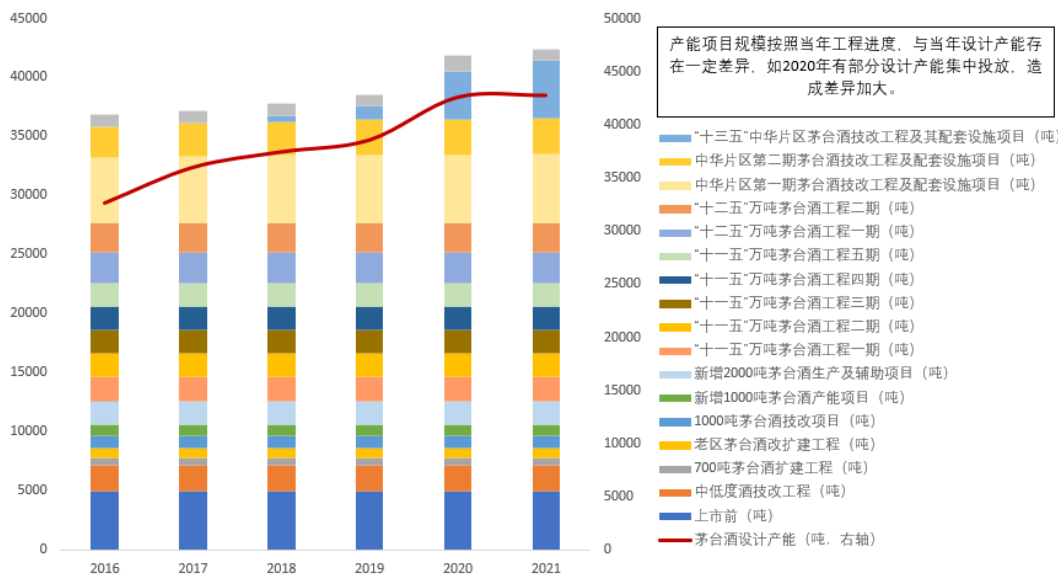
资料来源: 公开资料整理, 东海证券研究所

图105 茅台镇远眺



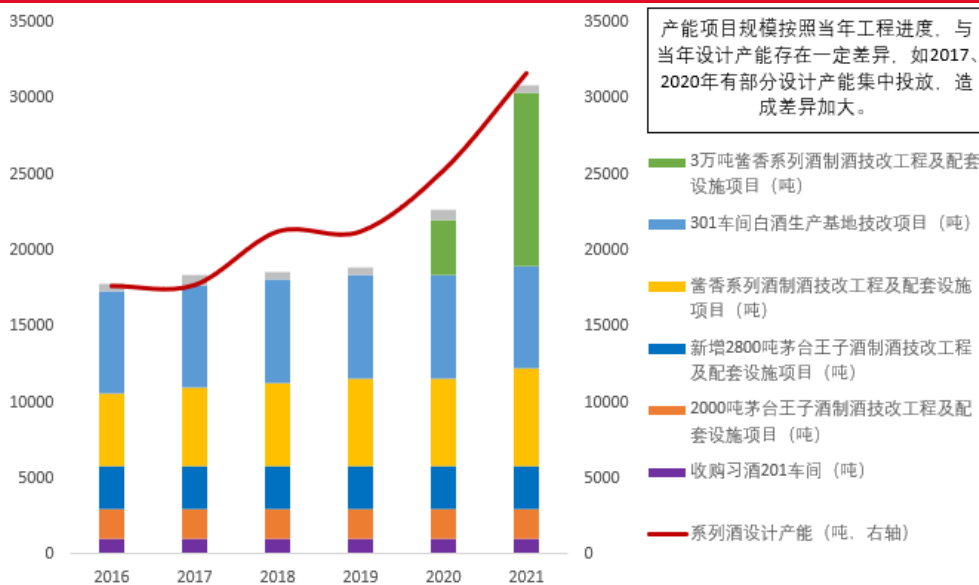
资料来源: 公开资料整理, 东海证券研究所

图106 2016-2021年茅台酒实际产能



资料来源：公司年报，公开资料整理，东海证券研究所

图107 2016-2021年系列酒实际产能



资料来源：公司年报，公开资料整理，东海证券研究所

产能饱和问题较为严重。

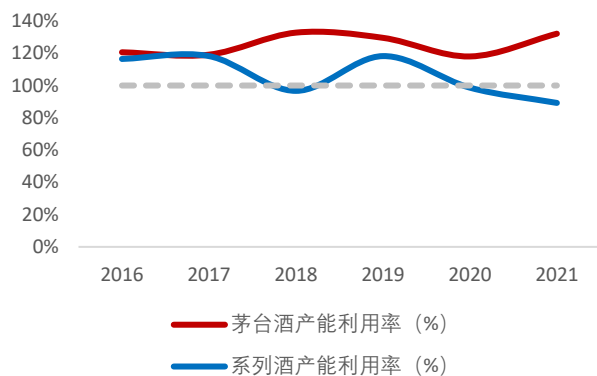
(1) 产能利用率持续超过 100%。①茅台酒：产能利用率一直超过 100%，其中 2021 年产能利用率达 132%。受限产能增长有限，5 年产量 CAGR 约 8%。产能增长较快的时间主要为 2018、2021 年，实现产量同比上双，2019、2020 年仅 1% 同比增速。②系列酒：系列酒产能同样饱和，产能利用率 2020 年以前往往维持 100% 以上，2021 降至 89%。此外，2018 年以来，系列酒主要靠价增，量增有限，5 年产量 CAGR 达 7% (低于茅台酒)，2019、2021 年增长相对较快。

(2) 成品库存占第二年销量比重持续下降。2015 年以来，每年已有的成品酒库占第二年白酒销量的比重 27%，持续下降至 13%，进一步说明库存有限，产能紧俏。

(3) 总库销比持续低于 4。含基酒的库存量可供销售年份(总库存比当年总销量), 2017 年以来低于 4 年。因茅台酒经过 1 年生产周期后, 需经过 4 年储蓄才能对外销售, 这说明, 一旦茅台酒某年生产受到影响, 均可能对未来业绩产生明显影响。

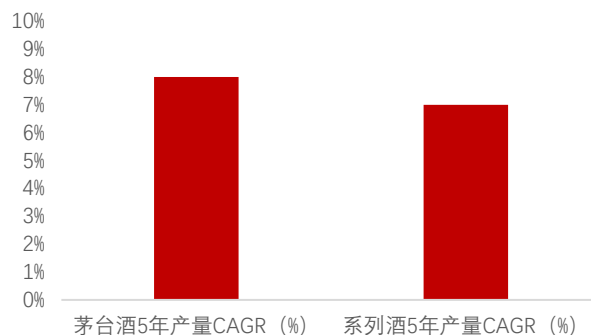
(4) 成品酒库存 2011 以来未发生实际变化。2011-2021 年, 十年以来公司白酒销量提升了近 3 倍, 但成品酒库存未发生较大变化, 2020、2021 年分别较 2011 年成品酒库存下降 6% 和提升 16%。

图108 2016-2021 年分产品产能利用率



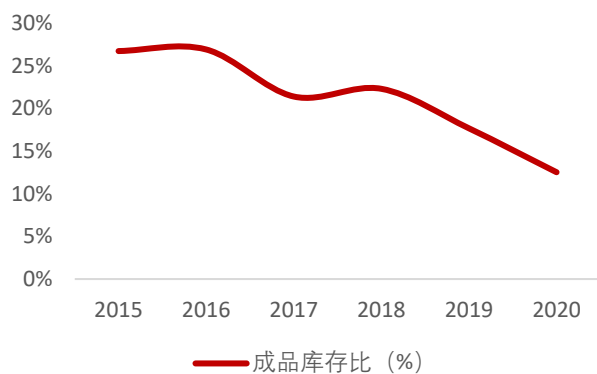
资料来源: 公司年报, 东海证券研究所

图109 茅台酒、系列酒 5 年产量 CAGR



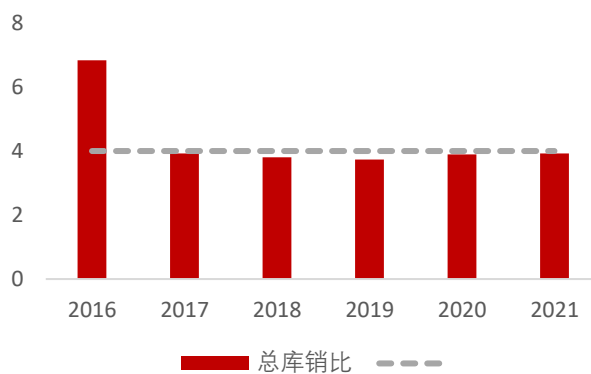
资料来源: 公司年报, 东海证券研究所

图110 2015-2020 年成品库存在第二年销量占比



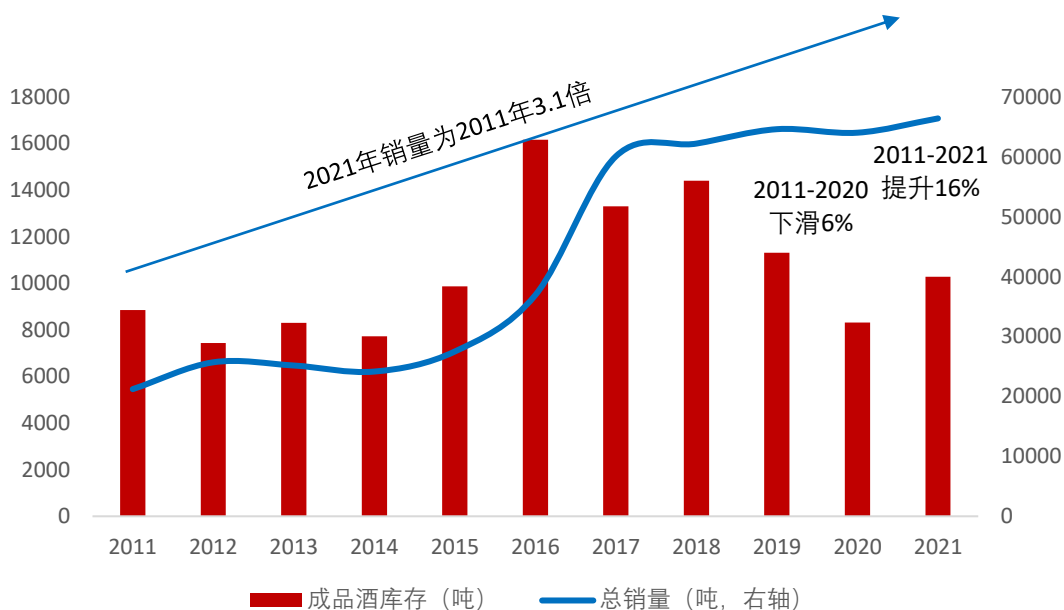
资料来源: 公司年报, 东海证券研究所

图111 2016-2021 年公司总库销比



资料来源: 公司年报, 东海证券研究所

图112 2011-2021年成品酒库存和总销量



资料来源：公司年报，公开资料整理，东海证券研究所

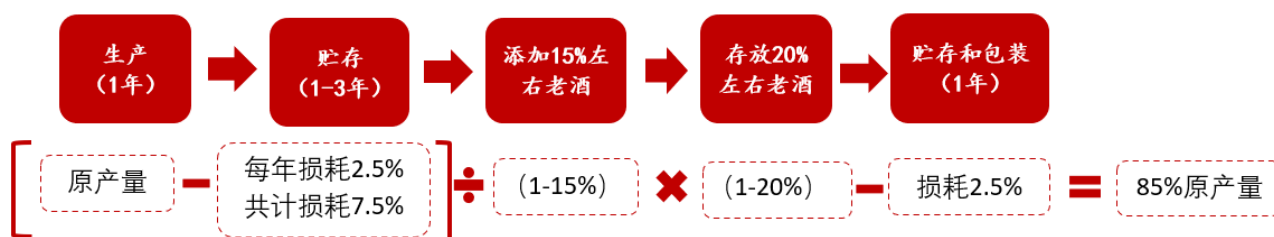
茅台酒生产与销量的对应关系。整体看，我们预计茅台酒每年损耗约 2.5%，勾兑加入约 15%左右老酒，存放老酒比例可能在 20%左右，预计可销售数量为 4 年前产量的 85%左右，但随着老酒存放比例变化，该判断可能存在一定弹性。

(1) 损耗预计 2.5%左右：一方面，根据茅台志历史数据，1990 年以前，损耗已经可以控制在 4%以下，3%左右；另一方面我们用近四年库存加上第二年产量减去销量之后的库存与当年库存相比，得到 2018-2021 损耗分别为 3.1%、2.1%、1.4%、2.5%，平均来看，预计损耗约 2.5%左右。2021 年公司吨酒价如果按照 2.5%损耗计算，损失金额约 33.8 亿，故我们认为，损耗率可能较难上升，长期仍有望通过技术调整而进一步下降。

(2) 添加老酒比例可能在 15%左右：根据 2001 年公司招股书，公司高度茅台酒、低度茅台酒、15 年陈年茅台酒、30 年陈年茅台酒、50 年陈年茅台酒，1 吨需要添加老酒为 0.1486 吨、0.1170 吨、0.4500 吨、0.7999 吨、0.8500 吨。也就是说高度茅台酒添加比例约 15%左右，低度茅台、陈年茅台分别在这个数据下方、上方。考虑到 2001 年以来老酒添加比例可能有一定变化，但因品质需求，可能的降低幅度有限；因产能紧缺，提升可能有限，故我们预计添加老酒平均比例约 15%左右。

(3) 销量约为 4 年前 85%左右，存放老酒比例可能在 20%左右：①销量约为 4 年前产量 85%。因茅台酒的生产贮存周期为，第一年生产，生产结束先分型定级，随后贮存一年后盘勾，再贮存两年后勾兑调味在贮存一年包装出售。故销售酒量与 4 年前产量相关。按照茅台当年销量，除去行业调整期(2013-2015 年)前后几年、及早期未出现供不应求的年份，基本可以得到茅台可供销量约为 4 年前产量 85%左右。②预计存放老酒比例可能在 20%左右。据传闻老酒存放比例往往为 20%-30%左右，我们通过计算将此数据进一步细化：按照损耗假设 2.5%、添加老酒比例假设 15%、可供销量为 4 年前产量 85%，故老酒比例可能在 20%左右，但随着老酒政策变化，比例可能存在一定弹性。

图113 茅台酒时间流程图及计算说明



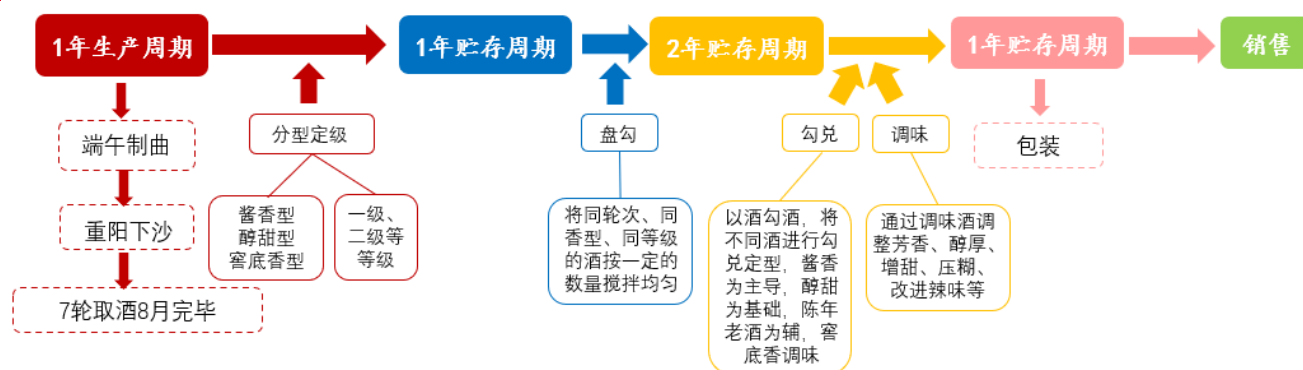
资料来源：公司年报，公开资料整理，东海证券研究所

图114 茅台酒历史损耗情况



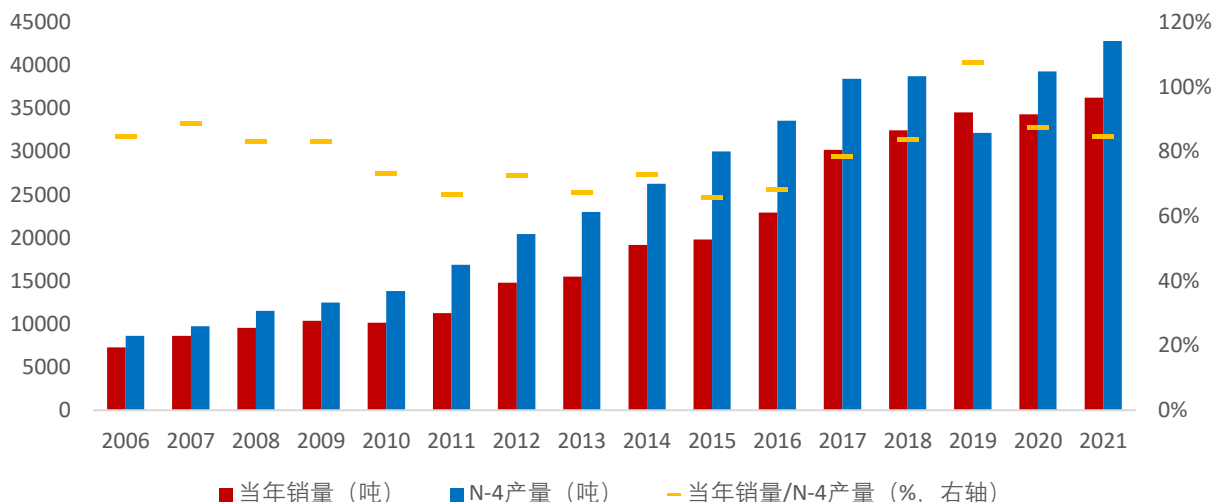
资料来源：《茅台志》，公司年报，公开资料整理，东海证券研究所

图115 茅台酒5年周期流程图



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

图116 2006-2021年茅台酒当年销量与N-4年产量关系



资料来源：公司年报，东海证券研究所

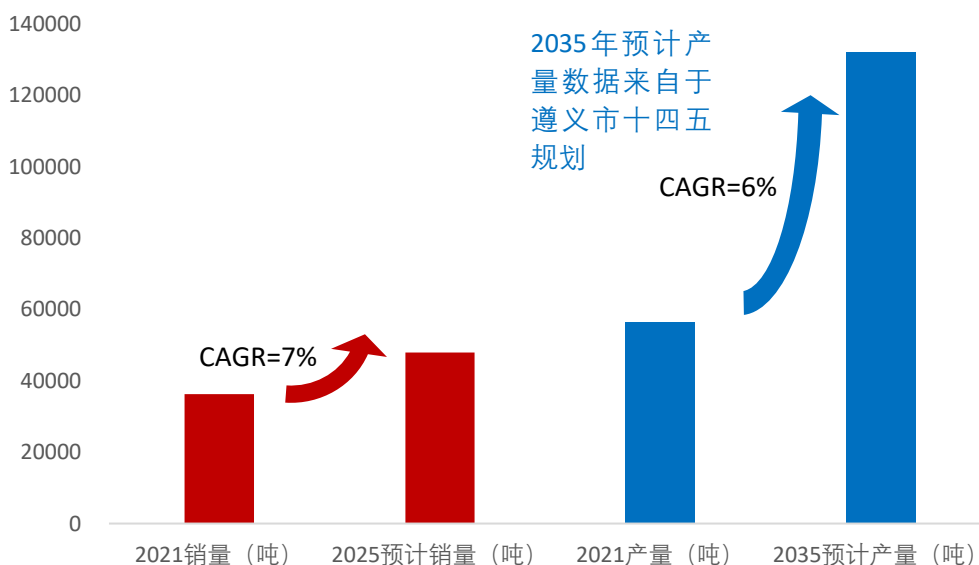
茅台酒远期产能仍有望进一步提升。

①**2021-2025年销量预计维持稳健增长**：按照2.5%损耗，20%老酒留存率、15%老酒添加比例，我们可以预测2025年茅台酒可供销量分别达4.79万吨，2021-2026年销量CAGR可达7%。

②**中华片区远期规划**：根据《贵州茅台股份有限公司修建性详细规划（中华片区修建性详细规划）规划》，“十二五”、“十三五”、“十四五”期间望分别新增1.3万吨、2万吨、1.9万吨生产能力，总计5.2万吨，目前中华片区设计产能1.4万吨左右，预计仍有一定空间。

③**2035年**：根据《遵义市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》提到，“支持茅台集团形成茅台酒产能达10万吨”，如果2035年能够实现10万吨茅台产能，如果产能利用率维持2021年的132%，则2021-2035年产量CAGR达6%，与近五年（2016-2021）设计产能CAGR6%基本保持一致。

图117 2021茅台酒销量和未来四年预计销量



资料来源：公司年报，东海证券研究所

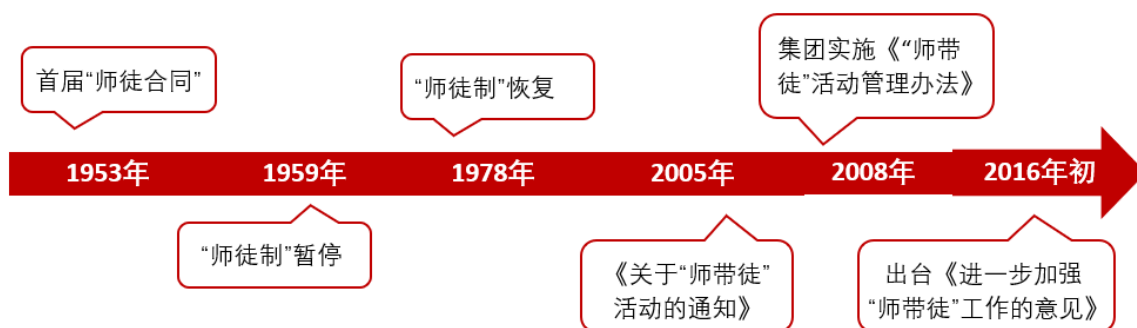
3.4.管理特色：师徒制、藏惠于农，促进茅台文化传承

茅台“师徒制”：促进技术传承，团队稳定。

①**历史渊源**：1953年首创，2016年以来进一步加强。1953年茅台制定了首届“师徒合同”，含三对师徒，其中就包括帮助制定早期茅台工艺标准《十四项操作要点》的郑义兴（师傅），以及“三个典型体”发现者李兴发（徒弟）。1958年全厂有20多名酒师开业授徒，100多名技术工人拜师学艺，1959年，师徒制暂停，1978年才重新恢复。2005年茅台集团下发《关于“师带徒”活动的通知》。2008年，集团实施《“师带徒”活动管理办法》。2016年初，茅台修订该活动管理办法出台《进一步加强“师带徒”工作的意见》。

②**具体规定及考核**：为保证能够有效传授经验，早期合同对“师带徒”设了两年时间限制，比如某合同写到“1957年6月1日前教会徒弟，徒弟保证全部技术与1957年6月1日前学会”。目前，以酒为例，考核内容包括产质量、班组的领导能力、车间评价等，考核结束后，结果分为优秀、先进、合格。徒弟达到优秀标准，师徒双方都会受到表彰。

图118 茅台“师徒制”时间线



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

农户管理：藏惠于农，高效管理，产业化运营。

(1) 农业核心地区：①**高粱核心产区方面**，茅台在仁怀市、习水县、金沙县、播州区、汇川区等地规划了98万亩茅台酒用高粱基地，年产能20多万吨，每年带动近15万名农户实现增收。2019年，在长岗镇茅坡和堰头、五马镇红军、茅坝镇安良等成立四个茅台酒用高粱标准种植示范基地。②**小麦和新产区方面**，2017年为了便于管理，将原来比较分散的小麦基地，集中规划到安徽、湖北、河南等三个省份，基地规划面积60多万亩，年产能20多万吨。

(2) 主动投入，高价收购，藏惠于农：茅台每年每亩投入300多元，用于购买种子、茅台酒用肥、生物制剂、包装袋等物资发放给农户，茅台农户基本不用其他投入，另外茅台给农户购买农业保险，遇到自然灾害，也能保障农户的收入。另外，茅台用高粱的收购价格远高于市场平均价格，2020年高粱每斤收购价4.6元，是普通高粱市场平均价2倍左右，每亩相当于增加了上千元收入。

(3) 高效农户合作模式：采取“公司+基地+专业合作社+农户”的管理模式。各村成立合作社，与农户签订种植合同，对种植面积、种植标准、收购数量做出规定，老百姓根据要求种植，由政府、合作社进行过程监管。合作社组织农户交售高粱给粮油公司。（种子、原料、肥料到装高粱的包装袋，都有茅台直接提供）。每一袋高粱需要经过四次严苛的检查，才能被茅台酒生产所用。包括农户家中巡检、抽检、交粮时检查和生产前检查。如果品质不达标，可以根据高粱的麻袋的编号，追溯到具体农户。

(4) 严格惩罚措施：一旦有一户种植高粱不达标，整个合作社高粱不予收购，由农户发现被使用了农药，永远失去产售高粱的资格，其所在合作社也被取消当年出售高粱的资格。

如果农户用外粮冲抵，一经发现就会被取消当年和来年的种植资格，并追回相关物资投入。此外，采取公开透明的公式方法，每家农户上报的土地面积、粮食数量都会张贴告示，一旦有造假，其他村民会主动制止，举报违规收储外地高粱的，奖励举报人 1 万元，举报茅台酒用基地高粱外售的，奖励举报人 1 万元。

图119 酿造高粱核心产区



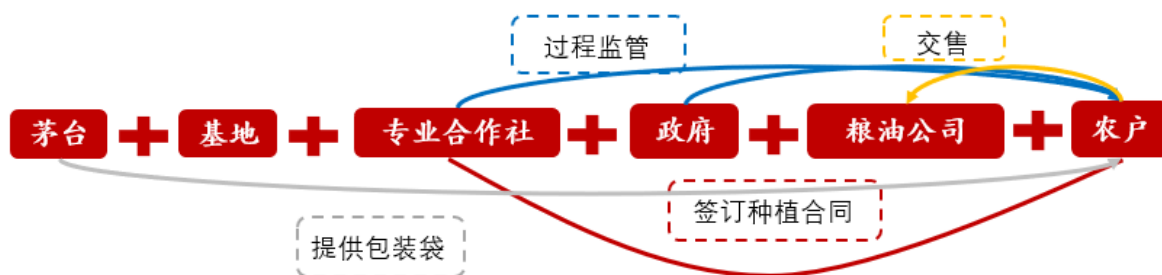
资料来源:《这就是茅台》-张小军, 东海证券研究所

图120 酿造小麦核心产区



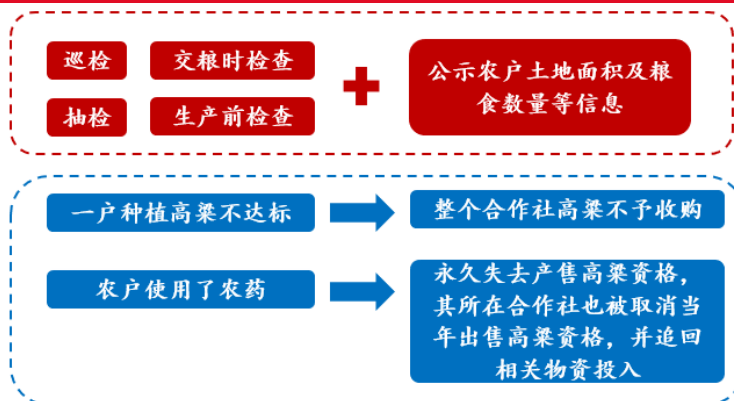
资料来源:《这就是茅台》-张小军, 东海证券研究所

图121 高效农户合作模式



资料来源:《这就是茅台》-张小军, 东海证券研究所

图122 惩罚措施



资料来源:《这就是茅台》-张小军, 东海证券研究所

4.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 年产量增速，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，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6 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
	茅台王子酒收入 YOY (%)	-	21.0	21.0	24.2
渠道	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
	YOY (%)	0.5	-6.6	9.1	8.4
合计	毛利率 (%)	91.5	92.4	92.7	92.6

资料来源: WIND, 东海证券研究所

5. 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%; EPS 为 49.78/59.50/67.80 元; PE 为 31/26/23 倍。维持“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7 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: 同花顺一致预测, 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8 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

6.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