

专供历史铸就奢侈品属性，茅台品牌力独一无二

核心观点

- 传奇色彩赋能茅台，名酒基因刻入骨髓。**茅台酒历史悠久，曾见证长征、抗战西迁、建国等重要历史节点。1952年，茅台酒厂成为省级国营企业。1956年，周恩来指示下，酒厂建立产贮比制度，成为最早拥有老酒储备的白酒企业，奠定了产品品质的绝对优势。20世纪60年代，茅台酒进入专供渠道，中南海、外交等场合提供品质更高的特殊酒；茅台特殊酒历史长达近30年，为当今茅台酒的奢侈品属性奠定重要基础。此外，茅台酒在外交场合屡次建功，依托国家领导人“代言”，成为中国对外的重要名片，为“文化茅台”历史更添风采。
- 管理为矛势如破竹，质量为盾坚守本心。**历代掌门人的管理决策、酒厂对质量的坚守对于茅台成为当今白酒龙头起到重要作用。周时代，酒厂调动工人生产积极性，使产量、质量齐升。邹时代，酒厂获得销售自主权，建立销售渠道。季时代，酒厂生产向标准化迈进。袁时代，品牌营销大幅提升茅台知名度。李时代，经销商体系进一步梳理、稳价控市。丁时代，渠道创新，直营增加。质量端，酒厂曾经历节约增产、大跃进运动，质量波动；在周恩来等的指引下，酒厂坚定了以质量为本的理念。直至今日，茅台白酒产品仍保持高质量，是为品牌发展的重要前提。
- 茅台壁垒高城深堑，品牌价值有增无已。**1) 原料端，基于独特地理位置，茅台酒生产具备优越的自然条件和优质的酿酒原料。2) 生产端，茅台酒保持“12987”高标准生产工艺，坚持新酒历经四年存储后出库、人工踩曲和勾兑等原则。3) 老酒储备端，公司拥有几十万吨基酒储备，价值几万亿，形成巨额账外资产。4) 土地权益端，地理标志认证增强了茅台酒对核心产区地理资源的垄断属性。
- 产品体系日渐丰满，渠道扁平化更进一步。**公司预告22年收入、归母净利润约为1272亿元、626亿元，业绩稳健增长。茅台酒中，23年飞天散瓶批价约2710元/瓶，春节后批价略微回落；非标酒以生肖茅台为主，预计22年虎茅贡献收入约84亿。系列酒中，预计随着消费场景恢复，1935将加速市场推广。22年，“i茅台”上线，进一步推动渠道扁平化、提升白酒价格掌控力、吸引流量。

盈利预测与投资建议

- 根据22年业绩预告，下调22年营收和费用率，我们预测公司22-24年每股收益为49.87、57.34、66.00元（原预测为50.04、57.92和66.02元）。采用历史估值法，公司近5年平均PE为40倍，给予公司23年40倍PE估值，对应目标价2293.60元，维持买入评级。

风险提示：品牌力降低、假设条件变化影响测算结果、产能建设不及预期、环境恶化。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	94,915	106,190	123,541	143,033	164,270
同比增长(%)	11.1%	11.9%	16.3%	15.8%	14.8%
营业利润(百万元)	66,635	74,751	89,093	102,428	117,893
同比增长(%)	12.9%	12.2%	19.2%	15.0%	15.1%
归属母公司净利润(百万元)	46,697	52,460	62,642	72,028	82,914
同比增长(%)	13.3%	12.3%	19.4%	15.0%	15.1%
每股收益(元)	37.17	41.76	49.87	57.34	66.00
毛利率(%)	91.4%	91.5%	92.2%	92.4%	92.6%
净利率(%)	49.2%	49.4%	50.7%	50.4%	50.5%
净资产收益率(%)	31.4%	29.9%	30.2%	29.4%	28.9%
市盈率	48.3	43.0	36.0	31.3	27.2
市净率	14.0	11.9	10.0	8.5	7.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年03月03日）	1818.04元
目标价格	2293.6元
52周最高价/最低价	2050.88/1316.24元
总股本/流通A股（万股）	125,620/125,620
A股市值（百万元）	2,283,818
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023年03月07日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.68	0	12.69	3.39
相对表现	-0.03	0.27	5.98	12.64
沪深300	1.71	-0.27	6.71	-9.25



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079
	caiqi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860519080001
周翰	021-63325888*7524
	zhouhan@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860521070003

联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
----	------------------------

相关报告

三季度回款情况良好，i茅台助力直销增长	2022-10-16
高端酒需求保持韧性，宏观变量信号积极	2022-10-13
直销渠道快速发展，白酒龙头行稳致远	2022-08-02

目 录

一、传奇色彩赋能茅台，名酒基因刻入骨髓	6
1.1 1863-1948：悠久历史育品牌，名酒基因刻骨髓	6
1.2 1949-1959：酒坊变身国有企业，特殊酒引上级重视	7
1.3 1960-1987：特供销售外销创汇，茅台获得上层支持	8
1.4 1988-至今：特殊历史注入名酒基因，连续获奖强化品牌价值.....	11
二、管理为茅势如破竹，质量为盾坚守本心	13
2.1 茅台酒逐步市场化，优良管理推动成长	13
2.2 工艺优化提升品质，坚定遵循质量初心	17
2.3 独特工艺奠定品质优势，老酒储备构成账外资产	20
三、产品体系日渐丰满，渠道变革趋于扁平	23
3.1 产品矩阵日渐完善，多元成长共同发力	23
3.2 渠道扁平化为基调，持续加强市场掌控	30
3.3 茅台酒产能长期饱和，新项目将增加供给	34
四、投资建议	35
五、风险提示	35

图表目录

图 1: 1930 年前茅台酒的发展历程	6
图 2: 1915 年巴拿马博览会现场	7
图 3: 巴拿马博览会金奖奖章	7
图 4: 抗战期间贵阳户数（户）	7
图 5: 抗战期间贵阳人口数（人）	7
图 6: 1955 年至 1962 年茅台酒累计存储量	8
图 7: 1965 年茅台酒划分为内销酒、外销酒、特需酒	9
图 8: 20 世纪 80 年代，茅台酒厂逐渐获得自主销售权	9
图 9: 1980-1990 年茅台酒零售价	10
图 10: 1986 年江苏省华侨友谊公司价格表	10
图 11: 尼克松访华期间饮茅台酒	10
图 12: “尼克松访华 40 周年”纪念茅台酒	10
图 13: 1950 年代以来茅台酒厂扩产扩建过程	11
图 14: 茅台酒产量快速提升	11
图 15: 历史上多位领导人与茅台酒的渊源	12
图 16: 1953 年-1983 年茅台酒产量（吨）	13
图 17: 茅台新酒入库合格率	13
图 18: 周高廉改革前期茅台酒材料、成品损耗率高	14
图 19: 1978 年茅台酒厂扭亏为盈	14
图 20: 茅台酒酿造工艺	14
图 21: 1984-2011 年茅台酒产量（吨）	14
图 22: 1998-2017 年公司经销商数量快速上升	15
图 23: 1998-2017 年公司销售人员数量快速上升	15
图 24: 2000-2017 年贵州茅台和五粮液市值对比（亿元）	15
图 25: 2000-2017 年贵州茅台和五粮液营收对比（亿元）	15
图 26: “1+2+3”品牌发展战略	16
图 27: 1952-1956 年每吨茅台酒耗粮（吨）	17
图 28: 1952-1956 年茅台酒成本（元/吨）	17
图 29: 普通茅台酒与特殊酒存在品质区别	18
图 30: 1957-1960 年间茅台酒产量快速增长	18
图 31: 1959 年为支援茅台酒生产调集粮食数量	18
图 32: 茅台酒厂在保留传统工艺的基础上谨慎探索现代化工艺发展	20
图 33: 茅台酒的勾兑流程	22
图 34: 公司存货及半成品酒报表金额	22

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 35：公司半成品酒、成品酒库存	22
图 36：飞天茅台随生产年份价格变化	22
图 37：公司营业总收入及同比增速	24
图 38：公司归母净利润及同比增速	24
图 39：公司茅台酒收入（亿元）及同比增速	24
图 40：公司系列酒收入（亿元）及同比增速	24
图 41：2015 年茅台酒、系列酒收入占比	25
图 42：2022 年茅台酒、系列酒收入占比	25
图 43：2021 年各产品、系列收入占比	25
图 44：公司茅台酒、系列酒毛利率及综合毛利率	25
图 45：2020 年来飞天茅台、普通五粮液出厂价	26
图 46：2016-2020 年飞天茅台全年计划投放量	26
图 47：飞天茅台、普通五粮液、国窖 1573 批价走势	26
图 48：飞天茅台/普通五粮液批价比值	26
图 49：非标酒类型概括	27
图 50：公司形成完善的产品矩阵	27
图 51：非标产品出厂价、指导价、批价情况	28
图 52：2022 年虎茅、精品茅台、100ml 飞天收入测算	28
图 53：飞天茅台、100ml 飞天茅台、虎茅出厂单价对比	28
图 54：100ml、125ml 飞天茅台指导单价对比	28
图 55：2018 年以来公司产品出厂价提价情况	29
图 56：2018 年以来公司产品指导价提价情况	29
图 57：茅台系列酒重要历史事件	29
图 58：2021 年茅台系列酒核心产品收入	30
图 59：2021 年茅台系列酒收入拆分	30
图 60：茅台 1935 批价走势	30
图 61：茅台 1935 投放量预计	30
图 62：公司直销收入及同比增速	31
图 63：公司批发代理收入及同比增速	31
图 64：公司分渠道白酒销量（吨）	31
图 65：公司分渠道白酒单价（万元/吨）	31
图 66：16-21 年公司分渠道销量 CAGR	31
图 67：16-21 年公司分渠道单价 CAGR	31
图 68：2022 年 4 月初多款产品“i 茅台”价格与市场价对比	33
图 69：2022 年 4 月初多款产品“i 茅台”价与市场价差价率	33
图 70：“i 茅台”不含税销售额	34
图 71：22 年 3-9 月“i 茅台”占直销收入、总收入比重	34
图 72：茅台基酒、系列酒基酒产量（万吨）	34

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 73：茅台基酒、系列酒基酒产能利用率	34
图 74：茅台酒出酒率约 85%	35
图 75：贵州茅台历史 PE Band	35
表 1：1862-1947 年茅台三家烧坊产能（斤）	7
表 2：五届国家评酒会评选结果	12
表 3：茅台酒国际荣誉一览	12
表 4：茅台酒厂历任掌门人核心决策及影响	16
表 5：“茅台试点”的主要参与人员	19
表 6：赤水河流域的自然条件	20
表 7：茅台酒生产原料及微生物	20
表 8：茅台“12987”生产工艺	21
表 9：公司产品矩阵	23
表 10：生肖酒产品价格及产量	27
表 11：公司主要销售渠道一览	32
表 12：“i 茅台”投放产品	32
表 13：生肖酒产品价格及产量	34

一、传奇色彩赋能茅台，名酒基因刻入骨髓

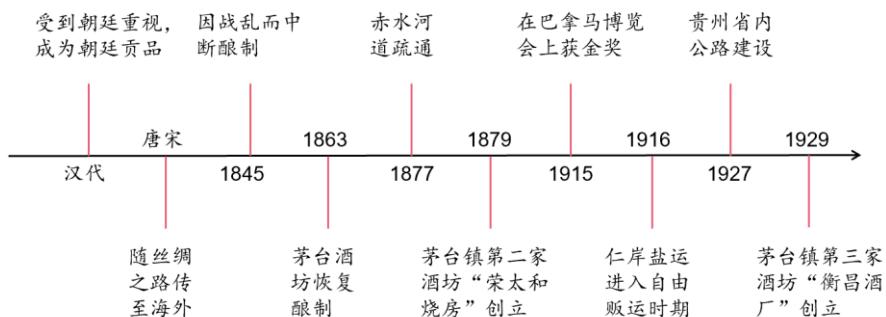
纵观茅台酒历史，我们认为茅台酒成为如今白酒龙头，离不开以下几点：1) 品牌力：在漫长的发展历史中，茅台酒与共产党、国家领导人有多元交集，在新中国外交、经济调节中发挥重要作用；茅台酒成为专供特殊酒近三十年，为茅台酒奢侈品属性奠定基础，成就茅台如今强大的品牌力；2) 产品力：茅台酒在质量问题上多次步入误区，遂坚定其质量为本的底线，保障产品品质，进一步增强品牌力；3) 渠道力：名酒销售放开后，公司在全国范围迅速建立起销售渠道，渠道利润远高于竞品，渠道推力足。

1.1 1863-1948：悠久历史育品牌，名酒基因刻骨髓

茅台酒源远流长。相传在大禹时期，孕育茅台酒的赤水河畔就已开始酿酒。汉代时，官吏唐蒙从南越（今茅台镇一带）将当地酒带回长安，受到汉武帝赞赏。唐宋时，贵州饮酒习俗已十分普遍。

近代后，1845年，茅台酒坊曾因黔北杨龙喜起义而中断酿制，后在1863年由盐商华联辉恢复酿制；十年后，生产规模扩大，酒坊被称为“成义烧房”（即华茅）。1877年赤水河疏通后，酒坊进一步扩大酿制。1879年，仁怀县大地主石荣霄、孙全太和王立夫联合开设茅台镇第二家酒坊“荣太和烧房”（即王茅）。到了清末，茅台酒年产量达数千斤，开始向外输送，茅台酒逐渐成为贵州的一张名片。1916年，仁怀沿岸盐运进入自由贩运时期，大批新盐号的出现扩展了茅台酒消费市场。1927年，新成立的贵州路政总局主持省内公路建设，促进了茅台酒省外输出。1929年，贵阳商人周秉衡建立了茅台镇第三家酒坊“衡昌酒厂”（后改名“恒兴烧房”，即赖茅）。

图 1：1930 年前茅台酒的发展历程



资料来源：《近代史研究（郭子健著）》 东方证券研究所

一朝获奖美誉传千秋，茅台酒厂珍视品牌积累。1915年，茅台酒摘得巴拿马博览会金奖，留下一段“怒掷酒瓶振国威”的传奇故事，此后在全国美名远扬。在巴拿马博览会之前，茅台酒仍以当地销售为主，两家酒厂总产量一万斤左右，生产规模没有达到饱和状态。展会之后，茅台酒的知名度空前提升，两家茅台酒厂的产量增加一倍多。建国后，茅台酒在其酒瓶背面标上广告语：“解放前曾在巴拿马赛会评为世界名酒第二位。”2015年，公司进行了巴拿马博览会获奖百年纪念活动，并推出纪念酒“百年庆典 15”。

图 2：1915 年巴拿马博览会现场



资料来源：齐鲁晚报、东方证券研究所

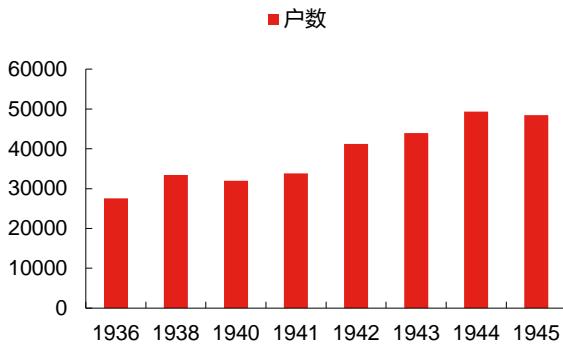
图 3：巴拿马博览会金奖奖章



资料来源：公司官网、东方证券研究所

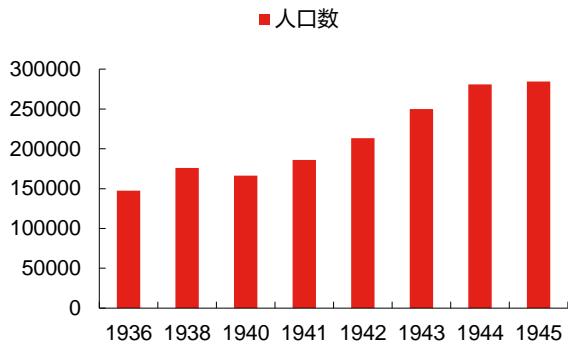
抗战期间产业西迁，茅台酒市场顺势扩张。1938年，国民政府迁往西南，全国工商企业也随之而来；众多机械加工厂、知名大学等迁入贵阳。1937年底至1940年底，仅在南京国民政府的协助下，就有数百家工矿企业迁往贵州。1936年至1945年，贵阳人口从15万人提升到约28万人。贵阳的工业经济一时空前繁荣，带动了酿酒业的扩张。

图 4：抗战期间贵阳户数（户）



资料来源：《民国贵阳经济（贵阳市地方志编纂委员会办公室著）》、东方证券研究所

图 5：抗战期间贵阳人口数（人）



资料来源：《民国贵阳经济（贵阳市地方志编纂委员会办公室著）》、东方证券研究所

截至1947年，三家烧坊的茅台酒产能合计达到约8万公斤，为后期茅台酒厂成立奠定产能基础。

表 1：1862-1947 年茅台三家烧坊产能（斤）

年份	成义烧坊	荣和烧坊	恒兴（衡昌）烧坊
1862-1899	6000-7000	2000-3000	
1900-1920	7000-15000	3000-7000	
1921-1928	15000-28000	7000-11000	3000-11000
1929-1937	28000-30000	11000-13000	10000
1938-1947	30000-52000	13000-17000	30000-90000

资料来源：茅台酒厂历史资料（1959年）、仁怀市档案馆藏、仁怀县政府档案、《近代史研究（郭子健著）》、东方证券研究所

1.2 1949-1959：酒坊变身国有企业，特殊酒引上级重视

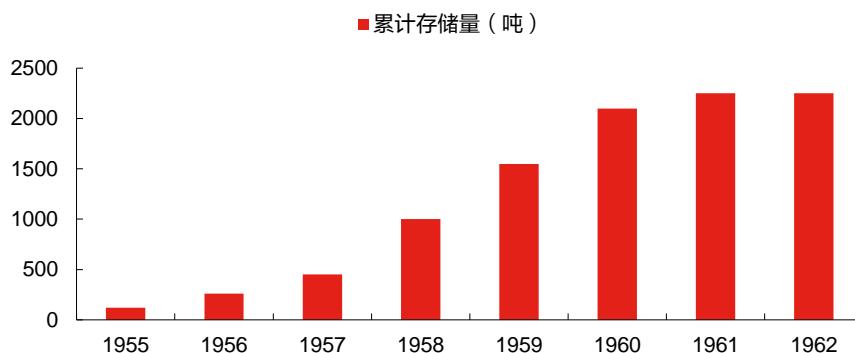
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

茅台酒坊变身国有企业，特殊酒被要求保质供应。1952年，三家茅台酒坊合为一家，性质变为省工业厅直属的国有企业。当时的茅台酒分为三类：主要在国内市场销售的内销酒、主要出口国际市场的外销酒、在独立封闭渠道供应销售的特殊酒。特殊酒由于酒质好的原因，被广泛使用于政府会议、外交活动等场合，并于1954年进入专卖体系，被要求必须保障供应和质量。

茅台酒当选“四大名酒”之一，通过专卖网络走向全国。建国初期，由于运输管制，进入计划的产品才能运销到外地，即国家名酒才在全国范围内分配。茅台酒原先受限于交通限制，实际市场范围局限在西南地区。第一届评酒会中，茅台酒成为“四大名酒”之一，使茅台通过专卖流通网络首次走出西南，进入全国市场。

国家领导人悉心关照，茅台酒品质快速提升。1950年国庆节，周恩来总理指定茅台酒作为国宴用酒。1956年，周恩来指示茅台酒厂建立产贮比制度，茅台酒经过三年陈贮方可出厂。经过三年陈贮，茅台酒于1959年成为建国十周年大庆庆典用酒。产贮比制度实施后，茅台的老酒存储量开始增加。1956年起，上级委托轻工业部食品局三次派出工作组，对茅台工艺和质量进行改进。

图 6：1955 年至 1962 年茅台酒累计存储量



资料来源：《茅台为什么这么牛(胡腾著)》、《茅台酒厂档案·1956年卷》、东方证券研究所

1.3 1960-1987：特供销售外销创汇，茅台获得上层支持

- **茅台酒供需紧张，从专供渠道到逐步获得自销权**

需求量大涨供需紧张，茅台酒进入封闭专供渠道。1956年之前茅台供需基本平衡，工资改革后茅台酒需求增加，同时出口量增加，茅台酒供不应求，逐渐进入了封闭的供应渠道。1960-1970年代期间，茅台酒国内市场供应数量极少，普通内销产品大多进入特供渠道，特供渠道只有省一级产品供应计划、内部接待机构和涉外供应三种类型。1965年，茅台酒厂制订了茅台酒的内销酒、外销酒、特需酒三个品种的实物标准报轻工业部鉴定，特殊酒的正式名称从此变更为“特需酒”。与此同时，茅台成为以生产特殊酒为主的单位，确立了“质量本位”的监造制度。

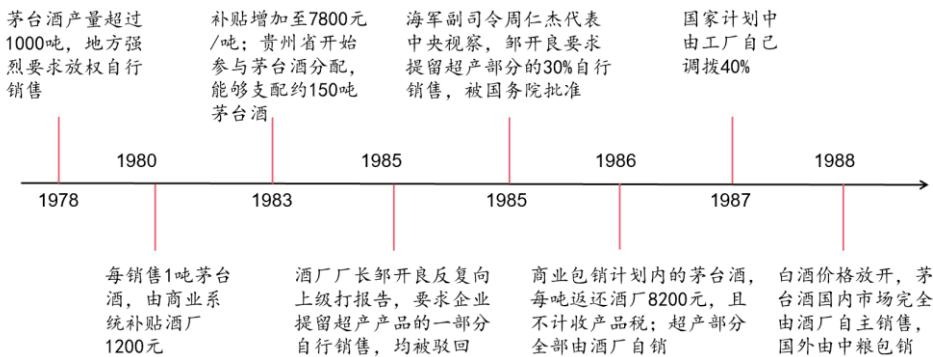
图 7：1965 年茅台酒划分为内销酒、外销酒、特需酒



资料来源：东方证券研究所绘制

分配权与定价权逐步放开，茅台酒厂逐步获得自销权。茅台酒厂成立后，茅台酒的分配权主要在商业部和外贸部。1980 年，上级通过商业系统给予茅台酒厂一定补贴。1983 年，作为主管的贵州省首次参与茅台酒的分配。1985 年，酒厂厂长邹开良首次争取到超产部分自销 30%，为酒厂首次争取到部分自销权；直至 1988 年，全国名酒价格放开，茅台酒国内市场销售均由酒厂负责。

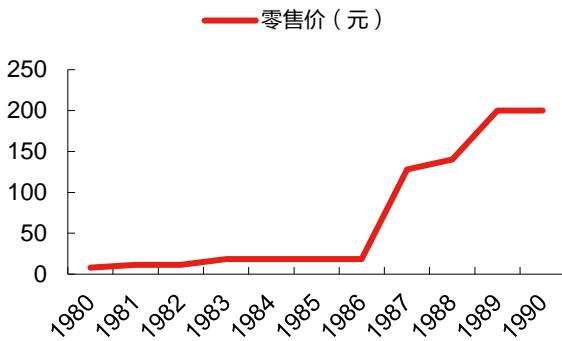
图 8：20 世纪 80 年代，茅台酒厂逐渐获得自主销售权



资料来源：《茅台为什么这么牛(胡腾著)》文汇报、东方证券研究所

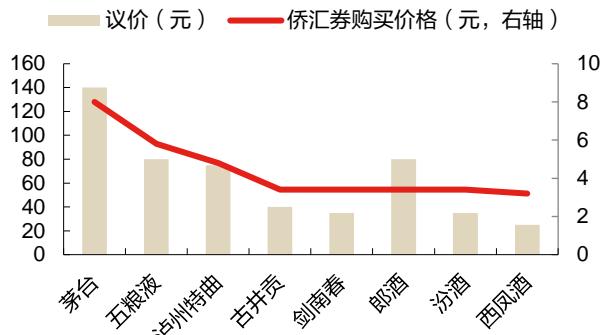
名酒价格放开，茅台酒价格领先。茅台酒在侨汇议价价格表中遥遥领先，以 1986 年江苏省华侨友谊公司价格表为例，茅台酒的议价和侨汇券购买价格均远高于第二名五粮液。1987 年，全国名酒的价格逐步放开，茅台酒零售价飙升，主要源于市场定价机制对茅台酒的高估值。

图 9：1980-1990 年茅台酒零售价



资料来源：搜茅网、东方证券研究所

图 10：1986 年江苏省华侨友谊公司价格表



资料来源：《茅台为什么这么牛(胡腾著)》、东方证券研究所

- 外交端屡建功，茅台酒成为中国代表元素之一

作为外交最高规格用酒，茅台酒备受重视。最早所有的外交用酒，都是按照特殊酒标准，并且外交部对茅台酒的使用有严格规定，一般只有大使宴请才能使用。70 年代中期，由于茅台供应紧张，要求更加严格，只有国务委员以上领导宴请外宾才能使用。至 20 世纪 80 年代末，茅台酒作为中国酒的代表，已经成为了外交宴席上常备三酒之一，受到领导人和外宾喜爱，并见证了尼克松访华等重要历史事件。

图 11：尼克松访华期间饮茅台酒



资料来源：网易、东方证券研究所

图 12：“尼克松访华 40 周年”纪念茅台酒



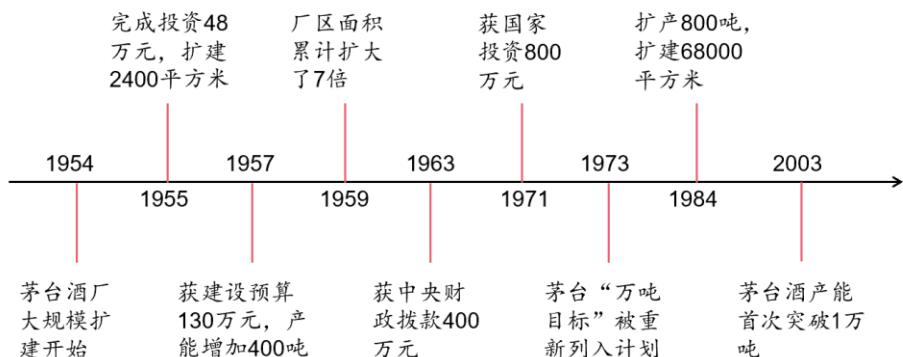
资料来源：7788 商城、东方证券研究所

- 茅台酒出台创汇，获得国家持续支持

茅台酒自 1953 年开始通过广州、香港、澳门出口，出口量最初只有几吨。1971 年，茅台酒出口量增至约 160 吨。1972-1974 年，因国内及外交需求增加，叠加文革影响，茅台酒出口量下降至 47 吨。1977 年，茅台酒厂全面调整领导班子，通过一系列改革措施，调动职工生产积极性，茅台酒的产量、质量、经济效益都快速提升。茅台酒出口量从 1977 年 52 吨增至 1978 年的 175 吨。

茅台酒出口优势明显，获得资源倾斜。20 世纪 50 年代，出口一吨茅台酒可以换回 40 吨钢材或 100 辆自行车。第一个五年计划期间，工业投资向重工业倾斜，但对茅台酒厂的投资却能得到优先保证。从 1953 年到 1984 年，茅台酒厂历经五轮扩建，建成房屋 10 万平方米。80 年代，大部分工厂都已转为自主经营，自负盈亏，但茅台酒厂可以得到政府的商业利润补贴。政府的持续支撑对于茅台酒的产能扩大具有重要作用。

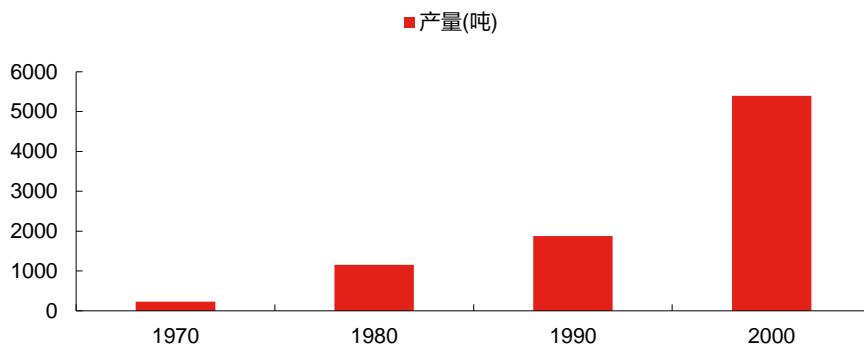
图 13：1950 年代以来茅台酒厂扩产扩建过程



资料来源：《茅台为什么这么牛(胡腾著)》茅台时空、东方证券研究所

在多种因素推动下，茅台的产量从 70 年代开始快速增长。尽管 70 年代受到文革影响，1970-1980 年，茅台酒产量从 232 吨猛增至 1152 吨；1990、2000 年，茅台酒增长至 1880、5397 吨。

图 14：茅台酒产量快速提升



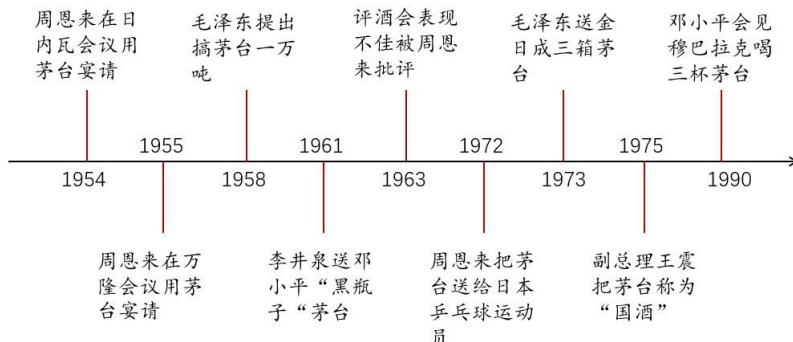
资料来源：《茅台为什么这么牛(胡腾著)》茅台时空、东方证券研究所

1.4 1988-至今：特殊历史注入名酒基因，连续获奖强化品牌价值

- **茅台特殊的发展历史，使得它具备天然奢侈品基因**

历史上，茅台符合奢侈品“人人向往，少数拥有”的特性，这一特性的核心是身份象征。茅台酒曾是在专用渠道封闭销售的“特殊酒”，受到历史上多位领导人的青睐，逐渐成为了社会身份的象征。周恩来与茅台酒的历史渊源最为深刻，周总理多次亲自关心茅台酒厂的发展，在外交场合等公开场合饮用茅台酒等都为茅台酒注入了难以替代的品牌价值。

图 15：历史上多位领导人与茅台酒的渊源



资料来源：《茅台为什么这么牛(胡腾著)》 东方证券研究所

茅台酒自身优异的产品品质也是其获得领先的市场地位的重要原因。在国内白酒发展历史中，茅台连续在五届国家评酒会中上榜，其中三、四、五届持续位列第一。此外，国家对茅台酒的酿造工艺给予高度重视。1996年，茅台酒工艺被确定为国家机密加以保护。2001年，茅台酒传统工艺被列入国家首批物质文化遗产。2006年，国务院又将“茅台酒传统酿造工艺”列入首批国家级非物质文化遗产名录，并申报世界非物质文化遗产。

表 2：五届国家评酒会评选结果

第一届	茅台酒	汾酒	泸州大曲酒	西凤酒					
第二届	五粮液	古井贡酒	泸州老窖特曲酒	全兴大曲酒	茅台酒	西凤酒	汾酒	董酒	
第三届	茅台酒	汾酒	五粮液	剑南春	古井贡酒	洋河大曲酒	董酒	泸州老窖特曲酒	
第四届	茅台酒	汾酒	五粮液	洋河大曲酒	剑南春	古井贡酒	董酒	西凤酒	泸州老窖特曲酒
	全兴大曲	双沟大曲	特制黄鹤楼酒	郎酒					
第五届	茅台酒	汾酒	五粮液	洋河大曲酒	剑南春	古井贡酒	董酒	西凤酒	泸州老窖特曲酒
	全兴大曲	双沟大曲	特制黄鹤楼酒	郎酒	宋河粮液	沱牌曲酒	武陵酒	宝丰酒	

数据来源：酒展网、东方证券研究所

在国际上，茅台酒也荣获诸多奖项，成为了中国对外的一张重要名片。

综合，茅台酒见证了新中国的成长过程，悠久而独特的发展历程为其积累了深厚的文化底蕴、文化积淀和人文价值；近30年漫长的特殊酒历史赋予了茅台酒奢侈品属性的基因，打造了茅台酒卓越的品牌价值，使其成为中华“文化酒”的杰出代表。

表 3：茅台酒国际荣誉一览

年份	荣誉	年份	荣誉
1915	美国“巴拿马万国博览会”金奖	1994	第五届亚太国际贸易博览会金奖
1985	国际美食旅游大赛金桂叶奖	2005	国际水资源保护杰出贡献奖
1986	法国巴黎第十二届国际食品博览会金奖	2012	第九届世界烈酒大赛金奖

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1992	首届美国国际名酒大赛金奖	2014	布鲁塞尔国际烈酒大赛金奖
1992	日本东京第四届国际名酒博览会金奖	2015	旧金山市设定 11 月 12 日为“茅台日”

数据来源：公司官网、东方证券研究所

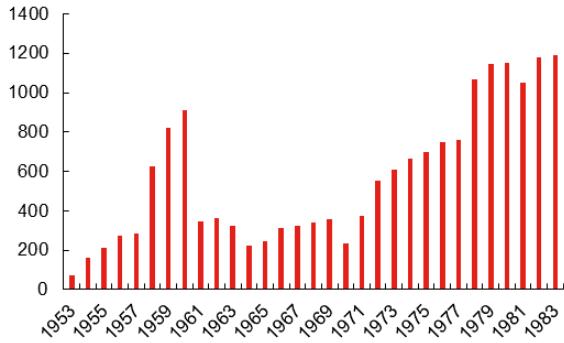
二、管理为茅势如破竹，质量为盾坚守本心

2.1 茅台酒逐步市场化，优良管理推动成长

- 1951-1977 年：管理目标不清晰，频频步入误区

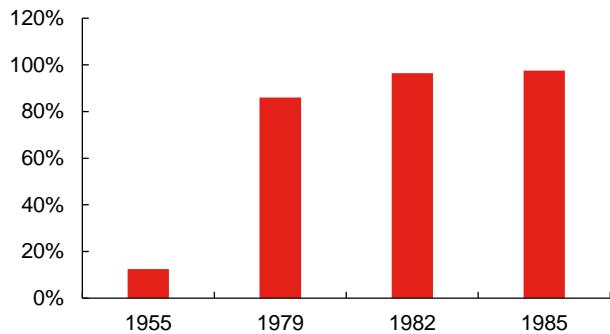
1951 年-1953 年，贵州政府为复兴民族工商业，响应“一五计划”，促进贵州酒坊的生产与销售，整合华茅（成义烧坊）、王茅（荣和烧坊）和赖茅（恒兴烧坊）为茅台。张兴忠被派以接管茅台酒厂。“一五计划”期间，国家一共向新成立的茅台酒厂拨款 150 万元；1953-1958 年，茅台酒产能快速增长，为后来的发展奠定了基础。1958 年，大跃进运动开始，茅台酒厂盲目追求产量，导致茅台酒质量一落千丈；加上 3 年自然灾害与 10 年“文革”动乱，茅台面临诸多困难，连续 15 年未能完成国家下达的生产和销售计划。

图 16：1953 年-1983 年茅台酒产量（吨）



资料来源：搜茅网、酒评、知识财经、东方证券研究所

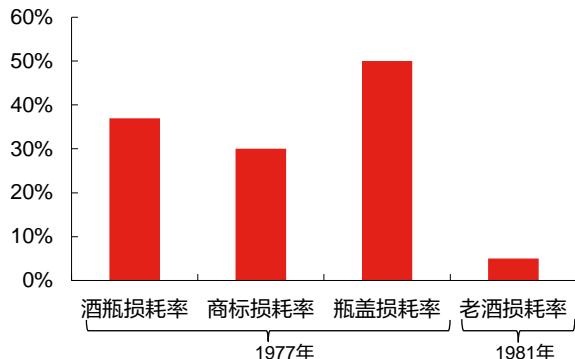
图 17：茅台新酒入库合格率



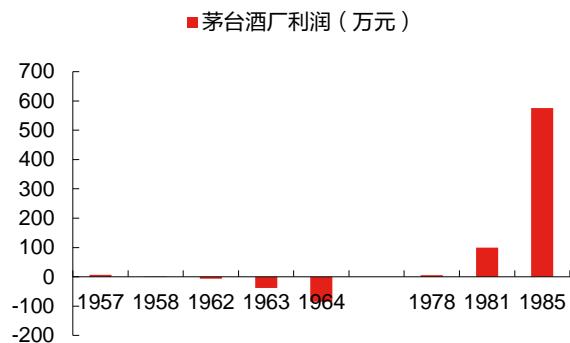
资料来源：《茅台酒厂志（茅台酒厂著）》、东方证券研究所

- 1977-1981 年：守正创新、质量至上

周高廉于 1977 年接手了连续 16 年（1963-1977 年）亏损的茅台酒厂，组织三车间投产，贯彻“大庆精神”，坚持整顿产品、包装、服务和工作质量。酒厂在 1978 年扭亏为盈，并突破千吨大关。改革开放初期，周高廉实行经济责任制，推行多劳多得，同时厉行节约，实现企业增产增效。周高廉管理期间，严格按茅台酒传统工艺操作生产，使茅台酒生产质量稳定提高，1982 年合格率达到 96.5%。

图 18：周高廉改革前期茅台酒材料、成品损耗率高


资料来源：《茅台为什么这么牛(胡腾著)》、东方证券研究所

图 19：1978 年茅台酒厂扭亏为盈


资料来源：大美酱香、《茅台为什么这么牛(胡腾著)》、东方证券研究所

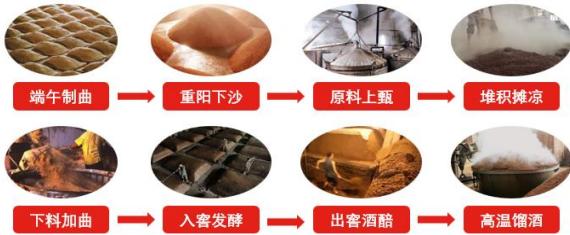
● 1981-1998 年：力行改革，逐步市场化

1981 年邹开良接任茅台酒厂，在坚持高质量的基础上，率先在国内生产酒质更优的白酒，为纪念酒的生产和发展奠定了基础。另一方面，邹开良重视员工福利，大幅调动员工工作积极性。

1985 年，邹开良提出由酒厂自主掌管国家计划之外的部分，该方案反映到中央后为茅台酒争得了发展的优惠条件。1988 年，为调控过热的经济，政府将茅台酒列入集团购买控制商品名单，导致茅台酒遭遇销售困难。邹开良顺应市场经济开放的浪潮，亲自带队跑遍全国 20 多个城市，搭建起全国销售网络，超额完成了销售计划。1996 年，茅台改制为国有独资集团股份有限公司，完成了体制改革。

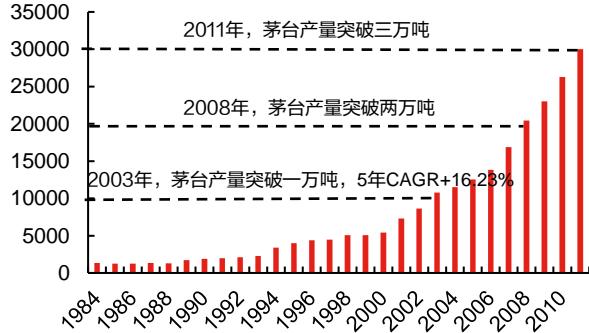
● 1998-2011 年：推动酿造标准化，实现万吨愿景

1998 年，季克良接任成为茅台新一任董事长。时遇亚洲金融危机爆发、山西朔州假酒案，白酒行业受到冲击，茅台一度滞销。季克良将工作重心放在茅台酒的酿造工艺上，总结提炼了茅台酒高温堆积、高温发酵等十大独特工艺，推动了酿造工艺的规范化、标准化，并加紧扩产速度，以每年 1000 吨的速度扩大产能，同时保证茅台酒质量、产量的高标准。当五粮液向下延伸品牌、大搞品牌经营时，茅台坚持质量至上，严格控制品质并建立销售终端系统，开发系列年份酒，厚积薄发。为实现“万吨计划”，季克良提出了上市计划，2001 年，贵州茅台在上交所上市，并于 2003 年突破产量万吨。酒厂默默蓄势，2004 年茅台酒零售价再次超过五粮液。

图 20：茅台酒酿造工艺


十大工艺特点：季节性生产、两次投料、高温制曲、高温堆积、高温接酒、原酒生产周期长、陈化期长、以酒养窖提糟勾兑工艺、合理的酒精浓度、以酒配酒

资料来源：公司官网、东方证券研究所

图 21：1984-2011 年茅台酒产量 (吨)


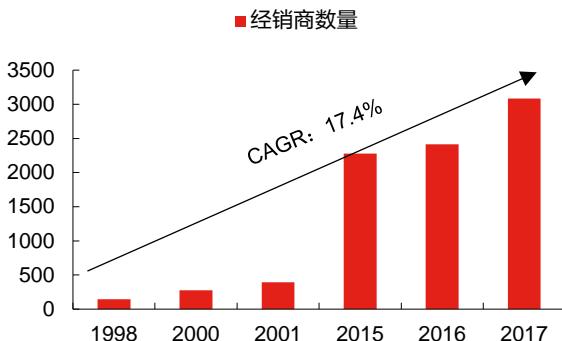
资料来源：搜茅网、《茅台酒厂志（茅台酒厂著）》、东方证券研究所

● 2011-2018 年：主攻市场开拓，建设经销渠道

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2011 年袁仁国任茅台集团董事长，在市场开拓上阔步前进。1998 年，时任总经理的袁仁国就曾组建队伍奔赴全国各地动员经销商，扭转了茅台滞销的局面，同时，茅台的经销商体系也开始突进，从 146 家迅速拓展至 2017 年 3083 家。在品牌营销上，袁仁国首推“国酒茅台”，大大提升了茅台的品牌力与知名度。

图 22：1998-2017 年公司经销商数量快速上升



资料来源：公司公告、企观国资、东方证券研究所

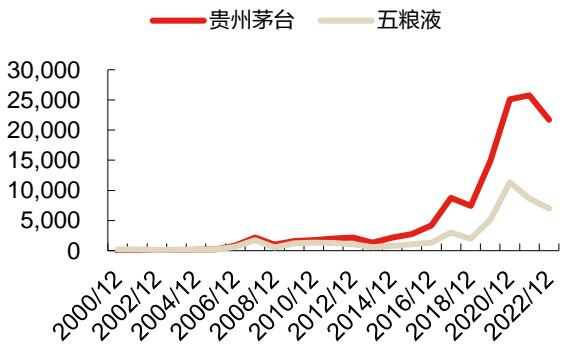
图 23：1998-2017 年公司销售人员数量快速上升



资料来源：公司公告、企观国资、东方证券研究所

茅台酒出厂价从 1999 年每瓶 168 元升至 2007 年 358 元，营收也不断提升，2008 年首次超越五粮液。2017 年茅台营收达到 582 亿元，同时也成为市值最高的上市公司之一。

图 24：2000-2017 年贵州茅台和五粮液市值对比（亿元）



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 25：2000-2017 年贵州茅台和五粮液营收对比（亿元）



资料来源：Wind、东方证券研究所

● 2018-2020 年：文化茅台，稳价控市

董事长李保芳上任后便对违规经销商进行了严格处罚，全面梳理了经销商体系，清退了 500 多家经销商。同时，他提出“文化茅台”的理念，奠定了茅台文化内涵新高度。面对茅台价格飞升，李保芳积极控价，扩大茅台酒终端供货，并推出“1+2+3”品牌发展战略（即着力培育茅台王子 50 亿元超级大单品，培育汉酱、赖茅两个 20 亿元级大单品以及茅台迎宾、贵州大曲、仁酒三个 10 亿元级单品），使得茅台迈入千亿产值、万亿市值的时代。

图 26：“1+2+3” 品牌发展战略



资料来源：公司官网、东方证券研究所

- 2020-2021 年：控价不成，增速放缓

2020 年，高卫东接替李保芳执掌贵州茅台，在市场稳价方面采取了“拆箱令”“反黄牛系统研发”等举措，但成效甚微。

- 2021-至今：控价措施改善，直销占比提升

丁雄军于 2021 年底成为茅台董事长，全面取消“拆箱令”，对飞天茅台进行控价，箱茅批价逐步恢复，并推出新品贵州茅台酒（珍品）、茅台 1935 等，对产品结构重新进行了定位。丁雄军坚持控价改革，在营销体制、价格体系与产品体系上进行变革，严格实行渠道管理，提升直营占比，并推出新电商平台“i 茅台”助力茅台文化传播与产品渠道协同。2021 年茅台营收 1094.64 亿 (yoy+11.7%)，完成年度 1083 亿营收目标，并提出 2022 年营收 1259 亿元、增长 15% 的经营目标。

表 4：茅台酒厂历任掌门人核心决策及影响

任职年份	掌门人	核心决策	影响
1951-1958	张兴忠	接管茅台镇最大的三家酒坊及其烧房，整合华茅、王茅、赖茅，成立“贵州茅台酒厂”	茅台产能得到提升，1953 年产酒 75 吨，并开始通过广州、香港、澳门出口，至 1958 年茅台产量已达到 627 吨
1977-1981	周高廉	组织三车间投产；坚持整顿质量，厉行节约，降本增效；实行按劳分配、多劳多得制度	扭转了茅台连续 16 年亏损的局面，产量突破千吨，产品质量大幅提升，1982 年达到 96.5%
1981-1998	邹开良	建立销售渠道；将茅台改制为国有独资公司；申请酒厂自主权	使销售计划超额完成；茅台体制变化，为今后发展奠定基础
1998-2011	季克良	总结提炼酿造工艺，使生产流程规范化、标准化；提出上市计划	2001 年茅台成功上市；2003 年茅台产量突破万吨
2011-2018	袁仁国	主攻市场，搭建营销网络；首推“国酒茅台”，进行品牌营销	经销商体系大大发展；茅台知名度扩大；量价齐升，2008 年营收超过五粮液
2018-2020	李保芳	推行“文化茅台”；整顿梳理经销商体系；稳价控市，发展“1+2+3”品牌战略	丰富了茅台文化内涵；茅台迈入千亿产值，万亿市值时代

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2020-2021	高卫东	坚持控价，采取“拆箱令”等举措，争议不断	茅台业绩增速放缓，股价大涨大跌，形势并不乐观
2021-至今	丁雄军	取消“拆箱令”，实行控价改革；推出新品；提升直营占比；发展“i茅台”平台	重新定位了产品结构；2021年茅台营收同比增长11.71%，超额完成目标

资料来源：蓝筹企业评论、茅酒管家、东方证券研究所

2.2 工艺优化提升品质，坚定遵循质量初心

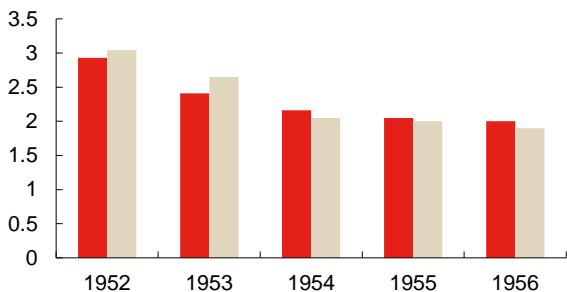
茅台酒的工艺是其产品质量优异的基础，但在历史上也曾生产工艺也曾历经变革。

- 1952-1955年：增产节约，质量下降

1951年，全国开展增产节约运动。彼时，生产一吨茅台酒耗粮超过6吨，成本比大多数白酒高出一倍多，被贵州省专卖局划定为重点降本增产对象。在领导的督促下，厂长张兴忠寻遍方法以降低茅台酒生产成本，甚至尝试以二锅头工艺生产茅台酒；种种措施下，茅台酒生产所需耗逐年减少、生产成本逐年降低，但同时质量快速下降。

图 27：1952-1956 年每吨茅台酒耗粮（吨）

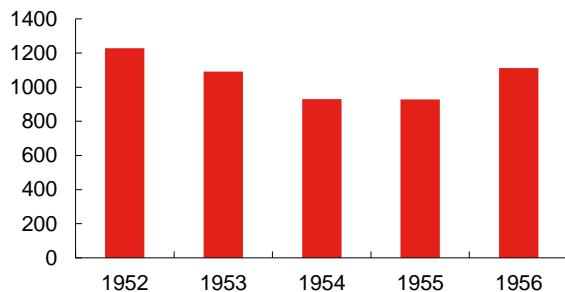
■ 红粮（吨） ■ 曲子（吨）



资料来源：《茅台为什么这么牛(胡腾著)》、东方证券研究所

图 28：1952-1956 年茅台酒成本（元/吨）

■ 单位成本（元/吨）



资料来源：《茅台为什么这么牛(胡腾著)》、东方证券研究所

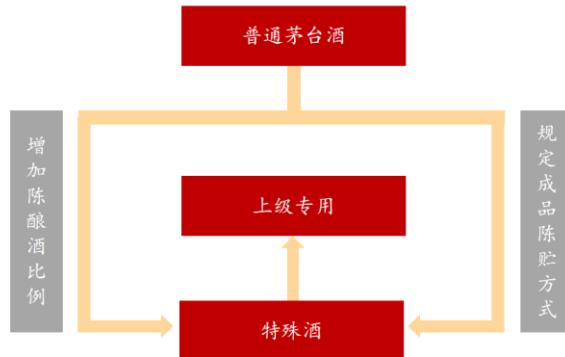
- 1956-1957年：质量排名靠后，恢复传统工艺

1955年，轻工业部的酿酒工作会议内部品尝活动中，茅台酒名次落后，引起上级关注。上级提出指导意见：一是要完全恢复老工艺、老操作，二是名酒要有一定的陈贮期。1956年，贵州省工业厅和工业研究所联合组织“恢复名酒质量工作组”，在恢复传统工艺的同时，恢复了茅台酒的传统工艺管理体制酒师制。茅台酒厂经验丰富的酒师郑义兴、王绍彬、李兴发等被提拔为副厂长。

酒师制得到重建后，老酒师的经验被提高到了生产操作规范高度。1956年，茅台酒第一个成文的工艺操作规范《14项操作要点》被建立。该规范以郑义兴的家传技艺为主，综合其他酒师的经验总结而成。在1956年至1958年期间，茅台酒质量达到了建厂后的最高水平。

同时期，茅台酒厂生产特殊酒增加了勾兑工艺中陈酿酒的比例，并对成品陈贮期作了明确规定。正是因为有了对特殊酒的严格陈贮标准，茅台酒才有了与其他品种白酒在品质上的重大差别。

图 29：普通茅台酒与特殊酒存在品质区别



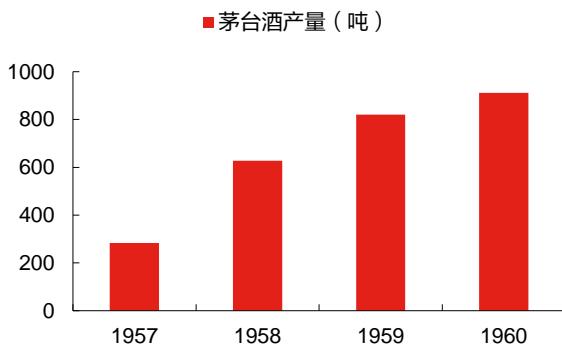
资料来源：东方证券研究所绘制

● 1958-1962 年：快速扩产导致质量再次下滑

1958 年，上级提出茅台万吨目标。作为万吨目标的第一步，茅台酒厂计划在 1959 年扩建 1200 吨产能，1961 年再扩建 2000 吨，1962 年投产。20 世纪 50 年代仁怀地区正常年景高粱产量在 3000 吨左右，解放后茅台酒产量增长已经开始使用川南地区和邻近县份出产的高粱。1959 年，茅台酒原料紧张，贵州开始以更高价值的其他作物换取其他省份的高粱。

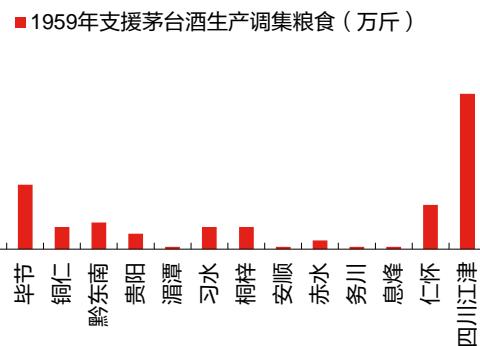
为扩大产品，酒厂发明了“边丢糟、边下沙”和“并窖下沙”的方法提高设备生产能力。同时，酒厂抛弃百年因循的工艺节奏配合季节时令的规矩，将夏天制曲变成了常年制曲，依时令酿酒变成了全年酿酒。1960 年，茅台酒产量超产三倍半，达到了历史高峰 900 余吨，但质量再次退步明显。900 余吨产品合格率只有 12%，不合格的酒只能被当作土酒处理。

图 30：1957-1960 年间茅台酒产量快速增长



资料来源：搜茅网、东方证券研究所

图 31：1959 年为支援茅台酒生产调集粮食数量



资料来源：《茅台为什么这么牛(胡腾著)》、东方证券研究所

● 1963-至今：茅台试点探究产品品质，自此酒厂坚守质量本位

1963 年年底，第二届全国评酒会评出了全国名酒，其中茅台酒仅排第五。上级得知后，要求出厂酒严格要求，符合质量标准，要确保质量。轻工业部向茅台酒厂派出工作组，调查、研究茅台酒质量下滑的原因，并进行整顿、改进。1964 年 10 月，“茅台试点”开始，致力于研究白酒成分、特性，在保留传统工艺的基础上，研究总结新的生产技术，以便在扩大生产规模的同时保证产品质量。“茅台试点”试验组阵容庞大，深受中央重视。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 5：“茅台试点”的主要参与人员

试点中任职	姓名	头衔
主任	苏相信	贵州省轻工业厅厅长
副主任	杜子端	轻工业部食品局局长
委员	柴希修	茅台酒厂党委书记
	方心芳	中国科学院微生物研究所副所长
	秦含章	轻工业部科学研究院发酵研究所所长
	朱宝镛	无锡轻工业学院副院长
	金培松	北京轻工业学院教授
	何惊心	贵州省科委主任
	毛家庭	贵州省经委副主任
	秦天真	贵州工学院院长
	王铸清	中国科学院贵州化学研究所所长
	秦京	贵州农学院副教授
	肖明	新华社贵州分社社长
	李舜卿	中共贵州省遵义地委工交部部长
	法元伟	贵州省轻工科研所副所长
	李福林	贵州省仁怀县县长
	刘同清	贵州省茅台酒厂厂长
	郑义兴	贵州省茅台酒厂副厂长、著名老酒师
	邹国启	贵州省茅台酒厂工人

资料来源：知酒网、东方证券研究所

“茅台试点”试点结束后，发酵专家周恒刚总结了 4 点主要结论，基本上肯定了传统做法：1) 重阳下沙伏天踩曲和季节性生产是科学的；2) 堆积发酵是茅台酒独有的工艺。此操作网罗筛选繁殖了微生物，弥补了大曲微生物品种和数量之不足，同时生成大量茅台酒的香气味物质和香气味的前驱物质；3) 茅台酒是由三种典型体构成的；4) 茅台酒的浓度是合理的。

“三种典型体”理论发表，茅台酒向工业化生产迈进。在 1964 年的茅台试点中，季克良帮助李兴发总结发表了其实践多年的“三种典型体”基础酒分类和配比的勾兑心得。主要内容是：茅台酒成品由三种基础酒构成（分别被命名为窖底香、醇甜和酱香），三种基础酒中，酱香的产量最低，对茅台酒风味的作用也最重要。“三种典型体”理论是茅台酒工艺的重大完善，使其生产向工业化跨进一步。从此茅台酒拥有了稳定的质量工艺，取酒、分类有了“客观”的工艺标准。

在茅台试点后，茅台酒的工艺技术和质量标准走上了一条独特的技术进步道路：先复古，后改良，工艺为体，技术为用。例如，在 1957 年被采用的半机械化的打曲机踩曲改回了人工踩曲；蒸汽烤酒、行车抓糟等现代工艺则被采用。

季克良重新制定茅台酒质量工艺标准，轻工业部认定其为酱香大曲生产国标。在李兴发三种典型体理论的基础上，季克良一直在进行按照发酵工业技术体系对茅台酒进行工艺定型的研究。1985 年，季克良重新制定了用现代发酵工业体系表述的茅台酒质量工艺标准。这标志着茅台酒的基本工艺已经定型，工艺路线已经实现了基本可控。轻工业部认可了这套企业标准，并把它认定为大曲酱香型酒品种的国家标准。

1978 年之后，国营工厂的管理改革引进“全面质量管理”（ TQC ）制度。TQC 非常符合茅台酒厂质量本位原则，成为酒厂重要的管理工具。从 1980 年建立“ TQC ”小组开始， TQC 在茅台酒厂发挥了巨大的作用，完成了茅台酒厂的管理再造，成为沿用至今的管理框架。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 32：茅台酒厂在保留传统工艺的基础上谨慎探索现代化工艺发展



资料来源：《茅台为什么这么牛(胡腾著)》 东方证券研究所

2.3 独特工艺奠定品质优势，老酒储备构成账外资产

- 地理位置优越，形成独特酿酒环境

茅台酒厂位于赤水流域，地理位置优越，三山怀抱，形成特殊小气候，冬暖夏热少雨，风小湿润，加之紫色砂页岩地质结构，适宜酿酒微生物形成和繁衍。

表 6：赤水河流域的自然条件

类别	具体条件
水文	赤水流域水源优良。赤水河存在 30 多种特有或稀有鱼类，赤水是长江中上游唯一未被开发的一级支流，水质无色透明，无异味，微甜爽口，含多种对人体有益的成分，酸碱适度
气候	属中亚热带湿润季风气候区
地形	茅台酒厂地处地势低矮的河谷地带，四周三山怀抱，海拔多在 500 米以下，形成特殊小气候，冬暖夏热少雨，风小湿润，适宜酿酒微生物形成和繁衍
土壤	紫色砂页岩地质结构，十分有利于水源渗透过滤和溶解红层中的有益成分
生物	茅台酒厂所处位置为赤水流域微生物群最丰富的区域

资料来源：公司公告、东方证券研究所

水源质量优良，酿酒原料优质。赤水流域水源优良，催生包括茅台、习酒、郎酒、国台等多家酒厂，赤水流域酒厂逾 2000 家，被誉为“美酒河”。高粱、小麦为重要原材料，仁怀当地所产高粱具有颗粒小、皮厚、坚实、耐蒸煮、耐翻造的特点；小麦成熟早，颗粒饱满多粉。1200 多种微生物参与茅台酒生产，其中芽孢杆菌、红曲霉菌菌种优良。

表 7：茅台酒生产原料及微生物

类别	具体条件
水源	适合饮用要求，无色透明、微甜爽口、溶解物少，不浑浊、煮沸后无沉淀的赤水河水。
高粱	高粱必须是本地或周边地区的优质糯高粱，具有颗粒小、皮厚、坚实、耐蒸煮、耐翻造的特点，支链淀粉含量达 88% 以上，其截面呈玻璃质地状，有利于茅台酒工艺的多轮次翻烤。对原料不仅要进行感官检查，还要进行物理和化学分析以确保质量。
小麦	小麦以本地品种为主，本地小麦成熟早，颗粒饱满均匀，腹沟深而多粉。这种小麦做成为用于发酵的酒曲，能够使茅台酒产量质量得到充分的保证。
芽孢杆菌	为酱香来源，（可分泌丰富的酶系，作用于酿酒原料进而产生丰富的氨基酸、糖类等物质，再通过后续地反应生成具特殊风味的芳香类化合物）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

红曲霉菌	耐高温，生存能力、产酯能力比常规酒曲中的菌种有明显提高。对提高茅台酒原料的利用率，降低生产成本，提升产品质量具有重大意义。
------	---

资料来源：公司公告、东方证券研究所

● 生产工艺保持高标准，人工环节确保品质优异

茅台酒的制造过程，主要包括选料、制曲、酿酒、陈酿、勾兑、检验和包装，七个环节决定茅台的最终品质。

制曲参数因时而变，人工踩曲求同存异。制曲车间技术委员会每轮开始前围绕着母曲用量、曲料水分、谷草用量等工艺参数进行专门研讨。人工踩曲，踩制成的曲胚高度需控制在 12cm-14.5cm 范围内，同时因性别、体重、步伐等差异保证了微生物的多样性，发酵质量远胜机器。茅台酒厂多年来坚持人工踩曲，坚持传统工艺，保障产品高品质。

工艺保持高标准，形成独特酿造风格。端午制曲，重阳下沙，茅台酒坚持“12987”工艺，一年生产周期、两次投料、九次蒸煮、八次发酵、七次取酒，繁复工艺一丝不苟。茅台酒的酿制有两次投料、固态发酵、高温制曲、高温堆积、高温摘酒等特点，由此形成独特的酿造风格。

表 8：茅台“12987”生产工艺

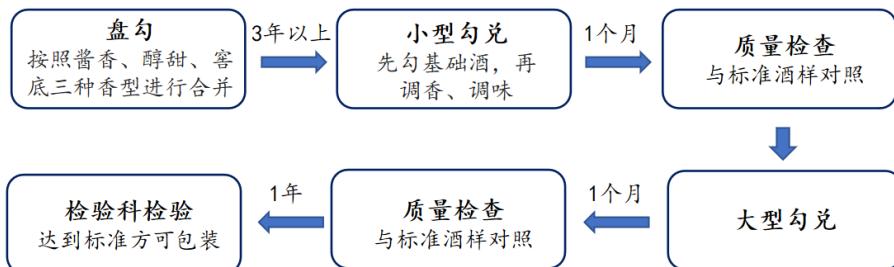
1 年周期	在大曲酱酒的酿造工艺中，走完一个周期，需花费一年时间。
2 次投料	重阳下沙，“沙”的意思就是指红粮（即高粱）。第一次投料生产的过程，就是酱香型白酒生产工艺中所谓“下沙”。“下沙”包括润沙、蒸煮、摊凉、加曲、堆积、入窖发酵等六个工序。 二次投料即按照 1: 1 的比例，加入新的高粱，继续上甑蒸煮。摊凉后加入曲药，收堆发酵，然后重新下窖。前两次蒸煮原料都不取酒，只为增加发酵时间，裹挟更多微生物。
9 次蒸煮	其所用容器，名为甑，能装高粱 1500 斤，在蒸煮环节非常关键，每次蒸煮大约需要两个小时。头两次投粮经过两次蒸煮，但不取酒。第三次蒸煮开始，时间为腊月到次年正月，剩下的 7 次蒸煮都会取酒，一直到次年农历九月份蒸煮过程才完成。
8 次发酵	发酵分为“阴阳发酵”，开放式发酵是指把酒醅摊凉、堆积、充分网罗空气中对人体有益的微生物，是“产香”的发酵，意在吸天之精华，也称“有氧发酵”；封闭式发酵是指在开放式发酵到一定程度后，把酒醅用窖泥密封于窖池中发酵，也称“厌氧发酵”。
7 次取酒	经过下沙和造沙的高粱淀粉吸胀以后，淀粉开始被糊化、糖化和酒化，接下来就会进入七次取酒程序。一般来说，一年一个周期，指的是从第一次投粮，即以重阳下沙为始，到第七次取酒完成为终，历时一年。

资料来源：半岛壹点报、东方证券研究所

严格遵循存储流程，突出茅台酒风味。茅台酒必须经过三年以上存放陈化，方可勾兑。氧气进入陶坛，加速酒的酯化、氧化、还原反应的速度，有效排除低沸点物质，增加酒的芳香，使酒体醇和、口感更加柔和适口。茅台酒贮存时间成本巨大，但也大幅提升了酒质。

茅台酒勾兑是保证茅台酒特有风格的重要一环，勾兑技术也是茅台酒成型的核心技术。茅台酒所采用的勾兑酒样达 200 多种，勾兑师傅需依靠敏锐的感觉和经验，用不同酒龄、不同轮次、不同香型、不同酒度的半成品酒，达成茅台酒在个性和标准间的平衡。茅台酒勾兑技术的传承，几乎靠世代师徒间口传身授和心领神会，勾兑人才选拔复杂且培养成本高昂，形成壁垒。

图 33：茅台酒的勾兑流程

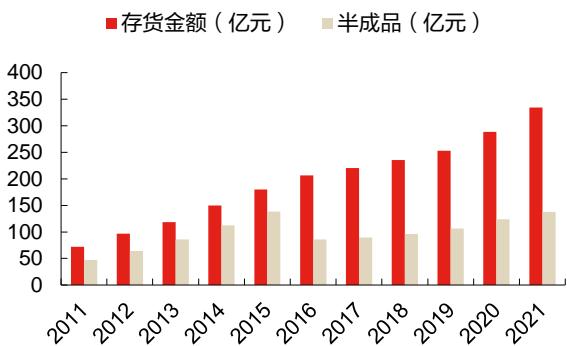


资料来源：东方证券研究所绘制

- 老酒储备规模庞大，形成巨额账外资产

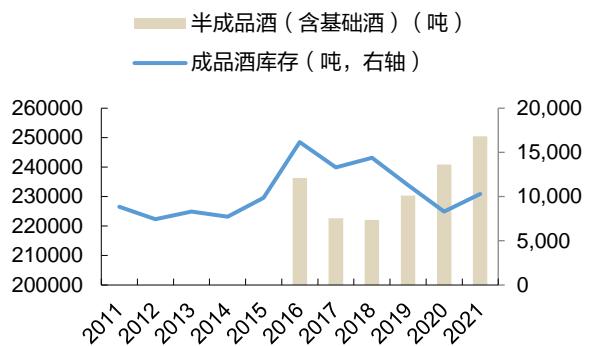
1956 年酿酒工作会议后，茅台酒开始严格执行三年陈贮要求，成为首家拥有老酒储备的白酒企业。截至 2021 年末，公司半成品酒（含基础酒）库存达 25.0 万吨，成品酒库存达 1.0 万吨，在国内白酒企业中规模领先。公司酒类库存量（成品酒+半成品酒）保持稳定增长，2018-2021 年 CAGR 为 3.3%。因报表中存货以生产成本计值，其销售价值与实际成本差额成为企业巨大的账外资产。22 年 12 月，公司公布茅台酒“十四五”技改建设项目，新增产能有望在 48 个月后释放，将进一步缓解供需矛盾、增加老酒储备。

图 34：公司存货及半成品酒报表金额



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 35：公司半成品酒、成品酒库存



资料来源：公司公告、东方证券研究所

茅台酒随着时间储存，酒体风味愈醇厚协调，口感丰富，使老酒更具收藏价值；基于以往数据，生产年份越早，茅台酒价格越高，储藏老酒具备升值空间。

图 36：飞天茅台随生产年份价格变化



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

资料来源：酒商家、东方证券研究所

三、产品体系日渐丰满，渠道变革趋于扁平

3.1 产品矩阵日渐完善，多元成长共同发力

- 茅台酒稳定增长，系列酒贡献逐步提升

公司目前白酒产品主要分为茅台酒和系列酒。茅台酒中，53度飞天茅台为核心产品，23年散瓶批价约 2710 元/瓶；生肖茅台为非标代表产品，市场价约在 4000 元/瓶及以上。系列酒中，茅台 1935 为潜力大单品，茅台王子酒、汉酱等为主要产品。

表 9：公司产品矩阵

茅台酒	图片				
	产品	53 度飞天茅台 (23 年散)	43 度飞天茅台	精品茅台	珍品茅台
	价格 (元/瓶)	2800	1200	3830	4600
	图片				
系列酒	产品	生肖茅台 (兔年)	陈年 15 年	陈年 30 年	陈年 50 年
	价格 (元/瓶)	3500	6300	14000	31600
	图片				
	产品	茅台 1935	茅台王子酒 (金)	汉酱	迎宾 (普)
	价格 (元/瓶)	1400	330	480	180
	图片				
	产品				贵州大曲 (80 年代)
	价格 (元/瓶)				330
其他	图片				
	产品	仁酒	赖茅	华茅	王茅祥雅
	价格 (元/瓶)	400	400	850	1300
	图片				

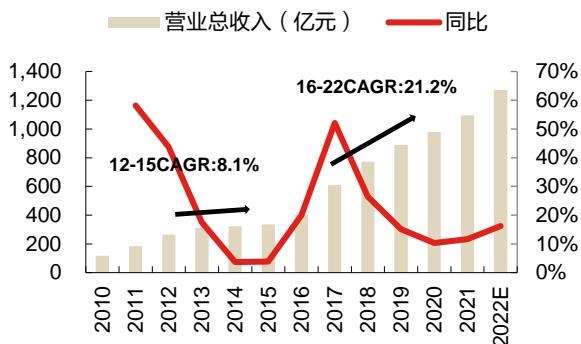
资料来源：京东、公司公告、东方证券研究所（注：表中价格为京东渠道终端价）

2010 年以来，公司经历两个较大周期：2012-2015 年，受严控三公消费、酒鬼酒塑化剂等事件影响，白酒行业业绩增速放缓，贵州茅台收入、归母净利润 CAGR 分别为 8.1%、5.2%，在行业萧条背景下业绩仍然较为坚挺；2015 年后，负面事件影响渐小，公司步入较高增速阶段，2016-

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

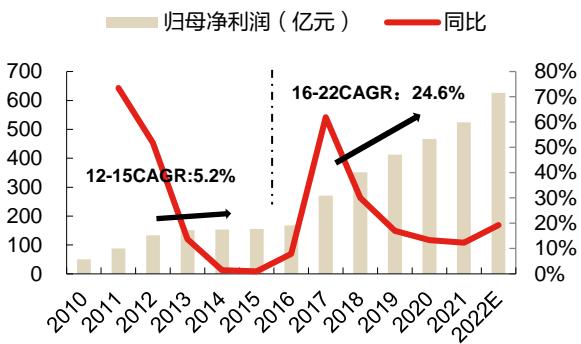
2022 年，贵州茅台收入、归母净利润 CAGR 分别为 21.2%、24.6%。公司初步核算后，2022 年收入、归母净利润约为 1272 亿元 (yoY+16.2%)、626 亿元 (yoY+19.3%)，疫情下刚性需求显现，业绩保持稳健增长。

图 37：公司营业总收入及同比增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

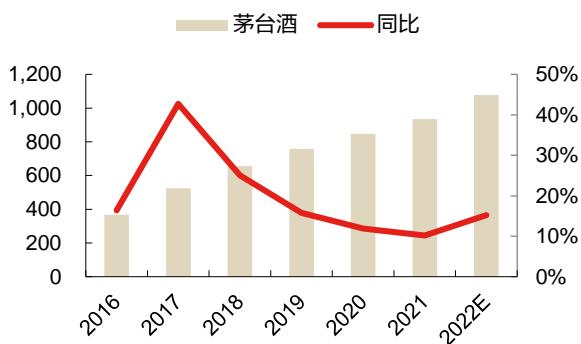
图 38：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

拆分来看，2022 年，茅台酒、系列酒收入分别约为 1077 亿元 (yoY+15.2%)、157 亿元 (yoY+24.7%)。2016-2022 年，茅台酒、系列酒收入 CAGR 分别为 19.7%、39.5%；茅台酒在高基数下仍保持稳定增速，系列酒在低基数下快速增长，逐渐成为第二增长极。

图 39：公司茅台酒收入（亿元）及同比增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 40：公司系列酒收入（亿元）及同比增速

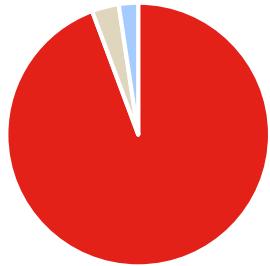


资料来源：Wind、东方证券研究所

从占比来看，2015-2022 年，系列酒占总收入比重从 3.3% 提升至 12.3%，系列酒业务已成为一项重要收入来源。

图 41：2015 年茅台酒、系列酒收入占比

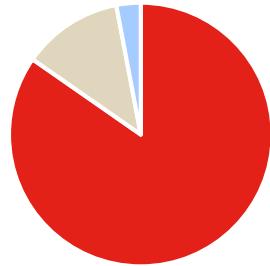
■ 茅台酒 ■ 系列酒 ■ 其他业务



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 42：2022 年茅台酒、系列酒收入占比

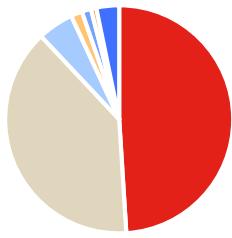
■ 茅台酒 ■ 系列酒 ■ 其他业务



资料来源：公司公告、东方证券研究所

分产品来看，飞天茅台为公司核心产品，2021 年收入占比约 49%，非标茅台酒占比约 39%，系列酒占比约 9%。盈利端，茅台酒毛利率稳定在 90%以上，从 2016 年的 93.5%小幅增长至 2021 年的 94.0%；系列酒毛利率近年来快速提升，从 2016 年的 53.6%增至 2021 年的 73.7%。尽管毛利率较低的系列酒占比提升，但系列酒本身毛利率快速增长，公司综合毛利率仍保持稳定小幅增长，2021 年为 91.5%。

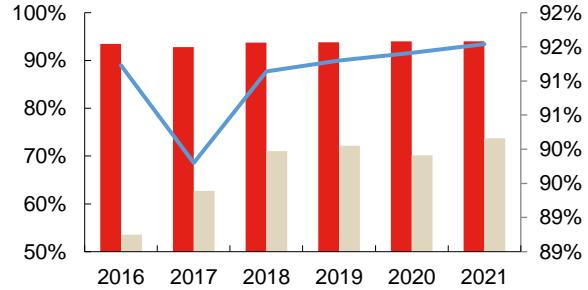
图 43：2021 年各产品、系列收入占比

 ■ 飞天茅台 ■ 非标茅台酒 ■ 茅台王子酒 ■ 汉酱
 ■ 贵州大曲 ■ 赖茅 ■ 其他


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 44：公司茅台酒、系列酒毛利率及综合毛利率

■ 茅台酒 ■ 系列酒 ■ 综合毛利率（右轴）

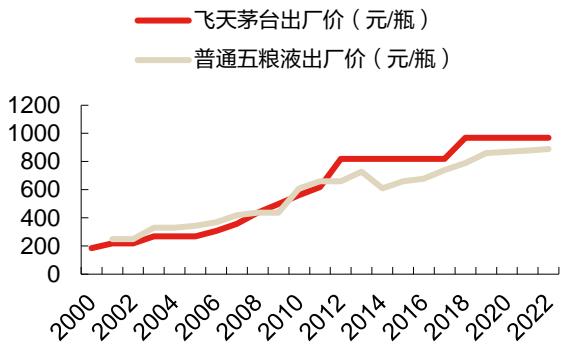


资料来源：公司公告、东方证券研究所

● 飞天茅台：供不应求，终端价稳步上行

持续强化品牌力，飞天茅台一举腾飞。20 世纪 90 年代，浓香型白酒兴起，酱香型因与浓香型差异过大，被排斥在新兴的商务市场之外；五粮液依靠自身品牌力，向下延伸产品体系，几年之内，拥有的白酒品牌达到 99 个，其中廉价品牌“尖庄”最多时一年销售 9 万吨。在品牌集群效应下，五粮液规模迅速扩大，一举成为白酒行业龙头。1995 年起，普通五粮液零售价超过飞天茅台，这种状况维持了约 10 年。在这 10 年间，茅台酒厂加紧扩产速度、保持对头部消费者的品牌影响力、加速建设渠道、开发年份系列酒，坚守质量本位的原则，持续强化品牌力；五粮液因向下延伸过多产品，一定程度上透支了品牌力。2009 年，飞天茅台出厂价再次超越普通五粮液，且因终端供不应求，出厂价连续几年快速提升；五粮液采取跟随策略，却因 2013 年行业萧条时期逆势提价，导致批价倒挂，出厂价被迫回跌。

图 45：2020 年来飞天茅台、普通五粮液出厂价



资料来源：公司公告、贵州热点网、中国经济网、东方证券研究所（2022年五粮液出厂价为计划内部分）

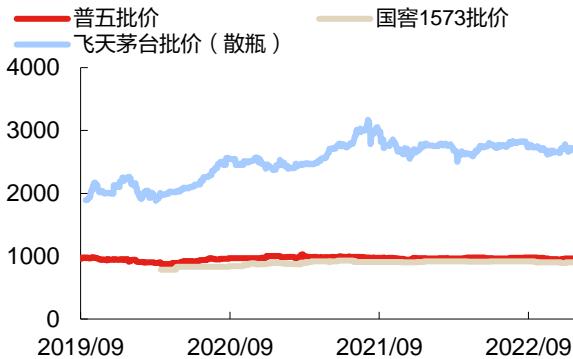
图 46：2016-2020 年飞天茅台全年计划投放量



资料来源：《茅台是怎样酿成的（汪中求著）》、红刊财经、中国证券报、蓝鲸财经、东方证券研究所

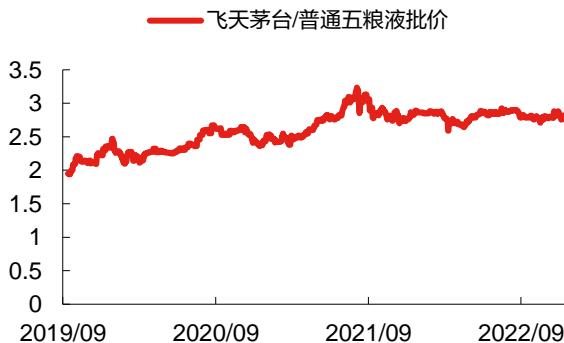
在强大的品牌力支撑下，尽管飞天茅台投放量逐年提升，但远远无法满足市场需求。产品的供不应求体现在批价快速攀升；2016 年以来，飞天茅台（散瓶）批价从不足 900 元/瓶升至约 2700 元/瓶，飞天茅台和普通五粮液批价比值从 2019 年 9 月约 1.95 提高至 2023 年 1 月初约 2.80，二产品批价差距进一步扩大。

图 47：飞天茅台、普通五粮液、国窖 1573 批价走势



资料来源：今日酒价、东方证券研究所

图 48：飞天茅台/普通五粮液批价比值

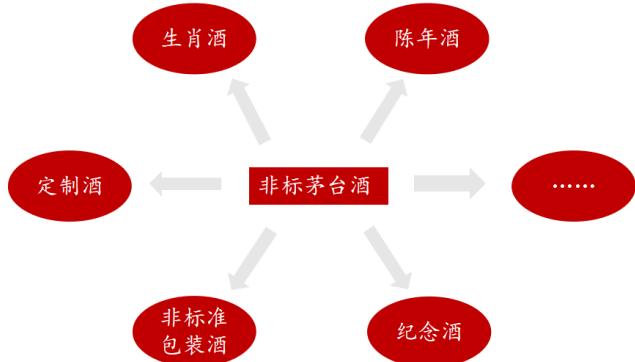


资料来源：今日酒价、东方证券研究所

● 非标茅台：产品矩阵日渐丰富，高端产品占比提升增厚盈利

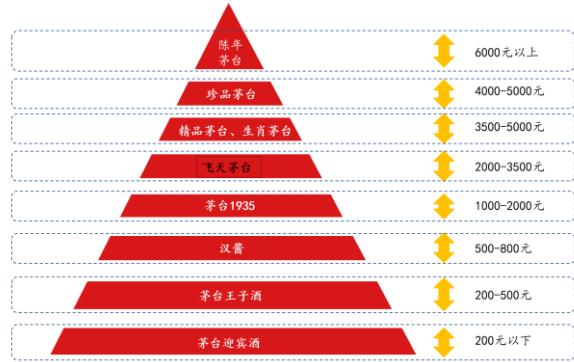
飞天茅台以外，公司拥有较完善的非标茅台产品矩阵。非标酒包括生肖酒、定制酒、陈年酒、纪念酒、非 500ml 包装酒、直营渠道飞天茅台酒等，其中生肖酒规模最大。2021 年 12 月，贵州茅台酒（珍品）面世，零售指导价为 4499 元/瓶（后提升至 4599 元/瓶），完善公司超高端酒产品体系，补充精品茅台和陈年茅台之间的价格断层。当前，贵州茅台超高端产品矩阵包括飞天茅台、精品茅台、生肖茅台、珍品茅台、陈年茅台等，良好地顺应了白酒市场超高端产品礼品化、精品化趋势。

图 49：非标酒类型概括



资料来源：公司公告、东方证券研究所绘制

图 50：公司形成完善的产品矩阵



资料来源：京东、东方证券研究所绘制

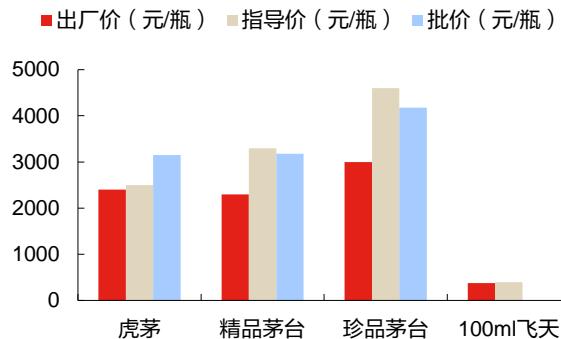
稀缺属性凸显，激发生肖酒热度。2014 年起，贵州茅台对应年份推出相应生肖酒。生肖酒推出首年，产品销量低于期望值，因此公司减少羊年生肖酒发行量。因茅台生肖酒限量发售，每年新品发售后，上一年的生肖酒自动停产，该稀缺属性激发消费者的投資、收藏心理，生肖酒市场热度逐渐被激发，而马茅、羊茅因产量稀少，至今批价居高不下。

表 10：生肖酒产品价格及产量

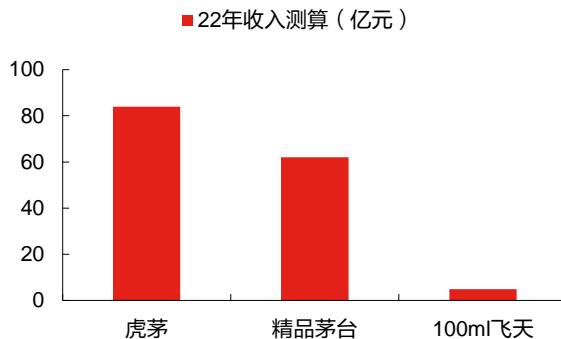
生肖酒产品	推出时间	市场指导价（元/瓶）	产量（吨）	批发价格（元/瓶）
马年	2014 年	849	350	18000
羊年	2015 年	849	250	29500
猴年	2016 年	899	650	5600
鸡年	2017 年	1299	800	3550
狗年	2018 年	1699	1500	3550
猪年	2019 年	1699	1500	3760
鼠年	2020 年	1699	1500	3750
牛年	2021 年	2499	1500	3520
虎年	2022 年	2499	1750	3150
兔年	2023 年	2499		5550

资料来源：中华网财经、美酒网、每日经济新闻、茅酒管家、今日酒价、东方证券研究所

根据公司公告，2022 年虎茅共计投放超过 350 万瓶；经我们测算，2022 年虎茅贡献收入约 84 亿元，占总营收比重近 7%，在非标酒中规模最大。

图 51：非标产品出厂价、指导价、批价情况


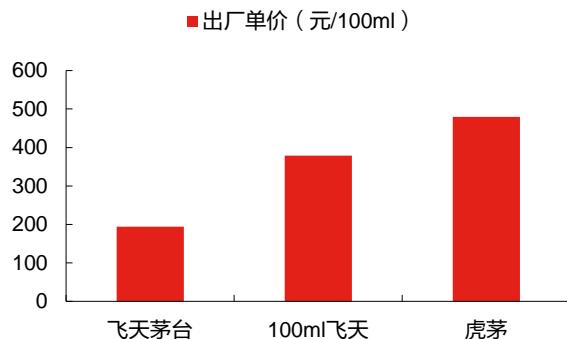
资料来源：证券时报、茅酒管家、茅粉事务所、渠道调研、东方证券研究所

图 52：2022 年虎茅、精品茅台、100ml 飞天收入测算


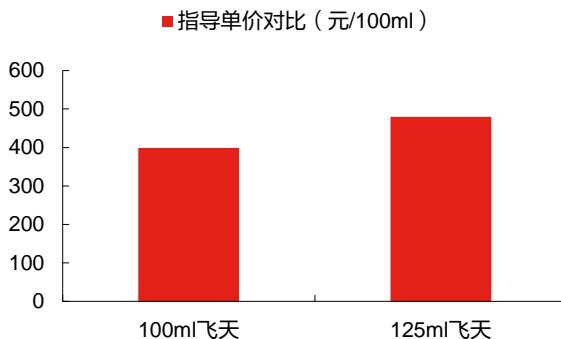
资料来源：新京报、中国酒讯、渠道调研、东方证券研究所

制造市场热点的同时，非标酒增厚企业利润。生肖酒与飞天茅台酒质差距不大，而出厂价高于飞天茅台 1 倍以上；100ml 飞天茅台出厂价 379 元/瓶，推算至 500ml 为 1895 元，亦远高于普通飞天茅台出厂价，非标茅台酒的推出大幅增厚企业利润。

2023 年 1 月 2 日起，100ml 飞天茅台正式从 i 茅台下线，125ml 飞天茅台取而代之，指导售价为 599 元/瓶。对比来看，100ml、125ml 飞天茅台指导单价分别为 399、479.2 元/100ml，125ml 飞天在 100ml 飞天的基础上加价 20%，进一步推升产品盈利。

图 53：飞天茅台、100ml 飞天茅台、虎茅出厂单价对比


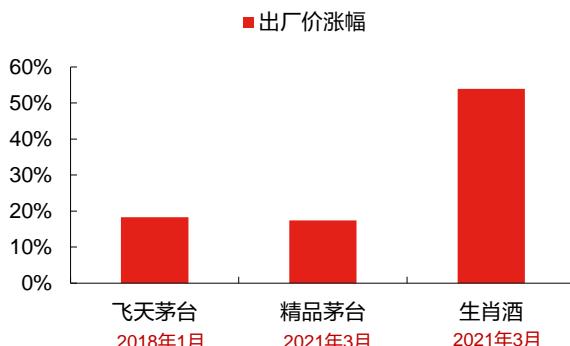
资料来源：金融界、渠道调研、东方证券研究所

图 54：100ml、125ml 飞天茅台指导单价对比


资料来源：中国酒讯、金融界、东方证券研究所

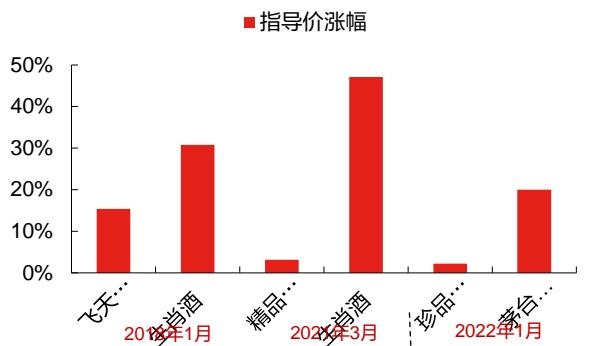
公司对非标酒进行提价，进一步提升盈利水平。2018 年，飞天茅台出厂价、指导价分别提升至 969 元/瓶、1499 元/瓶，此后多年保持不变。与之形成对比，公司顺应产品价格走势，对非标茅台进行一系列出厂价及指导价提价，进一步提升非标类产品盈利水平，打造普飞以外盈利增长曲线。

图 55：2018 年以来公司产品出厂价提价情况



资料来源：时代周报、中国经济网、人民资讯、茅粉荟萃、东方证券研究所

图 56：2018 年以来公司产品指导价提价情况



资料来源：时代周报、中国经济网、人民资讯、茅粉荟萃、东方证券研究所

● 茅台系列酒：规模日渐壮大，茅台 1935 填补千元价格带空白

1999 年，公司面向大众市场，推出茅台王子酒；此后，公司陆续推出迎宾酒、仁酒、汉酱酒。2015-2019 年，公司以重要历史事件为载体，重启赖茅、王茅、华茅品牌，重新投入市场。2022 年，公司推出重量级单品茅台 1935，系列酒走向千元价位带。至今，茅台系列酒囊括一曲（贵州大曲）三茅（赖茅、王茅、华茅）四酱（王子酒、迎宾酒、仁酒、汉酱酒）、茅台 1935，在 2000 元以下价位带构建了完整的产品体系。

根据规划，公司将梳理、优化产品结构，取消 7 款系列酒，聚力培育 5 个系列酒大单品，把茅台 1935 打造成千元价格带的百亿级超级大单品；把茅台王子酒（酱香经典）和茅台王子酒（金王子）打造成超 20 亿元大单品；把汉酱酒和茅台迎宾酒（紫）打造成超 10 亿元大单品。

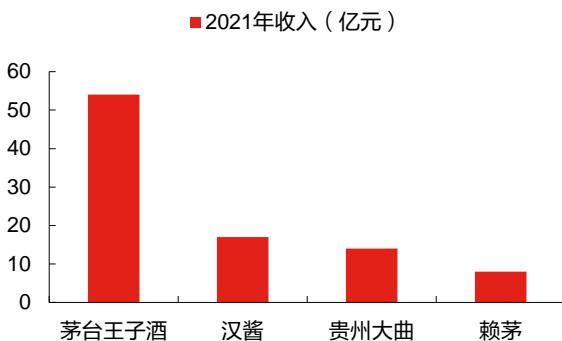
图 57：茅台系列酒重要历史事件



资料来源：茅粉荟、知酒事、东方证券研究所

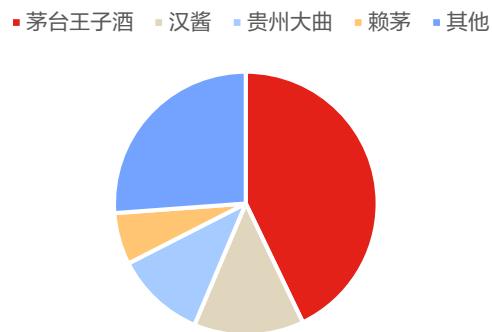
当前，茅台系列酒在广东、河南、山东等市场取得不错成绩。2021 年，茅台王子酒、汉酱、贵州大曲、赖茅分别贡献收入 54、17、14、8 亿元，占茅台系列酒收入比重分别为 43%、14%、11%、6%。茅台王子酒为规模最大的系列酒，汉酱、贵州大曲、赖茅等产品也逐渐成为重要的收入来源。

图 58：2021 年茅台系列酒核心产品收入



资料来源：钛媒体、公司公告、东方证券研究所

图 59：2021 年茅台系列酒收入拆分



资料来源：钛媒体、公司公告、东方证券研究所

茅台 1935 计划投放量提升，有望支撑系列酒规模壮大。2022 年 1 月，公司发布千元价格带重量级单品茅台 1935，市场指导价为 1188 元/瓶。上市之初，茅台 1935 受到渠道热炒，批价达到 1680 元/瓶；随着产品热度逐渐减弱，茅台 1935 批价持续回落，当前约为 1130 元/瓶，价格回归理性，更有利于产品推广。

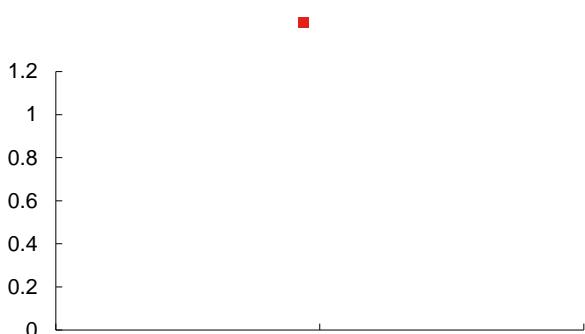
茅台集团党委书记、董事长、茅台股份公司董事长丁雄军指出，酱香系列酒在 2023 年计划突破 200 亿；“十四五”末要努力实现营收 240 亿元以上，占集团收入比重达 10% 以上，进入全国白酒第二阵营。根据该规划，22-25 年，系列酒收入 CAGR 约为 15.2%，预计茅台 1935 将贡献主要增量。

图 60：茅台 1935 批价走势



资料来源：今日酒价、东方证券研究所

图 61：茅台 1935 投放量预计

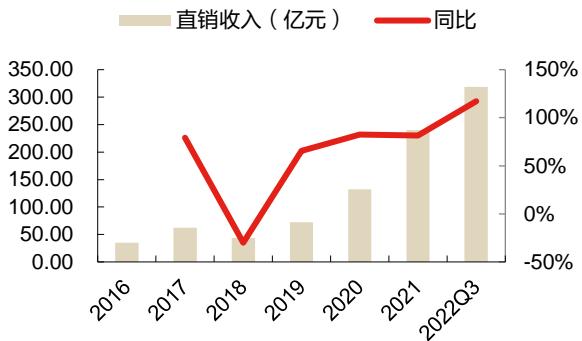


资料来源：酒说、茅酒管家、东方证券研究所

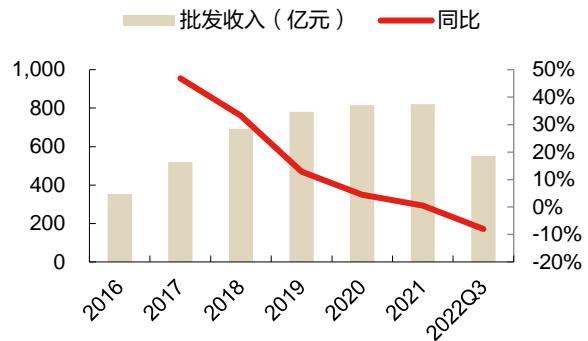
3.2 渠道扁平化为基调，持续加强市场掌控

- 量价齐升，直销渠道维持高增速

直销渠道快速成长，批发渠道增速趋缓。分渠道来看，21 年公司直销、批发渠道收入分别为 240.29 亿元 (yoy+81.5%)、820.30 亿元 (yoy+0.6%)；22Q3，公司直销、批发渠道收入分别同比+117.1%、-8.0%。

图 62：公司直销收入及同比增速


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 63：公司批发代理收入及同比增速


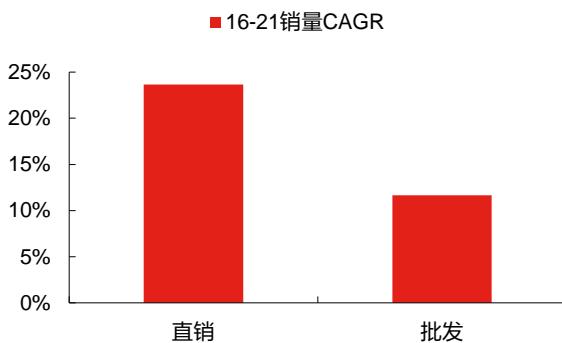
资料来源：公司公告、东方证券研究所

分渠道，2021 年批发、直销销量分别为 60702.99、5735.70 吨，直销销量占比达到 8.6%；2021 年直销、批发单价分别为 418.94、135.13 万元/吨，直销渠道单价显著高于批发渠道。

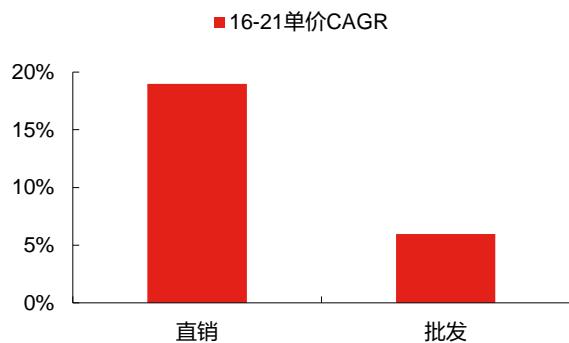
图 64：公司分渠道白酒销量（吨）


资料来源：公司公告、东方证券研究所

2016-2021 年，直销、批发渠道销量 CAGR 分别为 23.7%、11.7%，直销销量增速快；直销、批发渠道单价 CAGR 分别为 19.0%、6.0%，直销渠道单价增长较快。

图 66：16-21 年公司分渠道销量 CAGR


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 67：16-21 年公司分渠道单价 CAGR


资料来源：公司公告、东方证券研究所

● 营销体制改革，直销渠道扩张

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2022年，贵州茅台针对渠道进行大幅改革。3月31日，“i茅台”app上线，为公司与终端消费者直接互动提供了平台；4月，茅台集团营销公司被取消，旗下渠道（面向商超、卖场、电商等）转移至股份公司的销售公司；公司大力推进经销商专卖店开设工作，加强品牌宣传和渠道管理。

拓张直营渠道有助于回收渠道部分利润，拉动吨价提升。对于飞天茅台，公司给予经销商的出厂价普遍为969元/瓶；在批发渠道之外，公司增设直营渠道，例如对接企业团购、开设直营店、社会流通渠道从集团旗下转移至股份公司旗下运作等，出厂价在1399元/瓶-1499元/瓶，有效增厚企业利润。

表 11：公司主要销售渠道一览

销售渠道	销售对象	产品及出厂价
直销	50亿以上规模企业团购	定制酒1799元/瓶，普飞1499元/瓶
	直营店	普飞1499元/瓶
	社会流通渠道（商超、卖场、电商等）	普飞1399元/瓶（原先给予茅台集团出厂价为969元/瓶）
	i茅台	以非标酒、系列酒为主
批发	经销商专卖店	普飞969元/瓶
	贵州省国资平台（贵州机场、贵州高铁等）、省外国资平台	普飞969元/瓶
	其他批发代理	普飞969元/瓶

资料来源：中华网财经、美酒网、每日经济新闻、茅酒管家、今日酒价、东方证券研究所

● “i茅台”app平台具备多重意义

“i茅台”app自2022年3月31日起试运行，期间投放四款产品，包括茅台1935、珍品茅台酒、500ml虎茅、375ml虎茅；5月19日，“i茅台”正式上线，新增投放53度100ml飞天茅台在内的五款产品；2023年1月5日，新年伊始，兔茅正式通过“i茅台”面世。

表 12：“i茅台”投放产品

2022/3/31 app试运营	产品	茅台1935	珍品茅台酒	500ml贵州茅台酒	375ml贵州茅台酒（壬寅虎年）*2
	图片				
2022/5/19 app正式运营	价格	1188元/瓶	4599元/瓶	2499元/瓶	3599元/盒
	产品	53度100ml飞天茅台	43度500ml飞天茅台	43度500ml贵州茅台（喜宴·红）	茅台王子酒（金）
2023/1/5 兔茅上线	图片				
	价格	399元/瓶	1099元/瓶	1099元/瓶	338元/瓶
	产品	500ml贵州茅台酒（癸卯兔年）*2	375ml贵州茅台酒（癸卯兔年）*2		218元/瓶

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

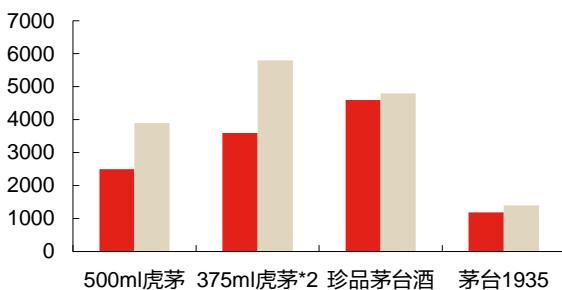
	图片	 	
	价格	2499 元/瓶	3599 元/盒

资料来源：i茅台、新京报、东方证券研究所（注：表中价格为i茅台平台价格）

“i茅台”意义一：利用产品差价，快速吸引流量，大幅提升新品的市场关注度。“i茅台”上多款产品指导价与市场价之间存在较大差距，有助于吸引大量消费者进行产品申购。此外，“i茅台”上多款产品均为公司新品（例如茅台 1935、53 度 100ml 飞天茅台、虎茅、兔茅等），采用申购模式的同时进行稀缺性营销，快速提升市场关注度，助力新品放量。

图 68：2022 年 4 月初多款产品“i茅台”价格与市场价对比

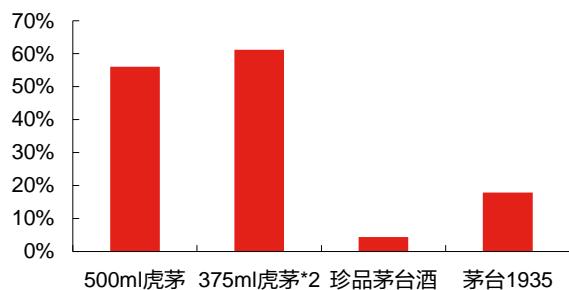
■ 指导价（元/瓶） ■ 市场价（元/瓶）



资料来源：小酒菌、东方证券研究所

图 69：2022 年 4 月初多款产品“i茅台”价与市场价差价率

■ 差价率

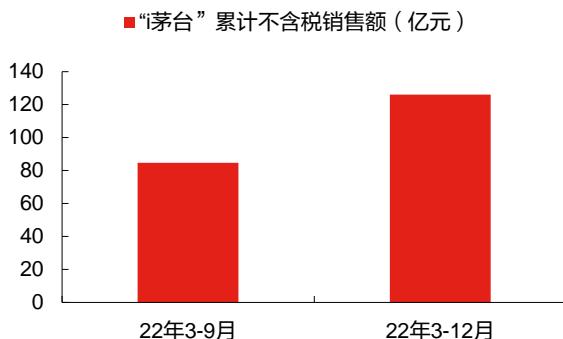


资料来源：小酒菌、东方证券研究所

“i茅台”意义二：增加直营占比，提升价格掌控力，助力白酒回归商品属性。22 年 3-12 月，“i茅台”实现不含税销售额约 126 亿元，占公司总收入比重达 13.4%，为公司业绩做出重要贡献。22 年 3-9 月，“i茅台”销售额占直销收入比重达 40.3%，彰显“i茅台”成为拓宽直销渠道的重要平台。在直营占比提升的同时，“i茅台”在稳价方面作出重要贡献。“i茅台”平台上产品均以指导价出售，低于市场价，产品流入市场有助于降低市场价格，助力白酒产品回归商品属性，增加开瓶率。

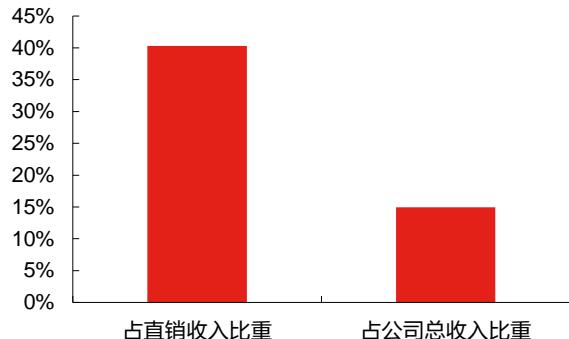
“i茅台”意义三：步入茅粉时代，增加与年轻消费者的互动，加大对消费者数据的掌控。一方面，公司通过“i茅台”申购模式推动年轻人加入“抢茅台”大军；另一方面，公司通过茅台冰淇淋、迷你飞天茅台包装等元素加强对年轻人的吸引力，增加与年轻消费者的交流互动、对消费者数据的掌握。1 月 5 日，公司在“巽风数字世界”app 中举行生肖系列暨“巽风”数字世界发布会；用户通过做任务，有机会获得兔茅购买资格，进一步加强年轻用户体验感。

图 70：“i 茅台”不含税销售额



资料来源：公司公告、酒业家、东方证券研究所

图 71：22 年 3-9 月“i 茅台”占直销收入、总收入比重

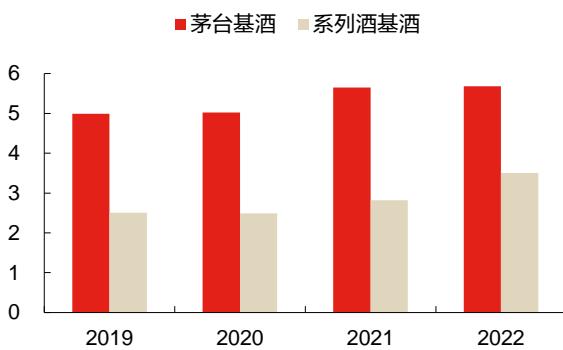


资料来源：公司公告、酒业家、东方证券研究所

3.3 茅台酒产能长期饱和，新项目将增加供给

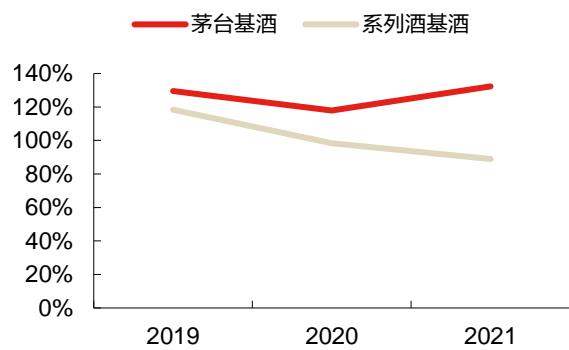
茅台基酒产能利用率居高不下，产能提升迫在眉睫。2022 年，公司公告茅台基酒、系列酒基酒产量分别约为 5.68 万吨 (yoY+0.5%)、3.50 万吨 (yoY+24.1%)；2019-2021 年，茅台基酒产能利用率为 130%、118%、132%。

图 72：茅台基酒、系列酒基酒产量（万吨）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 73：茅台基酒、系列酒基酒产能利用率



资料来源：公司公告、东方证券研究所

2022 年 12 月，贵州茅台董事会审议通过关于投资建设茅台酒“十四五”技改建设项目的议案，计划投资约 155.16 亿元，建设周期约 48 个月。该项目投产后，预计将新增茅台酒基酒产能 1.98 万吨/年、新增储酒能力 8.47 万吨。

表 13：生肖酒产品价格及产量

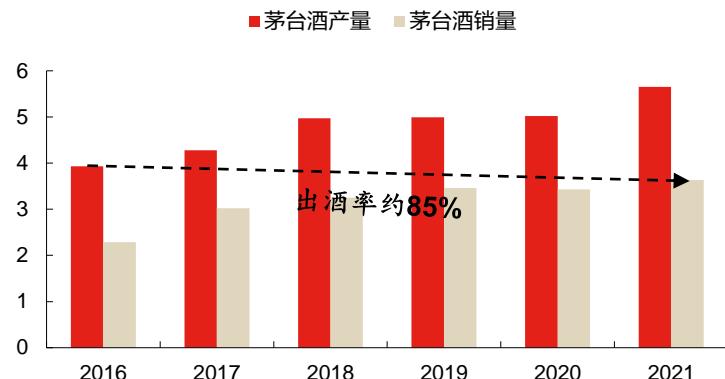
建设规划	投资金额	预计新增产能	建成后茅台酒合计产能
制酒厂房 68 栋、制曲厂房 10 栋、酒库 69 栋及其相关配套设施	155.16 亿	茅台酒：1.98 万吨/年 储酒能力：8.47 万吨	7.66 万吨/年

资料来源：公司公告、证券时报、东方证券研究所

根据我们测算，茅台酒“十四五”技改建设有望新增茅台酒产能近 4000 万瓶，以 2021 年茅台酒吨价 257.75 万元/吨进行测算，考虑到飞天茅台陈化、勾兑等环节，平均需经过 5 年方可出厂（即 2016 年产量对应 2021 年销量，21 年销量/16 年产量得出酒率约 85%），预计新增产能将在全面投产后贡献收入约 440 亿元/年。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 74：茅台酒出酒率约 85%



资料来源：公司公告、东方证券研究所

四、投资建议

根据 22 年业绩预告，下调 22 年营收和费用率，我们预测公司 22-24 年每股收益为 49.87、57.34、66.00 元（原预测为 50.04、57.92 和 66.02 元）。采用历史估值法，公司近 5 年平均 PE 为 40 倍，给予公司 23 年 40 倍 PE 估值，对应目标价 2293.60 元，维持买入评级。

图 75：贵州茅台历史 PE Band



资料来源：茅粉荟、知酒事、东方证券研究所

五、风险提示

- **品牌力降低风险。**如果茅台酒出现食品安全等黑天鹅事件，可能对品牌力造成负面影响。
- **假设条件变化影响测算结果。**如果公司产品投放、产能扩张等假设条件变化，可能会影响对应测算结果。
- **产能建设不及预期风险。**茅台酒延续供需紧张的趋势，如果茅台酒“十四五”技改建设项目进度不及预期，可能导致茅台酒产能无法满足需求增长，使公司业绩增速不及预期。
- **环境恶化风险。**如果赤水河环境出现恶化，有可能对酒质造成负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	36,091	51,810	83,650	124,739	172,853	营业收入	94,915	106,190	123,541	143,033	164,270
应收票据、账款及款项融资	1,533	0	0	0	0	营业成本	8,154	8,983	9,618	10,864	12,188
预付账款	898	389	453	524	602	营业税金及附加	13,887	15,304	17,805	20,614	23,675
存货	28,869	33,394	35,755	40,386	45,309	营业费用	2,548	2,737	2,503	2,898	3,329
其他	118,261	135,172	135,204	135,196	135,206	管理费用及研发费用	6,840	8,512	8,715	10,948	12,573
流动资产合计	185,652	220,766	255,061	300,845	353,970	财务费用	(235)	(935)	(1,010)	(1,557)	(2,226)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	71	13	30	38	27
固定资产	16,225	17,472	19,032	20,667	22,215	公允价值变动收益	5	(2)	5	3	2
在建工程	2,447	2,322	2,911	3,205	3,353	投资净收益	0	58	58	58	58
无形资产	4,817	6,208	6,079	5,950	5,820	其他	2,980	3,121	3,150	3,140	3,130
其他	4,254	8,400	6,931	7,618	7,570	营业利润	66,635	74,751	89,093	102,428	117,893
非流动资产合计	27,744	34,403	34,953	37,440	38,958	营业外收入	11	69	100	100	100
资产总计	213,396	255,168	290,014	338,285	392,928	营业外支出	449	292	200	200	200
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	66,197	74,528	88,993	102,328	117,793
应付票据及应付账款	1,342	2,010	2,152	2,431	2,727	所得税	16,674	18,808	22,458	25,823	29,726
其他	44,331	55,904	51,287	55,289	58,953	净利润	49,523	55,721	66,535	76,505	88,067
流动负债合计	45,674	57,914	53,439	57,720	61,680	少数股东损益	2,826	3,260	3,893	4,477	5,153
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	46,697	52,460	62,642	72,028	82,914
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	37.17	41.76	49.87	57.34	66.00
其他	1	296	297	297	297						
非流动负债合计	1	296	297	297	297						
负债合计	45,675	58,211	53,736	58,016	61,977						
少数股东权益	6,398	7,418	11,311	15,788	20,941						
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256						
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375						
留存收益	157,769	185,860	221,273	260,788	306,317						
其他	922	1,049	1,062	1,062	1,062						
股东权益合计	167,721	196,958	236,277	280,269	330,951						
负债和股东权益总计	213,396	255,168	290,014	338,285	392,928						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
净利润	49,523	55,721	66,535	76,505	88,067						
折旧摊销	1,316	1,360	1,492	1,711	1,945						
财务费用	(235)	(935)	(1,010)	(1,557)	(2,226)						
投资损失	(0)	(58)	(58)	(58)	(58)						
营运资金变动	1,239	(7,257)	(6,930)	(414)	(1,051)						
其它	(174)	15,198	8	(3)	(2)						
经营活动现金流	51,669	64,029	60,036	76,183	86,675						
资本支出	(2,283)	(3,730)	(3,500)	(3,500)	(3,500)						
长期投资	(20)	(156)	176	0	0						
其他	498	(1,677)	1,346	(637)	98						
投资活动现金流	(1,805)	(5,562)	(1,978)	(4,137)	(3,402)						
债权融资	(447)	104	0	0	0						
股权融资	0	0	0	0	0						
其他	(23,681)	(26,668)	(26,218)	(30,957)	(35,160)						
筹资活动现金流	(24,128)	(26,564)	(26,218)	(30,957)	(35,160)						
汇率变动影响	0	(2)	-0	-0	-0						
现金净增加额	25,737	31,900	31,840	41,089	48,113						
偿债能力						盈利能力					
						资产负債率	21.4%	22.8%	18.5%	17.2%	15.8%
						净負債率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	4.06	3.81	4.77	5.21	5.74
						速动比率	3.43	3.24	4.10	4.51	5.00
营运能力						偿债能力					
						应收账款周转率	-	-	-	-	-
						存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
每股指标(元)						盈利能力					
						每股收益	37.17	41.76	49.87	57.34	66.00
						每股经营现金流	41.13	50.97	47.79	60.65	69.00
						每股净资产	128.42	150.88	179.08	210.54	246.78
估值比率						偿债能力					
						市盈率	48.3	43.0	36.0	31.3	27.2
						市净率	14.0	11.9	10.0	8.5	7.3
						EV/EBITDA	32.5	29.3	24.6	21.5	18.7
						EV/EBIT	33.2	29.8	25.0	21.8	19.0

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在 -5% ~ +5% 之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在 -5% 以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在 -5% ~ +5% 之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在 -5% 以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业 的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。