

## 梅花香，自苦寒来

### ——贵州茅台(600519)深度报告

买入|维持

#### 报告要点:

● 引言: 茅台护城河有很多,“四大核心势能”、稀缺历史文化、消费/社交/金融属性、贵州省全力支持等,在正文展开、开篇不做太多探讨,我们重点探讨茅台的改革、价格与内在核心竞争力。

● “价格体系改革”与“茅台直销占比提升”、“i茅台”有什么联系? 看似联系不大,但我们认为本质是相通的,本质都是酒厂与经销商之间的“利益分配”。至于利益分配是采用提直销比例、还是提出厂价,对酒厂来说,结果是一样的,都是真金白银。所以,我们认为,其实不需要赌茅台是否进行突然的价格体系改革,因为茅台利益分配体系一直在市场化改革中,那么,公司的综合出厂价的提升就有保障、成长性就有保障,市场化改革红利是以一种确定性更高的方式在释放。

● 茅台的经营安全边际,如何直接观测? 它的经销端支撑架构是什么呢?

茅台的经营安全边际,我们认为可以从“普茅批价/建议零售价-1”直接观测。例如,3月8日散茅批价约2755元(保守使用散茅),茅台的经营安全边际约为1256元(即建议零售价的84%),这也是公司尽可能要适当留出的余地,所以也不能指望价格体系改革把这块经营安全边际全消化完,因为这样会打破公司“经营安全边际”和“经销商活力”的平衡、产生2处风险,这个平衡,就是茅台经营安全边际的经销端支撑架构。

当然,除了经销端支撑架构,还有资本端、客户端、生产端支撑架构,此处暂不展开。

● 长期看,“茅台提价”是最重要的吗?

我们认为,“茅台提价”是结果,不是根本,不是最重要的。茅台是消费品最典型的案例,价格是品牌势能的市场打分,做酒、做渠道的目的并不是提价,而是为了更好地服务目标客户,而相应的提价,只是高质量服务的外在表现而已。季克良先生早早就把握了这一点,所以在1998-2011年,季克良先生顶住压力限制扩产,反而是定下了“茅台铁律——产量/速度/成本/效益全部服从质量”,这是很不容易的,在当时白酒行业量增为主的潮流下,是非常寂寞、承受高压的,而这,就是茅台内在核心竞争力的来源。

● 未来,茅台酒产能空间如何?

茅台酒的酿造目前受核心区产能限制较大,但仍有很大空间,从实际产能看,2022年,茅台酒实际产能约5.68万吨,根据我们测算,2024年实际产能有望达到约7.66万吨(较22年+35%),考虑目前原产地域保护范围15.03平方公里,长期实际产能有望达到约10.44万吨(较22年+84%)。

● 投资建议

公司是白酒龙一,酱香势能遥遥领先,高胜率、高安全边际、高成长空间,契合长期价值投资策略。我们预计公司2022/2023/2024年归母净利润为626.10/725.45/838.44亿元,增速19.35%/15.87%/15.58%,对应3月21日PE 36/31/27倍(市值22,298亿元),维持“买入”评级。

● 风险提示

政策调整风险、消费场景波动风险、食品安全风险。

#### 附表:盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	97993.24	109464.28	127243.52	146072.87	167659.47
收入同比(%)	10.29	11.71	16.24	14.80	14.78
归母净利润(百万元)	46697.29	52460.14	62609.94	72544.74	83843.70
归母净利润同比(%)	13.33	12.34	19.35	15.87	15.58
ROE(%)	28.95	27.68	27.85	27.59	27.64
每股收益(元)	37.17	41.76	49.84	57.75	66.74
市盈率(P/E)	47.75	42.50	35.61	30.74	26.59

资料来源: Wind、Iifind、国元证券研究所整理

#### 基本数据

52周最高/最低价(元): 2045.0 / 1350.0

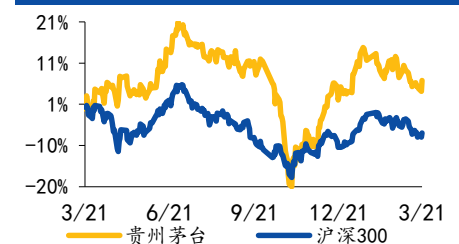
A股流通股(百万股): 1256.20

A股总股本(百万股): 1256.20

流通市值(百万元): 2229751.10

总市值(百万元): 2229751.10

#### 过去一年股价走势



资料来源: Wind、Iifind、国元证券研究所整理

#### 相关研究报告

《国元证券公司研究-贵州茅台(600519)事件点评:

Q4业绩增20%, 利润水平再提升》2022.12.30

《国元证券公司研究-贵州茅台(600519)季报点评:

Q3业绩增16%, i茅台表现亮眼》2022.10.18

#### 报告作者

分析师 邓晖

执业证书编号 S0020522030002

电话 021-51097188

邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊

执业证书编号 S0020522090001

电话 021-51097188

邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

分析师 袁帆

执业证书编号 S0020522110001

电话 021-51097188

邮箱 yuanfan@gyzq.com.cn

## 目 录

1.贵州茅台：白酒龙一，酱香鼻祖 .....	5
1.1 历史悠久的白酒龙一，香飘世界的中国名片 .....	5
1.2 盈利能力行业领先 .....	7
2.高端白酒格局优，茅台品牌力领跑 .....	9
2.1 白酒行业挤压式增长，利润向头部企业及优势产区集中 .....	9
2.2 高端白酒增长确定性强，茅台品牌力遥遥领先 .....	11
2.3 贵州省大力支持白酒产业，茅台有力拉动地方经济 .....	12
3.改革推进：营销体系改革深化，茅台酒产能仍有空间 .....	14
3.1 营销体系改革深化，直销占比提升 .....	14
3.1.1“五合营销法”重塑营销体系 .....	14
3.1.2 主动营销主动求变 .....	14
3.1.3 营销改革持续推进，i茅台亮眼 .....	15
3.2 产品体系改革推进，系列酒发力 .....	16
4.新一轮扩产：24年茅台酒实际产能有望达7.76万吨 .....	18
4.1 茅台酒当前设计产能约4.27万吨，产能利用率132% .....	18
4.2 回顾历史，茅台酒约5年扩产万吨，24年实际产能有望达7.76万吨 .....	18
4.3 展望中长期，茅台酒实际产能将超10万吨 .....	20
4.4 茅台酒成品酒销量与四年前基酒产量相关 .....	21
4.5 系列酒扩产加速 .....	21
5.白酒龙一品牌力遥遥领先，管理层锐意改革谱写新篇 .....	22
5.1 茅台酒：大曲酱香第一酒 .....	22
5.2 品牌壁垒坚固，营销力行业领先 .....	26
5.3 渠道变革进行中，直销占比提升 .....	28
5.4 管理层锐意改革，注入发展新动能 .....	29
6.盈利预测及投资建议 .....	29
6.1 盈利预测 .....	29
6.2 投资建议 .....	30
7.风险提示 .....	31

## 图表目录

图 1：公司股权结构（截至 2022.9.30） .....	6
图 2：公司营业总收入与归母净利情况 .....	7
图 3：茅台酒与系列酒贡献收入比重（%） .....	7
图 4：公司合同负债及销售收现情况 .....	8
图 5：贵州茅台及同业总收入毛利率情况（%） .....	8
图 6：贵州茅台及同业总收入净利率情况（%） .....	8
图 7：公司期间费用率情况 .....	9
图 8：公司税金及附加支出及占比情况 .....	9

图 9: 我国白酒行业产量 (万千升) .....	10
图 10: 规模以上白酒企业销售收入及利润总额 .....	10
图 11: 白酒上市企业收入、利润及其增速 .....	10
图 12: 白酒上市企业收入、利润占规模以上企业比重 .....	10
图 13: 全国居民人均可支配收入变化情况 .....	11
图 14: 我国高端白酒市占率变化情况 .....	11
图 15: 不同档次白酒均价变化 (元) .....	11
图 16: 飞天茅台批价变化 (元) .....	12
图 17: 普五与国窖 1573 批价变化 (元) .....	12
图 18: 端午祭麦 .....	15
图 19: 茅粉节 .....	15
图 20: i 茅台产品 .....	16
图 21: 公司系列酒销售额及增速 .....	17
图 22: 公司系列酒销售量及增速 .....	17
图 23: 公司经销商数量变动情况 .....	17
图 24: 茅台设计产能 .....	18
图 25: 茅台酒实际产能 (产量) 及产能利用率 .....	18
图 26: 系列酒设计产能 .....	22
图 27: 系列酒实际产能 (产量) 及产能利用率 .....	22
图 28: 茅台酒厂前身之一“恒兴烧房”大门 .....	23
图 29: 茅台酒酿造生态环境独一无二 .....	23
图 30: 茅台酒酿造关键步骤之封实第三次入窖发酵酒醅 .....	24
图 31: 公司部分主要产品 .....	25
图 32: 茅台酒出现在外事招待中 .....	27
图 33: 公司直销收入及增速 .....	28
图 34: 公司直销收入占酒类收入比重 .....	28
图 35: 公司经销商数量变化 (家) .....	29
表 1: 茅台大事记 .....	5
表 2: 茅台与同业营业总收入及净利润对比 .....	7
表 3: 贵州茅台及同业可比公司杜邦分析 .....	9
表 4: 贵州白酒产业相关政策 .....	13
表 5: “五合营销法”的具体含义 .....	14
表 6: 茅台酒产能扩张历史 .....	19
表 7: 茅台酒产能空间测算 .....	20
表 8: 茅台酒成品酒销量与四年前基酒产量相关 .....	21
表 9: 公司系列酒在建项目 .....	22
表 10: 茅台酒产品矩阵 .....	25
表 11: 公司产品获得的国内外部分荣誉 .....	26
表 12: 公司董事会及高级管理人员概况 .....	29
表 13: 贵州茅台盈利预测拆分 .....	30

表 14: 可比公司估值..... 30

## 1. 贵州茅台：白酒龙一，酱香鼻祖

### 1.1 历史悠久的白酒龙一，香飘世界的中国名片

**酱香鼻祖、白酒龙一，香飘世界的中国名片。**贵州茅台坐落于贵州北部赤水河畔，出产的茅台酒是酱香型白酒的鼻祖和典型代表。独一无二的原产地域保护、不可复制的微生物菌落群、传承千年的独特酿造工艺、长期贮存的优质基酒资源组成贵州茅台的“四个核心势能”。公司拥有著名的品牌、卓越的品质、悠久的历史、厚重的历史积淀，是当之无愧的中国白酒龙一。茅台酒集国家地理标志产品、有机食品和国家非物质文化遗产称号于一身，是世界三大蒸馏名酒之一，是香飘世界的中国名片。

**酿造历史悠久，渊源于汉、繁荣于清。**关于茅台酒最早的记载可追溯至汉代，公司前身可追溯至清末及民国的茅台镇“成义”“荣和”和“恒兴”三大烧房。1915年，在巴拿马万国博览会上，茅台酒荣获金奖，扬名世界。1951年，国家赎买成义烧房，茅台酒厂成立；1996年改制为国有独资公司（即上市公司母公司茅台集团）；1999年，贵州茅台酒股份有限公司成立，2000年在A股上市。

**70余年辉煌历程，步入“高质强业”发展新阶段。**丁雄军董事长在2021年11月8日的“茅台辉煌70年庆祝大会”上，将茅台的发展历程划分为四个时期，依次为：1951年-1978年12月，奠基立业期；1978年12月-2012年11月，改革兴业期；2012年11月-2020年12月，转型大业期；2021年至今，高质强业期。

表 1：茅台大事记

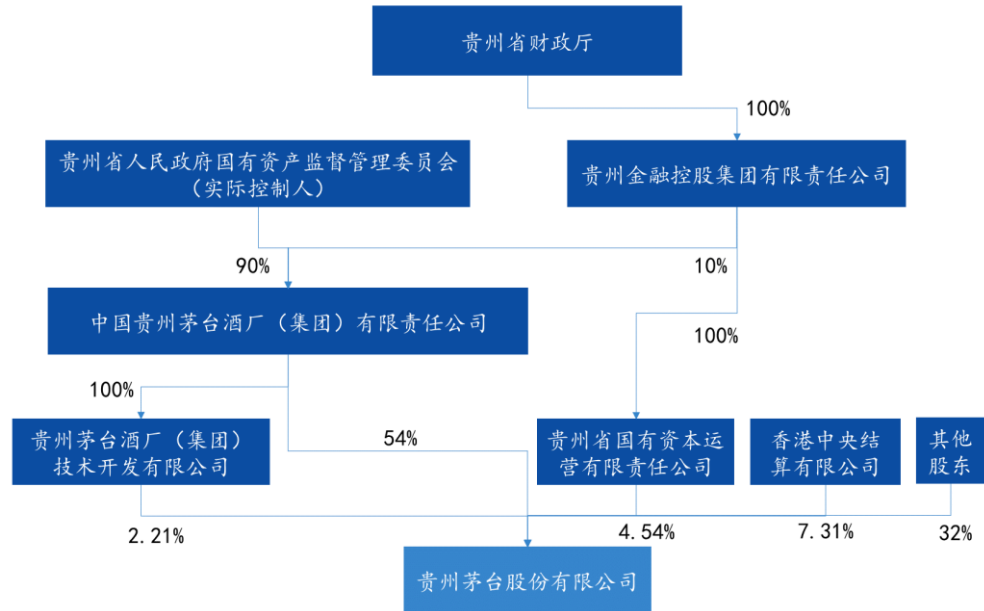
发展阶段	时间	重大事件
1951年-1978年12月 奠基立业期	1951年	国家赎买成义烧房，贵州省专卖事业公司仁怀县茅台酒厂成立
	1952年	荣和烧房并入茅台酒厂；茅台酒在全国第一次评酒会上被评为国家名酒，位列八大名酒之首
	1954年	日内瓦会议期间，周总理使用茅台酒宴请宾客
	1955年	茅台酒商标在香港、澳门、马来西亚、新加坡等地注册
	1958年	总结出茅台酒传统工艺14项操作规程，全面恢复茅台酒生产传统操作方法
	1965年	轻工部组织成立的茅台酒试点委员会确立了茅台酒三种典型体——酱香、醇甜、窖底
	1967年	第一台自制制曲机组试制正式投产
	1968年	改地窖烧煤烤酒为锅炉蒸汽烤酒
	1975年	出口茅台酒统一使用“飞天”商标，全国食品工作会议上确定“国酒”地位
	1977年	超额完成国家下达的750吨茅台酒生产计划，结束了15年完不成生产任务的历史
1978年12月-2012年11月 改革兴业期	1978年	开始低度茅台酒研究；茅台酒生产突破千吨，实现了16年来的扭亏为盈
	1979年	第一次获得国家质量金奖
	1985年	年产能800吨扩建工程动工，建国后收获国际金奖“国际商品金桂叶奖”
	1989年	修订大曲酱香型酒厂国家一级企业标准
	1991年	“茅台牌”商标获首届“中国驰名商标”第一名
	1994年	贵州茅台酒获纪念巴拿马万国博览会80周年国际名酒评比会（美国）特别金奖第一名
	1996年	茅台酒厂改制为国有独资公司，更名“中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司”（上市公司母公司）
	1999年	贵州茅台酒股份有限公司成立

发展阶段	时间	重大事件
1978年12月-2012年11月 改革兴业期	2000年	贵州茅台酒股份有限公司在A股上市，同年推出“年份酒”，显著位置标明出厂年份
	2006年	“茅台酒酿制技艺”入选国家级首批“非物质文化遗产代表作”名录
	2009年	贵州茅台酒成为上海世博会唯一指定白酒
	2011年	茅台上榜“全球酒业品牌50强”第九位
2012年11月-2020年12月 转型大业期	2012年	贵州茅台首次以118.38亿美元的品牌价值入选BRANDZTM最有价值全球品牌百强，位列第69位
	2013年	茅台上榜全球50大最具价值烈酒品牌，位列第二；茅台RFID防伪溯源体系上线，手机可验真伪
	2014年	贵州茅台获“布鲁塞尔国际烈酒大赛金奖”、“叱咤全球的国家名片”殊荣
	2015年	贵州茅台酒列入“中国地理标志产品大典”，再次荣膺“国家名片”
	2016年	茅台名列2016全球烈酒品牌价值50强首位
	2019年	实现营销改革、“国酒”商标迭代重点工作，实现了“股票上千元、市值过万亿”的突破
2021年至今 高质强业期	2021年	现任董事长丁雄军到任，大力推进全方位改革
	2022年	茅台数字营销平台“i茅台”5月19日正式上线，前三季度实现销售收入84.62亿元

资料来源：茅台集团官网、公司公告、国元证券研究所整理

**实际控制人为贵州省国资委，股权结构稳定。**根据公司公告，截至2022Q3，公司实际控制人为贵州省国资委，通过中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司控制上市公司合计56.21%的股份，股权结构稳定。

图 1：公司股权结构（截至 2022.9.30）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

## 1.2 盈利能力行业领先

白酒行业龙头企业，业绩表现亮眼。2021 年贵州茅台分别实现营业总收入 1,094.64 亿元(+11.71%)，实现归母净利 524.60 亿元(+12.34%)，位列白酒行业首位，2013-2021 年营业总收入/归母净利 CAGR 分别为 17.05%/16.81%，是近十年收入增速最快的上市白酒企业。2022Q1-3 公司营业总收入为 897.86 亿元(+16.52%)，同比增速创近四年新高，实现归母净利 444.00 亿元(+19.14%)。

主力茅台酒稳健成长，系列酒保持高增。从产品来看，茅台酒构成公司的主要收入来源，2021 年茅台酒实现收入 934.65 亿元，占白酒收入比重高达 88.12%，近年来系列酒快速增长，2013-2021 年 CAGR 为 26.96%。2022Q1-3 茅台酒/系列酒分别实现收入 744.00 亿元(+14.48%)/125.40 亿元(+31.45%)，茅台酒依然是营收主力，系列酒占比提高 1.62pct 至 14.42%。

图 2：公司营业总收入与归母净利情况

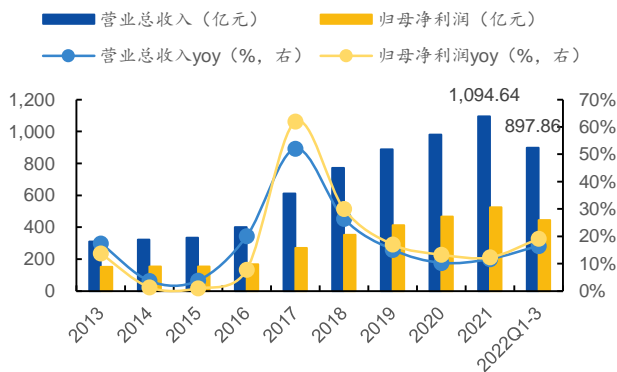
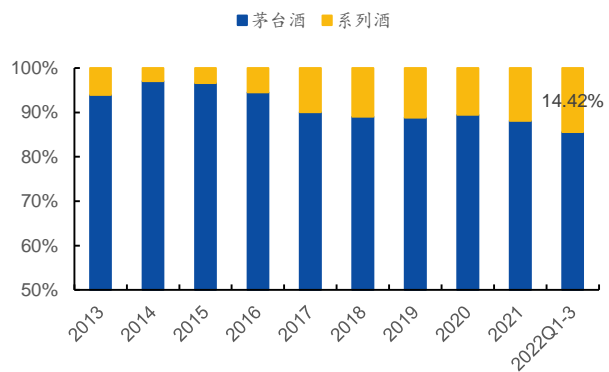


图 3：茅台酒与系列酒贡献收入比重 (%)



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

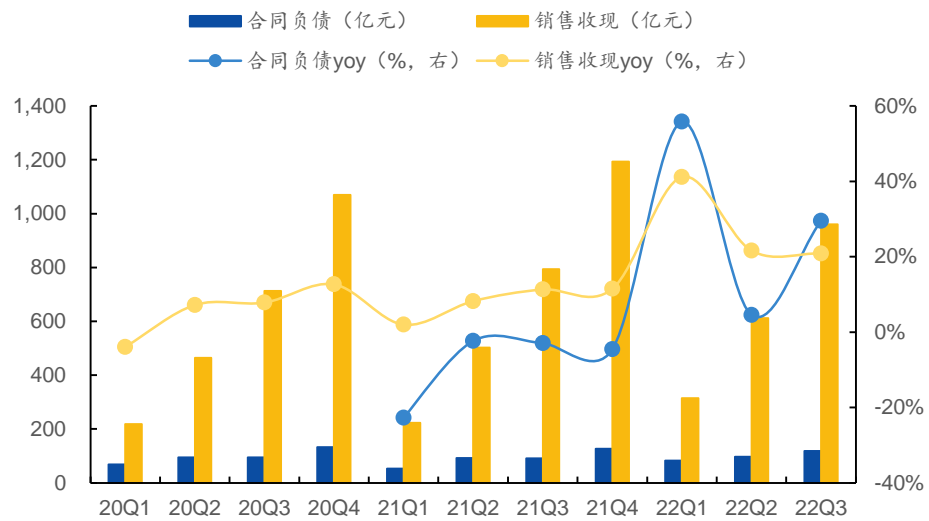
表 2：茅台与同业营业总收入及净利润对比

序号	公司	营业总收入 (亿元)			2019-2021 年总 营收 CAGR	净利润 (亿元)			2019-2021 年总 利润 CAGR
		2019	2020	2021		2019	2020	2021	
1	贵州茅台	888.54	979.93	1,094.64	10.99%	439.70	495.23	557.21	12.57%
2	五粮液	501.18	573.21	662.09	14.94%	182.28	209.13	245.07	15.95%
3	洋河股份	231.26	211.01	253.50	4.70%	73.86	74.85	75.13	0.86%
4	泸州老窖	158.17	166.53	206.42	14.24%	46.42	59.59	79.37	30.76%
5	山西汾酒	118.80	139.90	199.71	29.66%	20.54	31.16	53.90	61.99%

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

公司现金流表现优，合同负债储备高增。2021 年贵州茅台合同负债基本保持平稳，同比略降 4.53% 至 127.18 亿元，2022Q3 公司合同负债为 118.37 亿元(+29.55%)。2021 年公司销售收现实现双位数增长，达 1,193.21 亿元(+11.49%)，2022Q1-3 销售收现为 960.28 亿元(+20.90%)，快于整体总营收增速，公司收入质量高。

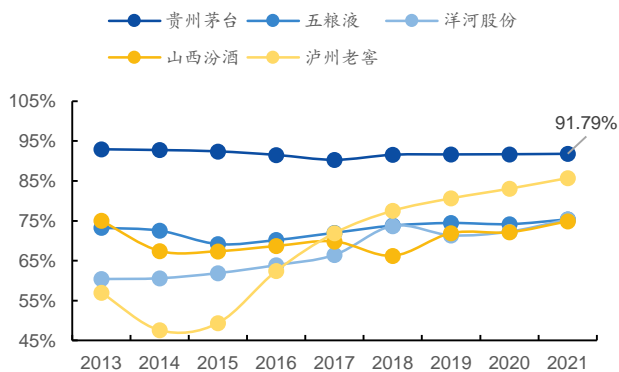
图 4：公司合同负债及销售收现情况



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

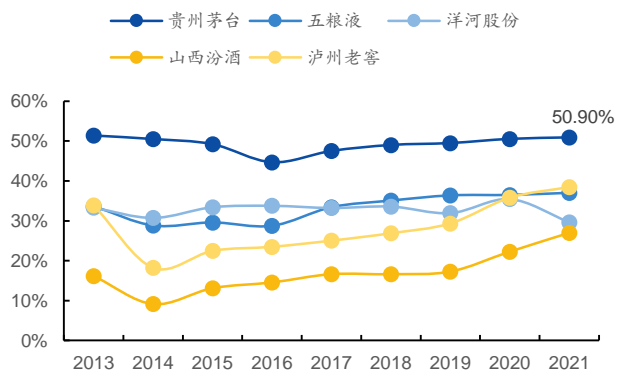
贵州茅台盈利能力强大、稳健。公司盈利能力长期保持高水平，2013-2021 年总收入毛利率基本维持在 90% 以上，总收入净利率则围绕 50% 小幅波动，近五年保持增势，远高于白酒行业平均水平，2022Q1-3 公司总收入毛利率小幅增加 0.64pct 到 92.11%。分产品来看，茅台酒毛利率较高，基本保持在 93% 水平，系列酒毛利率近 5 年年均增速约为 4.03pct。

图 5：贵州茅台及同业总收入毛利率情况 (%)



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

图 6：贵州茅台及同业总收入净利率情况 (%)



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

公司净资产收益率维持高位，盈利能力优秀。贵州茅台 ROE 保持高位，位居行业前列，2021 年为 27.68% (-1.27pct)；公司销售净利率持续上升，2021 年为 52.47% (-1.21pct)；权益乘数保持稳定，2021 年为 1.30；ROE 小幅下降主要是总资产周转率下降的影响，2021 年公司总资产周转率 0.47 (-0.02)，总资产周转率下降主要是由于公司半成品酒及货币资金持续增加，对经营并无不利影响。

表 3：贵州茅台及同业可比公司杜邦分析

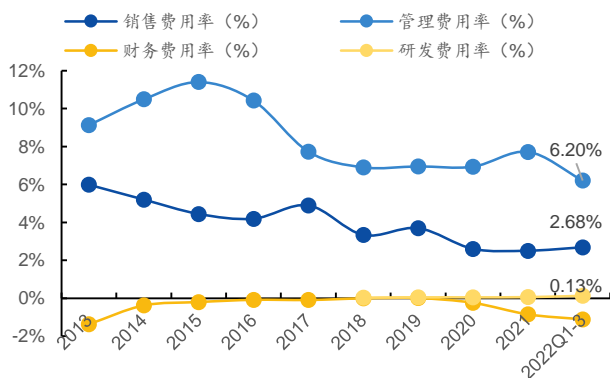
指标	贵州茅台			五粮液	洋河股份	山西汾酒	泸州老窖
	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年			
ROE (摊薄) (%)	30.30%	28.95%	27.68%	23.60%	17.67%	34.91%	28.37%
净利率 (%)	51.47%	52.18%	52.47%	37.02%	29.64%	26.99%	38.45%
总资产周转率	0.52	0.49	0.47	0.53	0.42	0.80	0.53
权益乘数	1.29	1.27	1.30	1.34	1.60	1.92	1.54

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

期间费用率整体呈现出稳中趋降的态势，成本管控能力强。2013-2021 年销售费用率/管理费用率分别下降 3.48pct/1.41pct 至 2.50%/7.72%，其中下降主要由于规模效应；财务费用率与研发费用率表现平稳。

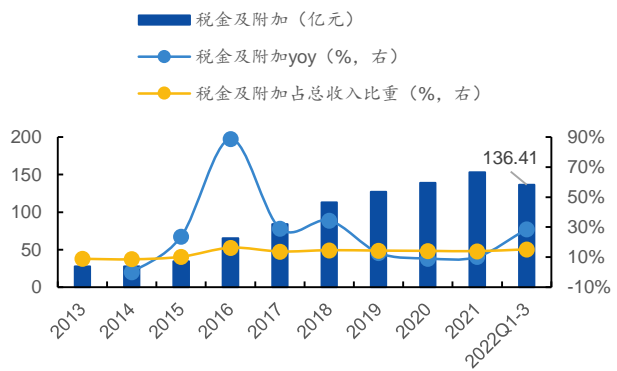
税金及附加占比在 15%左右波动。2021 年/2022Q1-3 公司分别支出税金及附加 153.04 亿元/136.41 亿元，同比+10.21%/+28.61%，2021 年/2022Q1-3 税金及附加占总收入的比重为 13.98%/15.19%，同比-0.19pct/+1.43pct。

图 7：公司期间费用率情况



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

图 8：公司税金及附加支出及占比情况



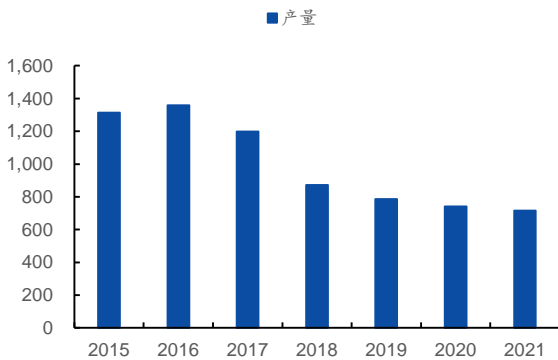
资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

## 2. 高端白酒格局优，茅台品牌力领跑

### 2.1 白酒行业挤压式增长，利润向头部企业及优势产区集中

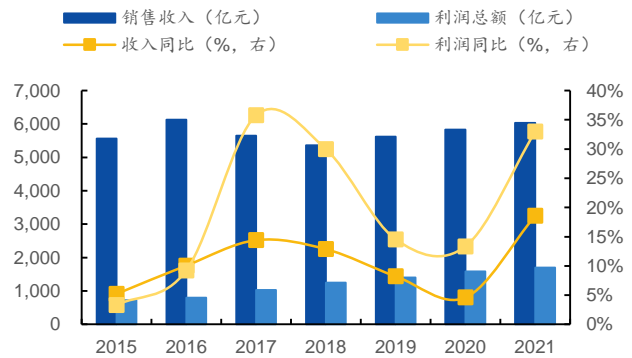
白酒行业进入挤压式增长阶段。根据国家统计局数据，2021 年全国规模以上白酒企业总产量 716 万千升，同比微降 0.59%。根据中国酒业协会数据，2021 年我国规模以上白酒企业实现销售收入/利润总额 6,033 亿元/1,702 亿元，同比分别 +18.60%/+32.95%。

图 9：我国白酒行业产量（万千升）



资料来源：Wind、Iifind、国家统计局、国元证券研究所整理

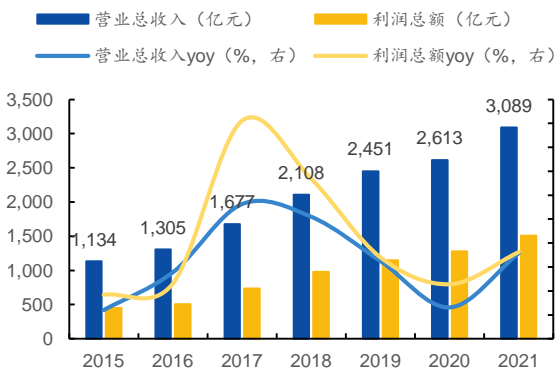
图 10：规模以上白酒企业销售收入及利润总额



资料来源：公司公告、国家统计局、国元证券研究所整理

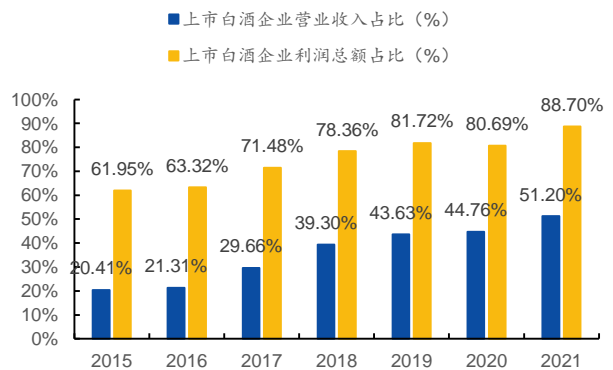
白酒行业集中度持续提升，份额、利润向头部酒企集中。2021 年，上市酒企实现营业总收入 3,089.15 亿元 (+17.90%)，实现利润总额 1,509.69 亿元 (+18.13%)；其营业总收入占规模以上白酒企业收入的比重为 51.20% (+6.44pct)，较 2015 年提升 30.80pct；收入占比超五成的同时，利润占比超过八成，2021 年上市酒企利润总额占规模以上白酒企业利润总额的比重为 88.70% (+8.01pct)，较 2015 年提升 26.75pct。规模以上白酒企业数量持续减少，根据中国酒业协会数据，2021 年为 965 家，较 2016 年减少 613 家。

图 11：白酒上市企业收入、利润及其增速



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理  
注：白酒上市企业口径为 A 股白酒（SW）板块。

图 12：白酒上市企业收入、利润占规模以上企业比重



资料来源：Wind、Iifind、国家统计局、国元证券研究所整理  
注：白酒上市企业口径为 A 股白酒（SW）板块。

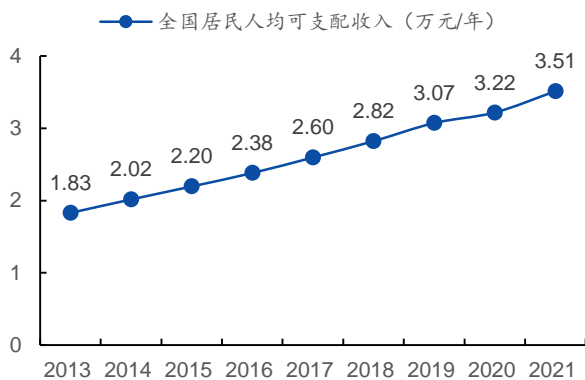
白酒产能、收入及利润向优势产区集中。2018 年，四川、贵州、江苏、安徽、山西五省白酒企业产量合计 518.2 万千升，占同年白酒产量的 59.5%，较 2015 年提高 16.2pct。以四川和贵州为例，2021 年四川全省白酒产量为 364.1 万千升，占全国白酒总产量的 53.3%，收入/利润总额分别占全国的 57.2%/38.8%，其中宜宾、泸州、德阳（绵竹）、成都四大主产区收入/利润总额分别占全省的 92.01%/96.43%；贵州省 2021 年白酒产量同比+30.50%，其中遵义市产量占全省的 88.37%，仅贵州茅台总营收/利润总额就占到规模以上白酒企业的 18.1%/43.8%。

## 2.2 高端白酒增长确定性强，茅台品牌力遥遥领先

人均可支配收入提高和高端白酒潜在消费人群增加，推动高端白酒市场扩容。2021年，我国居民人均可支配收入达到 3.51 万元/年，同比增长 9.1%，2013-2021 年 CAGR 为 8.5%。随着我国人均可支配收入的提高，高端白酒潜在消费人群规模不断增长。根据招商银行与贝恩公司发布的《2021 中国私人财富报告》数据，2020 年，中国高净值人群（可投资资产超过 1,000 万元的个人）数量达到 262 万人，较 2018 年增加 65 万人，CAGR 由 2016-2018 年的 12% 升至 2018-2020 年的 15%。

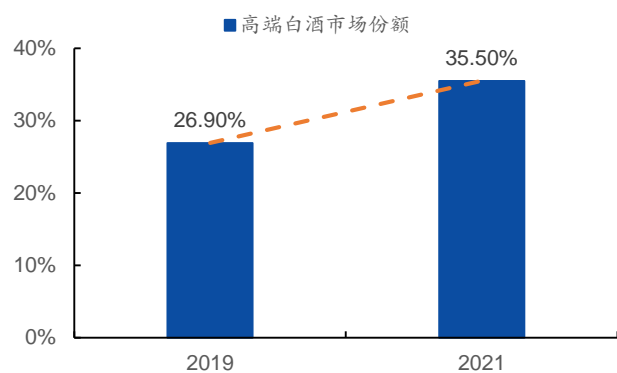
我国高端白酒销售规模不断扩大，市占率不断提高。根据弗若斯特沙利文数据，我国高端白酒的市场份额已从 2019 年的 26.9% 增至 2021 年的 35.5%；同时，高端白酒销售规模已达千亿，2029 年有望突破 1,600 亿元。

图 13：全国居民人均可支配收入变化情况



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

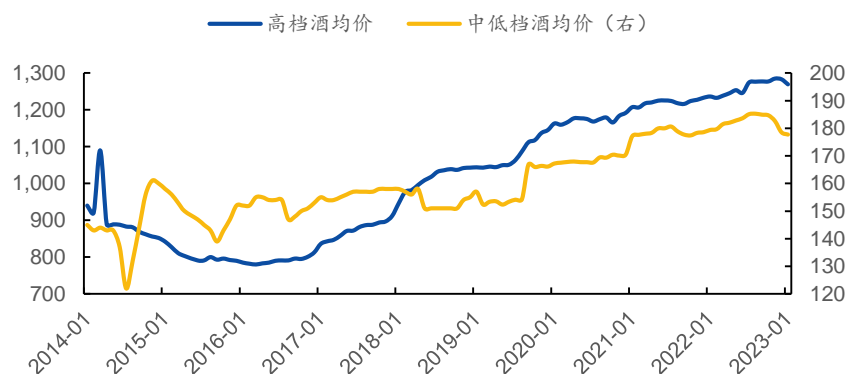
图 14：我国高端白酒市占率变化情况



资料来源：弗若斯特沙利文、国元证券研究所整理

高档白酒价格增幅高于中低档。根据国家发改委数据，2015 年至今，36 个大中城市高档白酒均价和中低档白酒均价均持续提升，高档白酒（500ml，52 度）均价从 2015 年初的 842 元提升到了 2022 年的 1,200 元以上，中低档白酒（500ml，52 度）均价从 158 元提升到了 180 元左右，高档白酒均价增幅显著高于中低档。

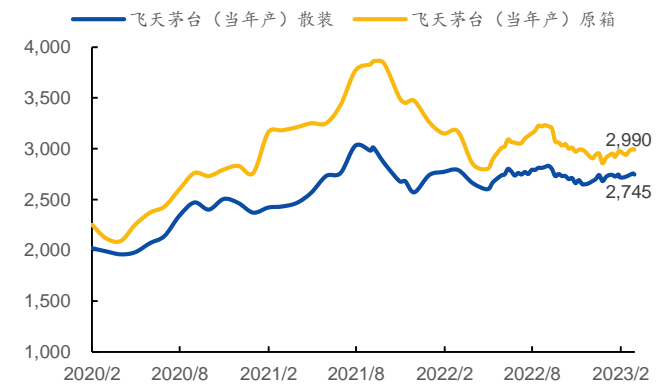
图 15：不同档次白酒均价变化（元）



资料来源：Wind、Iifind、国家发改委、国元证券研究所整理

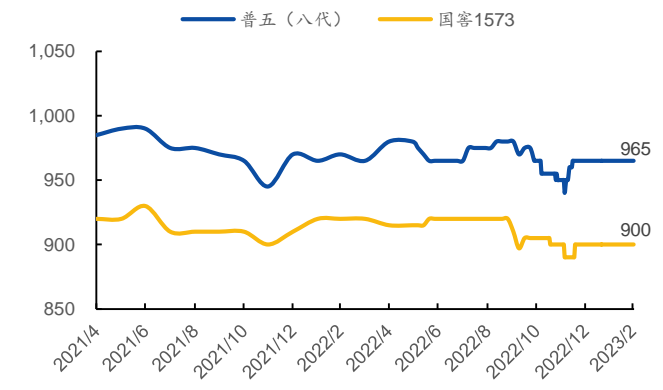
高端白酒竞争格局清晰，茅台品牌力遥遥领先。高端白酒竞争格局清晰，“茅五泸”是公认的三大玩家，根据微酒数据，2020年三者的高端白酒市场的占有率分别为57%/30%/7%，CR3超过90%，其品牌地位深入消费者心智。在“茅五泸”中，又以茅台品牌力最为突出，享有高端白酒的定价及率先提价权，53度飞天茅台批价稳定在2,700元以上，远超普五和国窖1573。

图 16：飞天茅台批价变化（元）



资料来源：今日酒价、国元证券研究所整理

图 17：普五与国窖 1573 批价变化（元）



资料来源：今日酒价、国元证券研究所整理

### 2.3 贵州省大力支持白酒产业，茅台有力拉动地方经济

白酒产业繁荣拉动贵州经济增长。2022Q2起，贵州省统计局将酱香白酒调整为全省第一大产业，2022H1贵州省实现酱香白酒工业总产值580.21亿元，同比+55.2%。2020年，贵州省白酒制造工业总产值1,252亿元，占贵州全省工业总产值的12.2%。根据中国酒业协会数据，“十三五”期间，贵州白酒产业贡献的工业增加值占全省工业增加值的比重达到30%。白酒产业的蓬勃发展为贵州省经济注入一大动力，2021年贵州省实现GDP19,586亿元（+8.1%），2015-2021年CAGR为8.86%。

贵州省大力支持茅台为首的白酒企业发展。2022年1月国务院印发《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》，指出“发挥赤水河流域酱香型白酒原产地和主产区优势”“稳妥推进白酒企业营销提质改革”。2022年7月遵义市发布《培育壮大市场主体行动方案（2022—2025年）》明确提出“打造世界酱香白酒核心产区”“加快形成以茅台集团为引领的酱香白酒企业‘舰队’”。遵义市和仁怀市也将支持酱香型白酒产业和茅台发展明确写进“十四五”规划。

**表 4：贵州白酒产业相关政策**

序号	发布单位	发布时间	文件名称	相关内容
1	国务院	2022 年 1 月	《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》	稳妥推进白酒企业营销体制改革，不断提升中国（贵州）国际酒类博览会等展会活动的影响力，发挥赤水河流域酱香型白酒原产地和主产区优势，建设全国重要的白酒生产基地
2	贵州省人民政府	2022 年 6 月	《贵州省贯彻落实国务院关于扎实稳住经济一揽子政策措施的任务清单》	出台支持白酒产业健康发展的政策措施
3	贵州省人民政府	2022 年 6 月	《贵州省进一步加快重大项目建设扩大有效投资若干措施》	加快建设茅台 3 万吨酱香系列酒技改工程
4	贵州省发展改革委员会	2021 年 2 月	《贵州省国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	进一步做强做优白酒产业，稳步扩大酱香型白酒产能，加强酿酒原料基地建设，保障白酒酿造优质原料供给，以龙头企业为引领培育壮大白酒企业梯队，打造贵州酱香型白酒品牌，构建“品牌强大、品质优良、品种优化、集群发展”的贵州白酒产业发展体系。做大做强茅台集团，力争把茅台集团打造成为省内首家“世界 500 强”企业、万亿级世界一流企业
5	遵义市人民政府	2022 年 7 月	《遵义市培育壮大市场主体行动实施方案（2022—2025 年）》	实施旗舰引领工程，围绕打造世界酱香白酒核心产区建设全国重要的白酒生产基地，支持茅台集团在千亿级基础上继续做大做强，加快形成以茅台集团为引领的酱香型白酒产业舰队
6	遵义市人民政府	2022 年 4 月	《遵义市推动开放型经济高质量发展的实施方案》	支持茅台集团、遵茶集团等企业布局海外营销平台、海外仓
7	遵义市人民政府	2021 年 10 月	《遵义市“十四五”第三产业发展规划》	1) 以仁怀市为中心，进一步发挥产区品牌优势，以打造茅台工业旅游创新示范区为引领，将遵义市打造为世界酱香型白酒文化中心 2) 启动“智慧茅台”建设工程，采用“核心企业+金融+酱酒数字平台”的创新模式，到 2025 年支持酱香酒产业链中小企业超 1,000 户，探索“酒旅融合”的工业旅游新模式
8	遵义市人民政府	2021 年 8 月	《遵义市国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	1) 做强茅台镇核心产区，大力疏解茅台镇酱香型白酒生产核心区非生产性功能，把最优质的土地资源用于最优质的酱香型白酒生产，支持茅台集团形成茅台酒产能达 10 万吨、习酒产能达 10 万吨、茅台系列酒产能达 10 万吨规模，力争将茅台集团打造成省内首家“世界 500 强”企业，力争形成茅台镇核心产区 2,000 亿元级产业集群。2) 支持茅台集团在千亿的基础上继续做大做强，实施“三翻番、双巩固、双打造”计划，加快实现高质量发展，大踏步前进，确保“十四五”营业收入达到 2,000 亿元。3) 支持茅台集团、仁怀市积极争取举办酱香型白酒交易博览会，以文化引领开辟新的消费群体。4) 大力发展包装、印务等白酒配套产业，依托遵义红粱集团，建设世界酱香型白酒酒用优质原料供应基地，逐步实现酒用原料本地化，到 2025 年，力争本地包材配套率达 80% 以上。
9	仁怀市人民政府	2021 年 11 月	《仁怀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》	全力支持茅台集团及其子公司技改扩能，确保茅台集团优质原料供应。稳妥有序推进茅台酒生产核心区居民转移和安置，服务茅台集团物流运输和生产经营，保护茅台酒生产环境，严厉打击侵犯和损害茅台酒知识产权的行为，优先满足茅台集团产业及配套项目建设用地需求，协助茅台集团做好重点建设项目手续报批，全力支持茅台集团继续做大做强，按照“三翻番、双巩固、双打造”计划，到 2025 年，茅台集团营业收入达到 2,000 亿元。
10	仁怀市人民政府	2021 年 11 月	《仁怀市“十四五”现代服务业发展规划》	1) 切实保护茅台酒酿造工艺国家级非物质文化遗产，大力推进世界文化遗产申报。2) 按照 5A 级旅游景区标准加快推进茅台酒镇旅游设施建设，打造世界酱香型白酒文化展示品鉴体验区。3) 充分发挥茅台学院、酱科所、质检院创新人才、研发能力聚集优势，支持高校院所开展基础研究和应用基础研究，力争取得一批原创成果，有效增加科技创新源头供给。4) 推进“白酒+大数据”、“白酒+互联网”融合发展，深化茅台、国台等大型酒企电子商务应用，促进大宗原材料网上交易、茅台定制酒网上订制、上下游关联企业业务协同发展，创新组织结构和经营模式。

资料来源：国务院、贵州省人民政府、贵州省发展改革委员会、遵义市人民政府、仁怀市人民政府、国元证券研究所整理

**茅台为首的省内酒企有力拉动地方经济。**以茅台为例，公司建设稻草、小麦等原辅料基地，覆盖仁怀、从江等多县市，辐射带动农户近 10 万户增收，加大对省内脱贫地区农副产品采购力度，2021 年农产品直接采购金额 4,800 余万元；2019 年，茅台集团实现税收 430 亿元，同比增长 10.8%，占贵州全省税收收入总额的 18%，同比提高 3.5pct。

### 3.改革推进：营销体系改革深化，茅台酒产能仍有空间

#### 3.1 营销体系改革深化，直销占比提升

##### 3.1.1 “五合营销法”重塑营销体系

新阶段，“五合营销法”推进营销改革攻坚，重塑茅台营销体系。根据酒业家数据，2022年1月，丁雄军董事长在茅台集团职工代表大会上提出“五合营销法”：1) 资源整合，实施主动营销法；2) 数字融合，实施数字营销法；3) 文化相合，实施文化营销法；4) 品牌聚合，实施品牌营销法；5) 管服结合，实施服务营销法，同时大力推动供应体系改革。

表 5：“五合营销法”的具体含义

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

资料来源：公司微信公众号、国元证券研究所整理

##### 3.1.2 主动营销主动求变

**主动营销，聚焦“行业”“企业”“圈层”，营销精准化、高效化。**“主动求变”是茅台新阶段营销工作的核心，主动营销要求“深耕自营、社会、总经销等多种渠道，聚焦‘行业’‘企业’‘圈层’，精准定位客户，实现主动营销的精准化、标准化和高效化”。

**主动营销思路的指引下，公司营销动作频出。**2022年2月19日，公司与北京饭店签订战略合作框架协议。2022年高频举办“茅粉节”，通过提升消费者的参与感培育粉丝，增强品牌粘性；公司将“茅粉”定义为“钟情茅台酒的品饮者、钟爱茅台文化的传播者、钟心茅台价值观的布道者”，通过“茅粉节”，公司与核心消费者的用户关系强化，品牌粘性进一步提升。文化上，公司聚焦茅台文化“人、文、物、艺、礼、节、和、史、器”九大系列，通过端午祭麦、重阳祭祖、茅台宴、文化体验馆建设等活动，全方位展现茅台文化独特魅力。

图 18：端午祭麦



资料来源：贵阳晚报、国元证券研究所整理

图 19：茅粉节



资料来源：徽酒、国元证券研究所整理

### 3.1.3 营销改革持续推进，i 茅台亮眼

**营销改革不断推进，自营渠道发力加速。**公司自 2016 年以来，逐渐发展自营渠道，丁雄军董事长就任以来加速推动直营渠道发展，通过库存清零、空瓶换购等措施增加终端市场投放，促进终端开瓶率提升，取消茅台酒酒店入住购酒资格，全面取消“拆箱令”落实控价；持续推进营销改革，持续加大自营渠道建设和自营渠道投放，拓展商超卖场、电商、团购等渠道，发展自营网点。

**公司在商超、电商渠道投放力度加大。**以 2022 年“双十一”期间为例，京东在 10.31/11.1 分别投放 5,000 瓶/10,000 瓶飞天茅台，较去年有所增加。与传统经销商渠道相比，商超、电商等渠道，公司的出货价更高，一定程度上提升公司盈利水平和对终端价格的把控力。

**推出“i 茅台”数字营销平台。**“i 茅台”平台于 2022 年 3 月 31 日上线试运行，5 月 19 日正式上线。截至目前共上线 10 款产品，分别是 4 款申购产品，分别为虎年生肖茅台、茅台 1935、珍品茅台和虎年生肖茅台（375ml\*2 瓶）；6 款线上销售产品，分别为 43%vol 飞天茅台、茅台喜宴·红、100ml 小瓶飞天茅台、茅台迎宾酒紫迎宾和茅台王子酒金王子，以及和蒙牛合作开发的茅台冰淇淋。

**“i 茅台”产品与线下错位互补。**“i 茅台”并未上线 53%vol 500ml 飞天茅台，与线下主流产品形成错位；但顾客可以通过“i 茅台”，查询第三方电商平台 53%vol 500ml 飞天茅台的抢购信息；同时“i 茅台”平台推出更适合日常饮用的 100ml 小包装飞天茅台，售价 399 元/瓶，折合 1,995 元/500ml，高于 53%vol 500ml 飞天茅台的建议零售价 1,499 元/瓶。

图 20: i 茅台产品



资料来源: i 茅台 APP、国元证券研究所整理

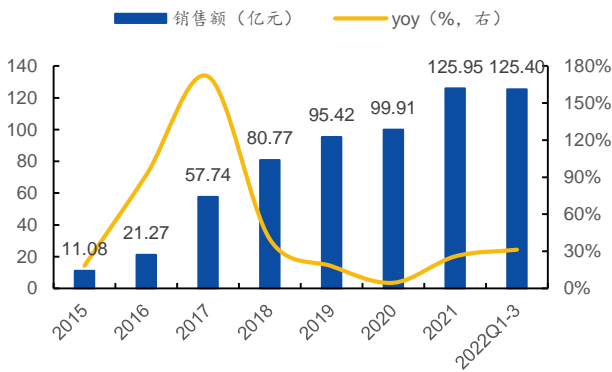
“i 茅台”可为线下门店引流，实现线上线下联动。不同于一般网购平台，“i 茅台”上申购的产品必须在线下门店提货，直接在线上销售的产品可以选择线下提货或者同城配送，也就是配送的功能仍然主要由经销商承担。这种线上和线下联动可以为门店引流，同时使消费者更容易辨别线下经销网点是否具备资质，一定程度上减少假货流通。

“i 茅台”表现亮眼。截至 2022 年 7 月 8 日，“i 茅台”上线 100 天，注册用户达到 1,900 万，每日申购用户逾 280 万，日活近 400 万用户，日均投放近 1,300 家门店；这 100 天中，茅台 1935 累计实现销售额近 9 亿元，小茅 100ml 累计投放超 120 万瓶、实现销售额近 5 亿元；22Q1-3 “i 茅台”已累计实现酒类不含税收入 84.62 亿元，占公司直销渠道收入的 26.54%。

### 3.2 产品体系改革推进，系列酒发力

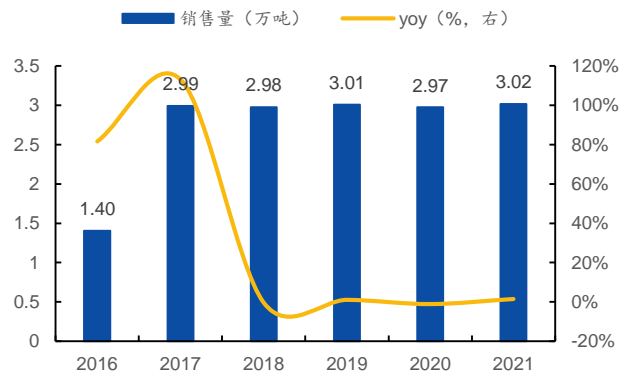
系列酒收入加速增长，目标“十四五”末营收翻番。2021 年公司系列酒收入为 125.95 亿元(+26.06%)，2015-2021 年 CAGR 为 49.94%；2022Q1-3 系列酒收入为 125.40 亿元(+31.45%)。根据中国企业家杂志数据，2021 年，茅台王子酒、汉酱、贵州大曲分别实现销售额 54 亿元、17 亿元、14 亿元。公司提出，“十四五”末，系列酒要努力实现营收翻番，达到 240 亿元以上，占茅台集团的比重在 10%以上。

图 21：公司系列酒销售额及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

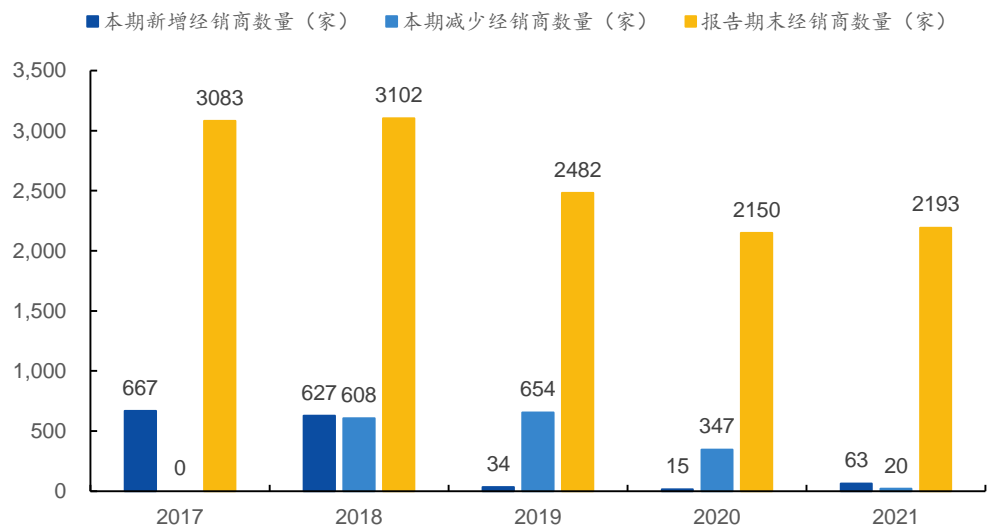
图 22：公司系列酒销售量及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

**系列酒经销商体系不断完善，助力系列酒繁荣发展。**2017年以来，公司对于系列酒经销商结构不断进行优化调整，根据公司公告，2017年增加667家经销商，主要为系列酒经销商；2018年增加/减少经销商627/608家，其中增加的主要是系列酒经销商，减少的主要是茅台酒经销商；2019年增加/减少经销商34/654家，其中增加的主要是系列酒经销商，减少的经销商中，有503家为系列酒经销商；2020年增加/减少15/347家，增加的主要是系列酒经销商，减少的经销商中，301家为系列酒经销商；2021年增加/减少63/20家，增加的主要是系列酒经销商，减少的主要是茅台酒经销商。

图 23：公司经销商数量变动情况



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

**系列酒体验中心开店节奏不断加快。**根据茅台时空数据，截至2022.9.3，系列酒体验中心共有171家，而截至2021.10.7，该数字仅为102家，即在不到一年时间内，新开系列酒体验中心69家。

## 4.新一轮扩产：24年茅台酒实际产能有望达7.76万吨

### 4.1 茅台酒当前设计产能约4.27万吨，产能利用率132%

茅台酒产能逐年提升，产能利用率饱和。公司设计产能为按生产工艺要求，结合厂房规格、窖池数量计算的基酒产能，实际产能为报告期的实际基酒产量。2021年，公司茅台酒设计产能为42,742.50吨（+0.43%），2016-2021年CAGR为5.57%；同期公司茅台酒实际产能（产量）为56,472.25吨（+12.42%），2016-2021年CAGR为7.51%。2016-2021年茅台酒实际产能（产量）均超过设计产能，2021年产能利用率为132%，此外2018、2019年产能利用率均达到130%。根据公司公告，经初步核算，公司2022年生产茅台酒基酒5.68万吨左右，同比增长约0.58%。

图 24：茅台设计产能

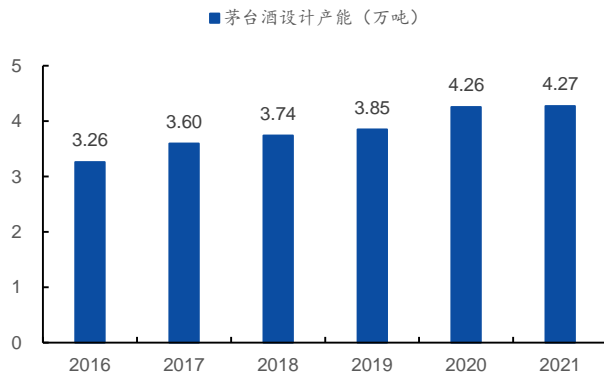
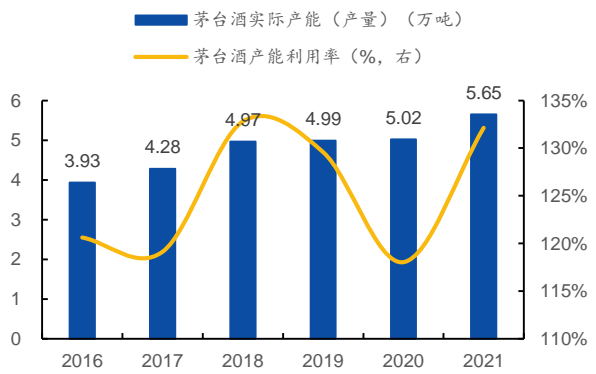


图 25：茅台酒实际产能（产量）及产能利用率



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

### 4.2 回顾历史，茅台酒约5年扩产万吨，24年实际产能有望达7.76万吨

产能是限制茅台酒放量的重要因素。茅台酒酿造工艺繁复，耗时长，且必须在核心产区方可酿造，产能是长期以来限制其放量的最重要因素。2001年贵州茅台获批原产地地域产品保护，确定了7.5平方公里的核心厂区，2013年该区域扩大到15.03平方公里。

我们估算，十五及十一五期间公司累计扩产约1.76万吨至2.16万吨。根据公司公告，2001上市之初，茅台酒产能为约4,000吨。我们在梳理公司历年公告及贵州省相关部门文件后估算，到“十五”末，公司扩产后计划产能达到11,600吨；“十一五”期间扩产加速，公司提出“‘十一五’万吨茅台工程”，分5期进行，每期规划设计产能2,000吨，累计扩产10,000吨，产能增加至21,600吨。

“十二五”期间，由老厂区逐渐向中华片区扩张。2010年，公司在“十二五”规划中，再次提出万吨扩建目标，2011年第一期2,600吨开工建设，并于当年基本建成。2012年第二期2,500吨完成后，老厂区承载能力见顶。2011年贵州省质监局在经专家论证后，着手推动扩大茅台酒地理标志产品地域保护范围，2013年4月获国家质检总局批准，调整为“东靠智动山、马福溪主峰，西接赤水河，南接太平村以堰塘沟界止，北接盐津河小河口与原范围相接，总面积约15.03平方公里”。2012年11月，

公司股东会通过中华片区第一期工程，规划产能 4000 吨；2014 年第二期 3000 吨项目通过董事会决议。

**“十三五”末茅台酒设计产能达到 4.26 万吨。**“十三五”期间，公司持续推进中华片区产能建设。2014 年通过董事会决议的中华片区“十二五”二期在 2017 年基本建成，2018 年通过验收。2018 年公司董事会通过中华片区“十三五”项目，规划新增产能 5152 吨，该项目已于 2021 年完成验收。2020 年，公司茅台酒产能达到 4.26 万吨。

**新一轮扩产开启，2024 年茅台酒实际产能有望达到 7.66 万吨/年。**2021 年公司茅台酒设计产能为 4.27 万吨，与 2020 年基本持平，根据公司公告的扩产计划，2022 年设计产能应当较 2021 年无较大变化。实际产能方面，根据公司公告数据，2022 年公司茅台酒实际产能约 5.68 万吨，与 2021 年（5.65 万吨）大致相当。2022 年 12 月 5 日，公司公告茅台酒“十四五”技改建设项目，建成后可新增茅台酒实际产能约 1.98 万吨/年，建设周期 48 个月。以 2022 年实际产能（5.68 万吨）为基础，假设 2024 年基本建成，预计 2024 年公司茅台酒实际产能将达到约 7.66 万吨/年，较 2022 年增长约 35%。

**表 6：茅台酒产能扩张历史**

时间	项目公告年份	完工年份	项目	规划设计产能（吨）
一、IPO 前		-		4,000
二、2001-2005 (十五)	2001	十五期间	1000 吨茅台酒技改工程	1,000
			800 吨老区茅台酒扩建工程	800
			700 吨茅台酒扩建工程	700
			中低度茅台酒改扩建工程	2,100
	2004		新增 1000 吨茅台酒生产及辅助配套设施项目	1,000
			新增 2000 吨茅台酒生产及辅助配套设施项目	2,000
三、2006-2010 (十一五)	2006	次年基本完成，2011 年 统一验收	"十一五"万吨茅台酒工程一期新增 2000 吨茅台酒 技改项目	2,000
	2007		"十一五"万吨茅台酒工程二期新增 2000 吨茅台酒 技改项目	2,000
	2008		"十一五"万吨茅台酒工程三期新增 2000 吨茅台酒 技改项目	2,000
	2009		"十一五"万吨茅台酒工程四期新增 2000 吨茅台酒 技改项目	2,000
	2010		"十一五"万吨茅台酒工程五期新增 2000 吨茅台酒 技改项目	2,000
四、2011-2015 (十二五)	2011	次年基本完成，2015 年 统一验收	"十二五"万吨茅台酒工程第一期	2,600
	2012		"十二五"万吨茅台酒工程第二期	2,500
			中华片区第一期茅台酒技改工程及配套设施项目	5,800

时间	项目公告年份	完工年份	项目	规划设计产能 (吨)
四、2011-2015 (十二五)	2014	2015/2016/2017/2018 年 工程进度分别为 65%/89%/93%/95%，2018 年完成验收	“十二五”扩建技改项目中华片区第二期茅台酒制酒工程技改项目	3,000
五、2016-2020 (十三五)	2018	2018/2019/2020/2021 年 工程进度分别为 10%/22%/80%/95%，2021 年完成验收	“十三五”中华片区茅台酒技改工程及配套设施项目	5,152
<b>合计</b>				<b>40,652</b>
<b>2021 年公司公告的茅台酒设计产能</b>				<b>42,743</b>
<b>2021 年公司公告的茅台酒实际产能</b>				<b>56,472</b>
<b>2022 年公司公告的茅台酒实际产能 (初步测算)</b>				<b>56,800</b>
<b>已公告尚未开工的项目</b>				
六、2021-2025 (十四五)	2022	-	茅台酒“十四五”技改建设项目 (预计建设周期 48 个月)	预计新增实际产能 19,800 吨/年
<b>建成后的预计实际产能</b>				<b>76,600</b>

资料来源：公司公告、贵州省环境工程评估中心、国元证券研究所整理

注：合计数与公司公布的设计产能数字略有出入，主要原因可能有：1) 由于年份久远，或公司可能有部分小型扩产项目无需通过董事会或股东会，故未公告；2) 规划设计产能与实际建成后的设计产能可能存在细微差别。

### 4.3 展望中长期，茅台酒实际产能将超 10 万吨

遵义市将支持茅台酒产能达 10 万吨作为中长期目标。《遵义市国民经济和社会发展的第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》提出“支持茅台集团形成茅台酒产能达 10 万吨”和“茅台系列酒产能达 10 万吨规模”。

从土地承载力简单估算，我们认为茅台酒未来实际产能上限可能超过 10 万吨。茅台酒核心产区面积为 15.03 平方公里，根据公司董秘蒋焰女士在“雪球嘉年华”的访谈，目前已使用面积大约为 8 平方公里，2021 年茅台酒设计产能为 4.27 万吨，假设核心产区单位面积可承载产能相同，则核心产区的设计产能上限为 8.03 万吨，假设产能利用率为 130%，实际产能上限为 10.44 万吨。考虑到设计施工水平的进步、功能性设施的纾解、技术进步带来产能利用率的提升等，实际产能上限可能超过该水平。

表 7：茅台酒产能空间测算

序号	项目	数值	备注
1	2021 年末设计产能 (吨)	42,743	-
2	核心产区面积 (平方公里)	15.03	-
3	已使用面积 (平方公里)	8	约数
4	未使用面积 (平方公里)	7.03	-
5	单位平方公里可承载设计产能 (吨)	5,343	-
6	核心产区设计产能上限 (吨)	80,303	-

序号	项目	数值	备注
7	潜在设计产能 (吨)	37,560	-
8	产能利用率 (%)	130%	根据近 5 年情况估计
9	实际产能上限 (吨)	104,394	-

资料来源：公司公告、雪球嘉年华、国元证券研究所整理

#### 4.4 茅台酒成品酒销量与四年前基酒产量相关

**茅台酒成品酒销量与四年前基酒产量密切相关。**从供需关系看，茅台酒在市场上长期处于供应偏紧状态，鉴于公司未公布每年茅台酒成品酒产量，我们假设每年茅台酒成品酒销量与产量基本相同。茅台酒的生产从投料到出商品酒约须经六年时间，制曲及贮存一年，制酒生产一年，生产的“新酒”陈酿三年，与一定比例的老酒（一般为五年以上）勾兑后贮存一年。制酒生产环节完成后，得到茅台酒基酒，从基酒到可供出售的成品酒仍需要四年时间，因此基于其生产特点，茅台酒成品酒的产量与四年前的基酒产量密切相关（考虑到基酒存储损耗、留存部分基酒作为老酒储备和成品酒需勾兑一定比例老酒，二者不完全相同）。

**2020/2021 年，茅台酒成品酒销量大约为四年前基酒产量的 85%。**2020/2021 年公司茅台酒销量分别为 3.43/3.63 万吨，分别占 2016/2017 茅台酒基酒产量的 87.28%/84.67%。根据公司公告 2022 年茅台酒销售收入约为 1,077 亿元，同比增长约 15%，在假定销售单价不变的情况下，销量为 4.17 万吨，大约为 2018 年基酒产量的 84%。

**表 8：茅台酒成品酒销量与四年前基酒产量相关**

时间	2016	2017	2018
茅台酒基酒产量 (吨)	39,313	42,829	49,672
时间	2020	2021	2022E
茅台成品酒/四年前茅台基酒 (吨)	87.28%	84.67%	83.95%
茅台酒成品酒销量 (吨)	34,313	36,261	41,700*
同比增长 (%)	-	5.68%	15.00%

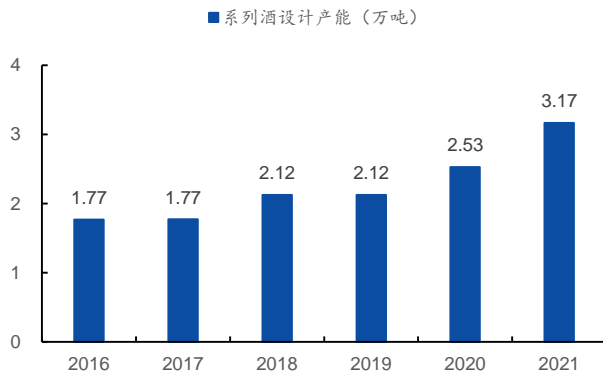
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

注：2022 年销量为基于 2022 年公司茅台酒吨价与 2021 年相同的假设，根据公司业绩预告的销售额简单估算。

#### 4.5 系列酒扩产加速

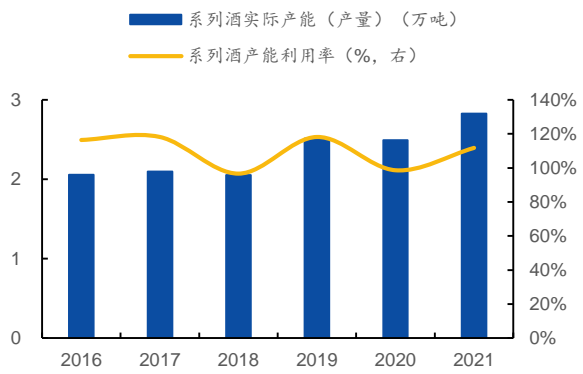
**系列酒产能有序提升，扩产加速。**2021 年，公司系列酒设计产能为 31,660.00 吨 (+25.34%)，2016-2021 年 CAGR 为 12.38%；同期系列酒实际产能（产量）为 28,248.92 吨 (+13.33%)，2016-2021 年 CAGR 为 6.54%。由于系列酒的生产工艺特点，6,400.00 吨产能在 2021 年 11 月投产，实际产能在 2022 年释放，因此 2021 年系列酒的实际产能利用率为 112%。根据公司公告，经初步核算，公司 2022 年生产系列酒基酒 3.50 万吨左右，同比增长约 23.90%。

图 26：系列酒设计产能



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 27：系列酒实际产能（产量）及产能利用率



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

在建项目完工后，公司系列酒产能预计达到约 6.8 万吨/年。2018 年 9 月，公司公告“三万吨酱香系列酒技改工程及其配套设施项目”，目前该项目有序推进，预计建成后每年可新增 3 万吨酱香系列酒基酒产量，使酱香系列酒的产能达 5.6 万吨/年。2022 年 1 月，公司公告同民坝一期建设项目，建成后可形成系列酒制酒产能约 1.2 万吨/年、制曲产能约 2.94 万吨、贮酒能力约 3.6 万吨，建设周期为 24 个月。以上两在建项目完工后，公司系列酒设计产能预计达到约 6.8 万吨/年。

系列酒的产能加码，支撑茅台 1935 放量。茅台 1935 目标为百亿级大单品，需要足够产能进行支撑。根据酒业家数据，2022 年公司茅台 1935 供货量约为 2,636 吨，销售额约 52 亿元。假设按照基酒：成品酒 1：1 简单估算，打造茅台 1935 成为百亿级大单品需要大约 0.5 万吨的产能支撑。

表 9：公司系列酒在建项目

时间	项目	地点	投资金额	项目内容	建设周期
2019	3 万吨酱香系列技改工程及配套设施项目	习水县新寨、柑子坪、大地	不超过 83.84 亿元	项目计划新建制酒房 84 栋、改造制酒厂房 6 栋及其配套设施，新建和改造完成后可新增酱香系列酒产能约 3 万吨；新建陶坛酒库 62 栋及其配套设施，新增酱香系列酒储酒能力约 8.37 万吨；新建不锈钢罐群 4 组，新增酱香系列酒储酒能力约 2.8 万吨；新建制曲厂房 8 栋及其配套设施，可配套 2.88 万吨酱香系列酒制酒的用曲需求量。	3 年
2022	“十四五”同民坝一期建设项目	贵州省习水县同民镇	41.1 亿元	形成系列酒制酒产能约 1.2 万吨、制曲产能约 2.94 万吨、贮酒能力约 3.6 万吨	24 个月

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

## 5.白酒龙一品牌力遥遥领先，管理层锐意改革谱写新篇

### 5.1 茅台酒：大曲酱香第一酒

茅台酒，大曲酱香鼻祖。茅台酒是大曲酱香型白酒的鼻祖和典型代表，以当地优质的

糯高粱、小麦、水为原料，利用得天独厚的自然环境和独特的传统工艺酿造而成，具有“酱香突出、幽雅细腻、酒体醇厚、回味悠长、空杯留香持久”的典型风格。

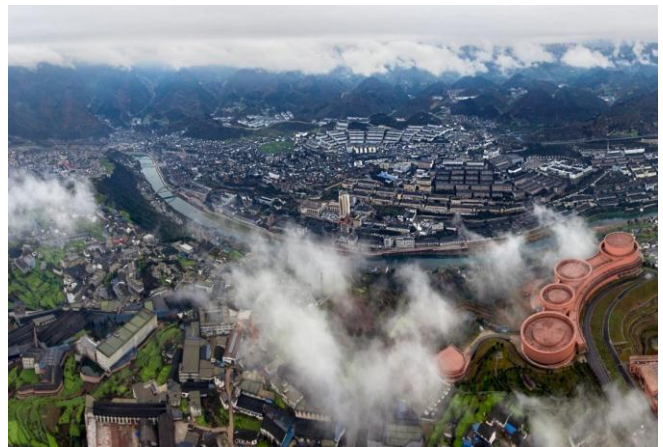
**茅台镇酿造历史悠久。**关于茅台酒最早的记载可追溯至汉代；宋代“茅台酒”一词开始出现；元代茅台村落出现；到明代，因茅台村地名正式有了“茅台烧”“茅台春”；清代茅台镇酒业发展繁荣，现茅台酒厂的前身“成义”“荣和”和“恒兴”三大烧房逐渐兴起，清代《贵州通志》记载“按黔省所产之酒，以仁怀茅台村之高梁酒最佳”。

**茅台镇的独特风貌造就了珍贵的茅台酒。**茅台镇坐落于贵州北部风光旖旎的赤水河畔，此地特殊的红缨子糯高粱适宜茅台酒的酿造。茅台镇属中亚热带湿润季风气候区，全年冬暖夏热，雨水少，风小湿润，加之地处低矮的河谷地带，四面环山、一水中流，形成了特殊的小气候，为酿酒微生物的形成和繁衍提供了适宜的生存环境；群山环抱的地势特征，使得茅台镇仿若一个天然大酒甑。茅台镇地质结构特殊，经中科院专家考察发现，其特有的紫红色钙质土壤“红土”是茅台酒生产的重要基础。

**茅台镇生态环境稀缺。**茅台镇特有的地理、气候、水质等自然因素叠加悠久的酿造历史，培育了此地丰富、独特的微生物群，对茅台酒的酿造起着关键性作用，中国酿酒大师、原贵州茅台董事长季克良先生曾说“离开茅台就造不出茅台酒”。为保护茅台酒酿造核心区域的生态环境，1997年“茅台酒”获批成为“原产地域保护产品”。

图 28：茅台酒厂前身之一“恒兴烧房”大门

图 29：茅台酒酿造生态环境独一无二



资料来源：贵州省市、国元证券研究所整理

资料来源：仁怀市酒文化研究会、国元证券研究所整理

**茅台酒酿造工艺繁复，陈年方出美酒。**一瓶茅台酒从投料到出厂需要五年时间，历经制曲、制酒、贮存、勾兑、包装等 5 大工艺过程、30 道工序、165 个工艺环节，其酿制技艺入选国家非物质文化遗产。茅台酒端午踩曲、重阳投料，一年一个生产周期，“选料讲究、高温制曲、高温堆积发酵、高温摘酒、生产周期长、精心勾兑”，用纯净小麦制成高温大曲，以大曲和高粱作酿酒原料，经二次投料，九次蒸煮蒸馏，八次摊凉、加曲、堆积，八次发酵，七次取酒，分型贮存，勾兑出厂。

图 30：茅台酒酿造关键步骤之封实第三次入窖发酵酒醅



资料来源：贵州日报天眼新闻、国元证券研究所整理

**产品结构清晰，聚焦主品牌和系列酒大单品。**公司酒类产品可分为茅台酒与系列酒，2021 年茅台酒在公司酒类收入中的占比为 88.12%。

**茅台酒构筑公司核心产品力。**500ml 53%vol 飞天茅台是公司最核心的大单品，建议零售价 1,499 元/瓶，由于茅台酒在高端酒中独一无二的品牌力、产量相对有限和酱酒具有耐储存的特性，茅台酒产品兼具消费和投资属性，供不应求的情况下其实际终端售价远超 1,499 元，近期在 2,700 元以上波动。除经典飞天茅台外，茅台酒还包含陈年茅台酒、珍品及精品茅台酒、茅台生肖酒、低度茅台酒等。

**系列酒布局千元及次高端价格带。**茅台系列酒包括茅台王子酒、茅台迎宾酒、贵州大曲、汉酱酒，以及 2022 年 1 月 18 日新推出的茅台 1935，其中王子酒是系列酒中销售额占比最大的品类，定位 200-500 元价格带，新品茅台 1935 布局千元价格带。在对系列酒的品类设置上，公司相对克制，系列酒品牌并不多且结构清晰，随着公司对于系列酒支持力度不断加强，未来系列酒有望持续放量，进一步完善公司的产品布局，提高公司产品在千元和次高端价格带竞争力。

**系列酒推出茅台 1935，占位千元价格带。**茅台 1935 于 2022 年 1 月 18 日正式上市发布，出厂价 798 元/瓶，市场指导价 1,188 元/瓶，在 i 茅台渠道投放及配额制向经销商销售，是公司系列酒中首款千元价格带单品，填补了公司产品价格带的空白。茅台 1935 以位于核心产区下游的和义兴产区基酒为主基酒，又勾兑了一定比例的茅台酒基酒，风味口感上兼具“丰满细腻幽雅”与“典雅柔和细致”。茅台 1935 以“喜逢”作为文化内涵，精耕“家庭喜宴文化”。上市一年来，目前茅台 1935 批价趋于稳定，近期基本保持在 1,100 元以上。根据酒业家数据，茅台 1935 在 2022 年销售额达到 52 亿元。

**系列酒聚力五大单品，茅台 1935 目标百亿级。**根据公司董事长丁雄军先生在茅台集团 2023 年度市场工作会议上的讲话，2023 年，公司将聚力培育五大单品，其中茅台 1935 打造成百亿级大单品，茅台王子酒（酱香经典）和茅台王子酒（金王子）要打

造成超 20 亿元大单品，汉酱酒和茅台迎宾酒（紫）分别打造成超 10 亿元大单品。

表 10：茅台酒产品矩阵

产品系列	规格	批价	
贵州茅台酒系列	80 52 度/500ml	-	
	陈年贵州茅台酒	50 53 度/500ml	33,200
	30 53 度/500ml	13,500	
	15 53 度/500ml	6,010	
	珍品	53 度/500ml	2,943 (小木盒)
	精品	53 度/500ml	3,310 (22 年, 散) / 3,400 (22 年, 原)
	生肖	53 度/500ml	3,750 (兔年, 原)
	经典	53 度/500ml	2,740 (23 年, 散) / 2,975 (23 年, 原)
	43%vol	43 度/500ml	1,000 (散) / 1,030 (原)
	喜宴	43 度/500ml	778 (红)
酱香系列酒	茅台王子酒 酱香经典	53 度/500ml	235
	金王子	53 度/500ml	205
	茅台迎宾酒 (紫)	53 度/500ml	165
	贵州大曲 (70 年)	53 度/500ml	263
	汉酱酒	53 度/500ml	600
	茅台 1935	53 度/500ml	1,140

资料来源：贵州茅台官网、今日酒价、老酒通、国元证券研究所整理  
注：以上批价均使用 2023 年 2 月 20 日数据。

图 31：公司部分主要产品



资料来源：公司官网、国元证券研究所整理

## 5.2 品牌壁垒坚固，营销力行业领先

**茅台品牌壁垒坚固，品牌力遥遥领先。**茅台“国酒”称号深入人心，高端白酒市占率遥遥领先，经典产品 53 度飞天茅台批价稳定在 2,700 元左右，远超其他高端白酒。2021 年，贵州茅台以 1,093.3 亿美元的品牌价值位列“BrandZ 最具价值全球品牌排行榜”第 11 位，成为全球最具价值的酒类品牌。

**产品屡获赞誉，建立并延续品牌高美誉度。**自 1915 年巴拿马万国博览会获得金奖以来，在百余年发展历程中，茅台酒始终坚守品质，在国内外屡获奖项，延续了品牌的高美誉度，如 1953 年，茅台在全国第一届评酒会上位列八大名酒之首，并在后续评酒会上多次获奖；1985 年在国际美食旅游大赛获金桂叶奖，1986 年在法国巴黎第十二届国际食品博览会获金奖等。

表 11：公司产品获得的国内外部分荣誉

时间	国内	时间	国际
1952 年	全国土产交流会名酒	1915 年	美国“巴拿马万国博览会”金奖
1953 年、1963 年	全国第一、二届评酒会国家名酒	1985 年	国际美食旅游大赛金桂叶奖
1979 年	全国第三届评酒会国家质量金质奖	1986 年	国际美食旅游大赛金桂叶奖、法国巴黎第十二届国际食品博览会金奖
1984 年	全国第四届评酒会质量金质奖；“飞天牌”贵州茅台酒获国家质量金质奖	1989 年	首届北京国际博览会金奖
1989 年	全国第五届评酒会国家名酒；“飞天牌”贵州茅台酒获国家质量金质奖	1991 年	第二届北京国际博览会金奖
1991 年	茅台酒系列产品获全国出口优质产品称号	1992 年	首届美国国际名酒大赛金奖、香港国际食品博览会最高金奖、日本东京第四届国际名酒博览会金奖
1994 年	“飞天牌”53 度茅台酒获中国名优精品金奖，茅台酒荣获全国最畅销国产商品“金桥奖”	1993 年	法国波尔多葡萄酒烈性酒展览会特别奖
2000 年	茅台王子酒获中国白酒新秀著名品牌、中国国家级新产品称号	1994 年	“飞天牌”“五星奖”系列茅台酒获第五届亚太国际贸易博览会金奖
2002 年	公司获全国行业质量、服务诚信示范企业称号	2005 年	公司获国际认证联盟及中国质量认证中心卓越管理组织奖
2003 年	公司获全国质量管理奖	2012 年	第九届世界烈酒大赛金奖
2011 年	公司再获全国质量管理奖，荣列 2011 年全球酒业品牌 50 强的第九位，位居 2011 年胡润品牌排行榜第 10 位(列酿酒行业榜首)	2014 年	贵州茅台获“布鲁塞尔国际烈酒大赛金奖”“杰出绿色健康食品奖”
2015 年	推出的“三合一”组合茅台酒和“遵义会议纪念茅台酒”荣获 2015 中国特色旅游商品大赛金奖，茅台酒列入“中国地理标志产品大典”	2015 年	布鲁塞尔国际烈性酒大奖赛飞天 53 度茅台酒大赛最高奖--大金牌
2016 年	位列“华樽杯中国酒类 200 强”榜首，荣获工信部“制造业单项冠军示范企业”，是白酒行业唯一一家入选该名单的企业，贵州省首届“省长质量奖”“2016 年贵州省工业品牌培育示范企业”	2016 年	入选《福布斯》2016 全球上市公司 2000 强榜单，被世界品牌实验室评为“最古老品牌”，位列全球烈酒品牌价值 50 强排行榜榜首
2017 年	茅台荣获“2017 中国酒业十大文化影响力品牌”	2017 年	再次位列全球烈酒品牌价值 50 强排行榜榜首
2018 年	荣膺“金箸奖”2018 年度食品标杆企业称号；连续 8 年位居“华樽杯”酒类企业 200 强榜首	2018 年	连续 3 年稳居全球烈酒品牌价值 50 强排行榜榜首
2019 年	上榜 2019 中国品牌强国盛典十大年度榜样品牌	2019 年	连续 4 年稳居全球烈酒品牌价值 50 强排行榜榜首
2020 年	荣获 2020 中国酒文化重大贡献奖；荣获食品工业协会特等奖、一等奖各 1 项	2020 年	连续 5 年稳居全球烈酒品牌价值 50 强排行榜榜首
2021 年	荣获贵州省首届“5A 级生态酿酒企业”	2021 年	连续 6 年稳居全球烈酒品牌价值 50 强排行榜榜首
2022 年	茅台 1935 上榜 2022 中国酒业五星产品	2022 年	连续 7 年稳居全球烈酒品牌价值 50 强排行榜榜首

资料来源：茅台集团官网、公司官方公众号、茅台时空公众号、国元证券研究所整理

**参与重大历史事件，奠定茅台国酒地位。**国内、国际的重要历史场合，经常能见到茅台的身影，例如：1954年日内瓦会议期间，周总理用茅台酒宴请与会贵宾；2007年香港回归十周年庆祝晚宴上，又现茅台身影；2010年贵州茅台酒成为上海世博会唯一指定白酒等。

图 32：茅台酒出现在外事招待中



资料来源：中外酒业消费指南、国元证券研究所整理

**屡次行业调整中，坚守品牌高端定位。**回望茅台的发展历程，在每一轮的行业中调整中，公司时任管理层都坚定茅台酒高品质、高品位的路线，坚守茅台的高端定位：

- 1) 1988年，我国放开名酒价格管控，这一时期部分酒企选择“名酒变民酒”，而茅台则坚持了高端定位。
- 2) 上世纪末期，部分头部酒企为了实现扩张，使用OEM策略，鼓励贴牌，快速占领市场，然而贴牌产品品控难度大，品质不稳定，影响公司的品牌形象，在市场发生调整时易暴露弊端；而茅台专注高端市场，通过意见领袖营销等方式牢牢掌握高端消费人群，盈利能力居行业前列。
- 3) 2013年“限制三公消费”系列政策出台后，高端白酒终端价格跳水，部分白酒品牌出现批价倒挂，而茅台通过承诺完成销售任务加大返点等一系列销售政策的调整，稳住终端销售价格，保持了品牌形象和品牌定位的稳固。

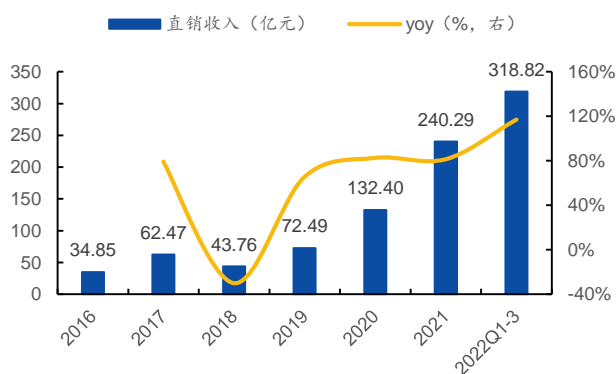
**公司采取多元的营销策略，适时调整适应新变化。**历史上，公司通过“八个营销”全面协同，提高品牌声量，上世纪90年代，公司前瞻性地提出八个营销，即“工程营销、文化营销、服务营销、感情营销、个性营销、诚信营销、网络营销、事件营销”。现任董事长丁雄军先生就任后，提出“资源整合，实施主动营销法；数字融合，实施数字营销法；文化相合，实施文化营销法；品牌聚合，实施品牌营销法；管服结合，实施服务营销法，同时大力推动供应体系改革”的“五合营销法”，主动适应不断变化的新环境。

### 5.3 渠道变革进行中，直销占比提升

公司早年主要依靠经销商渠道，近年直销渠道逐渐发力。公司年报中对于销售模式表述的变迁反映了公司渠道政策的变化：1) 2016年，公司首次在年报中披露直销渠道收入，并将公司的销售模式表述为“以扁平化的区域经销为主，辅以公司直销的模式”，当年公司直销渠道收入34.85亿元，占主营业务收入的8.97%；2) 2019年公司年报中销售模式的表述修改为“公司产品通过国内社会渠道区域经销、直销渠道、国外社会渠道区域经销进行销售”；3) 2020年公司再次调整为“公司产品通过直销和批发代理渠道进行销售，直销渠道指自营渠道，批发代理渠道指社会经销商、商超、电商等渠道”。

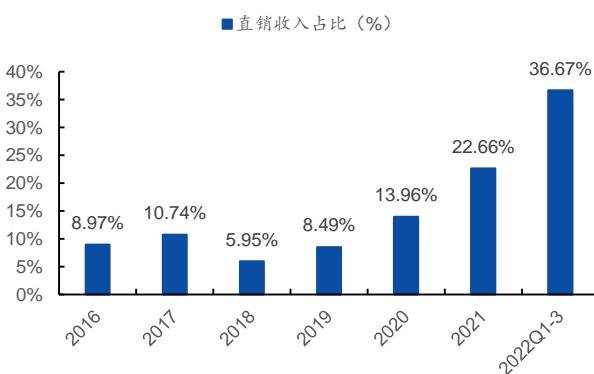
公司直销收入占比不断提升。2021年直销收入为240.29亿元(+81.49%)，占酒类收入的比重为22.66%(+8.69pct)；2022Q1-3，公司直销收入占比已经达到36.67%。

图 33：公司直销收入及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 34：公司直销收入占酒类收入比重



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

历史上，经销商为茅台的发展做出突出贡献。根据中国企业家杂志数据，1998年，亚洲金融危机影响白酒市场，贵州茅台决心实行改革，开启“经销商+专卖店”模式，大力发展建设经销商队伍；公司对经销商实施配额制，在“限制三公”等行业低迷期，公司和经销商的风雨同舟有效维护了公司价盘，帮助公司度过难关。

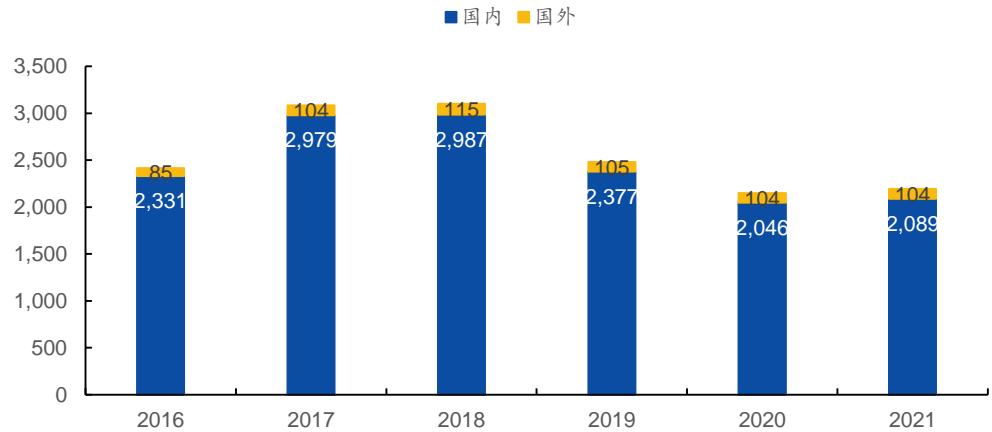
实际售价远超建议零售价，过多利润流入经销商端。茅台酒产能有限，兼具收藏属性，随着白酒消费回暖，经销商囤货加价现象突出，例如53%vol 500ml 飞天茅台的出厂价为969元，建议零售价为1,499元，然而实际终端售价接近3,000元，过多利润流入了经销商手中。

2018年以来，公司大力整顿经销商体系，收回部分份额投入直营。根据财经杂志数据，2018年至2019年6月，公司削减违规经销商，收回茅台酒配额6,000吨（2018年产能约5万吨），这些份额后续大部分投入到直营渠道。相比经销渠道，一方面，公司直营渠道可享受更高利润率；另一方面，直营渠道可以增强公司对于终端价格的管控能力，维护市场的健康度。

经销商结构调整基本完成，经销渠道仍是收入占比最大渠道。22Q1-3，公司经销商仅减少5家，公司经销商结构逐步进入新的稳态。22Q1-3，公司经销渠道收入占比

为 63.33%，仍高于直营。

图 35：公司经销商数量变化（家）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

## 5.4 管理层锐意改革，注入发展新动能

**新任管理层锐意改革，带领茅台步入新阶段。**2021年8月，丁雄军先生就任茅台集团董事长，同年9月就任上市公司董事长。丁雄军董事长曾在贵州省多个部门担任重要职务，其就任茅台集团及上市公司董事长一定程度上也反映出贵州省对于推动茅台改革的决心。作为茅台史上最年轻的掌门人，丁董事长就任以来，推出多项改革措施，带领公司走上新征程。

表 12：公司董事会及高级管理人员概况

序号	姓名	性别	年龄	职务
1	丁雄军	男	49	董事长、董事
2	李静仁	男	59	董事、代行总经理职责
3	刘世仲	男	48	董事
4	钟正强	男	52	副总经理
5	涂华彬	男	48	副总经理
6	王晓维	男	52	副总经理
7	蒋焰	女	46	副总经理、财务总监、董事会秘书

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

## 6. 盈利预测及投资建议

### 6.1 盈利预测

贵州茅台盈利预测的重点假设如下：

**1. 茅台酒：**茅台酒基酒需要储存4年方可用于制作成品酒，因此茅台酒产量与四年前基酒产量呈一定相关性；随着公司直销占比的提升，茅台酒的出厂吨价持续上升。我们预测2022-2024年茅台酒收入增速为15.27%/13.76%/13.29%。

**2.系列酒：**公司系列酒产品结构完成梳理，聚焦大单品，茅台 1935 上市首年成绩喜人，有望持续成长，随着公司对系列酒的重点发力和投入更多资源，系列酒增长有望加快。我们预计 2022-2024 年系列酒收入增速为 24.69%/27.10%/25.89%。

**表 13：贵州茅台盈利预测拆分**

项目	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	88854.34	97993.24	109464.28	127243.52	146072.87	167659.47
增速（%）	15.10%	10.29%	11.71%	16.24%	14.80%	14.78%
毛利率（%）	91.64%	91.68%	91.79%	92.07%	92.27%	92.49%
<b>茅台酒</b>						
营业收入（百万元）	75802.30	84830.94	93464.51	107735.75	122560.57	138851.96
增速（%）	15.75%	11.91%	10.18%	15.27%	13.76%	13.29%
销量（万吨）	3.46	3.43	3.63	4.05	4.44	4.85
增速（%）	6.46%	-0.72%	5.68%	11.64%	9.75%	9.22%
吨价（万元/吨）	219.32	247.23	257.75	266.13	275.84	286.13
增速（%）	8.72%	12.73%	4.26%	3.25%	3.65%	3.73%
<b>系列酒</b>						
营业收入（百万元）	9542.26	9991.06	12594.78	15704.58	19960.24	25127.09
增速（%）	18.14%	4.70%	26.06%	24.69%	27.10%	25.89%
销量（万吨）	3.0083	2.9743	3.0177	3.2525	3.5739	3.8905
增速（%）	1.04%	-1.13%	1.46%	7.78%	9.88%	8.86%
吨价（万元/吨）	31.72	33.59	41.74	48.28	55.85	64.59
增速（%）	16.93%	5.90%	24.25%	15.69%	15.67%	15.64%

资料来源：Wind、Iifind、公司公告、国元证券研究所整理

## 6.2 投资建议

公司是白酒龙一，酱香势能遥遥领先，高胜率、高安全边际、高成长空间，契合长期价值投资策略。我们预计公司 2022/2023/2024 年归母净利为 626.10/725.45/838.44 亿元，增速 19.35%/15.87%/15.58%，对应 3 月 21 日 PE 36/31/27 倍（市值 22,298 亿元），维持“买入”评级。

**表 14：可比公司估值**

序号	公司名称	总市值 (亿元) (2022.3.21)	归母净利润（亿元）						PE		
			2022E	增速	2023E	增速	2024E	增速	2022E	2023E	2024E
1	贵州茅台	22,298	626.10	19.35%	725.45	15.87%	838.44	15.58%	35.61	30.74	26.59
2	五粮液	7,462	271.25	16.03%	316.14	16.55%	363.79	15.07%	27.51	23.60	20.51
3	泸州老窖	3,541	104.07	30.81%	128.73	23.70%	158.48	23.10%	34.03	27.51	22.34
4	古井贡酒	1,433	30.14	31.18%	37.66	24.93%	46.33	23.03%	47.55	38.06	30.94

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

## 7.风险提示

政策调整风险、消费场景波动风险、食品安全风险。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	185652.15	220765.69	253424.34	294899.67	342520.70
现金	36091.09	51810.24	90484.55	125985.59	165698.52
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	34.49	33.16	64.31	56.50	66.79
预付账款	898.44	389.11	774.57	677.55	860.71
存货	28869.09	33394.37	37517.84	41957.82	46785.35
其他流动资产	119759.05	135138.82	124583.07	126222.22	129109.33
<b>非流动资产</b>	27743.66	34402.50	34151.35	38648.19	38585.40
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	16225.08	17472.17	20394.36	24649.02	25188.66
无形资产	4817.17	6208.36	6074.27	5932.19	5785.11
其他非流动资产	6701.40	10721.97	7682.71	8066.97	7611.64
<b>资产总计</b>	213395.81	255168.20	287575.69	333547.85	381106.10
<b>流动负债</b>	45673.67	57914.22	51232.04	54694.19	56858.01
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1342.27	2009.83	1991.76	2203.51	2585.49
其他流动负债	44331.40	55904.39	49240.28	52490.68	54272.53
<b>非流动负债</b>	1.46	296.47	320.18	345.80	373.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1.46	296.47	320.18	345.80	373.46
<b>负债合计</b>	45675.13	58210.69	51552.22	55039.99	57231.48
少数股东权益	6397.95	7418.14	11195.48	15549.19	20580.29
股本	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20
资本公积	1374.96	1374.96	1374.96	1374.96	1374.96
留存收益	157769.33	185859.69	221241.55	259350.83	299667.68
归属母公司股东权益	161322.74	189539.37	224827.99	262958.67	303294.33
<b>负债和股东权益</b>	213395.81	255168.20	287575.69	333547.85	381106.10

**现金流量表**

单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	51669.07	64028.68	69254.16	75001.04	84840.45
净利润	49523.33	55720.53	66387.29	76898.45	88874.79
折旧摊销	1316.87	1479.61	2322.42	2698.02	3018.05
财务费用	-234.61	-934.52	-703.31	-1074.18	-1450.25
投资损失	-0.31	-58.26	-48.77	-53.36	-54.11
营运资金变动	857.12	7859.91	-843.06	-2341.63	-5800.59
其他经营现金流	206.67	-38.59	2139.59	-1126.26	252.56
<b>投资活动现金流</b>	-1805.23	-5562.45	-3857.52	-6160.12	-3069.73
资本支出	2089.77	3408.78	3889.77	6188.14	3097.44
长期投资	-294.91	2143.92	-5.24	0.00	0.00
其他投资现金流	-10.36	-9.74	27.01	28.02	27.71
<b>筹资活动现金流</b>	-24127.54	-26564.14	-26722.34	-33339.88	-42057.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-24127.54	-26564.14	-26722.34	-33339.88	-42057.78
现金净增加额	25736.69	31900.06	38674.30	35501.04	39712.94

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	97993.24	109464.28	127243.52	146072.87	167659.47
营业成本	8154.00	8983.38	10092.24	11286.59	12585.19
营业税金及附加	13886.52	15304.47	17495.98	19997.38	22885.52
营业费用	2547.75	2737.37	2913.88	3257.43	3671.74
管理费用	6789.84	8450.27	8563.49	9713.85	11099.06
研发费用	50.40	61.92	66.80	71.69	75.13
财务费用	-234.61	-934.52	-703.31	-1074.18	-1450.25
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	4.90	-2.24	1.33	-0.46	0.43
投资净收益	0.31	58.26	48.77	53.36	54.11
<b>营业利润</b>	66635.08	74750.88	88882.00	102890.07	118865.97
营业外收入	11.05	68.99	58.20	60.35	61.06
营业外支出	449.19	291.84	270.12	268.55	269.10
<b>利润总额</b>	66196.94	74528.03	88670.08	102681.87	118657.93
所得税	16673.61	18807.50	22282.79	25783.42	29783.14
<b>净利润</b>	49523.33	55720.53	66387.29	76898.45	88874.79
少数股东损益	2826.04	3260.39	3777.35	4353.71	5031.10
<b>归属母公司净利润</b>	46697.29	52460.14	62609.94	72544.74	83843.70
EBITDA	67717.34	75295.96	90501.12	104513.91	120433.77
EPS (元)	37.17	41.76	49.84	57.75	66.74

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	10.29	11.71	16.24	14.80	14.78
营业利润(%)	12.86	12.18	18.90	15.76	15.53
归属母公司净利润(%)	13.33	12.34	19.35	15.87	15.58
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	91.68	91.79	92.07	92.27	92.49
净利率(%)	47.65	47.92	49.20	49.66	50.01
ROE(%)	28.95	27.68	27.85	27.59	27.64
ROIC(%)	35.23	36.76	43.28	48.15	53.55
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	21.40	22.81	17.93	16.50	15.02
净负债比率(%)	0.00	0.18	0.00	0.00	0.00
流动比率	4.06	3.81	4.95	5.39	6.02
速动比率	3.43	3.24	4.21	4.62	5.20
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.49	0.47	0.47	0.47	0.47
应收账款周转率	30209.36	34523.24	36333.96	35560.29	35841.46
应付账款周转率	5.71	5.36	5.04	5.38	5.26
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	37.17	41.76	49.84	57.75	66.74
每股经营现金流(最新摊薄)	41.13	50.97	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	128.42	150.88	178.97	209.33	241.44
<b>估值比率</b>					
P/E	47.75	42.50	35.61	30.74	26.59
P/B	13.82	11.76	9.92	8.48	7.35
EV/EBITDA	32.24	29.00	24.12	20.89	18.13

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188