



买入(维持)

所属行业: 食品饮料/白酒 II  
当前价格(元): 1,648.45

证券分析师

熊鹏

资格编号: S0120522120002

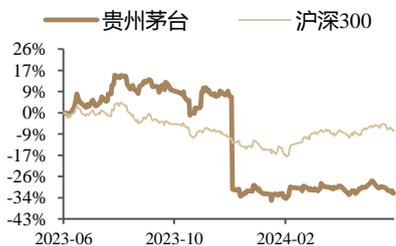
邮箱: xiongpeng@tebon.com.cn

研究助理

尤诗超

邮箱: yousc3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.32	-4.23	-2.17
相对涨幅(%)	-2.64	-3.80	-3.36

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《贵州茅台(600519)2024一季报点评: 一季度税金影响业绩, 开局奠定优良基础》, 2024.4.29
- 《贵州茅台(600519)2023年报点评: 23年稳健收官, 24年收入目标15%左右》, 2024.4.7
- 《贵州茅台(600519)》, 2023.11.2

# 贵州茅台(600519.SH): i茅台运营复盘报告: “享约申购”主导营收, “畅享云购”有望贡献增长

投资要点

- 数字化营销赋能销售增长, 渠道创新迈上发展新台阶。**i茅台是贵州茅台推出的一款数字营销APP, 于2022年3月31日试运行, 现已成为茅台集团的重要销售平台和文化传播渠道。i茅台有“享约申购”“畅享云购”两大购物通道, 其中“享约申购”为茅台非标及1935系列设置, 实行每日预约制, “畅享云购”包含多系列精品酒及美食、文创等各类产品, 双通道设置既确保了用户对稀缺产品的优先获取权, 又满足了消费者的多元化需求。i茅台在吸引和维护高活跃用户流量方面起重要作用, 截至2024年3月31日, 注册用户数超过6500万, 日活跃用户达700万。i茅台顶层设计完善, 试运营期间完成5次APP升级, 致力于提升用户消费体验。S2B2C数字化平台模式有助于打通消费链路, 推动销售增长。非标产品存在一定价差空间, 吸引众多消费者及投资者。
- i茅台增收优势明显, “享约申购”贡献显著。**自2022年3月31日试运行起, i茅台申购总投放规模呈明显增长趋势, 在产品投放结构上, 公司持续在茅台1935和贵州茅台酒(生肖酒)上发力引领需求。从申购人次来看, 总申购人次呈现微增态势, 各大单品出现分化, 贵州茅台酒(珍品)与茅台1935申购人数下跌, 贵州茅台酒(生肖酒)申购人数走高。i茅台增收亮眼, 其中2023三季度和第四季度实际总酒类收入分别同比增长36.77%和119.32%, “享约申购”为创收主力军占据主导地位, “畅享云购”持续发力贡献收入增量。
- 投资建议:**我们认为, 作为行业龙头公司品牌壁垒深厚, 未来有望保持平稳增长, 预计2024-2026年公司实现营收1740.73/2010.77/2326.56亿元, 实现归母净利润868.17/1017.82/1190.34亿元, 维持“买入”评级。

- 风险提示:**宏观经济恢复不及预期, 行业竞争加剧, 新品推广不及预期

股票数据

总股本(百万股):	1,256.20
流通A股(百万股):	1,256.20
52周内股价区间(元):	1577.00-2813.04
总市值(百万元):	2,070,779.26
总资产(百万元):	285,524.54
每股净资产(元):	190.84

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	127,554	150,560	174,073	201,077	232,656
(+/-)YOY(%)	16.5%	18.0%	15.6%	15.5%	15.7%
净利润(百万元)	62,717	74,734	86,817	101,782	119,034
(+/-)YOY(%)	19.6%	19.2%	16.2%	17.2%	17.0%
全面摊薄EPS(元)	49.93	59.49	69.11	81.02	94.76
毛利率(%)	91.9%	92.0%	92.5%	92.6%	92.7%
净资产收益率(%)	31.8%	34.7%	28.7%	25.2%	22.7%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

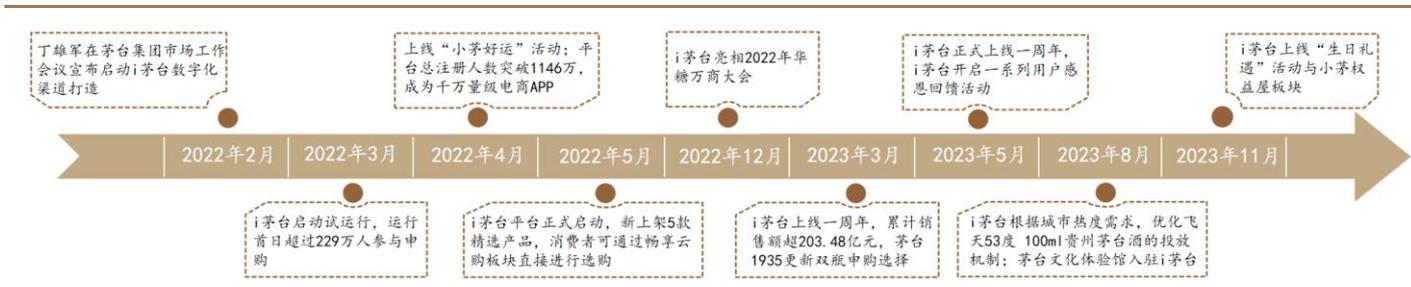
## 创新营销模式，酒企数字化营销成功范例

### 1.1. 酒企垂直电商标杆与数字化转型先锋

**i 茅台是茅台集团数字化营销领域的大胆革新。**i 茅台是贵州茅台的数字化营销平台，承载茅台产品链接，文化传播，数字营销改革，销售渠道协同的时代使命，自 2022 年 3 月 31 日试运行以来，迅速成为茅台集团的重要营销和文化传播渠道。2022 年 2 月的茅台市场工作会上，丁雄军提出茅台要深入践行“五合营销法”，推进茅台营销体系的变革与重塑。i 茅台应运而生，以数字融合的方式，开拓了数字化营销的行业全新渠道，实现集团乃至整个行业营销模式的大突破。

**i 茅台通过“享约申购”与“畅享云购”两大购物通道实现市场全面定位。**“享约申购”通道，专为茅台非标及 1935 系列设置，实行每日预约制，确保用户对稀缺产品的优先获取权；而“畅享云购”，则专注提供包括 53 度 100ml 飞天茅台等多系列精品酒以及品牌联名美食、文创产品，满足广泛消费者的多元化需求。此外，“畅享云购”还在不断扩展其产品范围，横向和纵向拓宽，以吸引更多消费者。

图 1：i 茅台试运行以来重要发展历程



资料来源：小茅i茅台公众号，酒说，糖酒快讯公众号等，德邦研究所

### 1.2. 畅享云购与享约申购构成两大业务板块

图 2：畅享云购—i 佳酿（截图及价格的统计日期截至 2024 年 5 月）



资料来源：i 茅台 APP，德邦研究所

图 3：畅享云购—i 美食



资料来源：i 茅台 APP，德邦研究所

图 4: 畅享云购—i 文创



资料来源: i 茅台 APP, 德邦研究所

图 5: 享约申购

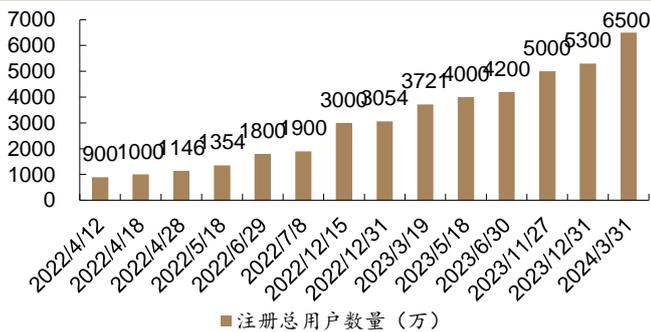


资料来源: i 茅台 APP, 德邦研究所

### 1.3. 高效营销促成用户高增与活跃度保持

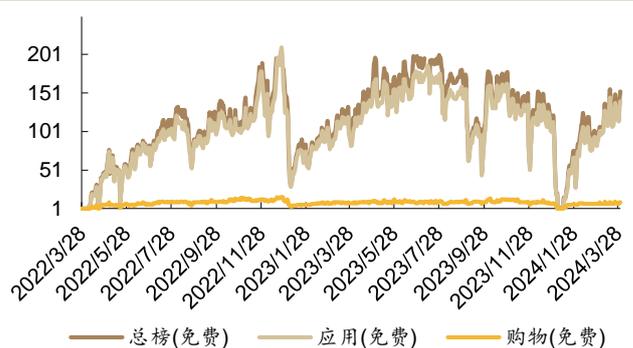
作为酒企数字化营销的领导者, i 茅台在吸引和维护高活跃用户流量方面成就卓绝。自平台启动以来, 迅速吸引了大量活跃用户, 成为市场热点。i 茅台上线仅半月, 便快速成长为拥有千万级用户量的购物类 APP。随后, 其用户总数持续稳定增长, 截至 2024 年 3 月, 注册用户数超过 6500 万, 日活跃用户达 700 万, 标志着其里程碑式的成就。在 APP Store 上, i 茅台自上线以来, 始终领先于购物类 APP 下载量排行榜, 之后稳定在该类别第八位, 成为垂直类购物 APP 的新现象级成就。i 茅台通过其高效的数字化策略, 成功吸引了庞大的用户群体, 并通过持续的粘性活动和互动, 保持了较高的用户参与度。

图 6: i 茅台注册总用户数量变化



资料来源: i 茅台小茅公众号, 云酒头条等, 德邦研究所

图 7: i 茅台在 APP Store 每日下载量排名



资料来源: 七麦数据, 德邦研究所

### 1.4. 全链路数字化与消费者导向策略驱动品牌增长

吸取茅台云商经验, i 茅台从概念阶段即受到集团的高度重视。i 茅台顶层设计完善, 致力于打造一个涉及包装、分销至消费端的全链路信息化系统。该平台旨在实现产品从源头到终端的每一环节信息的数字集成, 以确保全程的溯源可靠性。采用区块链技术和先进的智能风控系统, i 茅台推行的“在线选购、就近取货”模式旨在最大限度地满足消费者对于购酒公平性的核心需求。

**i 茅台秉持以消费者为核心的策略，维持高用户活跃度。**在试运营期间，平台快速部署了五次关键更新，增强用户体验并精准响应消费需求。进一步地，i 茅台透过创新的线上线下融合营销活动，如主题化推介活动“与爱相守·喜相逢”及“鱼跃龙门·喜相逢”，深化了消费者对茅台文化的理解，强化品牌对消费者触达。

图 8：i 茅台试运行至正式运行期间完成 5 次 APP 升级



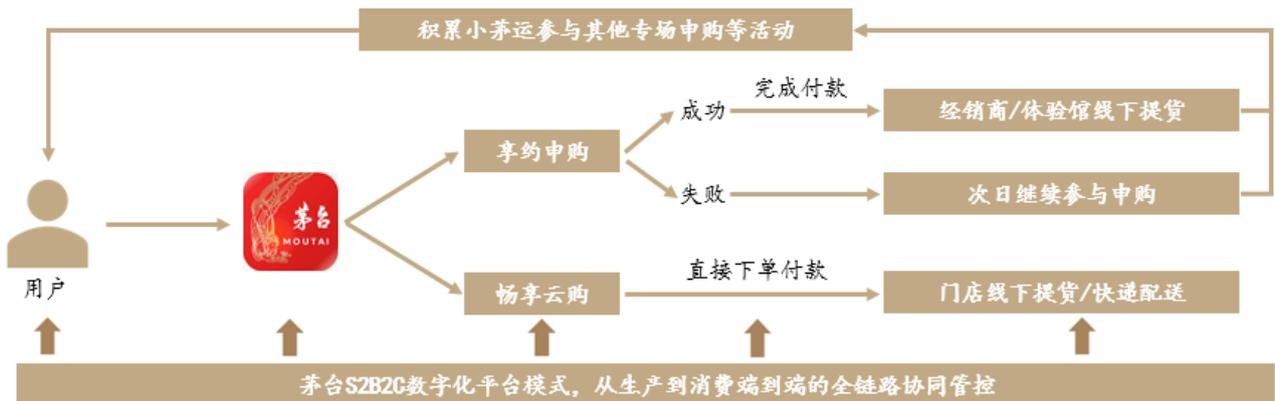
资料来源：小茅 i 茅台公众号，德邦研究所

### ➤ S2B2C 模式的渠道网络改革与创新销售

**创新的 S2B2C 数字化平台模式，推动集团渠道变革与销售增长。**S2B2C 模式下，茅台集团的生产供应链 (S) 赋能经销商与直营店 (B)，共同服务最终消费者 (C)，实现成本降低、提高收益并优化消费者购物体验。i 茅台作为核心枢纽，精准运用大数据和区块链技术，细化享约申购和畅享云购订单处理并实现公平投放的优化，结合 1300 多家 B 端经销商提供配送、线下提货服务，帮助茅台集团实现销售链路的打通。

**“小茅好运”活动增长用户活跃度，助力消费闭环形成。**通过参与每日的享约申购及相关营销互动，用户累积的“小茅运”可兑换参与每月高概率中签的专享申购机会，或换取各类礼品。该营销通过提高用户黏性，加深消费者平台互动，从而提高消费者的购物体验。

图 9：i 茅台申购与云购逻辑



资料来源：i 茅台 APP，德邦研究所绘制

## 1.5. 高品牌价值与商品价差空间刺激用户增长

**非标产品存在一定价差。**贵州茅台酒具有稀缺性和卓越的品牌价值，导致出厂价与零售价之间存在显著差距。i 茅台为用户提供了以较低价格购酒的独特机会。在享约申购产品中，例如贵州茅台酒（生肖酒）375mlx2，与单瓶贵州茅台酒（生肖酒），价差高达 331

元和 601 元，差价率分别达 9.20% 和 24.05%。丰厚的利润是吸引 i 茅台平台众多用户和投资者的主要驱动因素。

**茅台 1935 持续降价导致申购热度大减。**自 i 茅台上线以来，由于放量等因素，茅台 1935 市场价持续下降至 880 元，市场成交量下滑，申购热情大减。

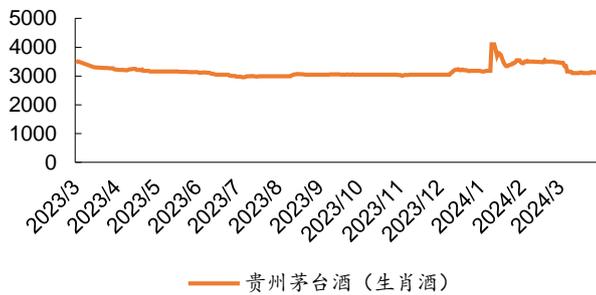
表 1: i 茅台享约申购四款产品 2024 年 3 月 31 日价差 (元)

产品	申购价	市场价	市场价差	市场价差价率	批价	批价差	批价差价率
贵州茅台酒 (生肖酒) 375mlx2	3599	3930	331	9.20%	3960	361	10.03%
贵州茅台酒 (生肖酒)	2499	3100	601	24.05%	3110	611	24.45%
贵州茅台酒 (珍品)	4599	4090	-509	-11.07%	4090	-509	-11.07%
茅台 1935	1188	880	-308	-25.93%	1050	-138	-11.62%

资料来源: i 茅台 APP, 茅粉鲁智深, 德邦研究所

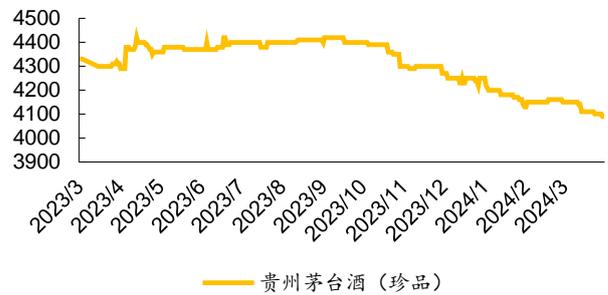
### 1.6. i 茅台“享约申购”投放产品批价变化趋势

图 10: 贵州茅台酒 (生肖酒) 批价趋势 (元)



资料来源: 茅粉鲁智深公众号, 德邦研究所

图 11: 贵州茅台酒 (珍品) 批价趋势 (元)



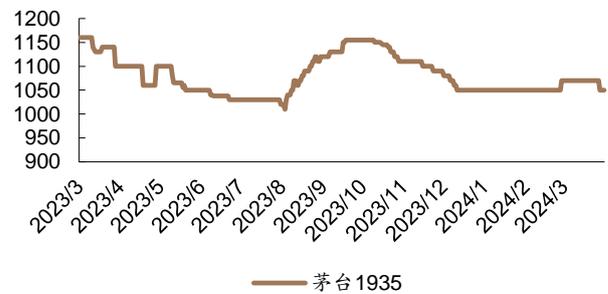
资料来源: 茅粉鲁智深公众号, 德邦研究所

图 12: 贵州茅台酒 (生肖酒) 375mlx2 批价趋势 (元)



资料来源: 今日酒价公众号, 德邦研究所

图 13: 茅台 1935 批价趋势 (元)



资料来源: 今日酒价公众号, 德邦研究所

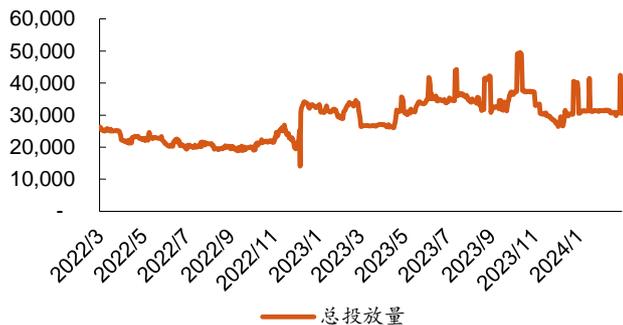
## 运营数据复盘

### 1.7. 申购总投放规模激增，单品分布结构重塑

总体投放量呈现出明显的增长趋势，在投放结构方面，茅台 1935 和贵州茅台酒（生肖酒）成为了主要焦点。自 2022 年 5 月 19 日正式上线以来，截至 2024 年 3 月 31 日，i 茅台共计投放了 1963.19 万瓶酒；而在 2023 年 5 月 19 日至 2024 年 3 月 31 日期间，总投放量达到 1196.90 万瓶，同比增长达 39.5%。自 i 茅台试运行以来，茅台 1935 和贵州茅台酒（生肖酒）已占据了投放结构的绝大部分，总销量占比 95.7%。

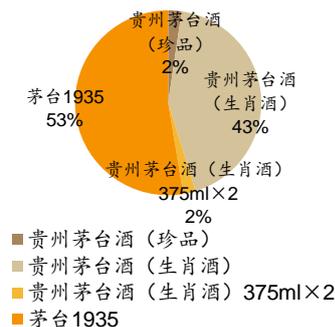
茅台 1935、贵州茅台酒（生肖酒）和贵州茅台酒（生肖酒）375ml×2 的投放量呈现增长态势，贵州茅台酒（珍品）则有所下降。与 2022 年 5 月 19 日正式上线至 2023 年 3 月 31 日相比，2023 年至 2024 年同区间（2023 年 5 月 19 日-2024 年 3 月 31 日），茅台 1935 的投放量同比增长了 76.8%，贵州茅台酒（生肖酒）的同比增长达到 7.7%，贵州茅台酒（生肖酒）375ml×2 同比增长 21.8%，贵州茅台酒（珍品）则同比下降 3.3%。

图 14：截至 2024 年 3 月 31 日 i 茅台日投放总量趋势（瓶）



资料来源：i 茅台 APP，德邦研究所

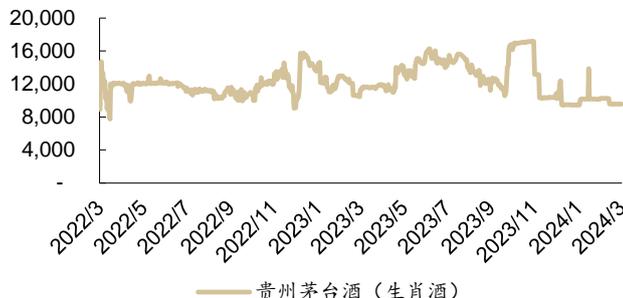
图 15：截至 2024 年 3 月 31 日 i 茅台产品投放结构



资料来源：i 茅台 APP，德邦研究所  
注：图表选取 2022/5/19-2024/3/31 总投放量数据

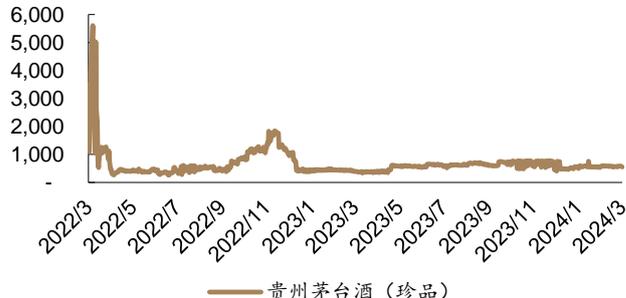
### 1.8. i 茅台享约申购 4 种单品投放趋势

图 16：贵州茅台酒（生肖酒）投放趋势（瓶）



资料来源：i 茅台 APP，德邦研究所

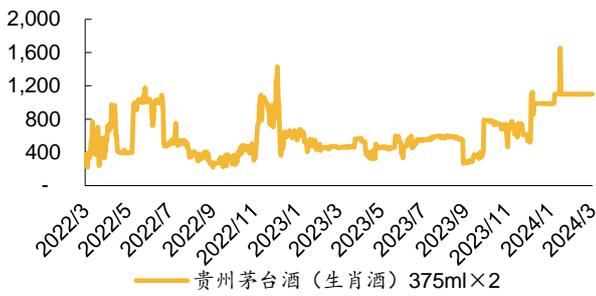
图 17：贵州茅台酒（珍品）投放趋势（瓶）



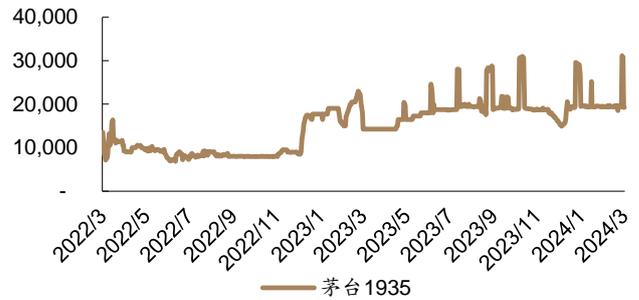
资料来源：i 茅台 APP，德邦研究所

图 18：贵州茅台酒（生肖酒）375mlx2 投放趋势（套）

图 19：茅台 1935 投放趋势（瓶）



资料来源: i 茅台 APP, 德邦研究所



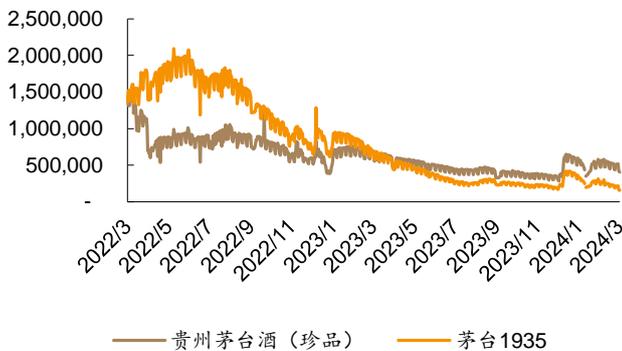
资料来源: i 茅台 APP, 德邦研究所

### 1.9. 茅台 1935 与珍品申购人次走低, 生肖酒火爆

总申购人次略微增加, 单品申购人次有所变化。2023 年贵州茅台酒 (珍品) 和茅台 1935 的申购人数大幅下降, 而贵州茅台酒 (生肖酒) 以及贵州茅台酒 (生肖酒) 375mlx2 的申购人次则有所增加。同时, 与 2022 年 5 月 19 日正式上线至 2022 年年底相比, 2023 年同区间贵州茅台酒 (珍品) 和茅台 1935 的申购人次分别同比下降了 47% 和 80%, 而贵州茅台酒 (生肖酒) 和贵州茅台酒 (生肖酒) 375mlx2 的申购人次分别同比提升 31% 和 45%。市场对不同单品的偏好发生了明显的变化, 贵州茅台酒 (生肖酒) 系列尤其备受追捧, 茅台 1935 和贵州茅台酒 (珍品) 热度略低。

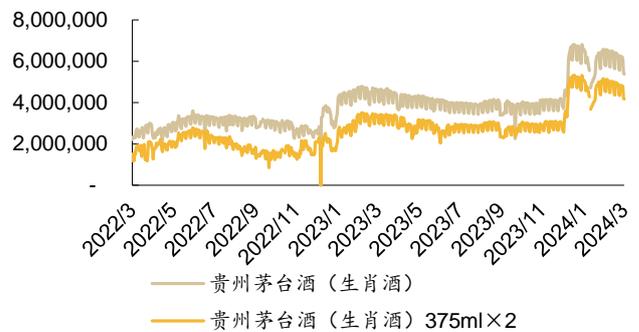
贵州茅台酒 (珍品) 与茅台 1935 的申购人次下跌, 与两产品批价下跌存在相同趋势。自 2023 年春季起, 随着市场供应增加, 茅台 1935 和贵州茅台酒 (珍品) 的批发价格整体走低。与此同时, 这两种产品的申购人次也呈现出明显的下降趋势。

图 14: 贵州茅台酒 (珍品) 与茅台 1935 申购人次趋势



资料来源: i 茅台 APP, 德邦研究所

图 15: 贵州茅台酒 (生肖酒) 与贵州茅台酒 (生肖酒) 375mlx2 申购人次趋势



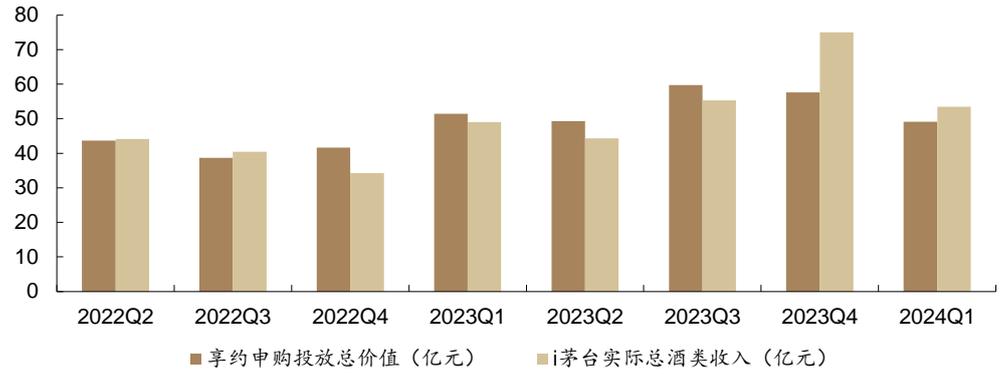
资料来源: i 茅台 APP, 德邦研究所

### 1.10. i 茅台成效显著, “享约申购”主导营收, “畅享云购”有望贡献增长

i 茅台酒类销售一上线便表现强劲, 并持续维持强势增长态势。在 2022 年第二季度, 其营收就已达 44 亿元。2023 年第三季度和第四季度, i 茅台实际总酒类收入分别同比增长 36.77% 和 119.32%。

“享约申购”构成 i 茅台绝大部分收入来源。根据享约申购的总投入价值与 i 茅台实际总酒类收入对比, 可以看出, i 茅台享约申购的投放量几乎可以满足用户需求, 因此 2022 年“享约申购”占据了绝大部分的收入, 而畅享云购的收入贡献较少。但到 2023 年第四季度, 畅享云购的收入占比开始增加。

图 16: i 茅台上线以来享约申购投放总价值与实际总酒类收入



资料来源: i 茅台 APP, 公司公告, 德邦研究所  
注: 投放总价值=总投放量\*申购价

## 风险提示

宏观经济恢复不及预期。

行业竞争加剧。

新品推广不及预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	59.49	69.11	81.02	94.76
每股净资产	171.68	240.79	321.82	416.58
每股经营现金流	53.01	81.58	78.14	105.11
每股股利	30.88	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	29.01	23.86	20.35	17.40
P/B	10.05	6.85	5.12	3.96
P/S	13.76	11.90	10.30	8.90
EV/EBITDA	20.22	15.52	12.77	10.23
股息率%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	92.0%	92.5%	92.6%	92.7%
净利润率	52.5%	53.1%	53.6%	54.1%
净资产收益率	34.7%	28.7%	25.2%	22.7%
资产回报率	27.4%	23.3%	21.0%	19.4%
投资回报率	34.0%	28.6%	24.7%	22.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	18.0%	15.6%	15.5%	15.7%
EBIT 增长率	17.9%	18.4%	15.6%	16.2%
净利润增长率	19.2%	16.2%	17.2%	17.0%
偿债能力指标				
资产负债率	18.0%	15.6%	13.1%	11.1%
流动比率	4.6	5.6	6.9	8.3
速动比率	1.4	2.9	4.2	5.8
现金比率	1.4	2.9	4.2	5.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	1,293.2	1,276.2	1,285.8	1,285.1
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4
固定资产周转率	7.6	8.4	9.5	10.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	74,734	86,817	101,782	119,034
少数股东损益	2,787	4,095	4,302	5,027
非现金支出	1,900	2,092	2,242	2,339
非经营收益	-1,160	-72	-75	-78
营运资金变动	-11,667	9,546	-10,089	5,716
经营活动现金流	66,593	102,477	98,161	132,038
资产	-2,595	-3,927	-3,953	-3,714
投资	-7,268	-4	-3	-4
其他	138	72	76	79
投资活动现金流	-9,724	-3,859	-3,881	-3,639
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-58,889	0	0	0
融资活动现金流	-58,889	0	0	0
现金净流量	-2,019	98,618	94,280	128,399

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 31 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	150,560	174,073	201,077	232,656
营业成本	11,981	13,004	14,833	16,877
毛利率%	92.0%	92.5%	92.6%	92.7%
营业税金及附加	22,234	25,300	29,522	34,218
营业税金率%	15.1%	14.8%	14.9%	14.9%
营业费用	4,649	5,217	6,531	7,797
营业费用率%	3.1%	3.0%	3.3%	3.4%
管理费用	9,729	9,900	10,663	11,668
管理费用率%	6.6%	5.8%	5.4%	5.1%
研发费用	157	86	99	115
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	101,882	120,600	139,471	162,031
财务费用	-1,790	-1,036	-2,515	-3,930
财务费用率%	-1.2%	-0.6%	-1.3%	-1.7%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	34	72	76	79
营业利润	103,709	121,707	142,062	166,039
营业外收支	-46	0	0	0
利润总额	103,663	121,707	142,062	166,039
EBITDA	103,820	122,691	141,713	164,370
所得税	26,141	30,796	35,978	41,978
有效所得税率%	25.2%	25.3%	25.3%	25.3%
少数股东损益	2,787	4,095	4,302	5,027
归属母公司所有者净利润	74,734	86,817	101,782	119,034

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	69,070	167,689	261,969	390,367
应收账款及应收票据	74	686	524	495
存货	46,435	44,911	60,139	59,400
其它流动资产	109,593	110,155	110,246	110,105
流动资产合计	225,173	323,441	432,877	560,368
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	19,909	20,642	21,277	21,485
在建工程	2,137	1,886	1,741	1,586
无形资产	8,572	9,824	11,029	12,344
非流动资产合计	47,527	49,366	51,081	52,460
资产总计	272,700	372,807	483,958	612,827
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3,093	2,380	4,121	3,305
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	45,605	55,513	58,840	64,464
流动负债合计	48,698	57,893	62,960	67,769
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	346	346	346	346
非流动负债合计	346	346	346	346
负债总计	49,043	58,239	63,306	68,114
实收资本	1,256	1,256	1,256	1,256
普通股股东权益	215,669	302,485	404,267	523,301
少数股东权益	7,988	12,083	16,385	21,412
负债和所有者权益合计	272,700	372,807	483,958	612,827

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。