

2024年11月22日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

国酒飘香恒久远，定海神针风向标

—贵州茅台（600519.SH）公司深度报告
投资要点

买入（维持）

分析师：孙山山 S1050521110005

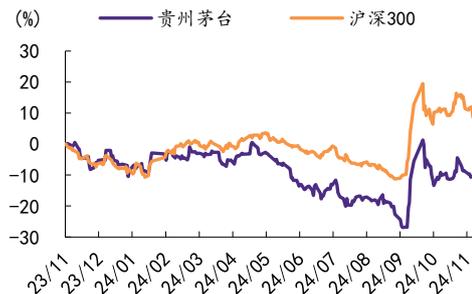
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2024-11-22

当前股价（元）	1,507.82
总市值（亿元）	18,941.2
总股本（百万股）	1,256.2
流通股本（百万股）	1,256.2
52周价格范围（元）	1245.83-1910
日均成交额（百万元）	5,226.0

市场表现



资料来源：WIND，华鑫证券研究

相关研究

- 《贵州茅台（600519）：中期分红方案发布，利润分配持续兑现》2024-11-09
- 《贵州茅台（600519）：业绩持续稳增长，定海神针作用强》2024-10-26
- 《贵州茅台（600519）：上市以来首次回购，提振市场信心》2024-09-21

■ 上市二十余载，行业标杆企业

公司坐落于贵州茅台镇，于2001年上市。截止2024H1累计现金分红总额达2714.41亿元，是上市募投资金的136倍。

■ 量减价增时代，高端酒一超二强

规模：2023年白酒规模约6488亿元（同增4.5%），2017-2023年CAGR为2.3%。**高端酒营收**从2017年512亿元增至2021年952亿元，预计2026年增至1664亿元，2021-2026年CAGR为12%。**市占率：**高端酒市占率从2017年9%升至2021年16%，预计2026年将提至22%。**竞争格局：**茅五国合占高端酒份额90%以上，一超二强局面已形成。

■ 名酒基因决定品牌高度，组织管理能力迭代升级

品牌端：名酒血统奠定品牌基础，国内外获奖扩大影响力。**产品端：**“12987”工艺标准制定者，飞天基本盘稳定，茅台1935已成百亿级大单品。**价格端：**量价关系调节有度，提价有迹可循。**产能端：**扩产和技改保驾护航，提前锁定四年后销量。**渠道端：**从坐商到行商，从经销商到多元化，i茅台打破平衡。**市场端：**国内地位已稳固，积极拓展海外市场。

■ 盈利预测

结合调研及我们的思考，调整公司2024-2026年EPS分别为68.28/73.38/79.71元（前值为68.28/78.89/90.68元），当前股价对应PE分别为22/21/19倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

- 1) 宏观经济下行风险；2) 产能扩张不及预期；3) 直营增长不及预期；4) 茅台1935增长不及预期；5) i茅台增长不及预期；6) 批价回落风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入（百万元）	150,560	174,535	186,984	202,079
增长率（%）	18.0%	15.9%	7.1%	8.1%
归母净利润（百万元）	74,734	85,774	92,176	100,126
增长率（%）	19.2%	14.8%	7.5%	8.6%
摊薄每股收益（元）	59.49	68.28	73.38	79.71
ROE（%）	33.4%	36.4%	37.2%	38.3%

资料来源：WIND，华鑫证券研究

正文目录

1、	上市二十余载，行业标杆企业.....	6
1.1、	世纪之初上市，成长为行业龙头.....	6
1.2、	国资持股稳定，分红率持续提升.....	7
2、	量减价增时代，高端酒一超二强.....	9
2.1、	白酒规模整体稳增，品牌分化趋势明显.....	9
2.2、	高端酒格局稳定，一超二强地位确立.....	11
3、	名酒基因决定品牌高度，组织管理能力迭代升级.....	13
3.1、	品牌端：名酒血统奠定品牌基础，国内外获奖扩大影响力.....	13
3.2、	产品端：酱酒工艺标准制定者，产品矩阵清晰全覆盖.....	17
3.2.1	“12987”制酒工艺，酱酒酿造标准制定者.....	18
3.2.2	飞天基本盘稳定，系列酒趁势崛起.....	19
3.3、	价格端：量价关系调节有度，茅台提价有迹可循.....	22
3.3.1	量价关系调节有度，系列酒调整卓有成效.....	23
3.3.2	茅台提价有迹可循，出厂价和零售价交相辉映.....	24
3.4、	产能端：扩产和技改保驾护航，提前锁定四年后销量.....	25
3.4.1	扩产和技改同步进行，茅台酒和系列酒亦同步.....	25
3.4.2	强调产地属性，稀缺性值得溢价.....	32
3.4.3	产销量比例有波动，提前锁定四年后销量.....	33
3.5、	渠道端：从坐商到行商，从经销商到多元化.....	35
3.5.1	从坐商到行商，发力团购业务.....	35
3.5.2	渠道多元化，直营占比持续提升.....	39
3.6、	市场端：国内市场绝对龙头，积极拓展海外市场.....	42
3.6.1	超越五粮液，行业风向标.....	43
3.6.2	坚定步伐走出去，积极拓展海外市场.....	45
4、	盈利预测评级.....	48
5、	风险提示.....	48

图表目录

图表 1:	茅台 1998 年-2023 年总营收复合增速 24.5%、营收复合增速 24.4%.....	6
图表 2:	茅台 1998 年-2023 年归母净利润复合增速 28.3%.....	7
图表 3:	公司股权结构清晰，国资持股稳定（截至 2024 年半年报）.....	7
图表 4:	公司现金分红总额从 2001 年 1.5 亿元增至 2023 年 627.9 亿元（含 2023 年特别分红）.....	8
图表 5:	公司上市以来分红率从 2001 年 45.7%稳步提升至 2023 年 60.9%.....	8
图表 6:	1989 年至今白酒当月产量与同比.....	9
图表 7:	1989 年至今白酒累计产量与同比.....	9
图表 8:	2011-2023 年规上酒企数量及产量和均价表现.....	9
图表 9:	2011-2023 年规上酒企收入及利润总额表现.....	9
图表 10:	2017-2026E 白酒行业市场规模及同比增速.....	10

图表 11: 2017-2026E 白酒行业不同价位段市场规模占比.....	10
图表 12: 2018-2026E 白酒行业不同价位市场规模同比增速.....	10
图表 13: 2011-2023 年上市酒企收入占白酒行业比重.....	11
图表 14: 2017 年以来高端白酒一直保持两位数增长态势.....	11
图表 15: 高端酒市占率 2026 年有望达 21.6%.....	11
图表 16: 高端酒茅五国合计占比 90%+.....	12
图表 17: 高端酒竞争维度梳理.....	12
图表 18: 公司自新中国成立以来, 国内屡次获奖.....	13
图表 19: 公司自 1915 年巴拿马万国博览会获奖, 屡次获国际大奖.....	15
图表 20: 新中国五次白酒评酒会中茅台获奖五次.....	16
图表 21: 公司以 501 亿美元的品牌价值位于 2024 年中国最具价值品牌榜第七名.....	16
图表 22: 公司还上榜 2024 年中国最具强度品牌 10 强.....	17
图表 23: 《2024 年凯度 BrandZ 最具价值中国品牌 100 强》中位居中国品牌第二.....	17
图表 24: 公司生产工艺分为制曲和制酒两部分, 其中“12987”指的是制酒工艺.....	18
图表 25: 茅台酒系列都是基酒和老酒按一定比例勾兑而成.....	19
图表 26: 茅台酒以飞天为基本盘, 系列酒以茅台 1935 为基本盘.....	19
图表 27: 过去十年茅台酒营收增速保持平稳增长, 系列酒营收增速波动较大.....	20
图表 28: 2021 年茅台王子酒营收超 50 亿.....	21
图表 29: 2023 年系列酒已形成千、百、十亿级大单品格局.....	21
图表 30: 毛利率茅台酒基本 93%+, 系列酒稳中有升.....	21
图表 31: 茅台酒占比 80%以上, 系列酒占比已超 10%.....	21
图表 32: 茅台 1935 自 2022 年 1 月上市以来, 已成为百亿级大单品.....	22
图表 33: 系列酒销售额超百亿的大单品-茅台 1935.....	22
图表 34: 系列酒一曲三茅四酱图片一览.....	22
图表 35: 2015A-2023A 茅台酒销量基本量价齐升.....	23
图表 36: 2015A-2023A 茅台酒吨价提升明显 (万元/吨).....	23
图表 37: 2015A-2023A 系列酒销量基本量价齐升.....	23
图表 38: 2015A-2023A 系列酒吨价提升明显 (万元/吨).....	23
图表 39: 上市以来茅台提价有迹可循.....	24
图表 40: 上市以来普飞提价及零售价一览.....	25
图表 41: 截止 2005 年底上市募投项目中募集资金项目变更表一览 (万元).....	26
图表 42: 截止 2005 年底上市募投项目中募集资金实际投资项目情况一览 (万元).....	27
图表 43: 茅台“十一五”期间公司每年扩产或技改 2000 吨.....	28
图表 44: 茅台“十二五”期间茅台酒累计新增 13900 吨产能.....	29
图表 45: 茅台“十三五”期间公司新增茅台酒产能 5152 吨.....	30
图表 46: 截止 2024 年 11 月“十四五”期间茅台新增茅台酒 1.98 万吨.....	31

图表 47: 茅台生产基地分别为茅台镇及中华片区、习酒镇、二合镇和同民镇	31
图表 48: 1975 年茅台异地实验小组成员	32
图表 49: 方毅同志题词的“酒中珍品”	32
图表 50: 茅台酒厂核心产区原产地 7.5 平方公里	33
图表 51: 预计 2024-2027 年销量每年 4 万吨以上	34
图表 52: 四年后实际销量/四年前对应产量比例一般在 75%-85%波动	34
图表 53: 《关于名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格后征收产品税、专项收入问题的规定》	35
图表 54: 专卖店门头以国酒茅台或贵州茅台醒目大字著称	36
图表 55: 2012 年 4 月投资不超 8.5 亿元建立 31 家全资自营公司	36
图表 56: 行业调整期时, 茅台通过开放经销权招商度过难关	37
图表 57: 2017 年 8 月公司关于全面启用茅台云商平台通知	37
图表 58: 2019 年将电商公司解散并清算注销	38
图表 59: 2019 年 5 月集团成立营销公司	38
图表 60: 2022 年 5 月 19 日上线 i 茅台	39
图表 61: 2023 年 9 月 4 日, “酱香拿铁”正式上市	39
图表 62: 当前茅台渠道已多元化, 直营和批发渠道并驾齐驱	39
图表 63: 目前茅台国内共有 42 家自营网点	40
图表 64: 直营渠道营收从 2015 年 19.68 亿元增至 2023 年 672.33 亿元	41
图表 65: 直营渠道销量从 2015 年 961 吨增至 2023 年 1.56 万吨	41
图表 66: 直营渠道对应吨价从 2015 年 205 万元/吨增至 2023 年 430 万元/吨	42
图表 67: 直营渠道销量从 2015 年 961 吨增至 2023 年 1.56 万吨	42
图表 68: i 茅台营收从 2022 年 118.83 亿元增至 2023 年 223.74 亿元, 同增 88%	42
图表 69: i 茅台营收占直营渠道比重从 2022 年 24%升至 2023 年 33%	42
图表 70: 浓香鼻祖——泸州老窖	43
图表 71: 清香鼻祖——山西汾酒	44
图表 72: 中国酒业大王——五粮液	44
图表 73: 2008 年茅台营收首次超越五粮液	45
图表 74: 2005 年茅台归母净利润首次超越五粮液	45
图表 75: 国内营收从 2002 年 17 亿增至 2023 年 1433 亿	45
图表 76: 公司国内外毛利率差异不大, 基本趋同	45
图表 77: 国外营收从 2002 年 1.1 亿增至 2023 年 43.6 亿	46
图表 78: 公司国外营收占比一直维持在个位数	46
图表 79: 2024 年 6 月港澳新渠道商座谈会现场	46
图表 80: 2024 年 11 月新加坡茅台之夜活动	46
图表 81: 贵州茅台马来西亚樽鼎公司专卖店	47
图表 82: 2024 年 9 月日本东京茅台之夜活动	47

图表 83: 贵州茅台越南乐天商场专柜	47
图表 84: 2024 年 11 月调研印尼连锁酒类零售店	47
图表 85: 盈利预测	48

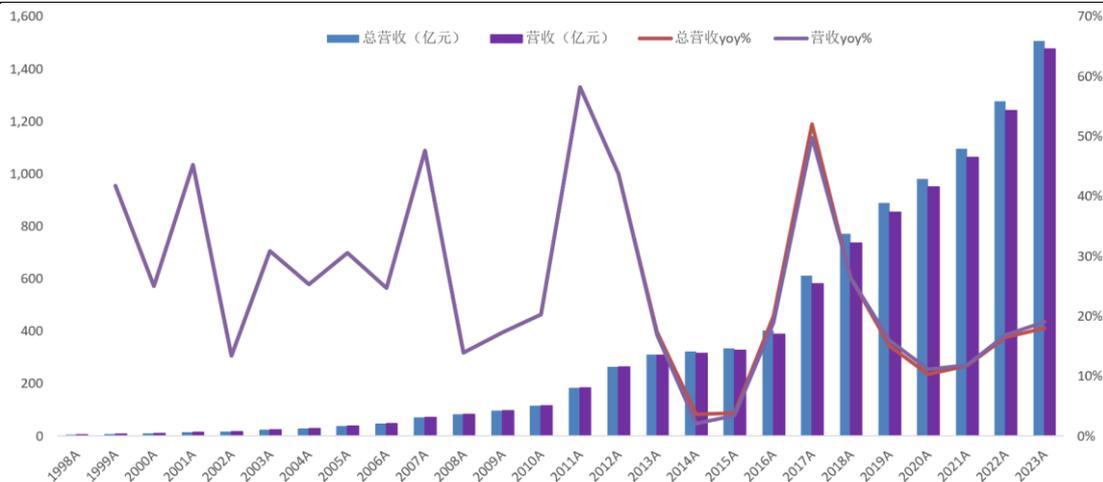
1、上市二十余载，行业标杆企业

1.1、世纪之初上市，成长为行业龙头

公司坐落于贵州省遵义市仁怀市茅台镇，主营茅台酒及茅台酱香系列酒的生产与销售，主导产品贵州茅台酒是我国大曲酱香型白酒的鼻祖和典型代表，是有机食品和国家地理标志保护产品，是香飘世界的中国名片。

公司成立于1999年11月20日，由茅台集团作为主发起人，联合另外七家单位共同发起设立，目前控股股东为茅台集团。公司于2001年上交所上市，已上市二十余载。公司总营收从1998年6.3亿元增至2023年1505.6亿元，25年CAGR为24.5%；营收从1998年6.3亿元增至2023年1476.9亿元，25年CAGR为24.4%。

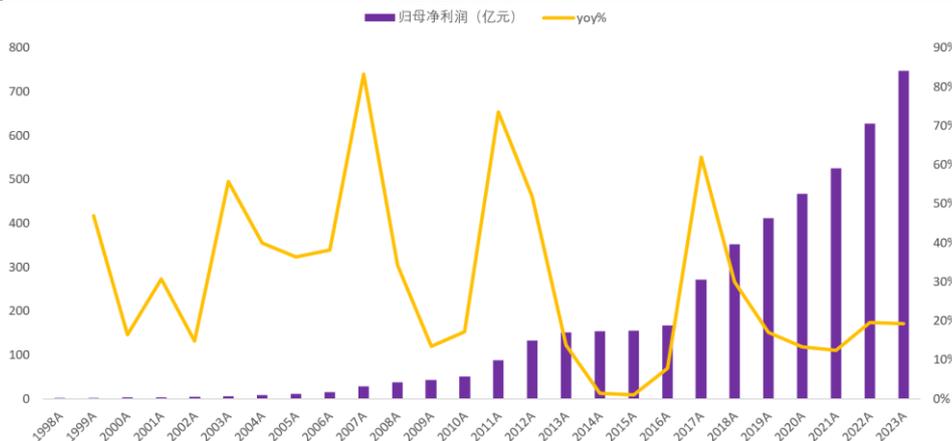
图表 1：茅台 1998 年-2023 年总营收复合增速 24.5%、营收复合增速 24.4%



资料来源：wind，华鑫证券研究

归母净利润从1998年1.5亿元增至2023年747.3亿元，25年CAGR为28.3%。25年间营收和归母净利润复合增速均超20%，公司凭借高增长实现周期跨越，成长为白酒行业龙头乃至标杆。

图表 2: 茅台 1998 年-2023 年归母净利润复合增速 28.3%

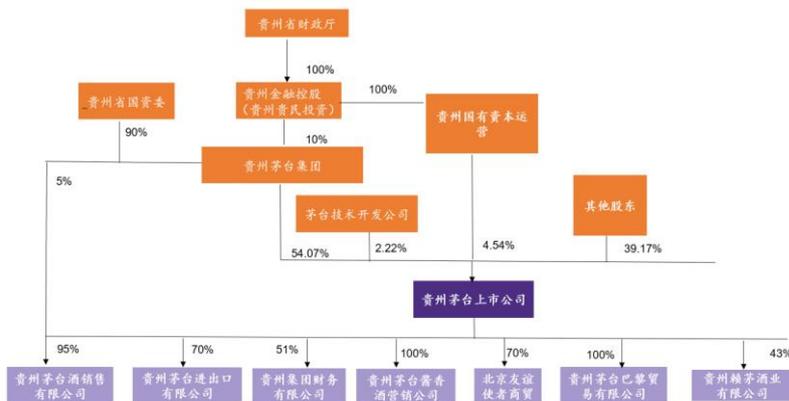


资料来源: wind, 华鑫证券研究

1.2、 国资持股稳定， 分红率持续提升

国资持股稳定， 股权非常清晰。公司实际控制方为贵州省国资委， 茅台集团持股上市公司 54.07% 股份， 为第一大股东。其中贵州省财政厅 100% 控股贵州金融控股有限公司， 贵州金融控股 100% 控股贵州国有资本运营有限公司， 贵州省国资委 90% 控股贵州茅台集团， 股权非常清晰。

图表 3: 公司股权结构清晰， 国资持股稳定 (截至 2024 年半年报)



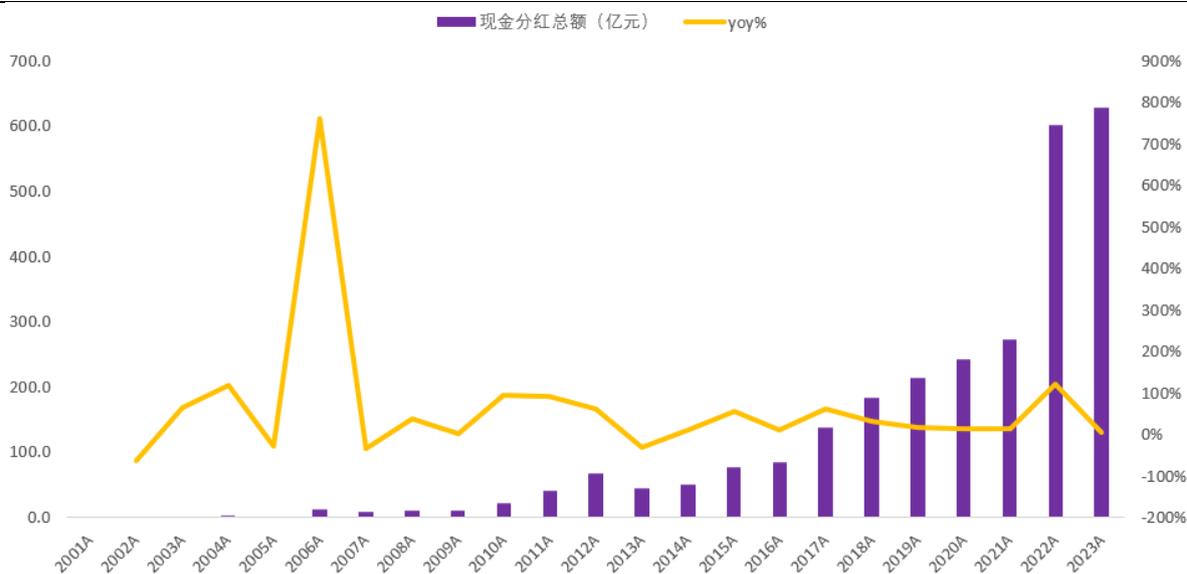
资料来源: wind, 华鑫证券整理

注: 公司持股赖茅 43% 股权但实际控制该公司， 系公司在赖茅董事会成员过半数。

上市以来， 截止 2024 年 6 月 30 日， 公司累计现金分红总额达 2714.41 亿元， 是 2001 年上市募投资金 22.44 亿元的 135.85 倍。现金分红总额从 2001 年 1.5 亿元增至 2023 年 627.9 亿元 (含 2023 年特别分红)， 22 年 CAGR 为 31.6%。假设不考虑 2023 年特别分红， 现金分红总额过去 22 年 CAGR 为 28.7%。根据《2024-2026 年度现金分红回报规划》， 2024-2026 年度每年度分配现金红利总额不低于当年归母净利润的 75%， 每年度现金分红

分两次（年度和中期分红）实施。

图表 4：公司现金分红总额从 2001 年 1.5 亿元增至 2023 年 627.9 亿元（含 2023 年特别分红）

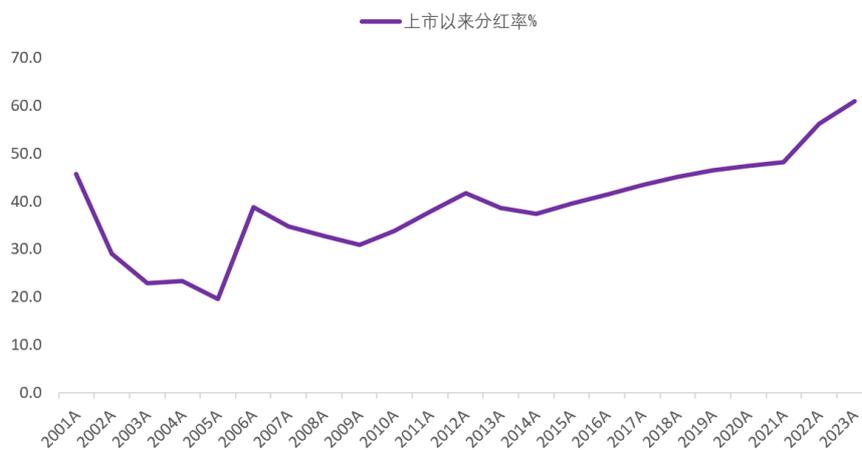


资料来源：wind，华鑫证券整理

注：2022 年和 2023 年现金分红总额高出以往许多，系当年各有一次特别分红，2024-2026 年亦有一次中期分红。

公司上市以来，分红率稳步提升。2024 年以来，由于经济持续下行，消费疲软，资本市场更多关注上市公司分红率，期待分红率提升给股东创造更大价值。公司上市以来分红率从 2001 年 45.7% 稳步提升至 2023 年 60.9%，预计未来将持续稳步提升。根据公司公告的《2024-2026 年度现金分红回报规划》，2024-2026 年度公司每年度分配的现金红利总额不低于当年归母净利润的 75%，每年度的现金分红分两次（年度和中期分红）实施。

图表 5：公司上市以来分红率从 2001 年 45.7% 稳步提升至 2023 年 60.9%



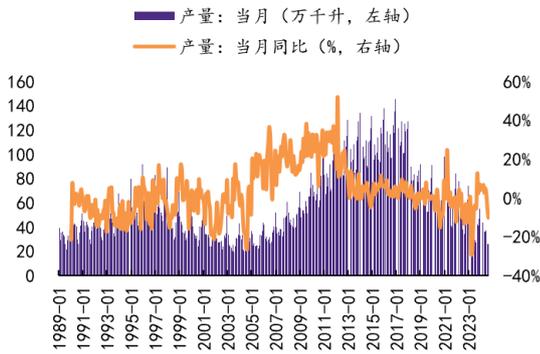
资料来源：wind，华鑫证券研究

2、量减价增时代，高端酒一超二强

2.1、白酒规模整体稳增，品牌分化趋势明显

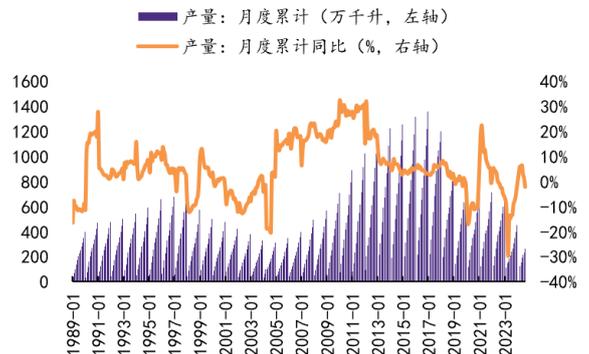
白酒产量长期同比收缩，短期增速环比回升。2024年1-6月白酒总产量共214.70万千升，同增3.00%，产量小幅提升。上市酒企累季收入与利润保持双位数稳健增长，目前增速环比平稳。

图表6：1989年至今白酒当月产量与同比



资料来源：wind，华鑫证券研究

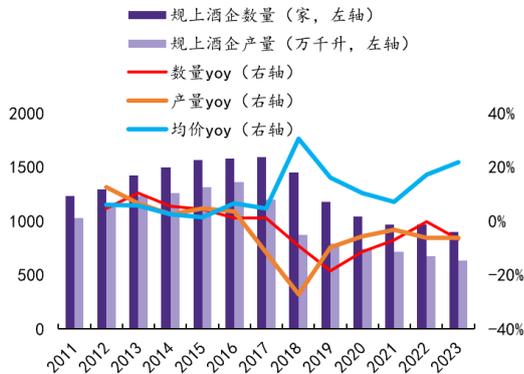
图表7：1989年至今白酒累计产量与同比



资料来源：wind，华鑫证券研究

规上酒企数量持续缩减，收入与利润总额仍处于上升态势。2011-2023年规上酒企数量/产量CAGR分别为-2.63%/-4.00%，收入/利润总额CAGR分别为6.03%/12.41%。量价拆分开来看，2017年前白酒销售处于量价齐升状态，2011-2017年量/价CAGR分别为+2.62%/+4.37%，2017年后进入量减价升阶段，2017-2023年量/价CAGR分别为-10.18%/+16.87%。总体来看，白酒行业整体维持“量减价增”的表现，产量同比收缩与收入利润稳健增长同时存在的状态预计仍将维持。

图表8：2011-2023年规上酒企数量及产量和均价表现



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表9：2011-2023年规上酒企收入及利润总额表现



资料来源：wind，华鑫证券研究

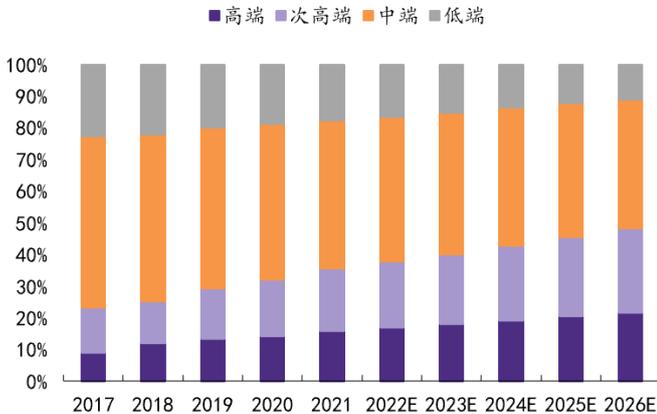
白酒行业整体规模稳增，过去向高端与次高端集中，目前整体消费环境影响下大众价位带表现较好。2023 年白酒行业市场规模预计 6488 亿元，同增 4.46%，2017-2023 年 CAGR 为 2.32%。从市场份额来看，2023 年高端/次高端/中端/低端市占率较 2017 年分别变动 +8.95%/+7.85%/-9.39%/-7.41pcts，高端与次高端价位带市占率提升明显。其中**高端酒企**凭借较强的品牌力与认知度率先完成渠道建设与消费者心智培育，目前茅五泸整体格局稳定，抗风险能力更强；**次高端酒企**过去几年以大单品全国化铺货形式快速扩张，而过于依赖渠道铺货导致在行业下行周期抗风险力偏弱，目前内部表现分化；**地产酒**当地品牌与渠道基础牢固，以较全价位带产品布局大本营市场，目前受益于 100-300 元大众价位带放量，基地市场份额提升或产品结构升级的酒企具备较好表现。

图表 10：2017-2026E 白酒行业市场规模及同比增速



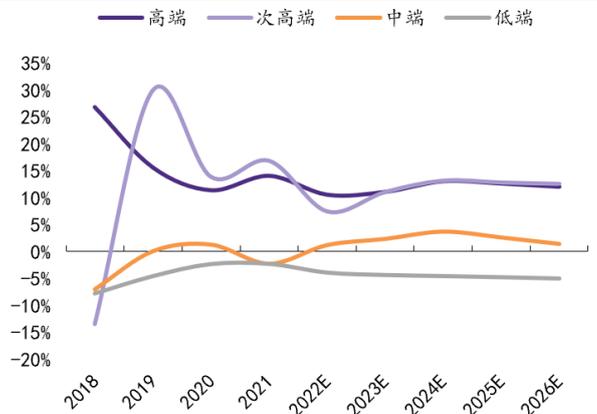
资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华鑫证券研究

图表 11：2017-2026E 白酒行业不同价位段市场规模占比



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华鑫证券研究

图表 12：2018-2026E 白酒行业不同价位市场规模同比增速



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华鑫证券研究

白酒行业持续向头部集中，上市酒企市占率持续提升。2023 年上市白酒企业占整体白酒行业收入比重达 65.12%，较 2017 年同比+35.98pcts，上市酒企收入占比提升明显，存量竞争状态与头部集中趋势预计仍将维持。其中上市酒企内部表现亦分化，以茅五泸为代表的高端酒、次高端如山西汾酒、实现结构升级的地产酒如今世缘古井贡等市占率持续提升。

图表 13：2011-2023 年上市酒企收入占白酒行业比重

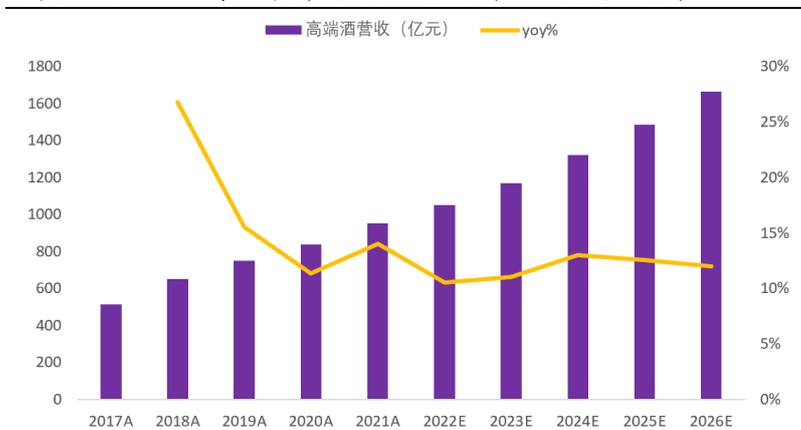
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	趋势变动
贵州茅台	10.80%	14.39%	15.82%	16.79%	18.14%	20.54%	23.21%	
五粮液	5.34%	7.46%	8.92%	9.82%	10.97%	11.91%	12.83%	
泸州老窖	1.84%	2.43%	2.82%	2.85%	3.42%	4.05%	4.66%	
山西汾酒	1.07%	1.75%	2.11%	2.40%	3.31%	4.22%	4.92%	
舍得酒业	0.29%	0.41%	0.47%	0.46%	0.82%	0.97%	1.09%	
水井坊	0.36%	0.53%	0.63%	0.52%	0.77%	0.75%	0.76%	
酒鬼酒	0.16%	0.22%	0.27%	0.31%	0.57%	0.65%	0.44%	
珍酒李渡	0.00%	0.00%	0.00%	0.42%	0.85%	0.95%	1.09%	
洋河股份	3.52%	4.50%	4.12%	3.62%	4.20%	4.85%	5.11%	
今世缘	0.52%	0.70%	0.87%	0.88%	1.06%	1.27%	1.56%	
古井贡酒	1.23%	1.62%	1.85%	1.76%	2.20%	2.69%	3.12%	
迎驾贡酒	0.56%	0.65%	0.67%	0.59%	0.76%	0.89%	1.04%	
金种子酒	0.23%	0.25%	0.16%	0.18%	0.20%	0.19%	0.23%	
口子窖	0.64%	0.80%	0.83%	0.69%	0.83%	0.83%	0.92%	
伊力特	0.34%	0.40%	0.41%	0.31%	0.32%	0.26%	0.34%	
老白干酒	0.45%	0.67%	0.72%	0.62%	0.67%	0.75%	0.81%	
金徽酒	0.24%	0.27%	0.29%	0.30%	0.30%	0.32%	0.39%	
顺鑫农业	1.14%	1.73%	1.83%	1.75%	1.69%	1.31%	1.05%	
华致酒行	0.43%	0.51%	0.67%	0.85%	1.24%	1.40%	1.56%	
合计	29.14%	39.28%	43.46%	45.10%	52.33%	58.79%	65.12%	

资料来源：wind，国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华鑫证券研究

2.2、高端酒格局稳定，一超二强地位确立

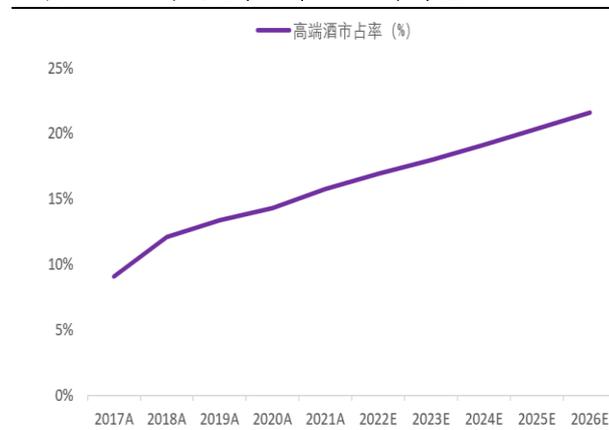
高端酒保持两位数增长，市占率稳步提升。由于白酒本身特殊性，市场上数据统计存在口径差异，故我们尽可能采用权威数据进行分析。根据国家统计局和珍酒李渡招股书数据显示，高端酒营收从 2017 年 512 亿元增至 2021 年 952 亿元，预计 2026 年增至 1664 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 11.8%。高端酒市占率从 2017 年 9.1% 稳步提升至 2021 年 15.8%，预计 2026 年将提升至 21.6%。

图表 14：2017 年以来高端白酒一直保持两位数增长态势



资料来源：wind，国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华鑫证券研究

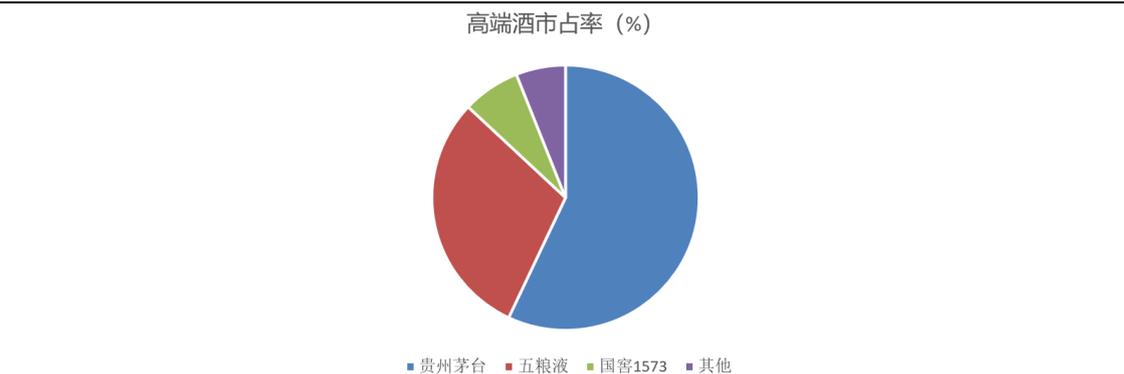
图表 15：高端酒市占率 2026 年有望达 21.6%



资料来源：wind，国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华鑫证券研究

茅台一家独大，一超二强局面稳定。高端酒市场基本被茅五国占据，其中茅台一家独大，五粮液和国窖 1573 紧随其后，呈现出“一超二强”竞争格局。超高端被茅台独享，千元价格带主要是五粮液和国窖 1573。此外，其他高端酒品牌还有青花郎、君品习酒、M9、内参等等。据前瞻经济学人数据显示，当前茅五国合计占高端酒市占率 94%左右，其中茅台占比 57%左右，五粮液占比 30%左右，国窖 1573 占比 7%左右，高端酒呈现出寡头垄断格局。

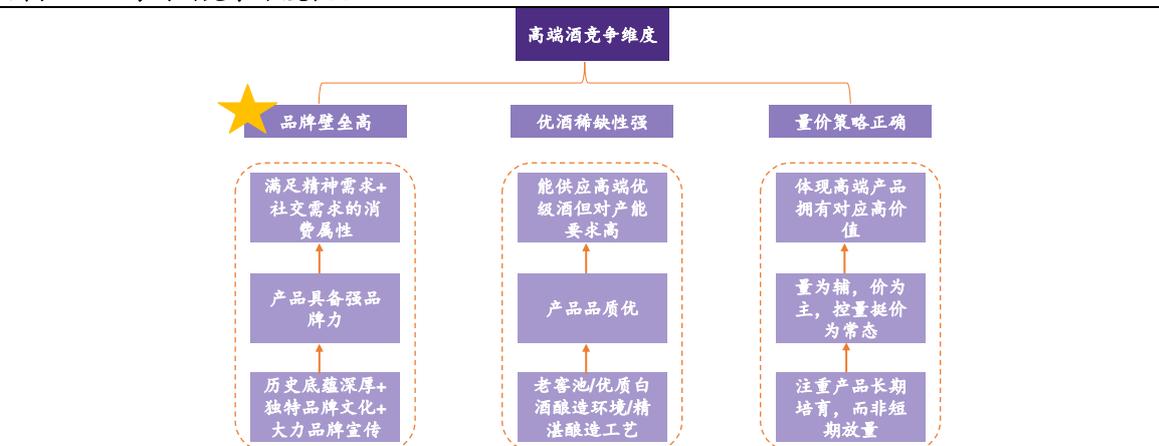
图表 16: 高端酒茅五国合计占比 90%+



资料来源：前瞻经济学人，华鑫证券研究

高端酒竞争壁垒源于品牌，带来高毛利与高稳定性。茅台酒、内参、老窖中高档产品的毛利率基本稳定在 90%以上，其他主流酒企的高端产品毛利率亦明显高于中档产品，具备高盈利能力。另外，在 2013-2014 年白酒行业调整期中，高端酒的营收增速波动程度更小，在 2022 年疫情多发的市场环境下，亦保持高稳定性。高端酒的高毛利与行业调整时保持的高稳定性，来源于高端酒的强品牌力，品牌力的强弱直接决定产品议价权的大小，品牌力强的酒企天然具备消费者认知度高、口碑效应强的优势，在高端定价的同时，无需投入过多渠道建设费用，而是可以依靠产品本身的强传播性吸引消费者，另外对价格的敏感度更低，提价传导更易、效果更好，共同构成高端酒的高盈利能力。

图表 17: 高端酒竞争维度梳理



资料来源：华鑫证券研究

我们认为，高端酒竞争壁垒的根基是由其品牌构筑的，其次才是优质产能、量价策略。高端白酒需要更好地满足消费者对精神属性、社交属性的需求，故品牌力必定是最重要的决定因素，而产品是否具备高端品牌的基因从根本上便决定其是否能站稳高端价位带。高端品牌基因稀缺性强，源于深厚的历史底蕴、独特的品牌文化，同时亦形成高端白酒最核心的竞争壁垒。近几年高端白酒市场不断涌现新品牌，但只有真正具备高端品牌属性的产品才能从竞争日益加剧的高端市场中脱颖而出，同时亦需要酒企具备充足的产能供应以及正确的量价策略，以从顶层的战略设计上长期深入高端酒市场。

3、名酒基因决定品牌高度，组织管理能力迭代升级

3.1、品牌端：名酒血统奠定品牌基础，国内外获奖扩大影响力

茅台酒兴旺于清代，1862年，华联辉在茅台开办“成裕酒房”，使茅台酒得到进一步发展，这个时期具有特色的“茅春”、“茅台烧春”、“回沙茅酒”等产品由于赤水河航运的发展，川盐入黔等因素使其美名远扬。当时生产茅台酒的烧房主要有三家，分别是成义烧房（原成裕酒房，1862）、荣和烧房（1879）、恒兴烧房（1929）。

图表 18：公司自新中国成立以来，国内屡次获奖

公司历次获奖时间	主要奖项
1952年	全国土产交流会名酒
1953年	全国第一届评酒会国家名酒
1963年	全国第二届评酒会国家名酒
1979年	全国第三届评酒会国家质量金质奖
1984年	全国第四届评酒会国家质量金质奖
1988年	首届中国食品博览会金奖
1989年	全国第五届评酒会国家名酒
1989年	"飞天牌"贵州茅台酒获国家质量金质奖
1991年	茅台酒系列产品获全国出口优质产品称号
1994年	"飞天牌"53%茅台酒获中国名优精品金奖
1994年	全国最畅销国产商品"金桥奖"
1994年	全国企业最高奖——金马奖
1999年	通过国家农业部绿色食品发展中心绿色食品认证
2000年	茅台王子酒获中国白酒新秀著名品牌
2000年	茅台王子酒获中国国家级新产品称号
2001年	通过国家环保局(南京)有机食品发展中心有机食品认证
2002年	全国行业质量、服务诚信示范企业称号
2002年	获"消费者信得过商品"称号
2003年	全国质量管理奖
2005年	中国轻工业企业信息化先进单位
2005年	"中国白酒工业百强企业"称号
2005年	"中国白酒工业经济效益十佳企业"称号

2005 年	第二届中国十佳上市公司殊荣
2005 年	"中国制造. 行业内最具成长力的自主品牌企业"称号
2006 年	获"中国最具影响力自主创新企业"称号
2006 年	获"中国最具增长潜力白酒品牌第一"称号
2006 年	获"全国轻工业卓越绩效先进企业"称号
2006 年	"2006 自主创新竞争力十大品牌"称号
2007 年	中国最有价值商标白酒行业
2007 年	"第二届中华老字号品牌价值百强榜"榜首
2007 年	"2007 年度十大影响力企业"称号
2008 年	获"中国最有价值商标 500 强"前十强. 中国烟酒行业标王称号
2008 年	获"中国驰名商标"称号
2008 年	中国白酒类行业标志性品牌
2008 年	2008 中国制造业 500 强
2008 年	荣登 2007 年度白酒行业纳税榜首
2009 年	上榜"中国最受尊敬企业"
2009 年	再次上榜"中国企业效益 200 佳"
2009 年	上榜 2009 "亚洲品牌 500 强"
2009 年	入选里昂证券发布 20 个最有价值中国企业品牌排行榜
2009 年	获省首批 "创建保护消费者合法权益示范企业"
2009 年	首批"国家名片"公示茅台酒上榜
2010 年	成为全国首批商标战略实施示范企业
2010 年	荣获"管理体系优秀认证企业"称号
2010 年	荣获上市公司年度信息披露奖
2011 年	再次荣膺"全国质量奖"
2011 年	再度蝉联 2011 年中国绿色公司百强
2011 年	荣列 2011 年全球酒业品牌 50 强的第九位
2011 年	位居 2011 年胡润品牌排行榜第 10 位, 列酿酒行业榜首
2011 年	获得首届中国商标金奖的"商标运用奖"
2011 年	被授予"1988-2011 中国食品工业卓越贡献企业"殊荣
2011 年	再次上榜 2011 中国企业效益 200 佳, 位居第 66 位, 位居全国酿酒行业和贵州省企业榜首
2012 年	位列中国上市企业百强榜首
2013 年	品牌价值以 824.08 亿元高居食品、饮料行业榜首
2014 年	荣膺"叱咤全球的国家名片"殊荣
2014 年	荣膺"最佳股东回报上市公司"
2014 年	再登中国白酒品牌口碑榜榜首
2014 年	品牌价值逾千亿 位列华樽杯酒类榜首
2014 年	连续 9 年入选"最受赞赏的中国公司"
2014 年	荣膺品牌中国华谱奖
2014 年	荣获"希望工程 25 年杰出贡献奖"
2014 年	获首届"中国工业行业履行社会责任五星级企业"称号
2015 年	荣获华樽杯中国酒企品牌价值第一名
2015 年	荣获华樽杯中国白酒品牌价值第一名
2015 年	荣获华樽杯中国酒业最具社会责任感企业
2015 年	荣获华樽杯中国十大世界名酒
...	...

资料来源: 遵义人民网, 酒志网, 华鑫证券整理

1915 年, 在美国旧金山举办的“巴拿马万国博览会”期间, 北洋军政府农商部把“成义、荣和”两家烧房所产白酒一概以“茅台造酒公司”的名义送出参展, 统称“茅台酒”。

在本届博览会上，茅台酒被评为世界名酒，获得金奖和奖章，从此蜚声中外，被称为世界三大名酒之一。1951年，仁怀县人民政府通过没收、接管、赎买等方式，将三大烧房国有化，成立“贵州省专卖事业管理局仁怀茅台酒厂”。1953年更名为贵州省茅台酒厂。1996年7月，经贵州省政府批复同意，原贵州省茅台酒厂改制为国有独资公司，并更名为中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司，初步形成跨行业、跨地区多元化经营的新格局。

2000年5月18日，中国茅台酒厂（集团）有限责任公司更名为中国贵州茅台酒厂有限责任公司，国有股权由贵州省财政厅持有。集团公司先后被评为国家特大型企业，全国白酒行业国家一级企业、全国优秀企业（金马奖）、全国企业管理杰出贡献奖等，是全国知名度最高的企业之一。

图表 19：公司自 1915 年巴拿马万国博览会获奖，屡次获国际大奖

公司历次获奖时间	主要奖项
1915 年	美国“巴拿马万国博览会”金奖
1985 年	国际美食旅游大赛金桂叶奖
1986 年	法国巴黎第十二届国际食品博览会金奖
1986 年	香港“亚洲之星”包装奖
1987 年	香港第三届世界广告大会、中国出口广告一等奖
1989 年	首届北京国际博览会金奖
1991 年	第二届北京国际博览会金奖
1992 年	首届美国国际名酒大赛金奖
1992 年	香港国际食品博览会最高金奖
1992 年	日本东京第四届国际名酒博览会金奖
1992 年	“汉帝茅台酒”包装获法国巴黎“世界之星”国际包装最高奖
1993 年	法国波尔多葡萄酒烈性酒展览会特别奖
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
1994 年	(美国)“纪念巴拿马万国博览会 80 周年名酒品评会”特别金奖第一名
2005 年	获国际水资源保护杰出贡献奖
2005 年	获国际认证联盟及中国质量认证中心卓越管理组织奖
2012 年	第九届世界烈酒大赛金奖
2013 年	荣获 2013 年度全球卓越绩效奖
2013 年	上榜全球 50 大最具价值烈酒品牌，位列第二
2013 年	上榜《2013 年亚洲品牌 500 强》位列食品行业第一
2014 年	斩获布鲁塞尔国际烈酒大赛金奖
2014 年	领衔入选中欧地理标志互认产品
...	...

资料来源：遵义人民网，华鑫证券整理

五届评酒会均获奖，名酒血统就此奠定。新中国成立以来，我国共举办过五届国家级名酒评酒会，产生四大名酒、老八大名酒、新八大名酒、十三大名酒、十七大名酒共五种称呼。其中以茅台为代表的白酒，五届评酒会均获奖，名酒称呼就此产生，也为日后公司品牌高度打下坚实基础。

图表 20: 新中国五次白酒评酒会中茅台获奖五次

五届评选会结果	主要获奖白酒企业
第一届	茅台酒、泸州特曲、西凤酒、汾酒
第二届	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	茅台酒、汾酒、泸州老窖特曲酒、五粮液、古井贡酒、董酒、剑南春、洋河大曲酒
第四届	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、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、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源: 搜狐网, 华鑫证券整理

此外, 2024 年 5 月以来公司品牌价值持续提升。《Brand Finance 2024 年中国品牌价值 500 强》涵盖银行、媒体文化、工程、科技、保险、烈酒、公用事业等 40 个行业。2024 年 5 月 9 日, 《Brand Finance 2024 年中国品牌价值 500 强》中公司以 501 亿美元品牌价值位于 2024 年中国最具价值品牌榜第七名, 与 2023 年排名持平, 继续领跑白酒行业; 以 58 亿美元的可持续发展感知价值, 位列中国最具可持续发展感知价值品牌榜第三名, 是 10 强中唯一的白酒企业。

图表 21: 公司以 501 亿美元的品牌价值位于 2024 年中国最具价值品牌榜第七名



资料来源: 扬子晚报, 华鑫证券整理

另外, 公司还上榜 2024 年中国最具强度品牌 10 强, 亦是唯一一个上榜的白酒企业。

图表 22：公司还上榜 2024 年中国最具强度品牌 10 强



资料来源：扬子晚报，华鑫证券整理

2024 年 9 月 10 日，《2024 年凯度 BrandZ 最具价值中国品牌 100 强》榜单及完整报告正式发布。茅台以 872.98 亿美元的品牌价值，首次跃升至中国品牌 100 强第二位，继续领跑白酒行业。

图表 23：《2024 年凯度 BrandZ 最具价值中国品牌 100 强》中位居中国品牌第二

排名	品牌	品牌价值 (亿美元)	品类
1.	腾讯*	1290.39	媒体和娱乐/商业科技与服务平台
2.	茅台	872.98	酒类
3.	阿里巴巴**	684.82	零售
4.	抖音	568.82	媒体和娱乐
5.	华为	410.39	消费科技与服务平台
6.	中国移动	352.76	电信服务
7.	海尔	324.14	物联网生态
8.	中国工商银行	285.21	金融服务

资料来源：贵州省企业决策研究会，华鑫证券整理

3.2、产品端：酱酒工艺标准制定者，产品矩阵清晰全覆盖

前文我们分析公司品牌，见证公司从小作坊成长为国有大型企业，国内外屡次获得大

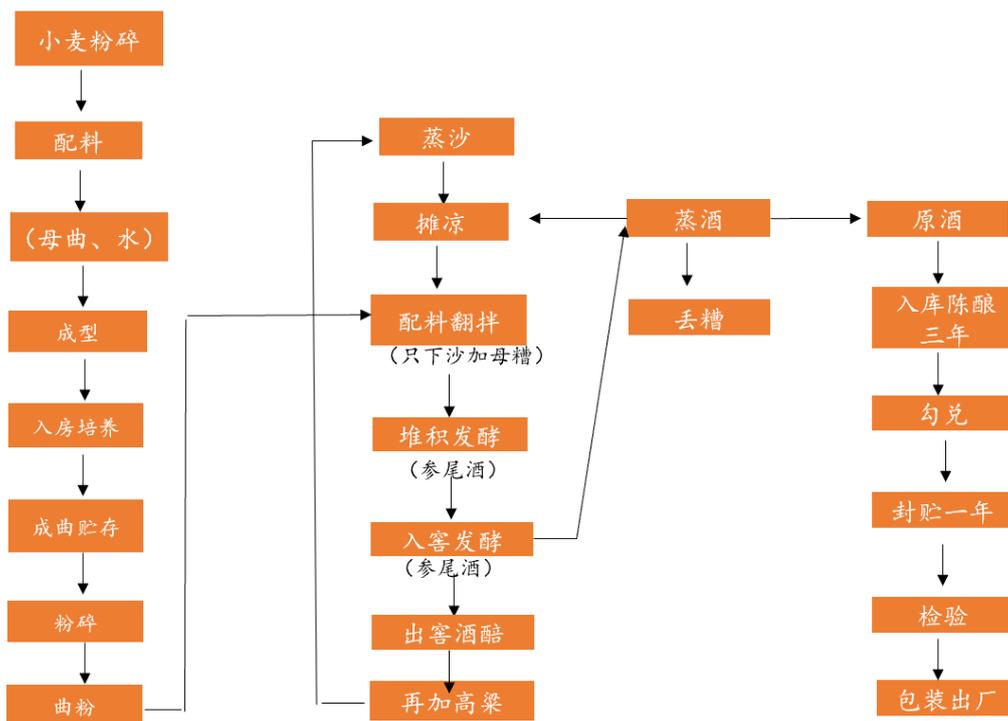
奖，背地里是质量过硬的产品作为背书。因此，这一节我们重点分析公司产品。

这里分析公司产品前，我们需要介绍公司的生产工艺。所有产品的诞生和出厂，是生产工艺所造就的，产品只是最终的结果。

3.2.1 “12987”制酒工艺，酱酒酿造标准制定者

公司的生产工艺流程分为制曲与制酒二道工序。茅台酒的制曲生产工艺大致是：用优质小麦为原料，经破碎、加水、加母曲，经过踩曲后，经过培养与贮存一定时间，最后磨成粉状，即可投入制酒生产。制酒的生产工艺是：用纯净小麦制成的高温大曲和高粱作酿酒原料，经二次投料，九次蒸煮，八次摊凉、加曲、堆积、八次发酵，七次摘酒，分型贮存，勾兑出厂。茅台酒的生产时间是：端午踩曲、重阳投料，一月一个小周期，一年一个中周期，六年一个大周期。我们常说的“12987”工艺实际上指的是茅台酒的制酒工艺，即历时一年，二次投料，九次蒸煮，八次摊凉、加曲、堆积、八次发酵，七次取酒。“12987”酿酒工艺随着茅台影响力逐步扩大后，已成为众多酱酒企业标准酿造工艺。

图表 24：公司生产工艺分为制曲和制酒两部分，其中“12987”指的是制酒工艺



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

根据茅台招股书附录数据显示，公司产品都需要勾兑，茅台酒是基酒和老酒按比例勾兑而成。其中普飞基酒和老酒比例是 85%：15%，低度茅台基酒和老酒比例是 88%：12%，15 年茅台基酒和老酒比例是 55%：45%，30 年茅台基酒和老酒比例是 20%：80%，50 年茅台基酒和老酒比例是 15%：85%；王子酒勾兑未用到老酒。从公司产品品质一直基本稳定来看，考虑部分年份供给充足和损耗挥发等情况，我们倾向于认为这些产品勾兑比例上下浮动变化不大。

图表 25: 茅台酒系列都是基酒和老酒按一定比例勾兑而成

产品	勾兑基酒比例 (%)	勾兑老酒比例 (%)
普飞茅台 (高度)	85.14	14.86
低度茅台	88.30	11.70
15 年茅台	55.00	45.00
30 年茅台	20.01	79.99
50 年茅台	15.00	85.00

资料来源: 招股说明书附录, 华鑫证券整理

此外, 系列酒中公司 2022 年上线的茅台 1935 亦有老酒参与勾兑。根据茅台家族显示, 2024 年 6 月 20 日, “喜, 在卓越中升级” 茅台 1935 酒体升级鉴评会、“我们的茅台 1935” 主题活动、茅台 1935 酒经销商品牌联谊会在茅台国际大酒店举行。专家组经过品鉴升级前、后的茅台 1935 酒体后, 形成一致的综合鉴评意见: 茅台 1935 酒微黄晶莹透明, 酱香突出, 花香、果香、烘焙香、曲香融合协调, 优雅舒适, 酒体醇厚平衡, 丰满细腻, 回味悠长、爽朗, 空杯留香持久, 大曲酱香型白酒风格典型。酒体升级后的茅台 1935 已于 2024 年 5 月流向市场, 不少经销商与消费者为新酒体点赞。

3.2.2 飞天基本盘稳定, 系列酒趁势崛起

公司产品分成茅台酒和系列酒两部分。茅台酒分为飞天茅台 (五星商标茅台市场也有, 但不多)、生肖茅台、精品茅台、珍品茅台、年份茅台 (15 年、30 年、50 年、80 年), 还有低度茅台 (43 度) 及低度茅台喜宴版; 此外, 还有相关定制酒如玫瑰金、土豪金和大容量系列和纪念酒如十二节气、香溢五洲、走进四国及燕京八景等等。

系列酒主要是一曲三茅四酱, 一曲指贵州大曲, 三茅指华茅、王茅、赖茅, 四酱指汉酱、仁酒、王子、迎宾。2022 年 1 月 18 日, 茅台 1935 正式上市发布, 隶属于系列酒。此外, 还有紫迎宾酒、金王子等。

图表 26: 茅台酒以飞天为基本盘, 系列酒以茅台 1935 为基本盘

品牌	名称	主要产品	规格 (ml)	批价 (元)	
茅台酒	普飞	53 度飞天茅台 (原/散)	500	2355/2255	
	五星商标	53 度飞天茅台	500	2100	
	十二生肖系列	龙年生肖茅台	500	2540	
	精品	精品茅台	500	2880	
	珍品	珍品茅台	500	3880	
	年份系列	15 年茅台		500	5080
		30 年茅台		500	11850
		50 年茅台		500	25000
		80 年茅台		500	10 万+
	低度系列	43 度茅台 (原/散)		500	825/810
		43 度茅台 (喜宴版)		500	760
	纪念酒	香溢五洲		500	2750
	系列酒	茅台 1935	茅台 1935	500	700

一曲三茅四酱	贵州大曲（70年）	500	230
	华茅金奖	500	430
	王茅（祥泰）	500	370
	赖茅端曲	500	200
	汉酱（普）	500	296
	仁酒 53 度	500	280
	王子（酱香经典）	500	212
	茅台迎宾酒（紫）	500	160

资料来源：今日酒价，华鑫证券整理

注：1、批价时间是2024年11月8日，批价有波动属正常现象；

2、80年茅台有价无市，限量供应，打款价近10w，因此批价是推测的。

飞天基本盘稳中有进，系列酒趁势崛起。对于产品分析，因篇幅有限，我们选择从2013年公司营收反超行业龙头五粮液进行分析，探寻茅台产品背后的情况。我们分别从营收、毛利率、占比进行分析。

图表 27：过去十年茅台酒营收增速保持平稳增长，系列酒营收增速波动较大

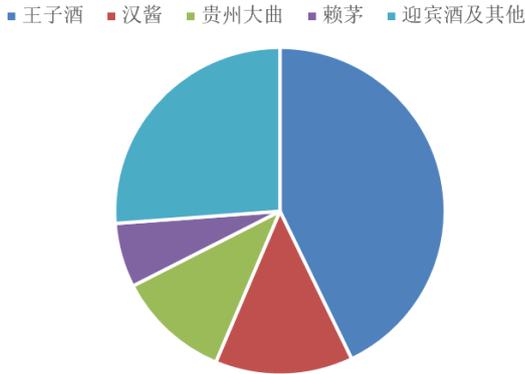


资料来源：wind，华鑫证券研究

细拆茅台业务来看，茅台酒营收从2013年291亿元增至2023年1266亿元，10年CAGR为16%，保持两位数稳健增长态势，穿越行业调整周期；系列酒营收从2013年19亿元增至2023年206亿元，10年CAGR为27%，特别是2021年以来系列酒发力，连续三年（2021-2023年）保持营收25%以上增速。

图表 28: 2021 年茅台王子酒营收超 50 亿

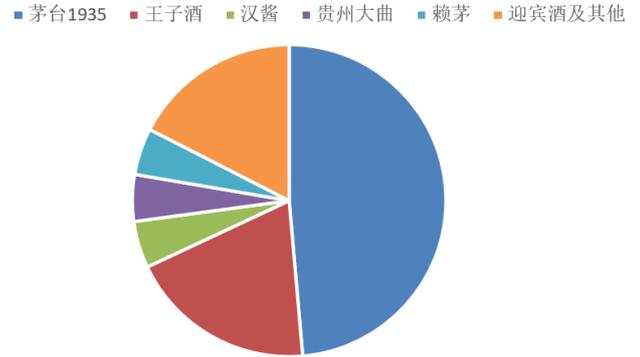
2021年茅台系列酒拆分



资料来源: 国酒时空, 华鑫证券研究

图表 29: 2023 年系列酒已形成千、百、十亿级大单品格局

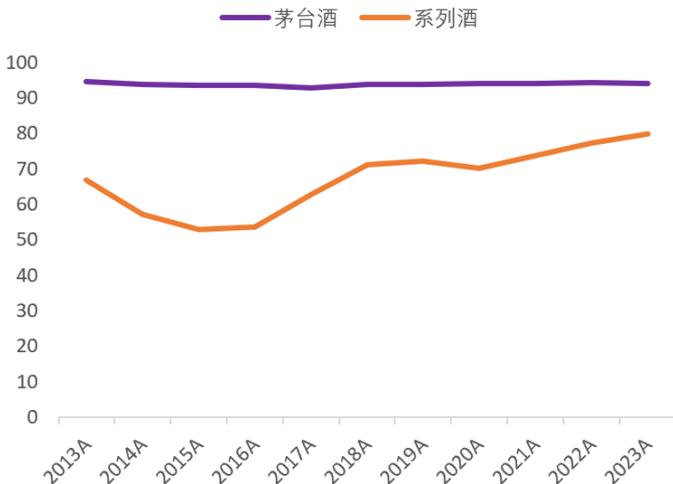
2023年茅台系列酒拆分



资料来源: 国酒时空, 华鑫证券研究

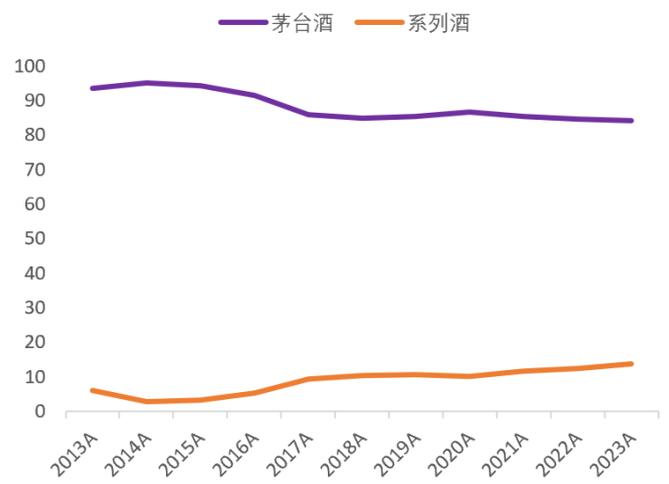
系列酒中我们细拆一下: 根据公司 2021 年经销商大会数据显示, 2021 年系列酒营收 125.95 亿元, 其中茅台王子酒 54 亿元、汉酱 17 亿元、贵州大曲 14 亿元、赖茅 8 亿元, 茅台迎宾酒及其他 33 亿元。另根据 2023 年年报显示, 茅台王子酒单品营收超 40 亿元, 汉酱、贵州大曲、赖茅单品营收分别超 10 亿元, 而茅台迎宾酒及其他营收不到 36 亿元, 系列酒形成千、百、十亿级大单品格局, 产品矩阵全面构建。

图表 30: 毛利率茅台酒基本 93%+, 系列酒稳中有升



资料来源: wind, 华鑫证券研究

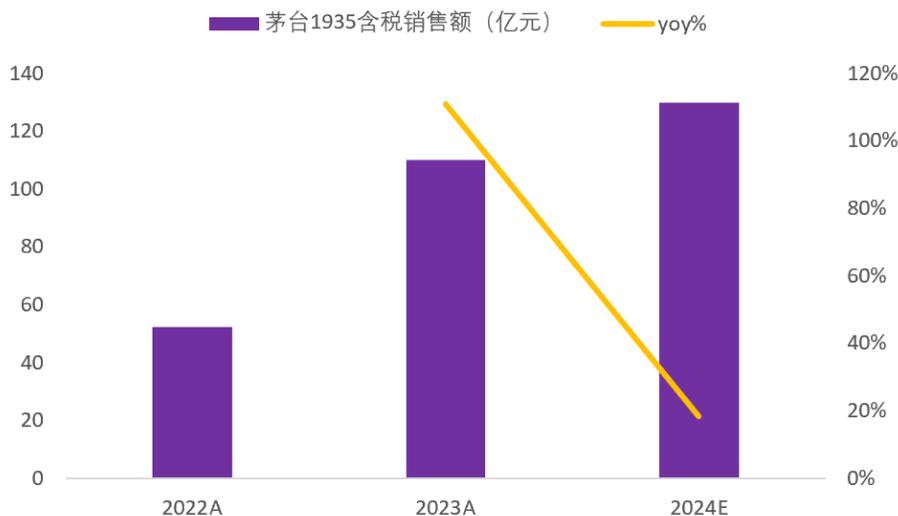
图表 31: 茅台酒占比 80%以上, 系列酒占比已超 10%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

从毛利率来看, 茅台酒过去十年基本稳定在 94%左右, 系列酒稳中有升 (从 2013 年 67% 提至 2023 年 80%), 其中系列酒 2022 年毛利率为 77%, 同增 4pct, 主要系 2022 年 1 月公司推出茅台 1935 拉升系列酒毛利率所致。从占比来看, 茅台酒基本盘虽然因为系列酒高增长占比不断提升, 但占比仍超 80%, 反映出茅台酒仍旧是公司主要收入贡献来源, 当然也是利润贡献来源。

图表 32: 茅台 1935 自 2022 年 1 月上市以来, 已成为百亿级大单品



资料来源: 酒业家, 新浪财经, 华鑫证券研究

下面我们单独介绍茅台 1935: 其 2022 年含税销售额为 52 亿, 2023 年含税销售额超 110 亿, 顺利成为百亿级大单品; 2024 年 7 月 2 日, 茅台 1935 已超进度完成 2024 年上半年各项任务指标, 即日起将暂停投放茅台 1935 酒合同计划。

我们认为茅台 1935 已成为系列酒的基本盘 (2023 年营收占系列酒比重超 50%), 主要基于以下两点计算: 1) 如果从 2022 年系列酒营收中刨掉, 则 2022 年系列酒营收约 113 亿元, 同比小两位数下滑; 2) 如果从 2023 年系列酒营收中刨掉, 则 2023 年系列酒营收约 106 亿元, 同比小个位数下滑。

图表 33: 系列酒销售额超百亿的大单品-茅台 1935



资料来源: 公司官网, 华鑫证券研究

图表 34: 系列酒一曲三茅四酱图片一览



资料来源: 国酒时空, 华鑫证券研究

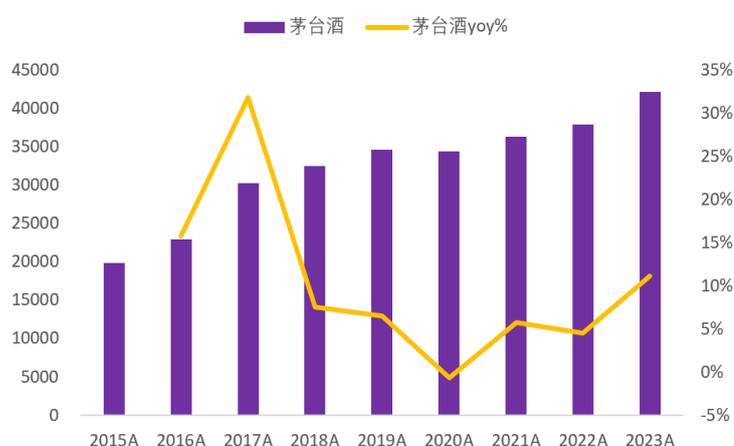
3.3、价格端: 量价关系调节有度, 茅台提价有迹可循

由于公司年报披露详细问题, 公司从 2016 年起单独披露茅台酒和系列酒产销量, 另外还有总库存、成品酒库存和半成品酒库存等数据。为避免口径上差异及合规问题, 我们研究公司的量价关系从 2016 年开始, 尽可能详细深入分析公司量价关系以及茅台提价的规律性。

3.3.1 量价关系调节有度，系列酒调整卓有成效

细拆来看，行业于 2015 年底开始复苏，2016 年高端酒率先反弹复苏。因此，我们发现茅台酒销量从 2015 年 1.98 万吨增至 2023 年 4.21 万吨，8 年 CAGR 为 10%；茅台酒销量在 2023 年达到高峰，系对应 2019 年产量 4.99 万吨所致。涉及产能和产量问题，我们将在下一节重点研究分析。对应吨价从 2015 年 159.3 万元/吨增至 2023 年 300.6 万元/吨，8 年 CAGR 为 8%。茅台酒吨价过去复合增速大个位数，既有公司直接提价带来的，亦有公司调节产品结构间接提价带来的。茅台在过去 8 年基本维持量价齐升态势，公司调节有度。

图表 35：2015A-2023A 茅台酒销量基本量价齐升（吨）



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

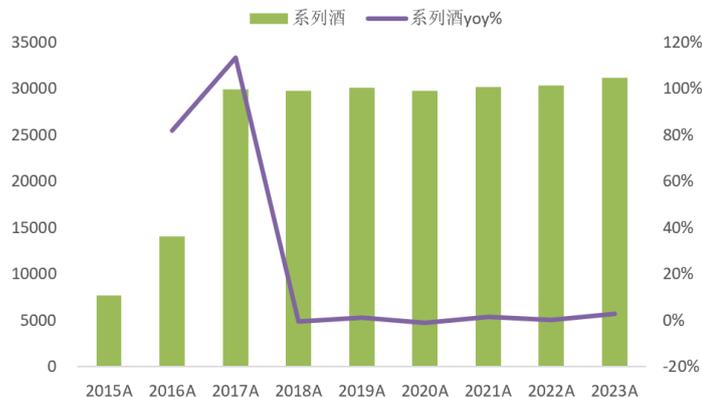
图表 36：2015A-2023A 茅台酒吨价提升明显（万元/吨）



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

系列酒销量从 2015 年 0.77 万吨增至 2023 年 3.12 万吨，8 年 CAGR 为 19%；对应吨价从 2015 年 14.4 万元/吨增至 2023 年 66.2 万元/吨，8 年 CAGR 为 21%。系列酒 2018 年起进行产品结构调整，经过三年调整后 2021 年起吨价有明显回升，2021-2023 年吨价增长超 20%。

图表 37：2015A-2023A 系列酒销量基本量价齐升（吨）



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 38：2015A-2023A 系列酒吨价提升明显（万元/吨）

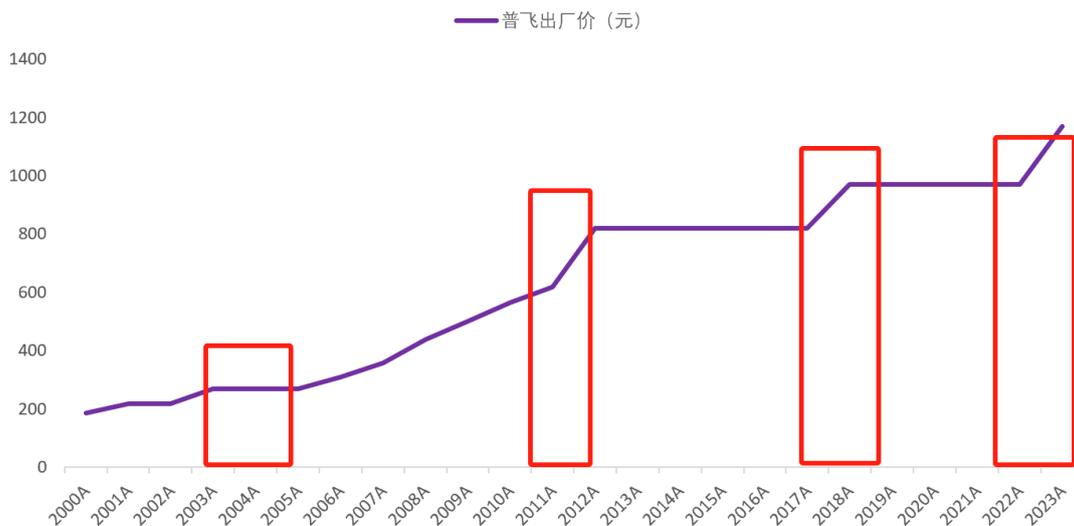


资料来源：公司年报，华鑫证券研究

3.3.2 茅台提价有迹可循，出厂价和零售价交相辉映

下面我们重点分析普飞出厂价。分析公司价格这一块，我们必须分析普飞的出厂价演变过程。因公司 2001 年上市，故我们从 2000 年开始分析其出厂价上升轨迹。进入 21 世纪，白酒迎来黄金发展的十年即 2003-2012 年，我们发现普飞出厂价从 2000 年 185 元涨至 2012 年 819 元，共计提价 8 次。由于处于黄金发展期，政务消费占比较高，普飞市场一瓶难求，供不应求。在这样的背景下，茅台公司积极调整出厂价，刺激需求，创造收入并增厚利润，为后面行业调整期赶超五粮液奠定坚实基础。

图表 39：上市以来茅台提价有迹可循



资料来源：茅粉事务所，酱香荟，华鑫证券研究

因三公消费政策出台，2013-2015 年白酒行业迎来调整期，调整期飞天出厂价仍维持 819 元，虽然没有提价，但公司通过放开特约经销商名额吸引经销商入伙（2013 年 7 月公司提出经销商采购 30 吨为起点，出厂价为 999 元/瓶就能成为特约经销商，一年后就可享受 819 元出厂价打款进货）。行业 2016 年逐步进入复苏，高端酒先行。在这样的背景下，主要酒企业绩弹性得到释放，2017 年 12 月 28 日对普飞进行提价，平均幅度 18% 左右即从出厂价 819 元提至 969 元。随后几年普飞的批价一直居高不下，一度批价达 2800 元左右。白酒大年从 2017 年持续至 2021 年，2022 年起随着酱酒子行业调整外加宏观环境影响，市场对普飞提价逐步形成预期，2023 年 11 月 1 日公司对普飞提价平均幅度为 20% 左右即从出厂价 969 元提至 1169 元，完成预期中的提价。

图表 40：上市以来普飞提价及零售价一览

时间	出厂价（元）	平均幅度（%）	零售价（元）
2000 年	185	—	220 左右
2001 年 8 月	218	18%	260 左右
2002 年	218	—	280 左右
2003 年 10 月	268	23%	320 左右
2004-2005 年	268	—	350 左右
2006 年 2 月 10 日	308	15%	400 左右
2007 年 3 月 1 日	358	16%	500 左右
2008 年 1 月 12 日	438	22%	650 左右
2009 年 1 月 1 日	499	13%	650 左右
2011 年 1 月 1 日	619	10%	800-1000 左右（一度成交价 2000）
2012 年 1 月 1 日	819	33%	2000 左右
2013 年	819（开放特约经销商，打款起点 30 吨 999 元，次年享受 819 出厂价）	—	1000-2000
2014 年	819	—	819-1000
2015 年	819	—	1199
2016 年	819	—	1159
2017 年 12 月 28 日	969	18%	2000+（建议零售价 1499）
2018-2022 年	969	—	2000+（建议零售价 1499）
2023 年 11 月 1 日	1169	20%	2200+（建议零售价 1499）

资料来源：茅粉事务所，酱香荟，公司公告，华鑫证券整理

通过上述列表，我们可以清晰的看到茅台出厂价和零售价交映辉映。一般来看，茅台的出厂价提价后，零售价或成交价跟着涨。2012-2015 年行业调整期最差的时候，零售价基本接近出厂价，随后 2015 年行业迎来复苏，公司零售价逐步攀升，直至回到千元以上零售价。这为随后 2017 年底茅台提价埋下伏笔，建议零售价 1499 元在此次提价之后就失去实际意义。最近的一次提价—2023 年 11 月普飞提出厂价，公司也尚未将建议零售价 1499 提高，更多考虑外围环境影响。

3.4、产能端：扩产和技改保驾护航，提前锁定四年后销量

这一节我们重点研究分析公司产能和产量情况，以期理解公司产能的稀缺性。

3.4.1 扩产和技改同步进行，茅台酒和系列酒亦同步

纵观茅台的发展史来看，我们可以将公司的产能扩张和技改分成三个阶段：上市前产能（2001 年以前）、募集资金扩产和技改（2001-2005 年）、自有资金扩产和技改（2006 年-至今）。

在开始分析前，我们需要明确一点：产能分为设计产能、当年已释放设计产能和实际产能，一般来说设计产能的值是最保守的，这个是基础口径。有部分在当年无法释放的，扣除后，我们称为“当年已释放设计产能”。实际产能是实际产出的基酒产量。一般来说，实际产能>设计产能>当年已释放设计产能，产能释放后会产生产量，产量经过勾兑、贮存

等方式后成为成品酒，经过存放后流向市场（一般从生产到出厂销售需要五年），成为大家所熟知的飞天茅台酒。

由于我们研究对象是茅台酒和系列酒，故招股书中提及的其他如包装线、贮存工程及其他产品情况，我们在接下来的研究中不提及。

上市前产能（2001 年以前）：2001 年上市以前公司产能 4000 吨+，仅为当年全国 500 万吨+的千分之一，产量十分稀缺，因此扩产和上市迫在眉睫。

图表 41：截止 2005 年底上市募投项目中募集资金项目变更表一览（万元）

序号	原承诺投资项目名称	原承诺计划投资总额	变更后投资项目名称	变更后计划投资金额
1	第一包装生产线技改工程	3,881.00	第一、二包装生产线技改工程	19,930.00
2	第二包装生产线技改工程	3,578.00		
3	酱香型白酒酒糟综合利用项目	3,660.00	酱香型白酒酒糟综合利用项目	1,655.80
4	上下酒库扩改建工程	5,374.00	上下酒库扩改建工程	8,551.00
5	原料仓库技改工程	2,912.00	原料仓库技改工程	1,408.00
6	供热系统技改	2,527.00	供热系统技改	6,718.00
7	供水系统技改	2,986.00	供水系统技改	8,121.00
8	综合维修中心技改工程	2,502.00	综合维修中心技改工程	1,742.00
9	酒体设计及检测中心工程	4,535.00	—	—
10	彩印包装生产线工程	3,468.00	—	—
11	瓦楞纸箱生产线工程	3,346.00	—	—
12	输配电系统技改工程	2,881.00	—	—
	合计	41,650.00		48,125.80

资料来源：公司年报，华鑫证券研究

募集资金扩产和技改（2001-2005 年即“十五计划”）：公司 2001 年上市募集资金 22.44 亿元，扣除国有股存量发行收入及发行费用后，实际筹集资金 19.96 亿元。招股书中 2005 年销售额目标 29 亿元，利税 18 亿元（后视镜来看公司 2005 年营收 39.31 亿元，利税 18.7 亿元，均超额完成既定目标）。募集资金重点投向茅台酒及其系列酒技术改造，力争在 2005 年前形成茅台酒 10000 吨/年、系列酒 5000 吨/年的生产规模。募投项目主要包括 1000 吨茅台酒技改项目、800 吨老厂区茅台酒改扩建工程、700 吨茅台酒扩建工程、2100 吨中低度茅台技改工程、2200 吨制曲改扩建工程、收购习酒酱香型白酒生产经营性资产及配套技改工程（即习水县习酒镇 201 厂，产能 1000 吨的系列酒）、收购贵州茅台集团老酒（1000 吨）。

小结：根据公司发展战略、“十五”总体规划批复精神及对消费市场调查预测及 2004 年度股东大会决议，公司于 2005 年自筹资金约 7.9 亿元新增 2000 吨茅台酒生产及辅助配套设施。经过“十五”计划后，2005 年底公司共生产茅台酒和系列酒合计 15953.55 吨，公司希望通过随后的 5-10 年努力，实现茅台酒产量 2 万吨目标。

图表 42：截止 2005 年底上市募投项目中募集资金实际投资项目情况一览（万元）

项目名称	计划投资合计	项目进度	对应产能（若有）
企业营销网络建设	12421	29.84%	—
收购习酒酱香型白酒生产经营性资产及配套技改工程	25796	100%	产能 1000 吨的系列酒
收购集团公司老酒	18419	100%	1000 吨茅台酒
投资上海复旦天臣新技术有限公司	4500	—	—
茅台无锡生物技术有限公司	2031	—	—
1000 吨茅台技改工程	27268	105.12%	1000 吨茅台酒
老区茅台酒扩建工程	9986	100.97%	800 吨茅台酒
700 吨茅台酒扩建工程	9430	102.02%	700 吨茅台酒
中低度茅台酒扩建工程	13776	40.64%	2100 吨茅台酒
2200 吨制曲扩改建工程	7741	75.75%	2200 吨制曲
第一二包装生产线技改工程	19930	79.03%	—
技术中心技改工程	2825	14.49%	—
企业信息资源管理系统	2835	51.22%	—
收购酱香型白酒酒糟综合利用项目	1655.80	100%	—
1000 吨茅台不老酒技改工程	3763	0%	1000 吨不老酒
15-80 年茅台酒储存技改工程	5442	18.96%	—
上下酒库扩改建工程	8551	99.79%	—
年份成品酒储存工程	5828	16.49%	—
原料仓库技改工程	1408	10.79%	—
供热系统技改	6718	85.57%	—
供水系统技改	8121	51.76%	—
综合维修中心技改工程	1742	92.90%	—

资料来源：公司年报，华鑫证券整理

自有资金扩产和技改（2006 年-至今即“十一五”计划至今）：

1、“十一五”（即 2006-2010 年）计划公司扩产和技改情况：

2006 年 1 月公告：公司于 2006 年拟投资总额约 10.5 亿元投资“十一五”万吨茅台酒工程一期新增 2000 吨茅台酒技改项目。

2006 年 11 月公告：公司于 2007 年拟投资总额约 8.45 亿元实施《“十一五”万吨茅台酒工程二期 2007 年新增 2000 吨茅台酒技改项目》。

2007 年 11 月公告：公司于 2008 年拟投资总额约 7 亿元投资“十一五”万吨茅台酒工程三期 2008 年新增 2000 吨茅台酒技改项目。

2008 年 12 月公告：公司于 2009 年拟投资总额约 14.61 亿元投资“十一五”万吨茅台酒工程第四期 2000 吨茅台酒技改项目。

2009 年 10 月公告：公司于 2010 年拟投资总额约 5.67 亿元实施“十一五”万吨茅台酒工程第五期 2000 吨茅台酒技改项目。

2010 年 4 月公告：公司于 2010 年拟投资总额约 5.49 亿元实施 301 车间白酒生产基地（仁怀市二合镇）技改项目，以新增茅台王子酒、迎宾酒等茅台系列普通酱香型白酒基酒生产能力。

图表 43: 茅台“十一五”期间公司每年扩产或技改 2000 吨

公告时间	拟投资总金额 (亿元)	扩产或技改情况
2006 年 1 月	10.5	“十一五”万吨茅台酒工程一期新增 2000 吨茅台酒技改项目
2006 年 11 月	8.45	“十一五”万吨茅台酒工程二期 2007 年新增 2000 吨茅台酒技改项目
2007 年 11 月	7	“十一五”万吨茅台酒工程三期 2008 年新增 2000 吨茅台酒技改项目
2008 年 12 月	14.61	“十一五”万吨茅台酒工程第四期 2000 吨茅台酒技改项目
2009 年 10 月	5.67	“十一五”万吨茅台酒工程第五期 2000 吨茅台酒技改项目
2010 年 4 月	5.49	实施 301 车间白酒生产基地技改项目

资料来源: 公司公告, 华鑫证券整理

小结: 1) “十一五”期间公司每年扩产或技改 2000 吨, 设计产能 10000 吨; 额外, 公司 301 厂也是除 201 厂 (习水县习酒镇) 外, 第二个公司重要的系列酒生产基地。2) 2010 年年报显示, 2010 年共生产茅台酒及系列产品 32,611.75 吨, 同增 11.42%, 是 2005 年产量的 2 倍多。同时也顺利实现公司前期制定的“通过 5-10 年茅台酒产量 2 万吨”目标。

对“十二五”计划展望: 到 2015 年, 茅台酒生产达到 4 万吨, 力争多一点; 销售收入突破 260 亿元 (含税), 力争多一点。2011 年起, 公司计划投入约 25 亿元实施“十二五”万吨茅台酒规划发展的征地工作和二期技改项目、实施循环经济第二期项目的建设、土地资源储备、公司生态环境的整治及其他相关项目。

2、“十二五”(即 2011-2015 年) 计划公司扩产和技改情况:

2010 年 10 月公告: 公司于 2011 年拟投资总额约 6.87 亿元实施“十二五”万吨茅台酒工程第一期 (2011 年) 新增 2600 吨茅台酒技术改造项目。

2011 年 8 月公告: 公司于 2012 年拟投资总额约 10.2 亿元实施“十二五”万吨茅台酒工程第二期 (2012 年) 新增 2500 吨茅台酒技术改造项目。

2011 年 12 月公告: 公司于 2012 年拟投资总额约 4.37 亿元实施新增 2800 吨茅台王子酒制酒技改工程及配套设施项目, 即 201 厂系列酒技改 2800 吨。

2012 年 4 月公告: 公司于 2012 年拟投资总额约 35.83 亿元 (后经第四届董事会 2024 年度第九次会议同意, 项目总投资调整至 24.19 亿元, 所需资金由公司自筹解决) 实施酱香型系列酒制酒技改工程及配套设施项目, 即 201 厂技改新增 6400 吨高档系列酒基酒、3600 吨中低档系列酒基酒。

2012 年 10 月公告: 1) 公司拟于 2012 年起在仁怀市坛厂工业园区茅台循环经济科技示范园投资总额 10.17 亿元实施新增酱香系列酒 7806 吨/年的生产能力, 即 301 厂扩产系列酒 7806 吨。2) 拟 2013 年投资总额 3.35 亿元 (后经 2021 年度股东大会将投资金额调高至 4.62 亿元, 所需资金由公司自筹解决) 实施 7 号地块年产 4000 吨茅台酒制曲生产房及配套设施技改项目。3) 在仁怀市茅台镇中华村、太平村实施中华片区第一期茅台酒技改工程及配套设施项目, 于 2013 年拟投资总额约 41.39 亿元 (后经 2021 年度股东大会将投资金额调高至 48.46 亿元, 所需资金由公司自筹解决) 实施新增 5800 吨/年茅台酒基酒生产能力, 新增 8000 吨/年制曲生产能力, 新增 23,740 吨贮酒能力。

2014 年 3 月公告: 公司于 2014 年起在仁怀市茅台镇中华村、太平村投资总额约 29.15

亿元（后经 2021 年度股东大会将投资金额调高至 37.32 亿元，所需资金由公司自筹解决）实施茅台酒“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，新增 3000 吨/年茅台酒基酒生产能力，新增 56,435 吨贮酒能力。

图表 44：茅台“十二五”期间茅台酒累计新增 13900 吨产能

公告时间	拟投资总金额（亿元）	扩产或技改情况
2010 年 10 月	6.87	“十二五”万吨茅台酒工程第一期（2011 年）新增 2600 吨茅台酒技术改造项目
2011 年 8 月	10.2	“十二五”万吨茅台酒工程第二期（2012 年）新增 2500 吨茅台酒技术改造项目
2011 年 12 月	4.37	201 厂王子酒技改 2800 吨技改工程及配套设施项目
2012 年 4 月	35.83（调至 24.19）	201 厂技改新增 6400 吨高档系列酒基酒、3600 吨中低档系列酒基酒
2012 年 10 月	10.17/41.39（后调至 48.46）	1、新增酱香系列酒 7806 吨/年的生产能力，即 301 厂扩产系列酒 7806 吨； 2、中华片区第一期茅台酒技改工程及配套设施项目，新增 5800 吨/年茅台酒基酒生产能力，新增 8000 吨/年制曲生产能力，新增 23,740 吨贮酒能力
2014 年 3 月	29.15（后调至 37.32）	“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，新增 3000 吨/年茅台酒基酒生产能力，新增 56,435 吨贮酒能力

资料来源：公司公告，华鑫证券整理

小结：1）“十二五”期间茅台酒累计新增 13900 吨产能，系列酒累计新增 20606 吨产能，这为“十三五”期间茅台腾飞奠定坚实的产能基础。2）2015 年年报显示，公司共生产茅台酒及系列产品 50,752.28 吨，是 2010 年产量的 1.56 倍。其中成品酒产量 29650.57 吨（同增 25.62%），库存量 9867.79 吨（同增 27.58%），销量 27517.33 吨（同增 13.86%）。3）2015 年茅台酒营收 315.46 亿元，同增 3%；系列酒营收 11.08 亿元，同增 18.5%。

对“十三五”计划展望：1）行业当时处于调整期，故公司未披露对十三五的规划，只是对 2016 年进行展望。2）2016 年，公司将按照“十三五”发展战略规划，协调国际国内、线上线下市场，进一步深耕精耕市场，努力补齐短板，力保稳步发展，营收、利润合理增长。根据当前行业现状、市场走势和公司实际，2016 年计划安排营收同增 4%左右，基本建设资金计划安排 37.22 亿元，公司将采用自筹方式来解决所需资金。

3、“十三五”（即 2016-2020 年）计划公司扩产和技改情况：

2017 年 12 月公告：公司通过董事会决议，于 2018 年 5 月起拟投资总额约 35.59 亿元在茅台镇中华村、太平村实施“十三五”中华片区茅台酒技改工程及其配套设施项目，建成投产后将新增 5,152 吨/年茅台酒基酒生产能力；酒库 20 栋及其配套设施，建成后将新增 26,000 吨基酒贮酒能力；制曲厂房 8 栋及其配套设施，建成投产后可配套 7,168 吨茅台酒制酒的用曲需求量。

2018 年 9 月公告：公司通过董事会决议，于 2018 年起拟投资总额约 83.84 亿元（后经第四届董事会 2024 年度第九次会议同意，项目总投资调至 101.80 亿元，所需资金由公司自筹解决）在习水县习酒镇的新寨、柑子坪、大地实施建设 3 万吨酱香系列酒技改工程及其配套设施项目，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。

图表 45：茅台“十三五”期间公司新增茅台酒产能 5152 吨

公告时间	拟投资总金额（亿元）	扩产或技改情况
2017 年 12 月	35.59	“十三五”中华片区茅台酒技改工程及其配套设施项目，建成投产后将新增 5,152 吨/年茅台酒基酒生产能力
2018 年 9 月	83.84（后调至 101.80）	习水县习酒镇的新寨、柑子坪、大地实施建设 3 万吨酱香系列酒技改工程及其配套设施项目

资料来源：公司公告，华鑫证券整理

小结：1) “十三五”期间公司新增茅台酒产能 5152 吨，系列酒新增 3 万吨。2) 2020 年年报显示，公司共生产茅台酒及系列产品 7.52 万吨（同增 0.15%），是 2015 年产量的 1.5 倍。其中茅台酒产量 5.02 万吨（同增 0.63%）；销量 3.43 万吨（同减 0.72%）；系列酒产量 2.49 万吨（同减 0.78%）；销量 2.97 万吨（同减 1.13%）。3) 2020 年成品酒 8314.11 吨，半成品酒 240921.41 吨。

对“十四五”计划展望：1) “十四五”规划期间，公司将立足新发展阶段、贯彻新发展理念、融入新发展格局，坚持稳中求进工作总基调，以高质量发展统揽全局，以聚主业、调结构、强配套、构生态为发展思路，筑牢“质量、安全、环保”三条生命线，推进品质茅台、绿色茅台、活力茅台、文化茅台和阳光茅台建设，巩固茅台酒世界蒸馏酒第一品牌地位，推动茅台高质量发展、大踏步前进。2) 2021 年经营目标是：一是营业总收入较上年度增长 10.5%左右；二是完成基本建设投资 68.21 亿元。

4、“十四五”（即 2021 年-至今）计划公司扩产和技改情况：

2022 年 01 月公告：公司通过董事会决议，于 2022 年在贵州省习水县同民镇拟投资总额约 41.1 亿元实施“十四五”酱香酒习水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、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。

2022 年 6 月公告：公司通过 2021 年度股东大会决议，1) 同意调整中华片区第一期茅台酒技改工程及配套设施项目投资额，项目总投资由 41.39 亿元调整至 48.46 亿元，所需资金由公司自筹解决；2) 同意调整茅台酒“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投资额，项目总投资由 29.15 亿元调整至 37.32 亿元，所需资金由公司自筹解决；3) 同意调整 7 号地块年产 4000 吨茅台酒制曲生产房及配套设施技改项目投资额，项目总投资由 3.35 亿元调整至 4.62 亿元，所需资金由公司自筹解决。

2022 年 12 月公告：公司通过董事会决议，于 2023 年在茅台镇太平村和中华村拟投资总额 155.16 亿元实施茅台酒“十四五”技改建设项目，规划建设制酒厂房 68 栋、制曲厂房 10 栋、酒库 69 栋及其相关配套设施，建成后可新增茅台酒实际产能约 1.98 万吨/年，储酒能力约 8.47 万吨，项目建设周期为 48 个月。

2024 年 8 月公告：1) 通过《关于调整酱香型系列酒制酒技改工程及配套设施项目建设规模及总投资的议案》，公司拟调整酱香型系列酒制酒技改工程及配套设施项目建设规模及总投资，项目总投资由 35.83 亿元调整至 24.19 亿元。2) 通过《关于调整 3 万吨酱香系列酒技改工程及其配套设施项目投资额的议案》，公司调整 3 万吨酱香系列酒技改工程及其配套设施项目投资额，项目总投资由 83.84 亿元调整至 101.80 亿元，所需资金由公司自筹

解决。

图表 46: 截止 2024 年 11 月“十四五”期间茅台新增茅台酒 1.98 万吨

公告时间	拟投资总金额 (亿元)	扩产或技改情况
2022 年 1 月	41.1	实施“十四五”酱香酒习水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
2022 年 12 月	155.16	“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，储酒能力约 8.47 万吨，项目建设周期为 48 个月

资料来源：公司公告，华鑫证券整理

小结：1) 截止 2024 年 11 月，“十四五”期间公司累计新增茅台酒 1.98 万吨，系列酒 1.2 万吨。2) 由于十四五还未结束，我们选择 2023 年年报数据。根据 2023 年年报，公司共有基酒产量 10 万吨（同增 9%），是 2020 年产量的 1.3 倍；销量 7.3 万吨（同增 7.5%），库存量 29.4 万吨（同增 6.2%）。其中茅台酒产量 5.7 万吨（同增 0.7%），销量 4.21 万吨（同增 11%）；系列酒产量 4.3 万吨（同增 22.4%），销量 3.1 万吨（同增 3%）。3) 2023 年成品酒 1.4 万吨，半成品酒 28 万吨。

图表 47: 茅台生产基地分别为茅台镇及中华片区、习酒镇、二合镇和同民镇



资料来源：百度地图，华鑫证券整理

十四五乃至未来公司规划目标：据国酒时空报道，2024 年 3 月 6 日《贵州茅台酒股份有限公司修建性详细规划（老厂区整治规划）》中明确茅台酒厂远期的产能目标：根据《贵州茅台酒中长期发展规划》确定，规划至 2030 年贵州茅台酒厂产量为 10.0 万吨，建设用地规模为 1590.9 公顷，其中新增建设用地面积为 1262 公顷。

3.4.2 强调产地属性，稀缺性值得溢价

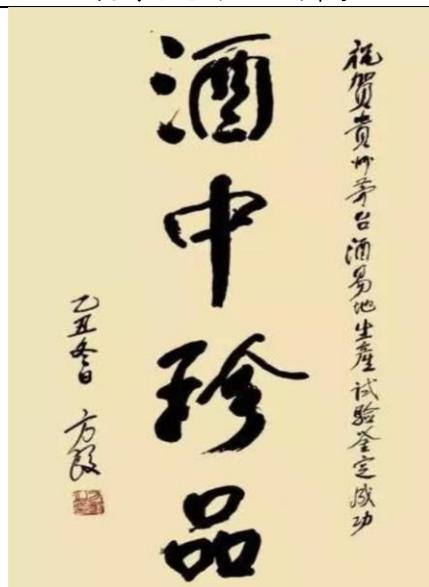
关于茅台的产地属性，上世纪 90 年代茅台前董事长季克良第一次提出“离开茅台镇，产不出茅台酒”，市场反应并不强烈。到 2000 年上市前后，季老再次提出此观点，引发市场关注。主要原因如下：1) 从科学角度看，茅台酒的酿造是多菌种参与发酵，真正的核心力量不是人工，而是微生物。参与茅台酒发酵过程的微生物比较多，有酵母菌、霉菌、乳酸菌等等，这些微生物有不同要求，所以环境条件的细微差异，对微生物条件的最终形成（品种、数量、品种之间的量比关系）造成差异性很大的结果。2) 影响微生物条件的（品种、数量、品种之间的量比关系）因素，包括海拔高度（茅台在海拔 400-500 米之间）、温度、湿度、土质、水质、雨量、风力、风向等很多具体因素，比如茅台酒厂在河谷底部，基本上没有大风，有大风也在上面，不在下面，微生物不会被风吹走。

图表 48：1975 年茅台异地实验小组成员



资料来源：搜狐网，齐鲁酒文化，华鑫证券研究

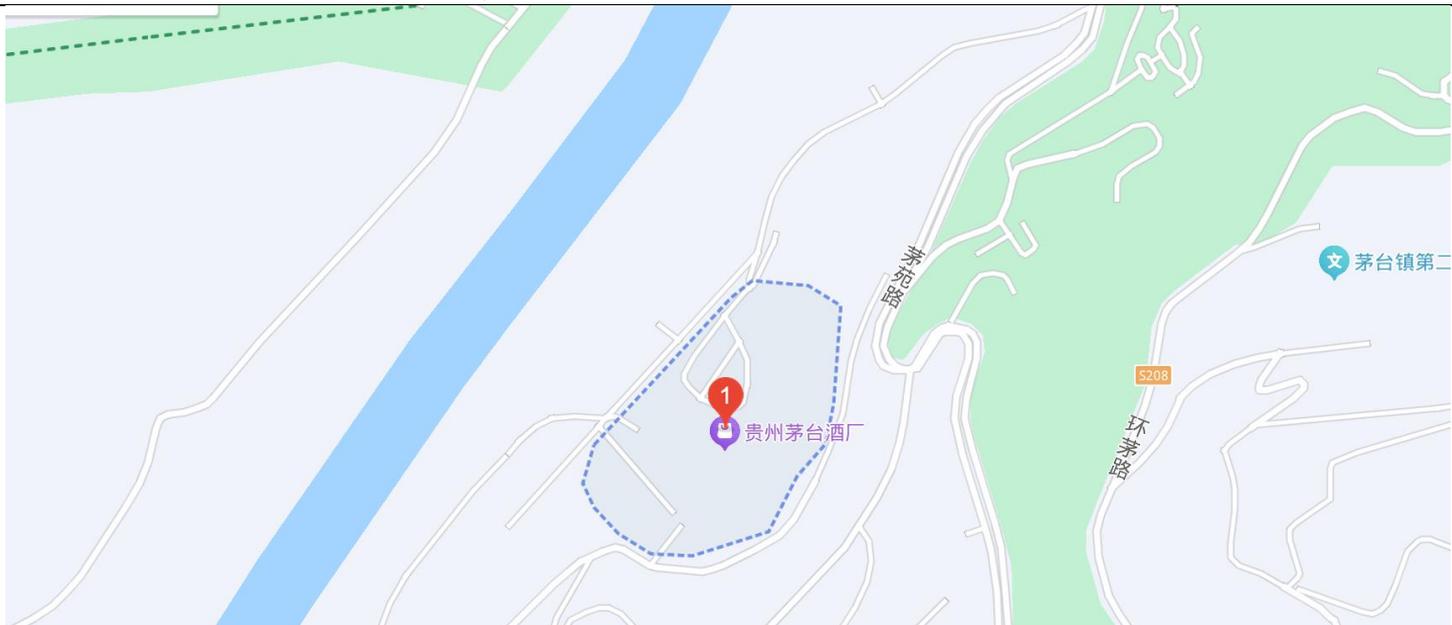
图表 49：方毅同志题词的“酒中珍品”



资料来源：搜狐网，齐鲁酒文化，华鑫证券研究

对季老这句产地属性“离开茅台镇，产不出茅台酒”最好的验证就是 1975 年 1 月茅台异地实验。当时国家主导，方副总理亲自组织国家科委、轻工部、茅台酒厂技术专家组成“茅台酒易地试制”攻关小组，将该项目列入国家“六五”重点科研攻关项目，成立“贵州茅台酒易地试验厂”，先后从茅台酒厂调来了以原茅台酒厂厂长、党委副书记郑光先，原副总工程师杨仁勉，实验室副主任林宝财，以及茅台酒师郑英才的关门弟子张支云为代表的 28 名优秀人才。整个异地实验进行十一年，历经 9 个周期、63 轮次、3000 多次分析试验。1985 年 10 月 20 日时为茅台酒厂总工程师季克良先生在内的 25 位专家对试验制酒进行评定，最终鉴定委员给出试制酒“色清，微黄透明，酱香突出，幽雅，酒体较醇厚，细腻，入口酱香明显，后卫较长，略带苦涩，空杯留香雅致较持久，基本具有茅台酒风格”的评语，做出“鉴定酒质量接近市售茅台酒水平”。方毅同志品尝产品后，说“不错！是好酒！”，并亲自挥毫书写“祝贺贵州茅台酒易地生产试验鉴定成功——酒中珍品”的题词，“珍酒”就诞生了。珍酒即 2023 年 4 月 27 日港交所上市的珍酒李渡中的珍酒系列。

图表 50：茅台酒厂核心产区原产地 7.5 平方公里



资料来源：百度地图，华鑫证券整理

茅台酒核心产区原产地只有 7.5 平方公里，该区域南起茅台镇地辖的盐津河出水口的小河电站，北至茅台酒厂一车间的杨柳湾，东达茅遵公路至红砖厂到盐津河南端地段，西至赤水河，形成一个相对封闭、有利于酿酒微生物生长的小环境。后由于产能受限，2013 年，国家质检总局发布公告，对茅台酒地理标志产品保护地域面积进行调整，延伸约 7.53 平方公里，使总面积达到约 15.03 平方公里。这一调整，不仅是对茅台酒产业快速发展的认可，更是对茅台镇独特酿酒环境的进一步挖掘和利用。新扩大的区域，地处赤水河峡谷地带，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，形成一个更加广阔、更加有利于酿酒微生物生长的核心产区。

3.4.3 产销量比例有波动，提前锁定四年后销量

前面我们已经详细介绍和分析公司产能情况，解释茅台 7.5 平方公里原产地属性，亦解释 15.03 平方公里核心产区。这里我们分析公司产量和销量之间关系。产量释放和设计产能及实际产能等有关，这一点我们上文已详细梳理并分析茅台这些年扩产和技改情况，这里不在赘述。由于公司 2016 年起才细拆茅台酒和系列酒产量，而之前只有总产量数据，所以我们研究从这里开始。

我们经过梳理发现：从原料投产到成品出厂的时间，茅台酒至少需要 5 年，茅台酱香系列酒则需要 3 年左右。因此我们分析公司产销量情况只分析茅台酒会更有针对性，即 2015 年茅台酒产量对应 2019 年销量，依次类推。我们可以发现茅台酒当年销量/四年前茅台酒产量的比值在 75%-85%波动，我们取平均值 80%来测算 2020 年-2023 年对应的销量值，预计 2024-2027 年销量每年 4 万吨以上。

图表 51: 预计 2024-2027 年销量每年 4 万吨以上

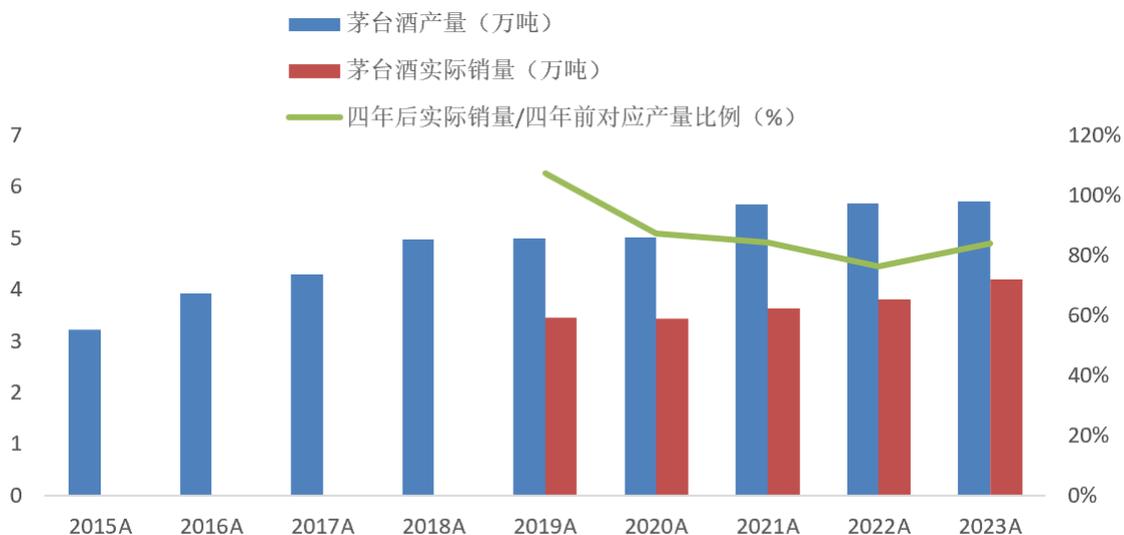


资料来源: 公司年报, 华鑫证券预测

2019 年的比值为 107%，超出 75%-85% 这个范围，我们认为要结合当时的市场环境来看：

- 1) 2018 年三季度市场不及预期，引发大家对茅台业绩能否持续高增担忧；
- 2) 2018 年年报中 2019 年营收目标增速 14%+ 叠加 2017 年 12 月 28 日对普飞进行提价后需求旺盛；
- 3) 2018 年 12 月底公司制定 2019 年销售目标为 3.1 万吨，推测公司可能提升 2015 年库存基酒的使用比例；
- 4) 公司具有调整生产节奏能力。

图表 52: 四年后实际销量/四年前对应产量比例一般在 75%-85% 波动



资料来源: 公司年报, 华鑫证券整理

3.5、渠道端：从坐商到行商，从经销商到多元化

这一节我们重点研究分析公司渠道演变史，分析茅台如何从“坐商”到“行商”以及从依靠经销商到目前多元化渠道。

3.5.1 从坐商到行商，发力团购业务

纵观茅台的发展史来看，我们可以将公司的渠道发展分为几个阶段：

1、1988 年以前（发展期）：茅台酒以政务特供为主，市场销售根据计划安排进行，采用“批条——生产”的模式，各省糖酒获有相应的销售指标，带有强烈的计划经济特色。此时的茅台酒出货渠道单一，基本与经销商无往来。这个阶段我们称之为“坐商”。1988 年国家税务总局发布《关于名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格后征收产品税、专项收入问题的规定》，放开当时 13 种名酒的价格管制，以贵州茅台为代表的白酒才得以进入市场化阶段。该模式在经历 1997 年外围东南亚金融危机后，国内经济环境受到影响后茅台酒出现明显下滑，导致公司必须做出调整。

图表 53：《关于名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格后征收产品税、专项收入问题的规定》

财税产[1988]140号 1988-08-10

7月23日，我局《关于名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格后征收产品税、专项收入问题的规定》发布后，一些地区就征收产品税、专项收入的具体政策提出了一些问题。为了统一政策，做好工作，现补充规定如下：

一、自1988年7月28日起，粮食白酒、薯类白酒和啤酒的产品税一律不得减免。

二、对这次未列入调价范围的滤咀烟，其每包加价的4分钱，应并入企业实际销售收入征收产品税，但不征收专项收入。

三、名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格以后，财政部原有的以税还贷规定继续执行。生产企业归还到期贷款必须先用贷款项目新增的利润、折旧基金归还；不足部分，可以用老价(即1987年12月31日的价格)和原税率计算征收的新增产品税归还；再不足的，还可以用这次放开和调整价格后增加的产品税归还。

对放开价格的13种名烟实际价格(出厂价)高于“计税基础价(出厂价)”的部分，由于征收的60%的产品税中有1/3是作为地方财政收入的，在计算还贷时，应按中央财政收入与地方财政收入同比例的原则办理。

资料来源：税屋，华鑫证券整理

2、1998-2005 年（成长期）：公司根据各省市糖酒公司实力，制发总经销牌匾和特约经销商牌匾，一个省总经销 1 家、特约经销 1-3 家，建立和巩固稳定的市场和用户。公司成立 17 人营销团队，从坐商变行商。这一阶段公司主要发展经销商+专卖店模式。专卖店是指由茅台公司授权给符合条件的经销商经营的，主要销售茅台品牌的各种产品。这些经销商通常需要向茅台公司支付一定的保证金，并按照茅台要求进行店铺装修和经营管理。专卖店的销售人员需要经过茅台公司的培训和认证，以确保他们具备专业的产品知识和服务水平。2000 年底，茅台在全国共有总经销 32 家，特约经销 73 家，签订购销合同的 123

家，专卖店（柜）173家。2005年茅台开始停止新设专卖店，加强现有专卖店的管理。

图表 54：专卖店门头以国酒茅台或贵州茅台醒目大字著称



资料来源：搜狐网，华鑫证券整理

3、2006-2012年（发力期）：公司大力发展团购业务+直营模式兴起，开始为军区、政务、大型企业等主要消费群体定制茅台酒，与经销商体系的茅台酒区分。2010年，茅台开始实行销售大区制度，全国成立9个销售大区。2011年，茅台明确提出在全国各省会城市建立自营店，加大直销力度，实行经销商和自营店两条腿的营销机制。2012年4月，公司公告称茅台销售公司将投资不超过8.5亿元在全国31个省会城市及直辖市设立31家全资自营公司，命名：省名称+国酒茅台+销售公司，这表示公司正式进军直营渠道。政务收入占比持续提升，直至2012年三公消费政策出台。

图表 55：2012年4月投资不超8.5亿元建立31家全资自营公司

十、《关于投资设立国酒茅台自营公司的议案》

为进一步完善国酒茅台终端网络布局，提升网络实力，加强营销管理，更好地树立国酒茅台旗舰专卖店形象，提高企业综合竞争力，本公司控股子公司——贵州茅台酒销售有限公司（以下简称“销售公司”）拟分期分批在全国省会城市、直辖市、计划单列市和经济发达的地级市投资设立国酒茅台自营公司（以下简称“自营公司”）。销售公司董事会已经根据其公司章程规定审议通过设立自营公司的议案，本公司董事会按照《销售公司章程》股东会职权的规定及本公司《公司章程》等关于对外投资公司管理的有关规定对销售公司投资设立自营公司的议案进行了审议并获一致通过。本公司作为销售公司股东将在销售公司股东会按照本次董事会审议意见行使股东权利，表决同意销售公司设立自营公司的议案。

本次会议审议通过的是自营公司第一期投资计划，销售公司将自行投资不超过人民币8.5亿元在全国31个省会城市及直辖市共计设立31家全资自营公司，自营公司名称拟为：省名称+国酒茅台+销售有限公司（暂定名，最终以工商行政管理机关核定名称为准），如贵州自营公司为：贵州国酒茅台销售有限公司；自营公司类型：有限责任公司（法人独资）；出资方式：现金；自营公司经营范围：食品、饮料及烟草制品批发与零售（具体以工商行政管理机关最后核定为准）。

资料来源：公司公告，华鑫证券整理

4、2013-2014年（调整期）：行业调整期，公司也经历困难重重，被迫放开经销权。1) 2013年7月，茅台首次打破专营渠道，只要当年以999元/瓶进货30吨以上飞天茅台，次年就可以成为茅台经销商，享受819元/瓶的出厂价。2) 2014年6月，代理权门槛降至800万-1000万元。通过两种方式招募经销商：第一种方式是在空白市场区域，经销商以团购价999元/瓶向公司采购1.5吨飞天茅台，随后再以经销价819元/瓶向公司采购3吨。另一种是经销商可选择一年内向公司采购5吨陈年酒，分别为15年、30年不等，完成任务后依然可获飞天茅台代理权。

图表 56：行业调整期时，茅台通过开放经销权招商度过难关

据了解，2013年7月份，贵州茅台首次放开代理权门槛，经销商需花6000万元就能获得茅台经销商的资格，在第二年享受819元/瓶的出厂价。今年6月16日，贵州茅台第二次扩大代理权。茅台集团和茅台股份公司官网均发布消息称，国酒茅台营销有限公司拟在相关空白市场区域发展国酒茅台专卖店营销网络，新进者只要具备一定条件就可加盟成为茅台经销商，而这次降低门槛后，经销商仅需花800多万元就能走进茅台经销商的队伍中。

资料来源：新华社，证券时报，华鑫证券整理

5、2014年底-2017年（复苏期）：行业逐步走出底部迎来复苏，成立电商公司和茅台云商APP。1) 2014年8月公司公告决定出资2500万元持股25%与茅台集团及习酒、集团技术开发公司、集团保健酒、集团昌黎葡萄酒共同投资设立贵州茅台集团电子商务股份有限公司（即茅台电商公司，投资总额1亿元），进一步拓宽公司产品销售渠道。2) 2016年6月公司正式上线茅台云商APP（消费者通过茅台云商App下单，系统自动定位就近茅台酒专卖店，由专卖店送货上门或消费者自主到门店自提），当年交易额为26亿元，占茅台电商营收一半以上。3) 2017年8月14日下发《关于全面启用茅台云商平台的通知》，要求各专卖店、特许经销商、自营公司须将30%以上的未执行合同量通过云商平台销售，并以此进行奖惩，未来半年营销工作会开展云商平台专题培训，各省区的云商网点开通及运营管理情况将纳入省区工作考核。此举本意是让消费者更多获得购买茅台酒机会，但由于黄牛和经销商更熟悉该系统，导致实际线上这部分销量大部分进入经销商和黄牛手中。

图表 57：2017年8月公司关于全面启用茅台云商平台通知

据酒业家报道，日前从相关渠道获悉，茅台方面为推进茅台销售网络线上线下融合，已于8月14日下发了《关于全面启用茅台云商平台的通知》。至此，茅台云商正式得以落实。

《通知》要求，各专卖店、特许经销商、自营公司须将30%以上的未执行合同量通过云商平台销售，并以此进行奖惩，未来半年营销工作会开展云商平台专题培训，各省区的云商网点开通及运营管理情况将纳入省区工作考核。

资料来源：中证网，酒业家，华鑫证券整理

6、2018年-2019年（整顿期）：整顿经销商队伍，成立集团营销公司。1) 由于茅台云商经营效果不好且产生贪腐问题。2018年11月19日集团撤销聂永茅台电商公司董事长、董事、法定代表人职务，随后电商公司副董事长、总经理肖华和电商原系列酒事业部负责人王静落马。公司于2019年12月通过第二届董事会2019年度第九次会议，将电商公司解散并进行清算注销。2) 2018年5月通过第二届董事会2018年度第三次会议，推荐李保芳为贵州茅台酒股份有限公司董事长人选；建议袁仁国不再担任贵州茅台酒股份有限公司董事长、董事职务。3) 2019年5月，被免去贵州省政协经济委员会副主任职务，撤销政协委员资格。2019年5月22日，经贵州省委批准，贵州省纪委监委对茅台酒厂党委原副书记、原董事长、贵州茅台酒股份有限公司原董事长袁仁国严重违纪违法问题进行了纪律审查和监察调查。4) 2019年5月公司收到上交所工作函，要求对集团成立营销公司（主要针对团购、商超等终端客户）做出回应。同年8月公告显示公司向包括营销公司在内的集团控股子公司和分公司销售茅台酒及系列酒，属于关联交易。2019年度交易金额不超过2018年末净资产金额的5%（即56亿元）。5) 李保芳时代对茅台经销商进行整顿，2018年-2019年茅台酒经销商数量分别减少437家/151家，截止2019年底公司国内经销商共有2377家（2017年共有2979家）。6) 2020年3月公司公告，推荐高卫东同志为贵州茅台董事、董事长人选，建议李保芳同志不再担任公司董事长、董事职务，标志着茅台经销商体系调整基本结束。

图表 58：2019 年将电商公司解散并清算注销

2019年12月9日，贵州茅台酒股份有限公司（以下简称本公司）以专人送达或传真的方式，向全体董事发出召开第二届董事会2019年度第九次会议（以下简称会议）的通知。2019年12月16日，会议以通讯表决方式召开，应出席会议的董事7名，实际出席会议的董事7名。会议的召开符合《公司法》等法律、法规和相关规章以及本公司《章程》的规定。

二、董事会会议审议情况

(一)《关于参股公司解散的议案》

同意：4票；反对：0票；弃权：0票。议案获得通过。

会议同意，本公司参股公司贵州茅台集团电子商务股份有限公司（以下简称电商公司）解散并进行清算注销，本公司将在电商公司股东大会行使股东权利，表决同意电商公司解散等相关议案。本公司持有电商公司25%的股份，电商公司解散对本公司整体业务的发展和财务状况不会产生重大影响。

根据有关法律法规的规定，电商公司其他股东中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司、贵州茅台酒厂（集团）习酒有限责任公司、贵州茅台酒厂集团技术开发公司、贵州茅台酒厂（集团）保健酒业有限公司、贵州茅台酒厂（集团）薯类葡萄酒业有限公司为本公司关联方，本公司与上述关联方共同解散电商公司事宜构成关联交易。本公司独立董事在会前同意将本项议案提交本次会议审议并发表了同意意见。审议本项议案时，与本项议案有利害关系的三位董事（李保芳、李静仁、王炎）回避了表决。

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 59：2019 年 5 月集团成立营销公司

经本公司第二届董事会2019年度第五次会议审议通过，本公司向包括贵州茅台集团营销有限公司（以下简称营销公司）在内的茅台集团控股子公司和分公司销售茅台酒及系列酒。2019年度，交易金额不超过本公司2018年末净资产金额的5%（56亿元），本公司按相关规则，履行了相应的决策程序和信息披露义务。

控股股东历经多年发展，形成了以酒类为主，金融、进出口贸易、文创旅游等为补充的综合化产业布局。为进一步推动业务全面发展，控股股东于2019年5月成立营销公司。在符合双方利益且遵守相关法律法规的前提下，营销公司会销售部分本公司产品。控股股东遵守其在本公司上市时所作承诺，上述交易销售价格与其他非关联经销商的购货价格相同或定价原则相同，且遵循不超过本公司2018年末净资产金额5%的标准，不会因上述交易而与公司形成直接或间接的竞争关系，亦不会因上述交易而损害本公司和中小股东的权益。茅台集团销售本公司产品，将补足本公司现有营销体系短板，有效提升品牌影响力，增强应对市场波动、熨平经济周期的能力，助力本公司持续、稳定、健康发展。

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

7、2020年-至今（上行期）：i 茅台上线，多元化渠道发展。2020年以来分为高卫东时代、丁雄军时代和张德芹时代。1) 高卫东时代延续李保芳时代的渠道策略，重视营销公司和电商等直营渠道，因此商超、专卖店、自营店、天猫和京东等渠道获得较大发展。2) 2021年8月公司公告，推荐丁雄军为贵州茅台董事、董事长人选，建议高卫东不再担任公司董事长、董事职务。公司进入丁雄军时代，这期间公司重点发力自建电商渠道，2022年5月19日i茅台正式上线，截止2024年5月20日i茅台注册用户数已接近6800万大关，此外公司还推出一系列衍生品如和德芙联名巧克力、和瑞幸联名的酱酒拿铁、茅台冰淇淋。3) 2024年4月公司公告，推荐张德芹为贵州茅台董事、董事长人选，建议丁雄军不再担任公司董事长、董事职务。公司进入张德芹时代，目前公司经销渠道和直营渠道共驾齐驱，积极拓展海外市场。

图表 60: 2022 年 5 月 19 日上线 i 茅台



资料来源: i 茅台, 华鑫证券研究

图表 61: 2023 年 9 月 4 日, “酱香拿铁”正式上市



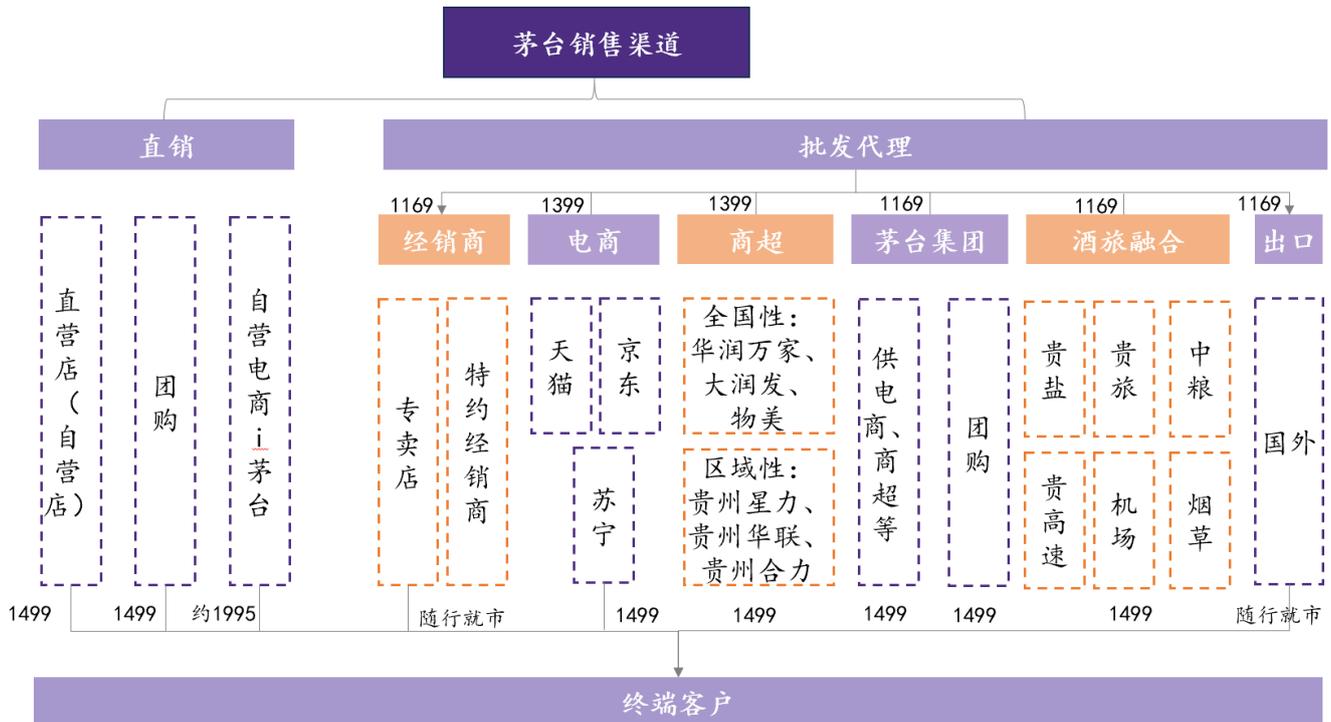
资料来源: 钱江晚报, 华鑫证券整理

3.5.2 渠道多元化, 直营占比持续提升

前文我们总结回顾公司渠道发展史, 这一节我们重点分析茅台的渠道组成。我们认为茅台当前已形成多元化渠道, 直营渠道和批发渠道双管齐下、各自开花。

茅台的渠道分为批发渠道和直营渠道, 其中批发渠道指的是国内经销商、电商平台、商超、茅台集团、酒旅融合及国外出口等; 直营渠道指的是自营店、团购以及官方平台“i 茅台”APP。

图表 62: 当前茅台渠道已多元化, 直营和批发渠道并驾齐驱



资料来源: 华鑫证券整理

目前公司自营网点共有 42 家自营网点，其中 35 家自营公司（实际 36 家门店）和 7 家自营分公司，分布在 31 个省市自治区和直辖市中，尚未在港澳台设有自营网点。其中贵州有 2 家门店，江苏、浙江、广东、福建、海南、山东、湖北、重庆、四川各 2 家自营网点。

图表 63：目前茅台国内共有 42 家自营网点

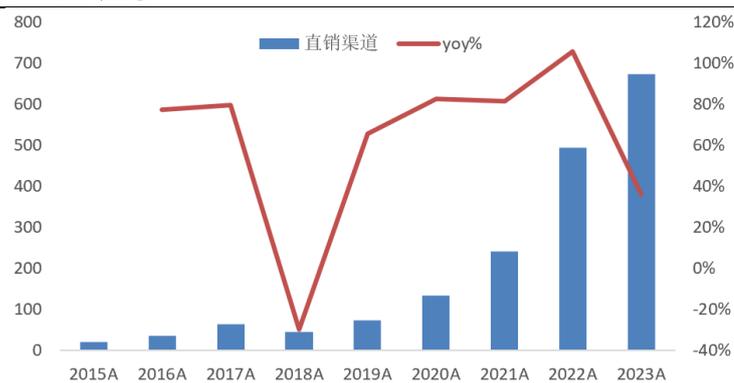
序号	名称	地址
1、	北京国酒茅台销售有限公司	东城区东四北大街与东四十一条交叉口东南侧东四北大街 168 号贵州茅台
2、	黑龙江国酒茅台销售有限公司	哈尔滨市道里区群力第五大道 935 号贵州茅台
3、	吉林国酒茅台销售有限公司	长春市朝阳区安达街与新华路交汇绿地蓝海 109 号贵州茅台
4、	仁怀市华赤酒业销售有限公司	仁怀市茅台镇河滨大道茅台国际大酒店内（茅台店）
5、	辽宁国酒茅台销售有限公司	沈阳市浑南新区天赐街国贸中心 C 座 1 楼 105 贵州茅台
6、	天津国酒茅台销售有限公司	河西区南京路 66 号凯旋门大厦 1 层贵州茅台
7、	遵义国酒茅台销售有限公司	遵义市红花岗区桃溪路口海丰城 A 栋 1-21 贵州茅台
8、	上海国酒茅台销售有限公司	黄浦区中华路与白渡路交叉口上海滩花园 7 号楼 1 层贵州茅台
9、	江苏国酒茅台销售有限公司	南京市鼓楼区江东北路银城聚泽园 7-8 号商铺贵州茅台
10、	浙江国酒茅台销售有限公司	杭州市西湖区古墩路浙商财富中心 2-106 贵州茅台
11、	贵州国酒茅台销售有限公司	1) 贵阳市观山湖区长岭南路与都匀路交叉口东南侧茅台商务中心 C 座 1 层贵州茅台 2) 贵阳市观山湖区西南国际商贸城一期 5 号馆 A 区 2 层贵州茅台印象馆
12、	江西国酒茅台销售有限公司	南昌市西湖区建设西路众鑫城上城 1 号贵州茅台
13、	广东国酒茅台销售有限公司	广州市天河区海居路 12 号 1 层 102 贵州茅台
14、	西藏国酒茅台销售有限公司	拉萨市经济技术开发区金珠西路世通阳光新城 611 号贵州茅台
15、	广西国酒茅台销售有限公司	南宁市青秀区合作路汶莱园区临街 C1-112 贵州茅台
16、	福建国酒茅台销售有限公司	福州市仓山区南江滨西大道 136 号世欧上江城 A 区 2 号楼 1 层 09 贵州茅台
17、	海南国酒茅台销售有限公司	海口市龙华区龙昆南路正大豪庭 6 栋 105 贵州茅台
18、	新疆国酒茅台销售有限公司	乌鲁木齐市北京南路康源财富中心 1 层贵州茅台
19、	湖南国酒茅台销售有限公司	长沙市雨花区香樟路香樟兰亭 6 栋 1 层 113 号贵州茅台
20、	青海国酒茅台销售有限公司	西宁市城西区西川南路 53 号紫薇丽都 1 层贵州茅台
21、	河南国酒茅台销售有限公司	郑州市郑东新区中州大道与商鼎路交叉口东北角永威翡翠城 1 层 101 号
22、	山东国酒茅台销售有限公司	济南市历下区玉兰广场 2 期 7 号楼 104 贵州茅台
23、	内蒙古国酒茅台销售有限公司	呼和浩特市新城区海拉尔东街巨华世纪城聚泽园 2 栋 1013 贵州茅台
24、	湖北国酒茅台销售有限公司	武汉市江岸区黄浦大街金融街壹号 1 层贵州茅台
25、	陕西国酒茅台销售有限公司	西安市经开区凤城七路与荣熙巷交叉口风景御园 15 幢 1 单元 1 层贵州茅台
26、	宁夏国酒茅台销售有限公司	银川市金凤区正源南街宝湖天下 1 层 5-8 贵州茅台
27、	安徽国酒茅台销售有限公司	合肥市包河区扬子江路与广西路交叉口合肥金融港 B5 栋 1 层 103 贵州茅台
28、	重庆国酒茅台销售有限公司	渝北区天竺路 59 号兴茂盛世北辰 B4 幢 1 层贵州茅台
29、	河北国酒茅台贸易有限公司	石家庄市桥东区和平路荣景园 0104 号贵州茅台
30、	山西国酒茅台销售有限公司	太原市杏花岭区北大街与绿柳巷交叉口贵州茅台
31、	甘肃国酒茅台销售有限公司	兰州市城关区雁宁路 395 号森地国际 1 层西侧贵州茅台
32、	云南国酒茅台销售有限公司	昆明市西山区南亚风情第一城南亚星光苑 7 幢 1-2 层 D5-7 贵州茅台
33、	四川国酒茅台销售有限公司	成都市高新区锦城大道银泰泰悦湾贵州茅台

34、	重庆茅台酒销售有限公司	渝中区八一路 53 号一层 12-7 贵州茅台
35、	深圳市茅台酒销售有限公司	福田区福田中心五路 18 号星河发展中心裙楼 1 层 L1-01 贵州茅台
36、	福建国酒茅台销售有限公司厦门分公司	厦门市湖里区环岛东路 2496-101 号厦门佰翔五通酒店西北角 1 层贵州茅台
37、	海南国酒茅台销售有限公司三亚分公司	三亚市海棠区海塘南路茅台度假村北侧珍品酒店 1 层贵州茅台
38、	湖北国酒茅台销售有限公司武汉分公司	武汉市江岸区中山大道与胜利街交叉口胜利街 257 号贵州茅台
39、	江苏国酒茅台有限公司苏州分公司	苏州市吴中区宝带东路与东苑路交叉口丽丰商业中心 2 幢 A 座 1 层贵州茅台
40、	山东国酒茅台销售有限公司青岛分公司	青岛市崂山区赤岭路青岛环球金融中心 1 层贵州茅台
41、	四川国酒茅台销售有限公司成都分公司	成都市青羊区顺城大街丰德成达中心 1 层贵州茅台
42、	浙江国酒茅台销售有限公司宁波分公司	宁波市鄞州区海晏北路与民安东路宁兴国贸大厦 1 层贵州茅台

资料来源：公司官网，华鑫证券整理

由于公司当前尚未上调建议零售价，故公司直营渠道官方指导价仍为 1499 元，但由于 i 茅台上线 100ml 茅台（零售价 399 元），折合 500mL 价格为 1995 元。批发渠道中经销商打款价 1169 元，批价随行就市（目前批价 2200 元左右），终端价亦是如此。商超和电商渠道打款价 1169 元，终端成交价 1499 元。部分给予集团（用于开展对商超、电商和团购的业务）配额的茅台打款价 1169 元，部分给贵州省内机场、高速等省内国资平台、中粮等省外国资平台、以及烟草公司等开展酒旅融合业务，茅台出厂价为 1169 元，终端成交价为 1499 元。

图表 64：直营渠道营收从 2015 年 19.68 亿元增至 2023 年 672.33 亿元



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 65：直营渠道销量从 2015 年 961 吨增至 2023 年 1.56 万吨

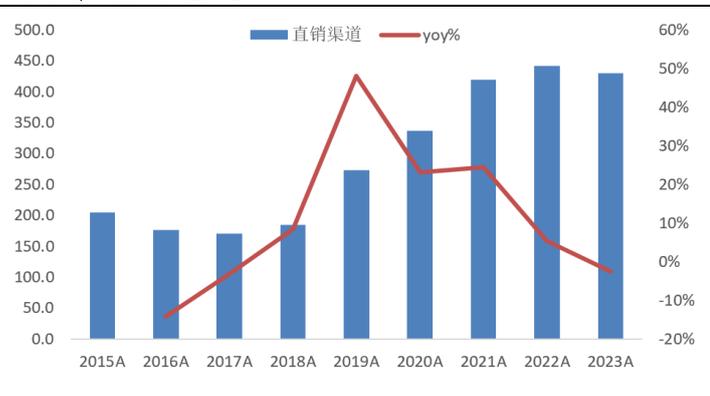


资料来源：公司年报，华鑫证券研究

我们分析清楚茅台渠道结构后，然后继续分析茅台直营渠道特别是 i 茅台这几年营收和占比情况。关于公司直营渠道数据，公司直到 2016 年年报中才开始披露 2015 年和 2016 年的数据，故我们研究直营渠道就从 2015 年开始。1) 直营渠道营收从 2015 年 19.68 亿元增至 2023 年 672.33 亿元，8 年 CAGR 为 55.5%；2) 销量从 2015 年 961 吨增至 2023 年

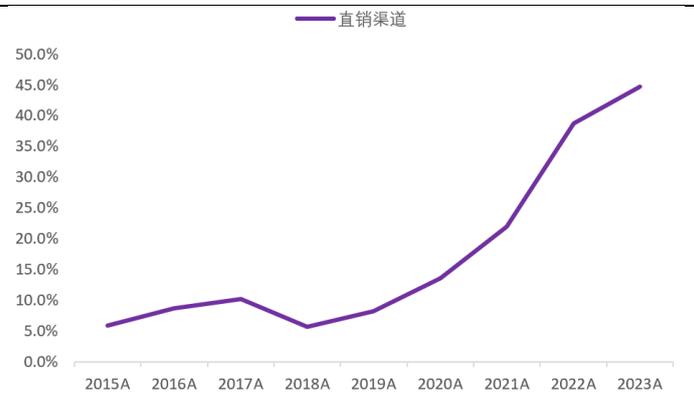
1.56万吨，8年CAGR为42%；3) 对应吨价从2015年205万元/吨增至2023年430万元/吨，8年CAGR为10%。4) 其占总营收比重从2015年5.9%升至2023年44.7%，直营渠道占比持续提升，未来有望占比一半左右。

图表 66: 直营渠道对应吨价从 2015 年 205 万元/吨增至 2023 年 430 万元/吨



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

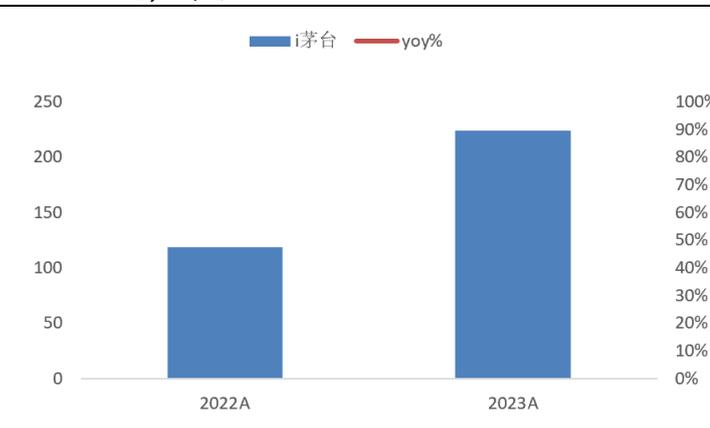
图表 67: 直营渠道销量从 2015 年 961 吨增至 2023 年 1.56 万吨



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

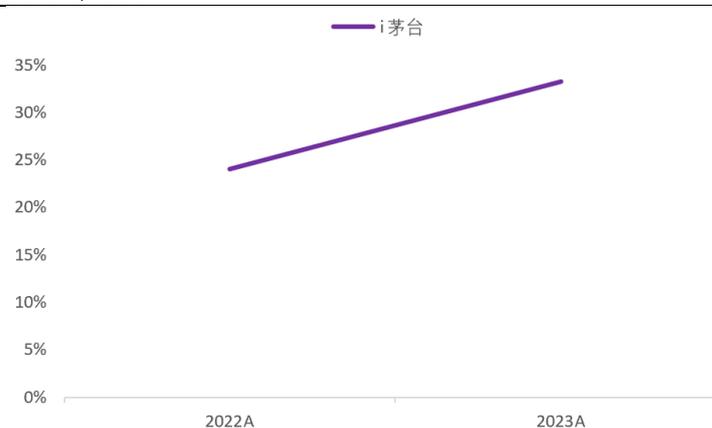
2) 2022 年 5 月正式上线 i 茅台, i 茅台营收从 2022 年 118.83 亿元增至 2023 年 223.74 亿元, 占直营渠道比重从 2022 年 24% 升至 2023 年 33%, 已成为直营渠道重要部分。

图表 68: i 茅台营收从 2022 年 118.83 亿元增至 2023 年 223.74 亿元, 同增 88%



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

图表 69: i 茅台营收占直营渠道比重从 2022 年 24% 升至 2023 年 33%



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

3.6、市场端：国内市场绝对龙头，积极拓展海外市场

这一节我们重点研究分析公司国内外市场情况。根据公司年报数据披露，公司 2002 年起开始披露国内外营收数据。故这里我们分成二个阶段：第一阶段（2002-2013 年）赶超五粮液，第二阶段（2013 年-至今）积极拓展海外市场。

3.6.1 超越五粮液，行业风向标

建国以来，中国白酒先后经历泸州老窖时代、汾老大时代、浓香酒业大王五粮液时代和目前的茅台时代。

1、**建国-1977年：这段时间属于泸州老窖时代**，公司在1952年第一届评酒会上与茅台、汾酒和西凤酒获得“四大名酒”称号，是当时唯一获奖的浓香型白酒。公司作为浓香型白酒工艺的开创者，国家标准的制定者，五十年代泸州老窖先后举办27期酿酒技术培训班，为全国20多个省市的酒厂培养数千名酿酒技工、勾调人员和核心技术骨干，极大推动浓香酒的发展。此外，公司的老窖池群及酿酒作坊，建于明万历年间及清代、民国时期，是全国唯一保存完整且至今仍在使用的酒窖池群。综上所述，被称为“浓香鼻祖”。

图表 70：浓香鼻祖——泸州老窖



资料来源：泸州老窖官网，华鑫证券研究

2、**1978-1994年：这段时间属于山西汾酒时代**。1978年改革开放后，市场上白酒供不应求，由于清香型生产周期短、成本低、出酒率高的生产工艺，使得短期扩产上量得以满足市场需求。因此，20世纪80年代汾酒产量稳居行业第一，被称为“汾老大”。1988年国家税务局发布《关于名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格后征收产品税、专项收入问题的规定》，放开当时13种名酒的价格管制，以贵州茅台为代表的白酒才得以进入市场化阶段。彼时，五粮液和贵州茅台坚持不降价策略持续提升品牌力，而汾酒和古井贡酒坚持名酒降价策略变成民酒，当时对品牌形象影响不大，但中长期看是受损的。

图表 71: 清香鼻祖——山西汾酒



资料来源:山西汾酒官网, 华鑫证券研究

3、1995-2012 年：这段时间属于五粮液时代。1959 年“宜宾五粮液酒厂”正式命名，从那时之后的 40 多年间，五粮液经历 5 次大的扩建。**1995 年五粮液在香港国际统计大会上被评为“中国酒业大王”，中国白酒行业进入五粮液时代。**1998 年春节期间，山西朔州地区发生特大毒酒事件，这件事情对汾酒影响比较大。

图表 72: 中国酒业大王——五粮液



资料来源:五粮液官网, 华鑫证券研究

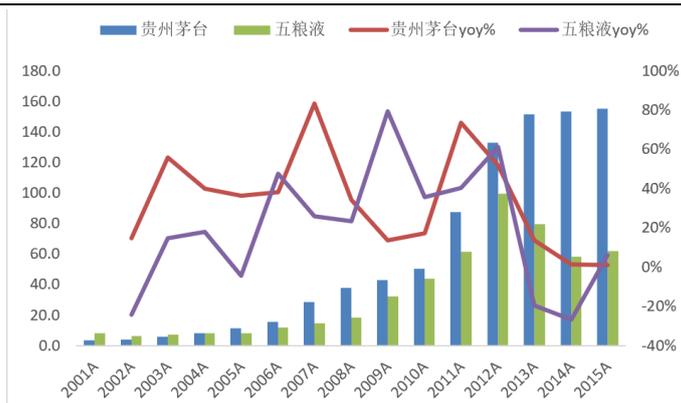
4、2013-至今：目前属于贵州茅台时代。行业调整期茅台全面超越五粮液（2005 年茅台归母净利润超越五粮液，2008 年茅台收入首次超越五粮液），主要是五粮液自身处于调整期+茅台依靠经销商渡过难关等所致。自此，茅台一直领先行业其他白酒个股，稳坐行业第一把交椅。

图表 73：2008 年茅台营收首次超越五粮液



资料来源：wind，华鑫证券研究

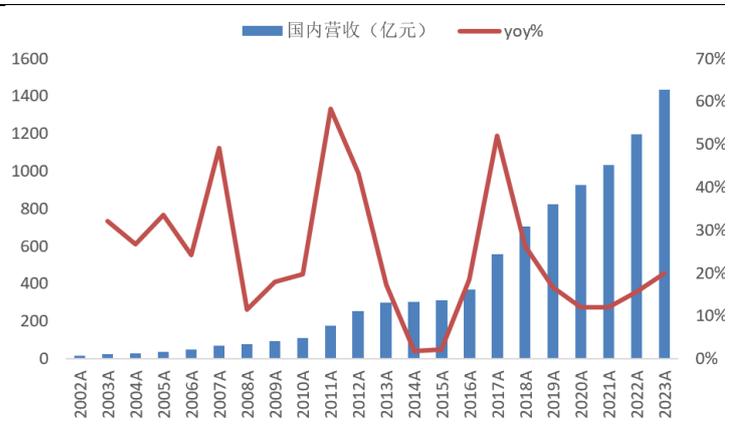
图表 74：2005 年茅台归母净利润首次超越五粮液



资料来源：wind，华鑫证券研究

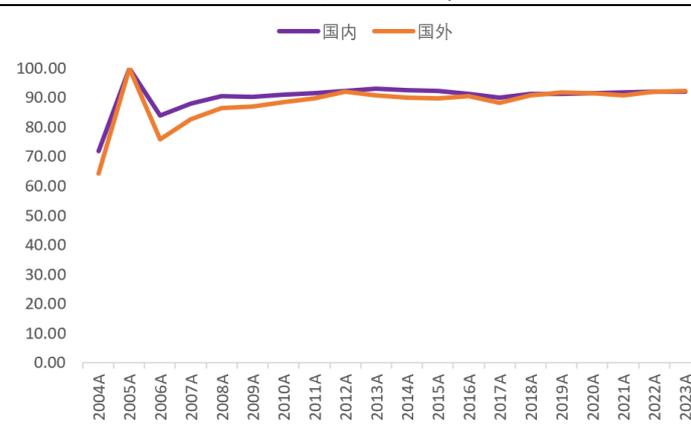
综上所述，我们发现公司国内营收从 2002 年 17.25 亿元增至 2023 年 1433.33 亿元，21 年 CAGR 为 23.4%。除去行业调整期的 2014-2015 这两年的个位数增长外，其他年份均保持两位数甚至高两位数，也几乎是行业唯一一个没有下滑的酒企，显示公司超强的穿越周期能力。毛利率来看，从 2004 年的 71.74% 增至 2023 年 91.96%，毛利率处于稳定状态；国外市场的毛利率来看，亦没有明显差异。

图表 75：国内营收从 2002 年 17 亿增至 2023 年 1433 亿



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 76：公司国内外毛利率差异不大，基本趋同



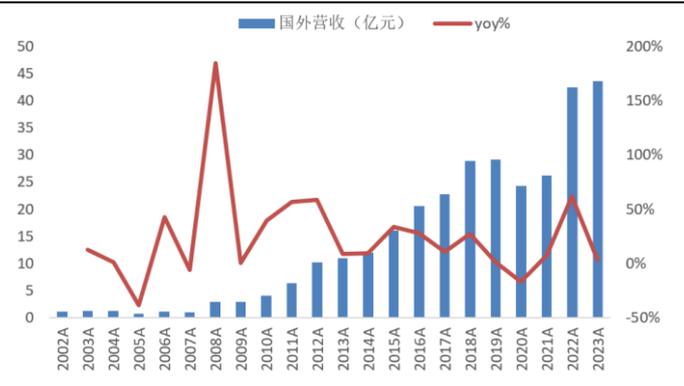
资料来源：wind，华鑫证券研究

3.6.2 坚定步伐走出去，积极拓展海外市场

前文我们已经从品牌、产品、价格、渠道、产能等方面展开详细分析，我们可以发现公司基本补齐短板。加上国内市场一盘棋，处于稳中有增阶段，故公司自 2013 年全面超越五粮液后，将部分重心放到海外市场。

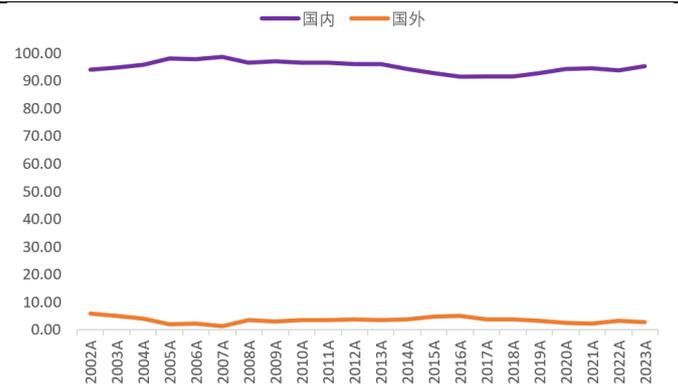
公司国外营收从 2002 年 1.1 亿元增至 2023 年 43.6 亿元，21 年 CAGR 为 19.2%。当前茅台的国际化道路是响应国家战略的必然选择，也是提升品牌国际影响力、拓宽市场空间的重要途径。发展至今，茅台产品已销往全球 64 个国家和地区，2023 年出口额超 43 亿元，占中国白酒出口额的 77%，为茅台国际化的进一步发展打下坚实基础。

图表 77：国外营收从 2002 年 1.1 亿增至 2023 年 43.6 亿



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 78：公司国外营收占比一直维持在个位数



资料来源：wind，华鑫证券研究

公司积极拓展海外市场的方式有多种，除以往的重要赛事外，公司还举办“茅台之夜”，邀请当地意见领袖出席晚宴，除日常歌舞表演外海有品鉴环节，加深海外群体对公司的认识。

图表 79：2024 年 6 月港澳新渠道商座谈会现场



资料来源：茅台时空，华鑫证券研究

图表 80：2024 年 11 月新加坡茅台之夜活动



资料来源：茅台时空，华鑫证券研究

2024 年 9 月，公司就茅台国际化策略，强调要建立和完善六大体系：

- 一是品牌整体的宣传策划推广体系，要做到“四有”，即有内容、有形式、有载体、有受众，重点聚焦品牌打造，对外输出茅台文化、工匠精神、技术创新等核心内容；
- 二是法规体系，要坚持“一国一策”，收集梳理国际不同市场的法律法规、政策体系和风俗习惯，确保茅台在各国际市场合法运营，有效防范合规风险；
- 三是产品体系，要分析梳理茅台海外销售的主力产品，以更加聚焦的方式建立国际化产品矩阵；
- 四是渠道体系，要进一步优化渠道布局，鼓励各渠道商协同作战，做到利益共享、价值共创，打造体系化营销的良好生态；
- 五是价格体系，要结合不同市场、不同国家的税收政策和酒类法规，找准价格体系规律，做好量的精准投放；

六是营销的政策体系，要做好对国际市场活动支持、资金支持和政策支持，构建茅台与渠道商的利益共同体、情感共同体和命运共同体，合力推动茅台国际化工作高质量开展。

图表 81：贵州茅台马来西亚樽鼎公司专卖店



资料来源：茅台时空，华鑫证券研究

图表 82：2024 年 9 月日本东京茅台之夜活动



资料来源：茅台时空，华鑫证券研究

2024 年 11 月，公司对于下一步国际化工作，有如下要求：

- 1、要学习借鉴世界知名烈酒产品在市场营销、品牌推广等方面的国际化经验。
- 2、要明确发展目标，不断深化战略市场、强化重点市场、布局空白市场，稳步实现营收和提升市场占比。
- 3、要认真分析研究各国法律法规和风俗习惯，建立完善国际化运营合规体系，确保海外市场依法合规、高质量运营。
- 4、要制定科学合理的招商条件和刚性有力的招商制度，精选优质海外渠道合作伙伴。
- 5、要明确出海产品序列和价格体系，注重海外产品创新设计，完善产品溯源体系。
- 6、要建立国际化的品牌宣传推广体系，做到有内容、有形式、有载体、有受众，并通过品鉴体验、茅台之夜、走进茅台等市场活动，以消费者为核心立体、全面讲好茅台文化。
- 7、要优化渠道布局，聚焦商超、专柜、高端餐饮和酒店等与茅台品牌调性相符的场所，深入展现茅台特色。
- 8、要优化组织架构，完善体制机制，为国际市场拓展提供全方位支持。

图表 83：贵州茅台越南乐天商场专柜



资料来源：茅台时空，华鑫证券研究

图表 84：2024 年 11 月调研印尼连锁酒类零售店



资料来源：茅台时空，华鑫证券研究

4、盈利预测评级

当前茅台集团实施“一盘棋、一条心”的战略，股份公司继续引领板块，创新业务亦持续推出，积极拓展海外市场。结合调研及我们的思考，调整公司 2024-2026 年 EPS 分别为 68.28/73.38/79.71 元（前值为 68.28/78.89/90.68 元），当前股价对应 PE 分别为 22/21/19 倍，维持“买入”评级。

图表 85：盈利预测

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	150,560	174,535	186,984	202,079
增长率（%）	18.0%	15.9%	7.1%	8.1%
归母净利润（百万元）	74,734	85,774	92,176	100,126
增长率（%）	19.2%	14.8%	7.5%	8.6%
摊薄每股收益（元）	59.49	68.28	73.38	79.71
ROE（%）	33.4%	36.4%	37.2%	38.3%

资料来源：WIND，华鑫证券研究

5、风险提示

- 1) 宏观经济下行风险；
- 2) 产能扩张不及预期；
- 3) 直营增长不及预期；
- 4) 茅台 1935 增长不及预期；
- 5) i 茅台增长不及预期；
- 6) 批价回落风险。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	69,070	88,776	100,834	115,939
应收款	102	239	307	332
存货	46,435	46,926	48,367	48,262
其他流动资产	109,565	107,464	107,613	107,718
流动资产合计	225,173	243,405	257,122	272,251
非流动资产:				
金融类资产	105,955	106,155	106,305	106,405
固定资产	19,909	19,864	19,053	17,988
在建工程	2,137	855	342	137
无形资产	8,572	8,144	7,715	7,308
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	16,908	16,908	16,908	16,908
非流动资产合计	47,527	45,771	44,018	42,341
资产总计	272,700	289,176	301,140	314,592
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	3,093	2,880	3,067	3,261
其他流动负债	31,479	31,479	31,479	31,479
流动负债合计	48,698	53,485	52,988	53,010
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	346	346	346	346
非流动负债合计	346	346	346	346
负债合计	49,043	53,831	53,334	53,355
所有者权益				
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
股东权益	223,656	235,345	247,807	261,236
负债和所有者权益	272,700	289,176	301,140	314,592

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	77521	88885	95420	103543
少数股东权益	2787	3111	3244	3417
折旧摊销	1848	1756	1731	1656
公允价值变动	3	0	0	0
营运资金变动	-15567	6461	-2007	98
经营活动现金净流量	66593	100213	98389	108714
投资活动现金净流量	-9724	1127	1174	1170
筹资活动现金净流量	-37163	-77196	-82958	-90113
现金流量净额	19,706	24,144	16,605	19,771

资料来源: WIND、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	150,560	174,535	186,984	202,079
营业成本	11,867	13,794	16,320	18,914
营业税金及附加	22,234	25,133	26,739	28,695
销售费用	4,649	6,371	6,170	5,658
管理费用	9,729	12,392	12,902	13,741
财务费用	-1,790	-2,486	-2,823	-3,246
研发费用	157	182	195	211
费用合计	12,746	16,459	16,444	16,365
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	3	0	0	0
投资收益	34	60	55	50
营业利润	103,709	119,223	127,547	138,162
加:营业外收入	87	65	50	45
减:营业外支出	133	220	200	150
利润总额	103,663	119,068	127,397	138,057
所得税费用	26,141	30,184	31,977	34,514
净利润	77,521	88,885	95,420	103,543
少数股东损益	2,787	3,111	3,244	3,417
归母净利润	74,734	85,774	92,176	100,126

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	18.0%	15.9%	7.1%	8.1%
归母净利润增长率	19.2%	14.8%	7.5%	8.6%
盈利能力				
毛利率	92.1%	92.1%	91.3%	90.6%
四项费用/营收	8.5%	9.4%	8.8%	8.1%
净利率	51.5%	50.9%	51.0%	51.2%
ROE	33.4%	36.4%	37.2%	38.3%
偿债能力				
资产负债率	18.0%	18.6%	17.7%	17.0%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	1478.9	730.0	608.3	608.3
存货周转率	0.3	0.8	0.9	1.0
每股数据(元/股)				
EPS	59.49	68.28	73.38	79.71
P/E	25.3	22.1	20.5	18.9
P/S	12.6	10.9	10.1	9.4
P/B	8.8	8.4	8.1	7.8

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数

的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。