

## 贵州茅台（600519.SH）

## 竞争优势延展，量价游刃有余

十四五以来，茅台增长中枢上移，直销渠道占比提升明显。改革举措频频，持续推进产能扩张建设，屡次特别分红回馈股东，集团增持彰显控股股东对公司持续稳健增长的信心。23年11月茅台时隔6年再次提价，投资者关注提价后市场价格的表现，以及公司中长期增长动力。本文围绕茅台酒、系列酒的量、价增长驱动因素展开：1）茅台酒供需继续维持紧平衡，主要增量已向更高端产品倾斜。短期看，11月飞天提价后批价平稳上涨，非标产品明年量价策略更加游刃有余。中长期预计茅台批价跟随资产价格，相比以前会更平稳，但报表转化动力更强；2）系列酒渠道全面顺价，聚焦1935、王子酒等核心单品，汉酱迎宾体系内聚焦，结构升级推动吨价继续快速提升。随着此前扩产项目密集落地，未来有望量价齐升。

□茅台酒：批价平稳上涨，结构升级动力更强。结合历史产量及生产周期推算，预计公司茅台酒未来供需仍保持紧平衡，主要增量向更高端产品倾斜，传统渠道飞天收入占比已不足一半。价格上，11月飞天提价后批价平稳上涨，非标产品明年量价策略更加游刃有余。中长期预计茅台批价跟随资产价格，相比以前会更平稳，但报表转化动力更强。非标产品批价回落仅是表象，实际超高端消费需求稳定扩容。随着和飞天价差缩小，非标性价比提升，向升级更加顺利，飞天提价贡献业绩背景下，量价策略更加游刃有余。

□系列酒：聚焦核心单品，产能奠基发展。系列酒目前通过系列酒经销商/茅台酒经销商及万家共享门店三种渠道投入市场，主力产品全面顺价。17年以来公司推进品牌瘦身，聚焦核心单品，产品结构上已实现200-1000元全价位带布局，1935成为千元价位带百亿单品，王子酒实现近万吨销量，汉酱迎宾体系内聚焦，贵州大曲生肖错位竞争。随着此前扩产项目密集落地，基酒产量提升，预计未来系列酒量价有望共同驱动成长。

□投资建议：竞争优势延展，量价游刃有余。公司上调飞天出厂价，增厚业绩的同时充分展示了茅台在现任高管团队带领下市场化、法制化改革的决心与成效。同时公司积极拥抱市场打造新增长驱动极，将飞天茅台的品牌、渠道能力延展至非标及系列酒产品，生肖、精品、1935等大单品开始贡献重要收入增量。十四五以来公司增长中枢上移至15%-20%，未来2年有望维持。结合美债收益率及资金变化方向，估值可对标国际奢侈品企业爱马仕及议价力较强的中药品牌片仔癀，估值中枢有望上移至30-35x。预计23-25年EPS为59.50、70.31、81.87元，给予目标价2100元，对应24年30x估值，现价看25%以上空间，重申“强烈推荐”投资评级。

□风险提示：外资流出、宏观经济影响、可比公司估值中枢下移等

## 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	109464	127554	149707	175115	202654
同比增长	12%	17%	17%	17%	16%
营业利润(百万元)	74751	87880	104705	123699	144004
同比增长	12%	18%	19%	18%	16%
归母净利润(百万)	52460	62716	74745	88325	102842
同比增长	12%	20%	19%	18%	16%
每股收益(元)	41.76	49.93	59.50	70.31	81.87
PE	39.8	33.3	27.9	23.6	20.3
PB	11.0	10.6	9.8	8.8	7.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐（维持）

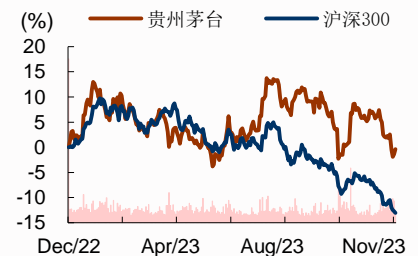
消费品/食品饮料  
目标股价：2100元  
当前股价：1675.0元

## 基础数据

总股本（百万股）	1256
已上市流通股（百万股）	1256
总市值（十亿元）	2087.8
流通市值（十亿元）	2087.8
每股净资产（MRQ）	173.4
ROE（TTM）	32.7
资产负债率	14.1%
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有
主要股东持股比例	54.07%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-4	-4
相对表现	1	12	11



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《贵州茅台（600519）—核心变量调整，上调盈利预测—茅台提价点评》2023-11-01
- 2、《贵州茅台（600519）—业绩稳如泰山，情绪错杀带来布局机会》2023-10-22
- 3、《贵州茅台（600519）—增速创五年新高，上调全年盈利预测》2023-08-03

于佳琦 S1090518090005

yujiqi@cmschina.com.cn

陈书慧 S1090523010003

chenshuhui@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、茅台酒：批价平稳上涨，结构升级动力更强 .....	4
1、产能：供需维持紧平衡，主要增量已向更高端产品倾斜 .....	4
2、渠道：飞天收入占比不足一半，结构仍有优化空间 .....	5
3、价格：批价平稳上涨，报表转化动力更强 .....	5
4、产品：飞天向上升级，超高端消费稳定扩容 .....	6
二、系列酒：聚焦核心单品，产能奠基发展 .....	7
1、渠道：渠道优势延展，万家共享终端持续下沉 .....	7
2、产品：200-1000 元全价位带布局，全面实现顺价 .....	8
3、系列酒：结构持续升级，产能奠基发展 .....	9
1) 1935：千元价位带快速抢占份额，渠道实际顺价 .....	9
2) 王子酒：品质认可度高，先发优势明显 .....	10
3) 其它：汉酱迎宾体系内聚焦，贵州大曲生肖错位竞争 .....	10
三、投资建议：竞争优势延展，量价游刃有余 .....	11
1、盈利预测 .....	11
2、公司治理 .....	12
3、估值思考 .....	13
4、投资建议 .....	14

## 图表目录

图 1：茅台酒产销情况（单位：吨） .....	4
图 2：18-22 年茅台酒量价增长拆分（单位：吨） .....	4
图 3：直销渠道收入及占比 .....	5
图 4：17-22 年直销渠道销售量及吨价（右轴） .....	5
图 5：20 年以来飞天茅台批价走势（单位：元） .....	6
图 6：100ml 小茅台放量，批价稳定在 400 元（单位：元） .....	6
图 7：2023 年 10 月以来飞天茅台批价走势（单位：元） .....	6
图 8：茅台价格与资产价格相关性较高，近期走势相对独立 .....	6
图 9：非标茅台贡献茅台酒主要增量（单位：亿） .....	7

图 10: 21 年以来生肖酒批价走势 (单位: 元) .....	7
图 11: 精品和次新飞天批价差由 1000 缩小至 300 元 .....	7
图 12: 2018-2022 年系列酒收入变化及量价增速 .....	9
图 13: 21 年后基酒产量增长, 产能缺口缓解 (单位: 吨) .....	9
图 14: 千元价格带价格体系对比 (单位: 元) .....	10
图 15: i 茅台投放量、中签率变化 (单位: 瓶) .....	10
图 16: 酱酒批价变化 (单位: 元) .....	10
图 17: 汉酱新推出零售价 600 元+的匠心传承 .....	11
图 18: 贵州大曲大坛生肖酒 .....	11
图 19: 系列酒分产品预测 (单位: 亿) .....	12
图 20: 公司每年现金分红额及分红比例 .....	12
图 21: 公司 2022 年 ESG 报告关键绩效 .....	13
图 22: 片仔癀、茅台和爱马仕 15 年以来 PE .....	14
图 23: 片仔癀锭剂国内销售价格趋势 (单位: 元/粒) .....	14
图 24: 片仔癀锭剂国外销售价格趋势 (单位: 美元/粒) .....	14
表 1: 2016 至今茅台经销商数量变化 .....	8
表 2: 茅台系列酒核心单品梳理 .....	8
表 3: 酱酒中低价位带竞争主要集中在 300 元以上 .....	10
表 4: 茅台酒收入拆分 (单位: 百万元) .....	11
表 5: 系列酒量价拆分 .....	12
表 6: 公司去年以来连续特别分红、增持 .....	12
表 7: 爱马仕历史提价情况 .....	14
表 8: 可比公司主要财务数据 .....	14
表 9: 贵州茅台盈利预测 .....	15
附: 财务预测表 .....	16

引：十四五以来，茅台增长中枢上移，直销渠道占比提升明显。改革举措频频，持续推进产能扩张建设，屡次特别分红回馈股东，集团增持彰显控股股东对公司持续稳健增长的信心。23年11月茅台时隔6年再次提价，投资者关注提价后市场价格的表现，以及公司中长期增长动力。本文围绕茅台酒、系列酒的量、价增长驱动因素展开：1)茅台酒供需继续维持紧平衡，主要增量已向更高端产品倾斜。短期看，11月飞天提价后批价平稳上涨，非标产品明年量价策略更加游刃有余。中长期预计茅台批价跟随资产价格，相比以前会更平稳，但报表转化动力更强；2)系列酒渠道全面顺价，聚焦1935、王子酒等核心单品，汉酱迎宾体系内聚焦，结构升级推动吨价继续快速提升。随着此前扩产项目密集落地，未来有望量价齐升。

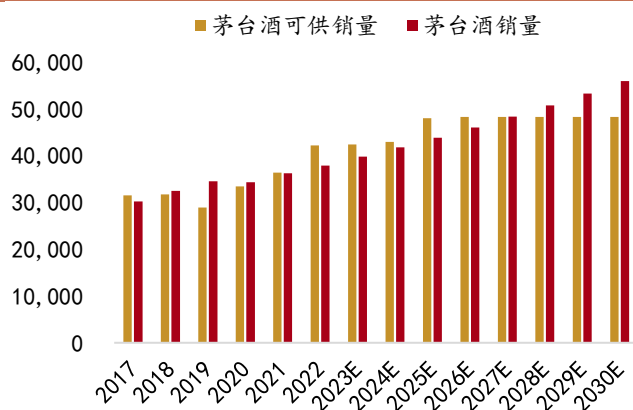
## 一、茅台酒：批价平稳上涨，结构升级动力更强

### 1、产能：供需维持紧平衡，主要增量已向更高端产品倾斜

**茅台酒供需仍维持紧平衡。**根据历史产量及茅台酒生产周期推算，公司茅台酒可供销量有望在25年达到4.8万吨左右。2030年，公司“十四五”技改建设项目新增的1.98万吨茅台酒产能转化为成品酒后，可供销量有望进一步提升至6.5万吨。假设茅台酒销量每年按照5%增长，未来数年供需仍将维持紧平衡。

**主要增量已向更高端产品倾斜。**18-21年，公司茅台酒除20年受疫情影响销量微降以外，每年增长2000吨左右，吨价复合增速8.5%。22年虽然公司销量增加值放缓至1640吨，在主力产品均未提价的背景下实现10.4%的价格增长，反映出公司发展新周期中价格增长动力更强，其中1) i 茅台实现酒类不含税收入118.9亿，测算其中生肖1500吨、珍品百吨以上增量；2)其他非标如精品等产品，传统渠道合同量也有增长。十四五以来，公司茅台酒主要增量已向更高端产品倾斜。

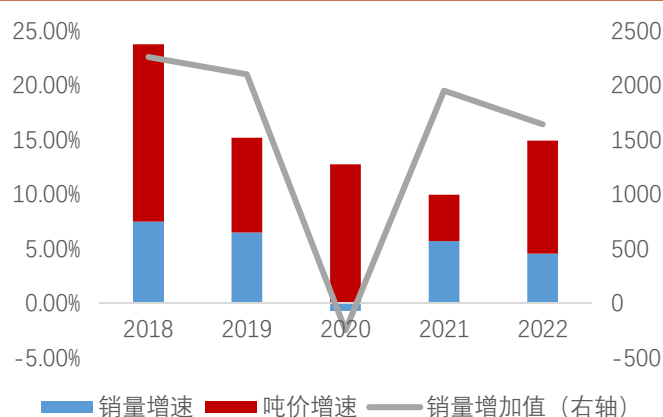
图1：茅台酒产销情况（单位：吨）



资料来源：公司年报、招商证券

注：1) 茅台酒销量预测值按照5%逐年增加，与实际盈利预测存在一定差异；2) 十四五技改建设项目可能有少量产能在完工之前陆续释放

图2：18-22年茅台酒量价增长拆分（单位：吨）



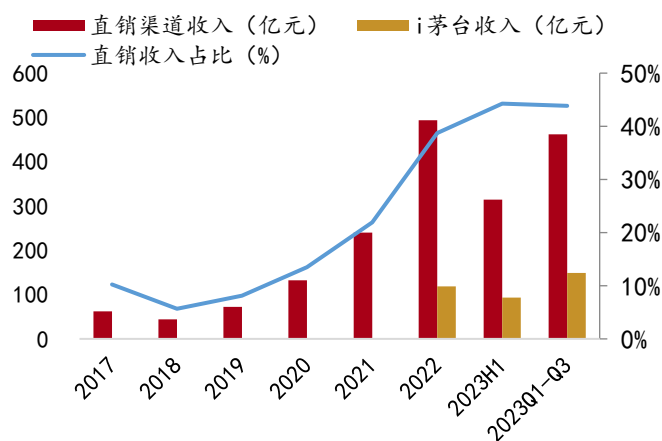
资料来源：公司年报、招商证券

## 2、渠道：飞天收入占比不足一半，结构仍有优化空间

传统渠道飞天收入占比已不足一半。2022 年公司茅台酒销量 3.8 万吨，其中飞天约 2.7 万吨，传统渠道配额（原出厂价 969 元/瓶）占茅台酒销量约一半，收入不足一半。其余约 1 万吨非标产品中，生肖、精品近两年投放量增幅较大，年份酒维持 1000 吨左右，低度 1000-2000 吨、其他个性化产品（如小茅台、走进系列等）1500-2000 吨。

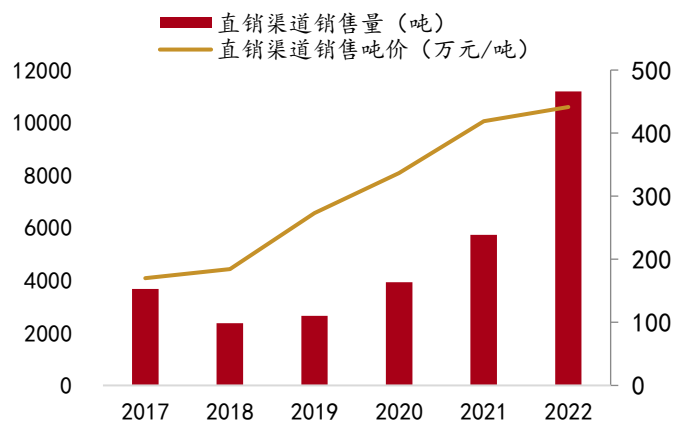
渠道结构仍有优化空间。十四五以来公司大力推动营销改革，直销占比由 20 年的 8.2%提升至 23Q1-Q3 的 43.9%，吨价达到 441.4 万元/吨，是公司茅台酒吨价的 1.5 倍以上。预计 24-25 年公司茅台酒销量增长 2500-3000 吨左右，飞天、非标各贡献一半。经典飞天主要增量在直销，包括企业团购、头部平台、海外等。非标产品中，个性化飞天（其他规格茅台）、生肖、精品分别贡献小几百吨，年份酒、珍品等更高价位带产品谨慎放量。

图 3：直销渠道收入及占比



资料来源：公司年报、招商证券

图 4：17-22 年直销渠道销量（左轴）及吨价（右轴）



资料来源：公司年报、招商证券

## 3、价格：批价平稳上涨，报表转化动力更强

压力测试下底线价格 2000 元以上。1) 2022 年 3 月疫情&i 茅台销售飞天传闻导致市场恐慌，散瓶批价快速下跌至 2500 元，但渠道开始趁低收货，顺利度过压力测试；2) 100ml 小茅台由于难以存放不具备收藏和升值属性，且刚需宴请、礼赠场合占比较少，自饮开瓶为主，可将其 100ml\*5 的批价（约 2020 元）作为底线价格参考。



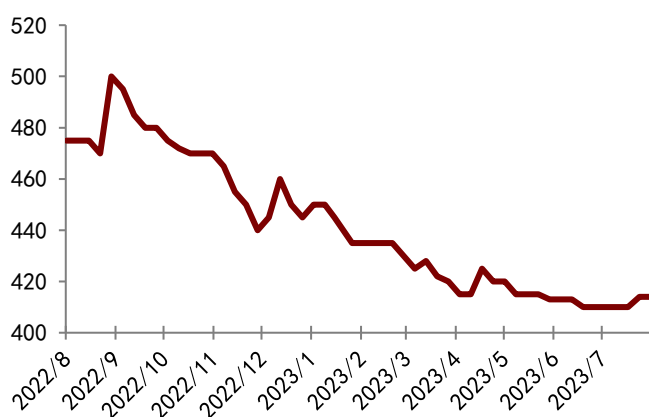
图 5：20 年以来飞天茅台批价走势（单位：元）



资料来源：茅粉鲁智深、招商证券

本轮提价中仅提高出厂价，但指导价未变，批价平稳上涨。一个月前，公司公告自 2023 年 11 月 1 日起上调 53% vol 贵州茅台酒（飞天、五星）出厂价格，但不涉及市场指导价格的调整。终端价格快涨后趋于平稳，至今距提价前上涨 80 元左右，与大类资产走势走出了相对独立行情。

图 6：100ml 小茅台放量，批价稳定在 400 元（单位：元）



资料来源：茅粉鲁智深、招商证券

图 7：2023 年 10 月以来飞天茅台批价走势（单位：元）



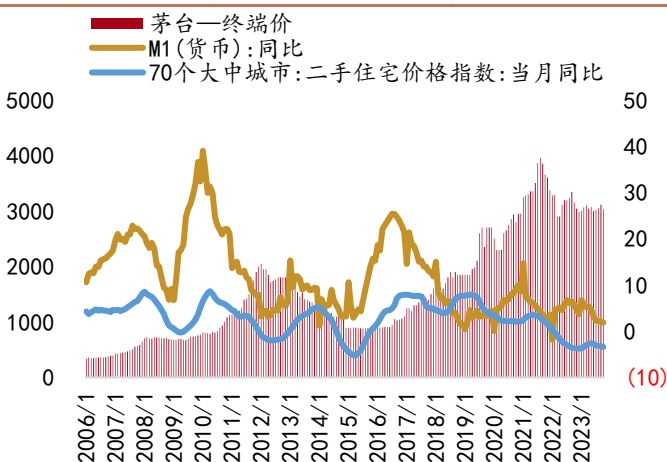
资料来源：茅粉鲁智深、招商证券

批价平稳上涨，报表转化动力更强。历史上飞天价格和资产价格呈现出较高的相关性，未来如果资产价格大幅上升，飞天批价可能上涨加速。稳价、促开瓶始终是公司工作重心，本次提价的平稳落地是对后续提价的保障。预计未来批价相比以前会更平稳，甚至不排除 1-2 年内维持在 3000 元放量，吨价增长的报表转化可能更加顺利。

#### 4、产品：飞天向上升级，超高端消费稳定扩容

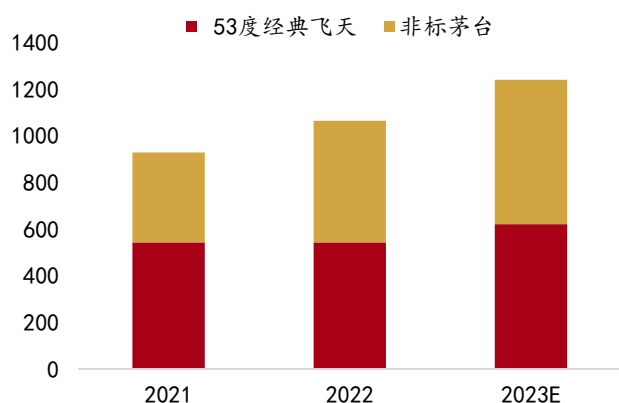
飞天以上产品批价回落仅是表象，实际供给影响大于需求，超高端消费稳定扩容。出厂口径看，20 年茅台酒营收 848 亿，至今近 400 亿增量中 300 亿由非标产品贡献，平均每年增长 100 亿左右；销售口径看，以生肖酒为例，牛年批价 3500 元，兔年 3050 元，但投放量增长约 70-80%，按照批价\*销量计算，2 年销售规模增长 50%+，超高端消费实际稳定扩容。

图 8：茅台价格与资产价格相关性较高，近期走势相对独立



资料来源：渠道调研、iFind、招商证券

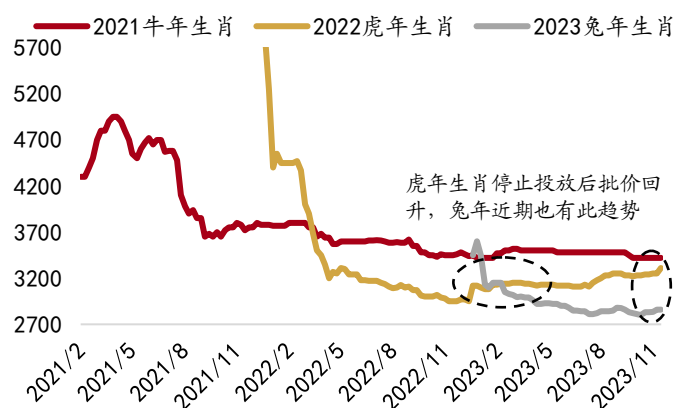
图 9：非标茅台贡献茅台酒主要增量（单位：亿）



资料来源：渠道调研、招商证券

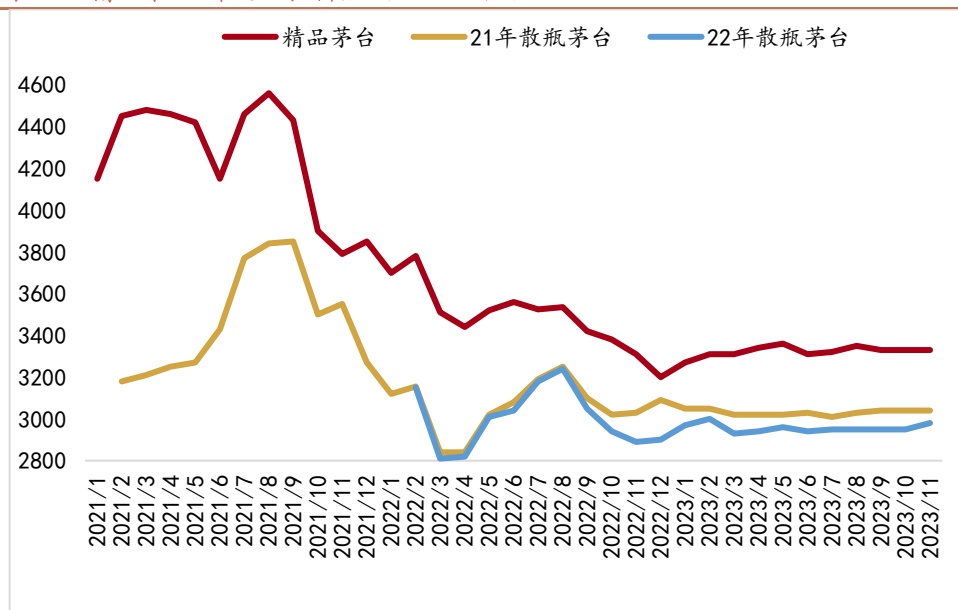
向升级更加顺利，量价策略游刃有余。1) 非标价格稳中回落，实际是向商品消费属性回归，对囤积倒卖等价格炒作行为有挤出；2) 随着和飞天的价差缩小，精品、生肖等非标产品性价比提升，原来飞天消费群体向升级更加顺利；3) 本轮飞天提价贡献业绩，预计 24-25 年非标量价策略更加游刃有余；4) 此前多款非标产品于 21 年初提价，平均提价幅度高于飞天，预计未来飞天和非标交替提价。且非标收入占茅台酒比例超过 50%，提价关注度小但对业绩贡献并不亚于飞天。

图 10：21 年以来生肖酒批价走势（单位：元）



资料来源：茅粉鲁智深、酒价参考、招商证券

图 11：精品和次新飞天批价差由 1000 缩小至 300 元



资料来源：茅粉鲁智深、酒价参考、招商证券

## 二、系列酒：聚焦核心单品，产能奠基发展

### 1、渠道：渠道优势延展，万家共享终端持续下沉

茅系优势延展，B+C 延申布局。2016 年白酒行业逐步复苏，17 年系列酒销量由 1.4 万吨翻倍增长至 3 万吨，当年茅台体系内经销商数量净增加 667 家。而后系列酒经销商重新进入优化调整期。近 3 年，公司经销商数量维持在 2080 家左右，

其中系列酒配额主要按照三种渠道投入市场：

- (1) 系列酒经销商：酱香系列酒经销商根据区域情况自主选择品牌代理，公司按照清晰、统一的出厂底价和品鉴会等投入予以支持；
- (2) 茅台酒经销商或专卖店：对于 400-500 家有飞天配额的茅台经销商、专卖店，公司按照更高价格作为出厂价进行结算，如 1935 为 1088 元/瓶；
- (3) 万家共享门店：通过给予核心单品配额持续扩张，2021 年 4 月第一家终端在河南建成至今已达成 6000 家，预计 2025 年突破 10000 家。

表 1：2016 至今茅台经销商数量变化

	数量	增加	减少	变化原因
2016	2416	140	-	
2017	3083	667	-	增加的主要是系列酒经销商
2018	3102	627	608	增加的主要是系列酒经销商，减少茅台酒经销商 437 家。
2019	2482	34	654	减少系列酒经销商 503 家
2020	2150	15	347	减少系列酒经销商 301 家
2021	2089	63	20	增加的主要是系列酒的经销商，减少的主要是茅台酒经销商

资料来源：公司年报、招商证券

2、产品：200-1000 元全价位带布局，全面实现顺价

百亿单品引领，产品梯队逐步形成。2023 年前三季度，公司系列酒实现收入 156 亿，预计全年有望突破 200 亿。其中 1935 仅用 2 年时间跻身成为千元价位带百亿单品，王子酒凭借深厚消费者认知，在 100-300 价位带实现超过 50 亿收入。贵州大曲除 70/80 年代外，依靠大坛生肖酒实现错位竞争，而汉酱（匠心传承）、迎宾有望在 600、200 价位带引领大众酱酒发展。

厂商同心共建，系列酒全面顺价。一直以来茅台秉持着厂商共建的发展理念，注重保障经销商利润，与渠道建立良好信任关系。系列酒主力产品全部保持顺价销售，部分产品渠道毛利达到 20%+，即便是放量最快的 1935，系列酒经销商、万家共享门店也保持了 5%以上的毛利水平。

表 2：茅台系列酒核心单品梳理

产品	零售价(元)	批价(元)	渠道利润(元)	销售规模(亿)	主要竞品	备注
1935	1188	1100	20-150	100	五粮液、国窖、青花郎、君品习酒等	战略级单品，费用投入力度最大
王子	338	218	50-60	60	金钻习酒、国台国标、回沙 1951 等	认知度较高，以金王子为核心
汉酱	418	350	5-10	18	国台国标、珍 15、红花郎 10 年、习酒喜宴等	产品体系精简，匠心传承有望拉动结构
贵州大曲	1688	1420	200	15		除 70/80 外，以大坛生肖错位发展
迎宾	218	175	10	5	金质习酒、珍品郎、郎牌郎、国台酱酒、珍 8 等	紫迎宾为主

注：价格体系采用主力单品，金王子、汉酱 3.0、贵州大曲（生肖）、赖茅（传承蓝）、紫迎宾  
资料来源：渠道调研、招商证券



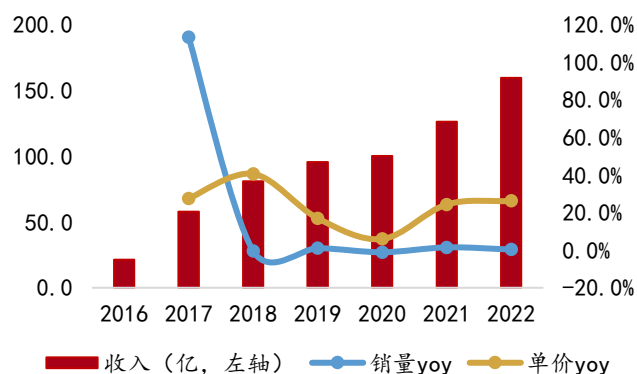
### 3、系列酒：结构持续升级，产能奠基发展

**5年销量复合增速仅0.25%。**2017年起公司系列酒销量反超产量，持续消耗历史基酒储备，若按照3年成品酒生产周期推算，更是显著超过可供销量。  
2017-2022年系列酒销量维持3万吨左右，5年复合增速仅0.25%。

**聚焦核心单品，结构升级显著。**2017年起，茅台大力推进品牌瘦身动作，集团先后宣布发布“双十”“双五”规定，将子公司品牌和产品条码大幅缩减，19年全面停止定制、贴牌和未经审批产品业务，21年开始督促子公司打造大单品、逐步淘汰业绩低下的品牌、控制品牌产品数量。5年时间吨价由19.3万增长至52.6万，CAGR达到22.2%。

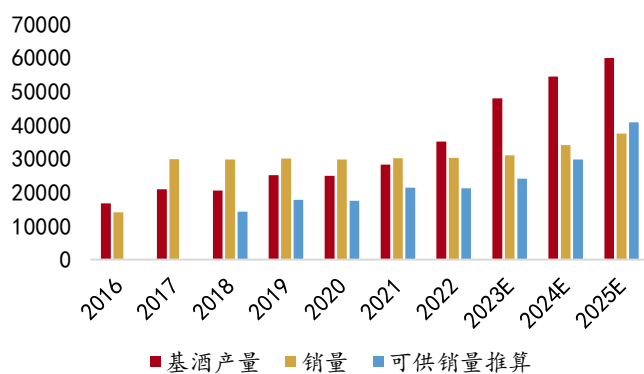
**产能奠基发展，系列酒有望量价齐升。**茅台此前扩产项目于近年密集落地，23H1系列酒基酒产量同比+41%至2.4万吨。3万吨酱香系列酒技改工程和习水同民坝项目建成后系列酒产能可达6.8万吨，预计24年开始系列酒量价有望共同驱动成长。

图 12：2018-2022 年系列酒收入变化及量价增速



资料来源：公司年报、招商证券

图 13：21 年后基酒产量增长，产能缺口缓解（单位：吨）



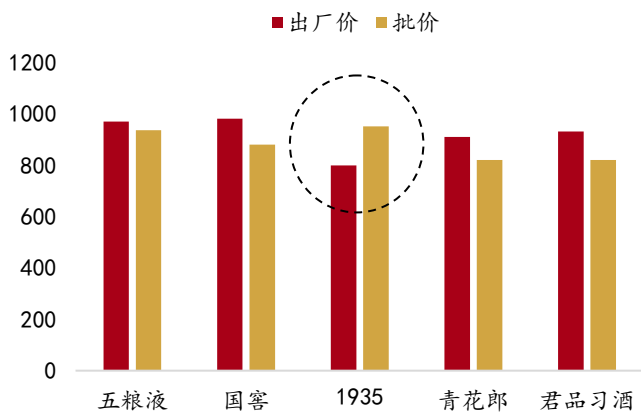
注：可供销量按照3年生产-储酒周期推算，可能与实际存在差异  
资料来源：公司年报、招商证券

#### 1) 1935：千元价位带快速抢占份额，渠道实际顺价

**渠道实际顺价，消费者接受程度较高。**今年千元价位带产品价格基本处于倒挂状态，1935 仅用两年时间跻身百亿，目前批价最高，且实际顺价：1) 不同渠道成本不同，系列酒经销商、万家共享门店利润相对同价位带竞品优秀（50-150 元/瓶）；2) 部分茅台经销商由于结算价格较高导致价格倒挂，实际可理解为飞天渠道利润的收回。

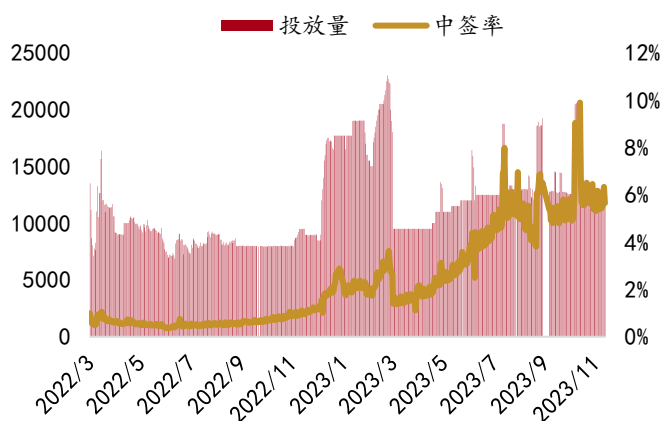
截止目前，1935 在 i 茅台大概销售 40-50 亿，占比一半，具备一定参考价值。1935 批价 10 月开始回落至 1000 以下，i 茅台售价 1188 元大于门店成交价，挤出黄牛需求，但每天仍有接近 20w+人次抢购，说明消费者实际接受度高。

图 14：千元价格带价格体系对比（单位：元）



资料来源：今日酒价、酒价参考、茅粉鲁智深、招商证券

图 15：i 茅台投放量、中签率变化（单位：瓶）



资料来源：i 茅台、招商证券

## 2）王子酒：品质认可度高，先发优势明显

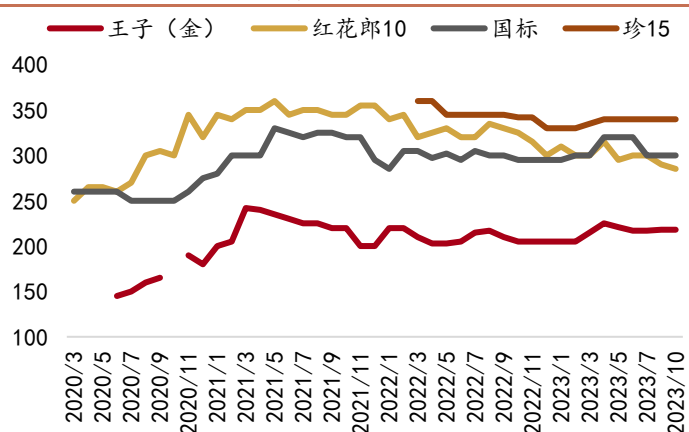
王子酒品质认可度高，品牌先发优势明显，渠道利润领先。1）产品：品质认可度较高。21 年酱酒热时，茅台镇很多小厂买陈年王子酒用于调味；2）品牌：先发优势明显。过去受限于产能，酱酒品牌竞争集中在 300+价位带，300 元以内除王子以外没有成形大单品，王子酒品牌已经深入人心，先发优势明显；3）渠道：批价稳定，渠道利润领先。以主力产品为例，金王子当前批价相较 21 年酱酒热高点时仅下降 20 元左右。渠道利润在同价位带中领先（200-300 元价位带，单瓶利润 50 元左右）。

表 3：酱酒中低价位带竞争主要集中在 300 元以上

产品	批价（元）	销量
国台国标	300	约 30 亿
珍 15	340	17 亿
红花郎 10 年	280	10 亿+
习酒喜宴	330	
王子酒	200-300	60 亿

资料来源：渠道调研、茅粉鲁智深、今日酒价、招商证券

图 16：酱酒批价变化（单位：元）



资料来源：今日酒价、酒价参考、茅粉鲁智深、招商证券

## 3）其它：汉酱迎宾体系内聚焦，贵州大曲生肖错位竞争

汉酱迎宾体系内聚焦，贵州大曲生肖错位竞争。汉酱系列产品原来除公司负责销售的普通汉酱、汉酱茅外，还有总经销产品 135BC、铂金汉酱等。现在逐步聚焦汉酱 3.0（300-400 价位带），新推出匠心传承补充 500-600 价位带。贵州大曲凭借大坛生肖酒形成错位竞争。迎宾系列聚焦紫迎宾，是唯一在 i 茅台上销售的系列酒，可见公司重视程度，未来有望引领 C 端大众酱酒消费。

图 17：汉酱新推出零售价 600 元+的匠心传承



资料来源：贵州茅台官方公众号、招商证券

图 18：贵州大曲大坛生肖酒



资料来源：贵州茅台官方公众号、招商证券

### 三、投资建议：竞争优势延展，量价游刃有余

#### 1、盈利预测

茅台酒收入拆分：预计 2022-2025 年飞天销量 CAGR 为 6.7%，非标销量 CAGR 为 10.7%，叠加近期提价贡献，预计 3 年茅台酒吨价年化增长 8.1%，推动茅台酒收入 2025 年达到 1700 亿。

表 4：茅台酒收入拆分（单位：百万元）

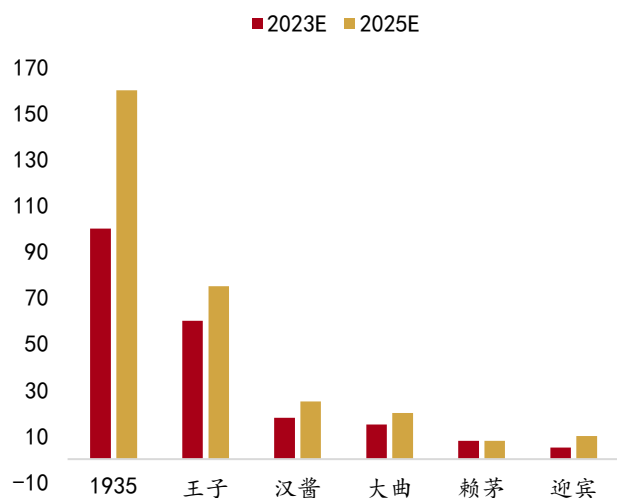
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>茅台酒</b>					
销量	36,261	37,901	40,436	42,980	46,184
yoy	5.7%	4.5%		CAGR=6.8%	
单价	257.8	284.5	307	336	359
yoy	4.3%	10.4%		CAGR=8.1%	
收入	93465	107834	124043	144423	165985
yoy	10.2%	15.4%		CAGR=15.5%	
<b>茅台酒-飞天</b>					
销量	27,092	26,420	28,199	29,760	31,757
yoy		-2.5%		CAGR=6.3%	
单价	200.4	205.2	220.4	251.0	258.7
yoy		4.0%		CAGR=8.0%	
收入	54,295	54,226	62,159	74,708	82,165
yoy		-0.1%		CAGR=14.9%	
占比	58.1%	50.3%	50.1%	51.7%	49.5%
<b>茅台酒-非标</b>					
销量	8706	10994	12237	13220	14427
yoy		26.3%		CAGR=9.5%	
单价	442.5	474.8	505.7	527.3	581.0
yoy		4.0%		CAGR=7.0%	
收入	38,525	52,193	61,885	69,715	83,821
yoy		35.5%		CAGR=17.1%	
占比	41.2%	48.4%	49.9%	48.3%	50.5%

资料来源：渠道调研、招商证券

系列酒收入拆分：聚焦大单品，产能扩张量价驱动成长。通过百亿单品 1935、

王子酒放量，汉酱、迎宾系列内聚焦，贵州大曲错位竞争，扩产项目落地后量价有望共同驱动成长。预计系列酒 25 年销量加速增长，结构升级推动吨价继续保持 16%复合增速。2025 年系列酒收入超过 300 亿。

图 19：系列酒分产品预测（单位：亿）



资料来源：渠道调研、招商证券

表 5：系列酒量价拆分

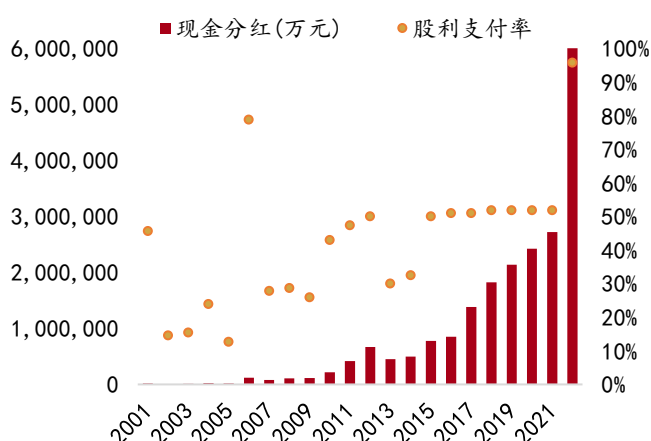
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
吨价（万）	41.7	52.6	65.6	78.3	82.1
	24.2%	26.1%		CAGR=15.9%	
销量（吨）	30177	30275	32905	33551	38854
	1.5%	0.3%		CAGR=8.6%	
收入（百万元）	12595	15939	21579	26281	31905
	26.1%	26.6%		CAGR=26%	

资料来源：公司年报、招商证券

## 2、公司治理

**股东回报：加大现金分红力度，共享发展红利。**公司自 2001 年上市以来累计分红 2326.54 亿，是上市募资额的 100 倍以上。2015 年以来分红比例稳定在 50% 以上。22-23 年连续两年发布特别分红方案，22 年累计派发现金红利超过 600 亿，占当年净利润的 95.8%，23 年特别分红 240 亿，体现对公司中长期发展的信心、对股东回报的重视和诚意。在市场波动时有效提振投资者信心。

图 20：公司每年现金分红额及分红比例



资料来源：iFind、招商证券

表 6：公司去年以来连续特别分红、增持

事件	时间	详情
特别分红	2022 年 11 月	每股派发现金红利 21.91 元，合计拟派发现金红利 275.23 亿元
增持	2022 年 11 月	控股股东茅台集团、股东茅台技术开发公司利用特别分红所得现金红利增持公司股票，合计增持金额不低于 15.47 亿元，不高于 30.94 亿元
特别分红	2023 年 11 月	每股派发现金红利 19.106 元，合计拟派发现金红利 240.01 亿元

资料来源：公司公告、招商证券

**ESG：以美学为企业哲学，全面全域践行 ESG 理念。**由于白酒酿造对水和粮食资源的消耗量较大、渠道管理难度高等因素，白酒企业在 ESG 评级方面普遍处于劣势。茅台作为行业龙头，管理层高度重视 ESG，董事长多次出席相关论坛，



并以实际行动带头推进。2022年3月公司首次发布中英版《ESG报告》，并加强生产过程中环境管理，促进节能降碳，每年投入5000万元用于赤水河的生态保护；加大对公益慈善、乡村振兴的投入，捐助中国茅台国之栋梁的公益活动，12年共捐助12个亿，助力23万名学子从家门走向校门。2023年，公司获得怡安集团“2023中国最佳ESG雇主”称号，是唯一获得该称号的白酒企业。

**改革举措频频，资金认可度有望提升。**1) 此前制约公司估值的核心因素为缺乏市场化提价预期，导致议价力无法兑现。制约因素解除后，业绩稳定性显著增强，有利于预测期FCFF的确定性释放，对资金中期投资的吸引力大大增强；2) 公司在市场波动中连续特别分红+集团增持，彰显公司对中长期发展信心的同时也体现对股东回报的重视；3) 随着公司ESG理念的践行，公司对更多不同类型资金的吸引力不断提高。

图 21：公司 2022 年 ESG 报告关键绩效

环境绩效	环保投入金额 38,108.29 万元	电量消耗强度 6.68 千瓦时 / 万元营收	水资源消耗强度 0.70 吨 / 万元营收	危险废弃物无害化处理率 100%
	万元营收综合能耗 0.01 吨标煤 / 万元	天然气消耗强度 8.18 立方米 / 万元营收	危险废弃物处置总量 40.32 吨	固体废弃物综合利用率 100%
社会绩效	员工人数 31,413 人	客户投诉解决率 100%	较大以上安全生产事故 0 次	公益慈善总投入 22,543.11 万元
	员工培训覆盖率 100%	安全生产培训覆盖率 100%	较大以上火灾事故 0 次	乡村振兴总投入 6,396.05 万元
经济绩效	资产总额 2,543.65 亿元	营业总收入 1,275.54 亿元	归属于母公司所有者的净利润 627.16 亿元	2022 年度派发现金红利总额 573.70 亿元

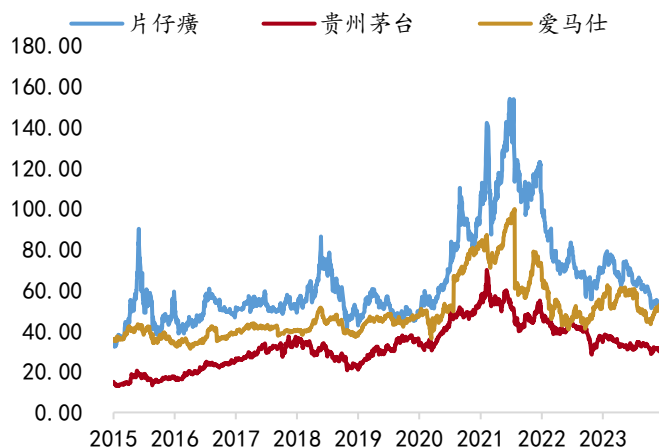
资料来源：公司公告、茅台时空公众号、招商证券

### 3、估值思考

**对标市场化经营的爱马仕&片仔癀：**若公司展现了较好的终端控价能力，提价平稳落地，预计未来报表转化更加顺利，估值有望对标提价能力较强的爱马仕&片仔癀，中枢上移至 30-35x。



图 22：片仔癀、茅台和爱马仕 15 年以来 PE



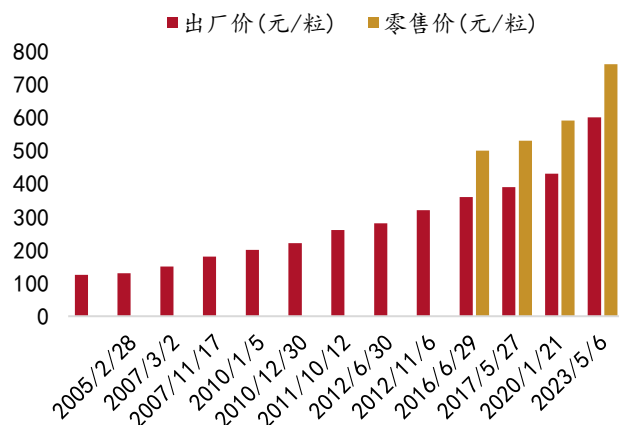
资料来源：Bloomberg、iFind、招商证券

表 7：爱马仕历史提价情况

时间	提价幅度
2018	欧洲上调 3%，美国及其他地区未提价，平均上涨 1%
2019	平均提价 3.5%
2020	1%左右
2021	平均提价 5%
2022	3%-10%，平均提价 3.5%
2023	5%-10%，平均提价 7%

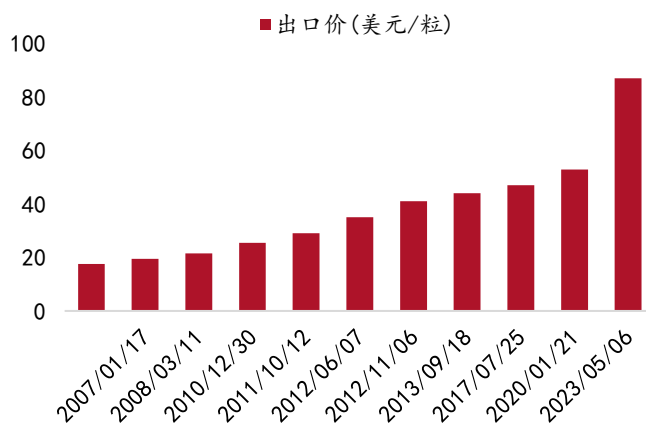
资料来源：渠道调研、招商证券

图 23：片仔癀锭剂国内销售价格趋势（单位：元/粒）



资料来源：公司公告、招商证券

图 24：片仔癀锭剂国外销售价格趋势（单位：美元/粒）



资料来源：公司公告、招商证券

表 8：可比公司主要财务数据

产品	2020-2022CAG	2023-2025CAG	净利率(2024E)	ROE (2024E)	PE(2024E)
爱马仕	29.4%	11.2%	29.9%	26.4%	41
片仔癀	15.6%	16.3%	31.1%	22.4%	40
贵州茅台	14.1%	16.3%	50.6%	31.8%	25

资料来源：Bloomberg、iFind、招商证券

## 4、投资建议

**投资建议：**品牌、渠道能力延展，24 年量价策略更加游刃有余。此前公司上调飞天出厂价，增厚业绩的同时充分展示了茅台在现任高管团队带领下市场化、法制化改革的决心与成效。同时公司积极拥抱市场打造新增长驱动极，将飞天茅台的品牌、渠道能力延展至非标及系列酒产品，生肖、精品、1935 等大单品开始贡献重要收入增量。考虑提价贡献，预计 24 年茅台全系产品量价策略更加游刃有余。

业绩稳如泰山，估值有望上移。十四五以来公司增长中枢上移至 15%-20%，未来 2 年有望维持，结合美债收益率及资金变化方向，我们认为估值可对标国际奢侈品企业爱马仕及议价力较强的中药品牌片仔癀，估值中枢有望上移至 30-35x。预计 23-25 年 EPS 为 59.50、70.31、81.87 元，给予目标价 2100 元，对应 24 年 30x 估值，现价看 25%以上空间，重申“强烈推荐”投资评级。

表 9：贵州茅台盈利预测

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	109464	127554	149707	175115	202654
同比增长	12%	17%	17%	17%	16%
营业利润(百万元)	74751	87880	104705	123699	144004
同比增长	12%	18%	19%	18%	16%
归母净利润(百万元)	52460	62716	74745	88325	102842
同比增长	12%	20%	19%	18%	16%
每股收益(元)	41.76	49.93	59.50	70.31	81.87
PE	39.8	33.3	27.9	23.6	20.3
PB	11.0	10.6	9.8	8.8	7.1

资料来源：Wind、招商证券

#### 风险提示

- 1、**外资流出。**公司作为全球定价的资产，若外资流出幅度较大，可能对股价产生不利影响；
- 2、**宏观经济影响。**若宏观经济表现偏弱，可能会对茅台酒需求产生一定影响，进而影响公司业绩；
- 3、**可比公司估值中枢下移。**若可比公司估值中枢下移较多，公司估值水平可能也存在下行压力

#### 参考报告：

- 1、《贵州茅台（600519）—核心变量调整，上调盈利预测—茅台提价点评》2023-11-01
- 2、《贵州茅台（600519）—业绩稳如泰山，情绪错杀带来布局机会》2023-10-22
- 3、《贵州茅台（600519）—增速创五年新高，上调全年盈利预测》2023-08-03

## 附：财务预测表

## 资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	220766	216611	237229	267017	333367
现金	186878	174447	189723	215036	274011
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	105	124	145	168
应收款项	0	21	15	18	20
其它应收款	33	32	37	44	51
存货	33394	38824	43640	47540	54235
其他	461	3182	3690	4235	4883
<b>非流动资产</b>	34403	37753	38929	40048	40615
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	17472	19743	20711	21604	21928
无形资产商誉	6208	7274	7010	6760	6522
其他	10722	10737	11208	11684	12166
<b>资产总计</b>	<b>255168</b>	<b>254365</b>	<b>276158</b>	<b>307065</b>	<b>373982</b>
<b>流动负债</b>	57914	49066	53018	54724	60368
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2010	2408	2707	2949	3364
预收账款	12718	15472	17392	18946	21614
其他	43186	31185	32919	32829	35390
<b>长期负债</b>	296	334	334	334	334
长期借款	0	0	0	0	0
其他	296	334	334	334	334
<b>负债合计</b>	<b>58211</b>	<b>49400</b>	<b>53352</b>	<b>55058</b>	<b>60703</b>
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积金	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	186908	194876	209548	235005	291918
少数股东权益	7418	7458	10627	14371	18731
归属于母公司所有者权益	189539	197507	212179	237636	294549
<b>负债及权益合计</b>	<b>255168</b>	<b>254365</b>	<b>276158</b>	<b>307065</b>	<b>373982</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	64029	36699	76970	89693	105915
净利润	52460	62716	74745	88325	102842
折旧摊销	1480	1611	1925	1981	2033
财务费用	14	12	(1500)	(1500)	(1500)
投资收益	(58)	(64)	(89)	(89)	(89)
营运资金变动	7988	(29015)	(1277)	(2771)	(1732)
其它	2145	1437	3165	3746	4362
<b>投资活动现金流</b>	(5562)	(5537)	(3011)	(3011)	(2511)
资本支出	(3409)	(5307)	(3100)	(3100)	(2600)
其他投资	(2154)	(230)	89	89	89
<b>筹资活动现金流</b>	(26564)	(57425)	(58682)	(61368)	(44429)
借款变动	(3559)	(31626)	(109)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(24236)	(27228)	(60073)	(62868)	(45929)
其他	1231	1430	1500	1500	1500
<b>现金净增加额</b>	<b>31902</b>	<b>(26263)</b>	<b>15276</b>	<b>25313</b>	<b>58975</b>

## 利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	109464	127554	149707	175115	202654
营业成本	8983	10093	11346	12360	14100
营业税金及附加	15304	18496	21416	25051	28991
营业费用	2737	3298	3974	4548	4881
管理费用	8450	9012	9696	10860	11946
研发费用	62	135	159	186	215
财务费用	(935)	(1392)	(1500)	(1500)	(1500)
资产减值损失	(13)	(15)	0	0	0
公允价值变动收益	(2)	0	0	0	0
其他收益	21	25	25	25	25
投资收益	58	64	64	64	64
<b>营业利润</b>	74751	87880	104705	123699	144004
营业外收入	69	71	71	71	71
营业外支出	292	249	249	249	249
<b>利润总额</b>	74528	87701	104527	123521	143826
所得税	18808	22326	26613	31452	36625
少数股东损益	3260	2659	3169	3744	4360
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>52460</b>	<b>62716</b>	<b>74745</b>	<b>88325</b>	<b>102842</b>

## 主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	12%	17%	17%	17%	16%
营业利润	12%	18%	19%	18%	16%
归母净利润	12%	20%	19%	18%	16%
<b>获利能力</b>					
毛利率	91.8%	92.1%	92.4%	92.9%	93.0%
净利率	47.9%	49.2%	49.9%	50.4%	50.7%
ROE	27.7%	31.8%	35.2%	37.2%	34.9%
ROIC	28.0%	31.4%	34.5%	36.1%	33.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	22.8%	19.4%	19.3%	17.9%	16.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.8	4.4	4.5	4.9	5.5
速动比率	3.2	3.6	3.7	4.0	4.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	143.0	2018.0	1129.0	1162.0	1157.0
应付账款周转率	5.4	4.6	4.4	4.4	4.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	41.76	49.93	59.50	70.31	81.87
每股经营净现金	50.97	29.21	61.27	71.40	84.31
每股净资产	150.88	157.23	168.91	189.17	234.48
每股股利	21.68	47.82	50.05	36.56	42.57
<b>估值比率</b>					
PE	39.8	33.3	27.9	23.6	20.3
PB	11.0	10.6	9.8	8.8	7.1
EV/EBITDA	26.2	22.4	18.7	15.9	13.6

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。