

# 贵州茅台（600519.SH）

## 渠道视角剖析成长：渠道变革史回顾暨未来直销发展贡献展望

买入

### 核心观点

**回顾茅台二十四年渠道变迁史，扁平化和直营化是变革的主旋律，强大品牌力保障下，茅台直销模式的探索和发展始终走在行业前列。**通过梳理茅台1998年以来的渠道变迁历程，可以发现茅台在强大品牌力支撑下，渠道变革从扁平化、直营化和直达消费者方面来看一直走在行业前列，可以说茅台是行业渠道变革的急先锋和榜样。2011年，茅台直销发展起步。2018年起，茅台顺应白酒大众消费升级趋势，加大力度拓展直销渠道，推动茅台的渠道掌控力不断提升；自此，直销占比不断提高也成为茅台业绩增长的重要贡献之一。2022年3月，i茅台自营平台的推出，标志着直销体系拓展更进一步，也开启了茅台直面消费者的新篇章。当下，茅台直销体系建设已初步完善。

**茅台渠道利润丰厚，不断提升直销占比是公司在不提出厂价的情况下回收渠道利润、实现业绩增长的重要手段。**近年来，茅台批发代理渠道收入增长有限，一方面，茅台酒和系列酒的量增都在一定程度上受产能所限，另一方面，茅台提价需结合市场实际情况、考虑多方因素、平衡多方利益；因此，直销占比提升成为回收渠道利润、拉动吨价提升、助推业绩增长的重要引擎，近几年直销收入持续高速增长。我们认为，未来公司直销仍有望继续放量，同时，公司强大的品牌力、极厚的渠道利润安全垫、较完善的直销体系也能保障茅台酒和系列酒的直销量稳步增加，远期视角预计直销占比可达50%左右。

**直销放量贡献弹性测算：我们通过保守测算，不提价假设下预计未来依靠直销放量能保障公司收入双位数增长。**我们从最保守的角度（不考虑提价/产品结构升级/系列酒在直销渠道的增量，仅考虑未来茅台酒的增量绝大多数都投入到直销渠道），测算得未来三年单纯的直销销量的占比提升可助推未来三年公司收入继续双位数增长。此外，若考虑未来非标茅台酒和茅台1935等高价位产品继续放量、主要单品的提价可能性、飞天茅台等更多产品或在i茅台平台上线，公司的收入和利润弹性会更大。

**盈利预测与投资建议：公司是中国白酒行业王者，品牌价值突出，长期提价潜力大，是优秀的底仓配置品种。**考虑到公司产品结构升级等因素，我们微调盈利预测，预计公司未来2022-2024年收入同比增长15.5%/14.9%/14.8%，利润同比增长18.9%/17.7%/15.5%，对应EPS为49.6/58.4/67.5元，当前股价对应PE为35/30/26x。结合多方面估值，我们预计公司股票合理估值区间在2045-2221元之间，相对目前股价有18%-28%的溢价，维持买入评级。

**风险提示：**宏观经济波动，疫情大面积反复，高端酒需求不及预期等。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	97,993	109,464	126,461	145,295	166,864
(+/-%)	10.3%	11.7%	15.5%	14.9%	14.8%
净利润(百万元)	46,697	52,460	62,358	73,411	84,822
(+/-%)	13.3%	12.3%	18.9%	17.7%	15.5%
每股收益(元)	37.17	41.76	49.64	58.44	67.52
EBIT Margin	67.9%	67.5%	67.6%	67.9%	68.2%
净资产收益率(ROE)	28.9%	27.7%	28.3%	28.5%	28.3%
市盈率(PE)	46.6	41.5	34.9	29.7	25.7
EV/EBITDA	32.7	29.6	25.5	22.2	19.4
市净率(PB)	13.49	11.49	9.86	8.46	7.26

资料来源：WIND、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 食品饮料·白酒II

证券分析师：陈青青

0755-22940855

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn

S0980520110001

证券分析师：李依琳

010-88005029

liyilin1@guosen.com.cn

S0980521070002

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	2045.00 - 2221.00 元
收盘价	1733.00 元
总市值/流通市值	2176991/2176991 百万元
52周最高价/最低价	2155.50/1333.00 元
近3个月日均成交额	7033.88 百万元

#### 市场走势



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《贵州茅台（600519.SH）-直销放量稳步推进，龙头业绩确定性和成长性持续突出》——2022-10-17
- 《贵州茅台（600519.SH）-3季度稳健增长，龙头保持业绩定力》——2022-10-13
- 《贵州茅台（600519.SH）-营销改革红利持续释放，龙头业绩确定性彰显》——2022-08-03
- 《贵州茅台（600519.SH）-中报业绩韧性，直营体系构建和系列酒增长显亮点》——2022-07-22
- 《贵州茅台（600519.SH）-直销占比提升至34%，营销改革效果初显》——2022-04-27

## 内容目录

引言	6
1 渠道结构：批发代理为主，直销占比渐提升	6
1.1 销售组织架构：旗下八大子公司，茅台酒和系列酒独立运作	6
1.2 渠道结构拆分：可分为传统经销、直销、KA 电商等五个渠道	7
2 渠道变迁回顾：扁平化和直营化是主旋律	9
2.1 阶段一（1998-2003）：坐商转行商，经销商体系初步建立	9
2.2 阶段二（2004-2010）：团购快速发展，经销商网络渐完善	11
2.3 阶段三（2011-2014）：巩固经销体系，开始构建直销体系	14
2.4 阶段四（2015-2017）：加大直销渠道拓展，自营 APP 上线	15
2.5 阶段五（2018-至今）：加码直销，i 茅台更加贴近消费者	17
3 渠道展望：强品牌力支撑茅台渠道改革先行	21
3.1 传统经销渠道：占比超 40%，经销商优化和渠道下沉将持续	21
3.2 直销渠道：体系初步完善，i 茅台上线开启新篇章	21
3.3 KA 及外部电商渠道：布局已初步完善	23
3.4 茅台集团及酒旅融合渠道：体制改革和内部整合逐步推进	23
4 渠道视角看成长：直销是中长期增长的主动动力	24
4.1 传统经销渠道茅台酒配额已锁定，茅台酒量增受产能所限	24
4.2 近年直销收入高速增长，强品牌力是直销放量的核心保障	24
4.3 从产品和区域看，直销深度和广度拓展仍有较大空间	25
4.4 直销体系建设初步完善，未来有能力承接更多茅台酒增量	25
4.5 i 茅台是线上直销放量的重要依托平台，有望持续贡献增量	26
5 仅靠直销占比提升，未来业绩增长如何？	27
5.1 基于最保守假设测算未来直销增量对业绩的贡献	27
5.2 直销销量测算：假设未来茅台酒增量大部分投向直销渠道，预计 3 年新增 1.1 万吨	28
5.3 直销吨价测算：假设不提价且产品结构不变，直销吨价不变	30
5.4 靠直销增长预计未来三年能为公司贡献双位数增长	30
6 盈利预测：公司双位数成长具备较高确定性	32
6.1 假设前提：直销占比提升和产品结构升级稳步推进	32
6.2 未来 3 年盈利预测：预计公司未来 3 年利润复合增速 15%以上	33
6.3 盈利预测的敏感性分析与情景分析	33
7 估值与投资建议：合理估值区间为 2045-2221 元	34
7.1 绝对估值：2140-2150 元	34
7.2 相对估值：2045-2221 元	35
7.3 投资建议：中国白酒行业王者，品牌优势显著、投资价值突出	36
8 风险提示	36



附表：财务预测与估值 .....	38
免责声明 .....	39

## 图表目录

图 1：贵州茅台股权结构（更新至 2022 年三季报）	6
图 2：2015-2021 年茅台子公司收入和利润情况	6
图 3：茅台销售渠道拆分	7
图 4：各主要渠道茅台酒销量占比（%）	7
图 5：2015-2021 年茅台分渠道收入占比	8
图 6：2015-2021 年茅台国内经销商变化情况	8
图 7：2015-2021 年茅台预收款在行业中处于高位	8
图 8：2015-2021 年茅台经营性现金流较为充沛	8
图 9：2016-2021 年茅台前五大客户和关联方收入占比	9
图 10：2015-2021 年茅台关联交易收入占比	9
图 11：2000 年茅台销售渠道结构（%）	11
图 12：2004-2008 年茅台专卖店数量显著增加（家）	13
图 13：2004-2010 年茅台营收和利润维持快速增长（%）	13
图 14：茅台 2004-2010 年在白酒公司中营收 CAGR 排名居前	14
图 15：2004-2010 年茅五泸前五大客户销售占比对比	14
图 16：2011 年茅台专卖店初步覆盖全国（家）	15
图 17：2013-2014 年茅台专卖店快速扩充（%）	15
图 18：2011-2015 年茅台营收增速快于五粮液（%）	15
图 19：2011-2015 年茅台净利润始终维持正增长（%）	15
图 20：2018 年以来白酒行业量减价增趋势尤为显著	17
图 21：2020 年我国高净值人群约有 262 万人	17
图 22：茅台自 2018 年下半年起开始大力清理违规经销商	18
图 23：2018 年起茅台酒和系列酒经销商先后进行了大幅缩减	18
图 24：2021 年茅台董事长提出“五线发展道路”	20
图 25：2022 年初茅台提出“五合营销法”	20
图 26：2022 年 7 月茅台召开传承人大会暨经销商表彰会	21
图 27：2022 年 7 月茅台第三代专卖店在贵阳亮相	21
图 28：i 茅台 2022 年 3 月 31 日试运行，5 月 19 日正式上线	22
图 29：2014 年至今茅台自营电商发展时间线	22
图 30：2019 年以来直销收入增速快于传统批发代理增速	25
图 31：2018 年公司直销发力以来，直销吨价稳步提升	25
图 32：贵州茅台直销体系沿革	26
图 33：茅台直销放量贡献测算逻辑	27
图 34：2016-2021 年茅台酒设计产能和实际基酒产量	29
图 35：2022-2030 年茅台酒基酒产量和可供销量测算	29
图 36：2016-2020 年茅台酒销量增量和直销渠道增量对比	30
图 37：2022-2025 年茅台酒销量和投放直销渠道销量测算	30

表1：茅台销售渠道拆分	7
表2：2003年及以前白酒行业主要政策和事件	10
表3：2004年-2010年茅台渠道体系变革措施	12
表4：2012-2013年白酒行业负面政策和事件	14
表5：2013-2014年茅台放开经销商门槛扩大招商规模	16
表6：2011-2014年茅台渠道体系变革措施	16
表7：2015-2017年茅台渠道体系变革措施	16
表8：2018-2021年茅台渠道体系变革措施	19
表9：2021年8月新董事长上任以来茅台渠道体系变革措施	20
表10：i 茅台目前已上线9款产品，后续有望不断丰富	22
表11：新老茅台自营电商对比	23
表12：i 茅台上线至今销售收入测算（更新至2022年11月30日）	27
表13：历年茅台酒产销量及未来四年茅台酒可供销量测算	28
表14：2022-2025年茅台酒和系列酒直销销量测算	29
表15：2022-2025年茅台酒和系列酒直销收入测算	30
表16：假设未来三年不提价的情况下，2025年公司酒类营业收入预测	31
表17：贵州茅台业务拆分	33
表18：2022-2025年盈利预测表	33
表19：盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）	34
表20：公司盈利预测假设条件	34
表21：资本成本假设	35
表22：贵州茅台FCFF估值表	35
表23：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	35
表24：可比白酒公司估值比较	36



## 引言

茅台是我国拥有最强大品牌力的白酒品牌，这一点从现在来看毋庸置疑，但历史上茅台强大品牌力是如何形成的？这中间离不开茅台渠道力的贡献。那么，历史上茅台渠道是如何不断变迁和迭代优化从而支撑茅台形成如今强大的品牌力的呢？本文就将茅台渠道变迁史进行详细回顾和总结，以期回答这一问题。此外，在强大品牌力支撑下，茅台的渠道变革从扁平化、直营化和直达消费者方面来看一直走在行业前列，可以说茅台是行业渠道变革的急先锋和榜样。近年来，不断提高直营渠道占比成为茅台业绩增长的重要贡献之一，那么在茅台不直接提出厂价的情况下未来还能通过增加直营比例增厚多少业绩呢？——这一直是市场关注的核心问题之一，对此，本文亦将进行详细讨论和测算。

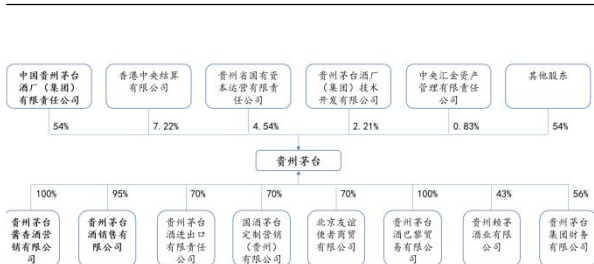
## 1 渠道结构：批发代理为主，直销占比渐提升

### 1.1 销售组织架构：旗下八大子公司，茅台酒和系列酒独立运作

茅台股份公司旗下有八大子公司，负责各类酒水的对外销售工作，核心品牌和部分渠道由不同公司独立运作。①早在1993年，茅台股份公司为推广国外业务建立了贵州茅台酒进出口公司，目前由进出口公司和茅台酒巴黎贸易公司负责茅台酒和系列酒的海外销售，茅台分别对其持股70%和100%。②到2000年，茅台的国内业务不断扩大，为此成立了贵州茅台酒销售有限公司，负责茅台酒的国内销售，并统筹茅台全国自营系统下的30多家自营公司，公司对其持股95%。③2013年，茅台成立国酒茅台定制营销公司，负责为大型企事业单位的定制销售业务，公司持股比例为70%。④2014年，茅台为推进系列酒发展，成立了贵州茅台酱香酒营销公司，负责酱香系列酒（赖茅之外）的国内销售业务，公司对其持股100%；⑤同年，贵州赖茅酒业公司成立，负责赖茅酒的国内销售业务，公司对其持股43%；⑥同年还成立了北京友谊使者商贸公司负责国内电商和商超渠道的茅台酒和系列酒的销售，公司持股比例70%。⑦此外，茅台2013年设立茅台集团财务公司为茅台集团体系内的公司开展资金支持工作，目前公司持股比例为56.04%。

从产品角度来看，茅台核心的两个销售公司是茅台酒销售有限公司和酱香酒营销公司，前者负责茅台酒的销售，后者负责赖茅之外的系列酒的销售。2022年，在茅台集团旗下酒水业务重组后，两家公司生产的酒水被清晰地打上了“茅台酱香，股份出品”的标签，与茅台集团旗下保健酒公司运营的“茅台家族、集团出品”的酒水形成差异化市场布局。

图1：贵州茅台股权结构（更新至2022年三季报）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：2015-2021年茅台子公司收入和利润情况

子公司	营业收入（亿元）	营业收入占比
茅台销售公司	906	83%
进出口公司+巴黎公司	26	2%
酱香系列酒公司	118	11%
赖茅公司	8	1%
财务公司	33	3%
定制酒公司+友谊公司	4	0%
子公司	净利润估算（亿元）	净利率估算
茅台销售公司	480	53%
进出口公司+巴黎公司	14	53%
酱香系列酒公司	39	33%
赖茅公司	3	33%
财务公司	12	37%
定制酒公司+友谊公司	1	33%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 1.2 渠道结构拆分：可分为传统经销、直销、KA 电商等五个渠道

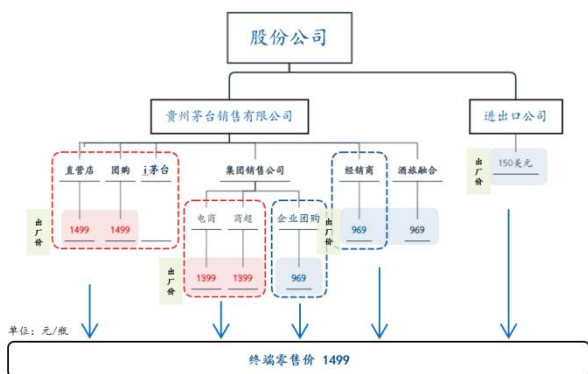
茅台在强大的品牌力支撑下，对渠道拥有很强的话语权和控制力，是厂家主导模式的典型企业。茅台的销售渠道多样，以扁平化的区域批发代理为主，以公司直销为辅，具体包括传统经销渠道、直销渠道、KA 及外部电商渠道、茅台集团及酒旅融合渠道、出口渠道等。值得注意的是，公司财报将渠道分为直销和批发两类，2020 年年报中明确指出直销指自营渠道，而批发代理包括社会经销商、商超、电商、茅台集团及酒旅融合等渠道。

表 1：茅台销售渠道拆分

销售渠道	销售主体	茅台酒销量占比	飞天茅台出厂价	报表收入占比（2021 年 /2022 年 1-9 月）	报表销量占比 （2021 年）	报表吨价 （2021 年）	报表毛利率 （2021 年）
直销渠道（直线下直营店、团购渠道和线上直销平台（即自营电商））	直线下直营店、团购渠道和线上直销平台（即自营电商）	预计茅台酒销量占比 15%+	1499 元/瓶	23%/37%	9%	419 万元/吨	96%
	区域总经销商、特约经销商和专卖店	茅台酒销量占比 40%~50%	969 元/瓶				
KA 及外部电商渠道	全国性商超、区域性商超、第三方电商（如天猫等），主要由集团营销公司对接	预计茅台酒销量占比 15%+	1399 元/瓶	77%/63%	91%	135 万元/吨	90%
	茅台集团及集团营销公司、贵州省国资平台（如贵州机场/贵州高铁等）和省外国资平台（如中粮集团等）	预计茅台酒销量占比 15%+	969 元/瓶				
出口渠道	贵州茅台酒进出口公司	预计茅台酒销量占比~4%	150 美元	2%/3%	2%	159 万元/吨	91%

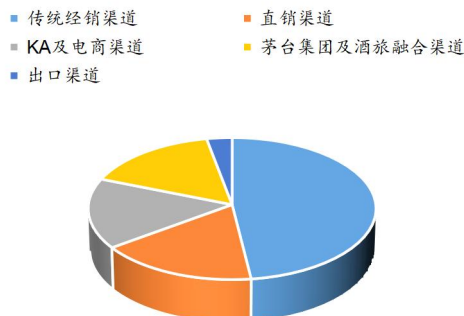
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 3：茅台销售渠道拆分



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：各主要渠道茅台酒销量占比（%）

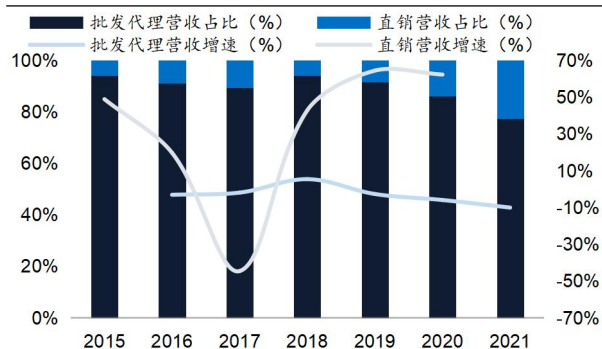


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 1) **传统经销渠道**：经销渠道的销售主体主要包括区域总经销商、特约经销商和专卖店。茅台经销商以小商为主，截至 2022 年 9 月底，茅台经销商共 2188 家（年配额普遍在几十吨不等，多数在 5-20 吨左右），专卖店约 1300 多家（年配额普遍在 3-5 吨左右）。作为白酒行业最为传统的销售渠道，经销渠道是茅台公司十分重要的渠道，其销售占比也是最大的。2018 年之前公司经销渠道销量占比约在 70-80%左右，2018 年以后伴随着公司整顿清理经销渠道，其销量占比逐渐下降，但目前仍占据着最大的份额。我们测算 2022 年通过传统经销渠道销售的茅台酒配额总量约 1.7 万吨，占茅台酒销量的比重约 40~50%。

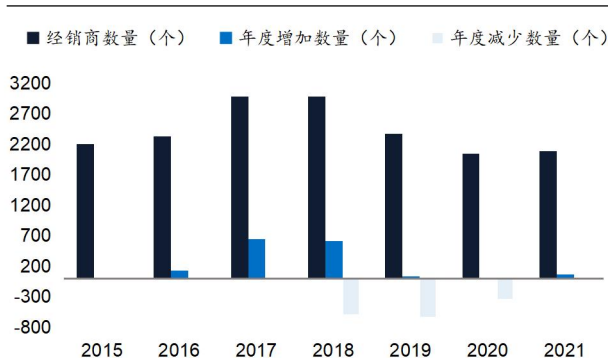
- 经销渠道对公司的作用主要有两点：1) 共建市场：经销商以其拥有的客户资源帮助公司开拓市场、做大品牌、维护客群；2) 风险共担：白酒行业普遍采用先款后货的结算方式，经销商为公司提供稳定现金流的同时分担了一部分销售风险。在强大的品牌力支撑下，茅台采用额度较为固定的配额制的销售方式，通过控制原有经销商配额，对经销商的控制力和话语权较强，茅台的预收款在行业中处于高位以及经营现金流较为充沛也显示出这一点。

图5：2015-2021 年茅台分渠道收入占比



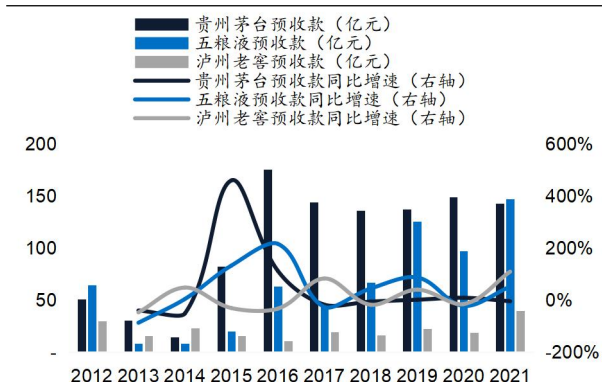
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：2015-2021 年茅台国内经销商变化情况



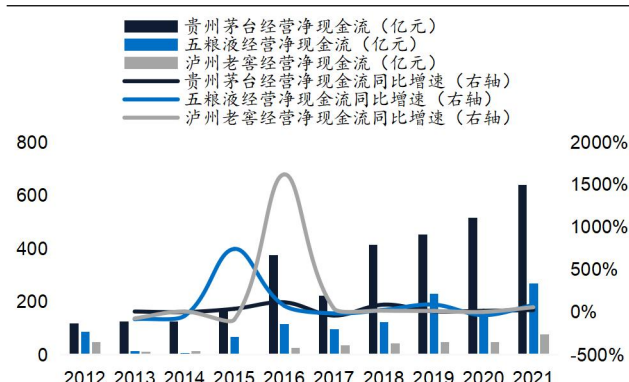
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：2015-2021 年茅台预收款在行业中处于高位



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：2015-2021 年茅台经营性现金流较为充沛



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

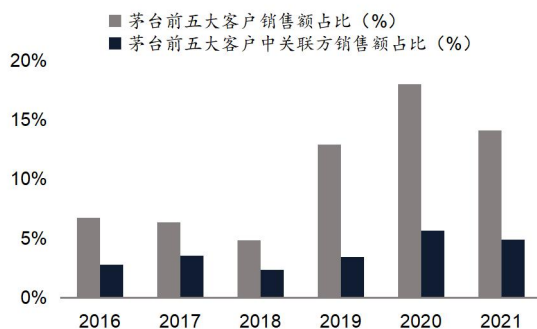
- 2) 直销渠道 (to C)：直销渠道的销售主体包括线下直营店（全国约 36 家，年配额在 10-30 吨左右）、团购渠道（对接大集团客户）和线上直销平台（即自营电商 i 茅台）。茅台 2012 年开始建立直营体系，在直辖市和省会城市设立全资自营公司，目前在全国开设了约 36 家直营店。团购渠道一般直供党政军渠道和大集团客户。2018 年起公司大力拓展直销渠道，锁定经销渠道茅台酒配额，将茅台酒增量大多投向直销渠道，我们测算茅台酒直销销量接近 6000 吨，占比约 15%+。直销发展成为公司重要的业绩增长动力，带动直销渠道收入占比逐年提升，2021 年公司直销渠道收入占比升至 23%。2022 年 3 月底公司推出自营电商平台 i 茅台，标志直销体系构建更进一步，2022 年 1-9 月公司直销收入占比达到 37%，预计未来公司直销占比还会进一步提升。
- 3) KA 及外部电商渠道：KA 及外部电商渠道的销售主体包括全国性商超（如大润发、物美等）、区域性商超、电商平台（如京东、天猫等），主要由集



团营销公司负责对接和运作。2018 年起公司在 KA 及外部电商渠道上开始发力，截至 2020 年底公司约和 68 家渠道商达成合作。根据我们测算，目前 KA 及外部电商渠道茅台酒投放量约 5000-6000 吨，占茅台酒销量 15%以上。KA 及外部电商渠道的作用主要在于：1) 提升品牌形象：KA 及外部电商渠道可以起到展示品牌形象的作用；2) 树立价格标杆：KA 及外部电商渠道以零售指导价直面终端消费者，缩减了渠道链条，可以更好的帮助公司树立价格标杆、掌控价盘；3) 提升利润率：KA 及外部电商渠道相较于传统经销渠道，公司产品出厂价更高，KA 及外部电商渠道销售占比提升一定程度上可以提升公司的利润率，增厚公司业绩。

- 4) 茅台集团及酒旅融合渠道：茅台作为贵州省国有企业和贵州经济的支柱企业，肩负着一定的社会责任。茅台酒的一部分配额给到了茅台集团以及茅台集团营销公司这些股份公司的关联方，其中茅台集团营销公司除了前述负责对接运作 KA 及外部电商平台，还有自己的团购业务。另外还有一部分茅台酒配额给到了贵州省内外的除了集团关联方之外的国资企业，酒旅融合渠道的销售主体主要包括贵州省国资平台（如贵州机场、贵州高速、贵州酒店、贵州盐业等）和贵州省外国资平台（如中粮集团、烟草公司等）。这一渠道的销售主体相当于公司的特许经销商。我们测算酒旅融合销售渠道销量占比约 15%+。

图9：2016-2021 年茅台前五大客户和关联方收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：2015-2021 年茅台关联交易收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 5) 出口渠道：公司通过进出口公司开展出口业务，上世纪 70 年代至改革开放初期，茅台作为中国白酒文化的名片，为出口创汇做出了贡献，当时茅台酒每年出口量占产量的比重一度高达 15%左右。此后茅台出口占比收缩至个位数，2021 年公司出口渠道销售收入占比仅 2.5%，销售量约 1561 吨。

## 2 渠道变迁回顾：扁平化和直营化是主旋律

回顾过往，茅台在几次行业更迭中，都抓住了发展机遇进行营销变革，不断在经销商、专卖店、团购、电商等方面进行优化调整，让自己始终站在行业的前端。2019 年之前茅台的销售渠道主要依赖经销商，直销占比较低；2019 年起茅台实施了较为深度的营销变革，不再增加茅台酒经销商，且经销商渠道不再增量，转而向电商、商超、直营店等直销渠道加大投放，茅台直销占比逐年提升。

### 2.1 阶段一（1998-2003）：坐商转行商，经销商体系初步建立

行业背景：1997 年亚洲金融危机影响下白酒行业进入低谷期

1984年起，因国家放开酒企生产指标配额管理和名酒价格管制等政策影响，白酒行业产能扩张浪潮掀起。然而1997年亚洲金融危机影响了国内经济，叠加公务消费禁令、假酒案等事件的负面影响，白酒行业一路下行，整体在去产能。2001年白酒行业加征从量税，对中低端白酒影响甚大，使得行业产量进一步下滑。但好在中国经济在2001年加入世界贸易组织的带动下，在接下来的几年中每年以8~10%的增幅快速增长，为中高端白酒销售创造了一定有利条件。

表2：2003年及以前白酒行业主要政策和事件

时间	主要政策和事件	具体内容
1984	不再对酒企调拨粮食、白酒税率从60%降至30%	国家不再对酒企调拨粮食，为弥补酒企因以市价采购粮食造成的成本上升，白酒税率从60%降至30%，并放开生产指标配额管理
1988	放开名酒价格管制	国家放开13种国家名酒基础价格表，实行市场调节，酒企可按市场供应自由定价
1994	白酒开征从价消费税	白酒开始征收消费税，首次提出从价征税，对粮食/薯类白酒分别征收25%/15%从价税
1997	亚洲金融危机爆发	亚洲金融危机爆发导致我国经济增速大幅下滑
1998	限制白酒过分广告营销、限制酒企扩大生产规模、山西朔州爆发假酒案	粮食/薯类白酒的广告宣传费不予在税前扣除；白酒实施生产许可证制度，限制酒企扩大生产规模
2001	白酒加征从量消费税、取消外购酒可抵扣已纳消费税政策	白酒开始实行从价从量相结合的复合计税方法，对粮食/薯类白酒在25%/15%从价税基础上按0.5元/斤从量加征消费税，且不再允许抵扣企业外购的用于连续生产白酒的已税商品的已缴消费税
2002	取消白酒所得税优惠政策	国家取消了白酒上市公司先征后返18%的所得税优惠政策

资料来源：新浪财经，公司公告，国信证券经济研究所整理

### 公司背景：1998年之前茅台不重视营销，行业调整期迫使公司销售模式转型

1998年以前，由于茅台酒销售以政务特供和出口换汇为主，茅台主要采用“批条+生产”的模式，公司不重视营销，70%以上的经销商是国营糖酒公司，基本不做终端，加上当时公司内部管理缺乏，使得茅台不断衰落，市场份额下降。1998年公司受到行业整体下行的波及，原有“坐商”模式受到巨大冲击，销量远不及预期，迫切需要在销售模式上做出改变、挖掘出新的消费需求以帮助公司完成销量任务。考虑到经销商群体是公司链接终端需求的重要端口，能帮助公司快速对接市场上的消费需求，茅台开始从“坐商”向“行商”转型。

### 改革成效：1998年开启营销改革后，初步建立起“经销商+专卖店”的营销模式

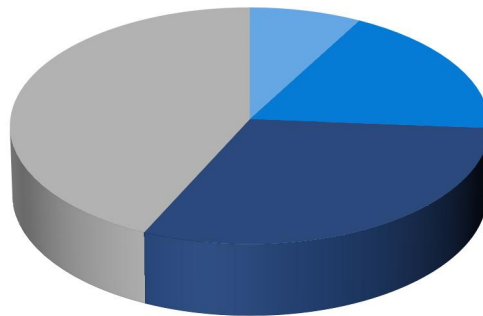
茅台从1998年起开始逐步改变过去由国有糖酒公司包销的模式，走上了“经销商+专卖店”的市场化营销体系建设之路。公司自此组建了历史上第一支营销队伍，一方面在大型商超建设专卖柜，去酒店做终端动销；另一方面在全国范围招募有实力的新经销商，设立总经销商（一个省1家）和特约经销商（一个省1~3家）。对于经销商，茅台主要选择的是更便于掌控的中小经销商（白酒年销售规模在3~10吨左右），并通过在同一个区域设立多个经销商鼓励互相竞争开拓市场。截至2000年底，茅台共有32家总经销商、73家特约经销商、173家专卖店（柜）以及123家签定购销合同。2001年，公司为提升品牌形象和价值、控制终端价格并打假，着手打造“国酒茅台专卖店”，并在全国主要城市发力拓展专卖店。专卖店由经销商负责，装修和人员等费用由公司承担。至2001年末，茅台全国经销商共394家，其中包括170多个专卖店，对地级以上城市基本完成了覆盖。

此外，由于茅台酒早期特殊的销售属性，政务客户和大型集团客户自然成为茅台营销的主力人群。茅台在白酒行业中先行重视“党政军”意见领袖，通过战略性的定位“党政军”核心消费群和大力营销“国酒茅台”的理念把握住了超高端白酒的消费特点，以一系列营销和公关手段（如多年在央视斥巨资投放广告）深化

了“国酒”、“特供用酒”的高端品牌形象，牢牢绑定了高端消费阶层。这为茅台在下一发展阶段针对党政军人群开启团购化营销改革奠定了基础。

图 11：2000 年茅台销售渠道结构（%）

■ 总经销商 ■ 特约经销商 ■ 签订购销合同 ■ 专卖店（柜）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

## 同行对比：酒企营销走向市场化，五粮液首创总经销制

### 五粮液：首创总经销制、买断包销及 OEM 模式，推行大商制

五粮液在 1998-2001 年间通过渠道创新，首创总经销制、买断包销及 OEM 模式，依靠大商的力量，在行业整体消费疲软的背景下逆势实现了快速增长。但随着 2001 年白酒行业加征从量税冲击了低端市场，五粮液过于依赖大商和过多发展中低端品牌的战略隐患也开始显现，由于其中低端产品上的盈利能力较低且主品牌力受到了损耗，五粮液的增长速度开始放缓。

## 2.2 阶段二（2004-2010）：团购快速发展，经销商网络渐完善

### 行业背景：2003 年白酒行业迈入黄金十年，大量政商务需求推动白酒高端化

2001 年我国加入世贸组织后，国内经济发展逐渐加快，加之固定资产投资维持较高增速，逐渐催生出大量政商务白酒需求。白酒行业从 2003 年开始进入量价齐升的黄金时代，虽中途 2008 年金融危机爆发致国内经济下滑影响到白酒销售，但 2009 年 4 万亿投资计划刺激国内经济恢复的同时也带动了高档酒和地产酒销售回升。2003-2012 年白酒行业销量由 330 万吨增至 1127 万吨，年复合增长率接近 15%。

随着白酒行业的蓬勃发展，消费场景和产品结构迎来了全新的改变。从消费场景来看，虽仍以政务消费为主，但商务消费也逐渐成长起来，政商务需求逐渐成为了白酒的主要需求；从产品结构来看，政商务需求推动着白酒的高端化进程，高端白酒开始了产品多样化的革新，市场上不断推出各类政务、商务专用酒等高价酒产品。需求端的变化给白酒行业的营销思路带来了新的启示，对销售模式的规范化、细分化和结构化的要求初现，如何精准定位并引导主流消费人群是这一阶段白酒行业营销需要思考的命题。

### 公司背景：茅台现有销售模式保守落后，白酒行业需求爆发促使公司营销创新

虽然茅台的“经销商+专卖店”模式成功让公司走出了千禧之初亚洲金融危机的阴霾，但是由于渠道扩张过快而公司管理滞后，现有的销售体系的弊端也在行业的

高速发展中逐渐显现。早期专卖店的野蛮生长对市场秩序造成了扰动，粗放的渠道管理模式使得市场上充斥着大量专卖店相互串价和压价销售的乱象；与此同时，冗杂混乱的经销商体系也不能让将丰厚的渠道利润流入公司体内；“价格、窜货、假酒”成为茅台面临的三大顽疾。公司想要顺势而上，实现稳健增长，就需要对目前的营销体系进行梳理，丰富并优化销售渠道，加强对渠道和终端的控制，将管理主动权握在手中，对利益进行合理分配，让竞争优势稳固地体现在收入端。

多年来，茅台依靠中国的特殊国情、深厚的文化底蕴、极强的品牌力和产品力，培养了一批相当忠诚的客户，形成了较为稳定清晰的需求结构。据糖烟酒周刊统计，2003年茅台酒总体需求的30%来自党政军需，20%左右来自大集团企业。在黄金十年高端白酒需求旺盛的时代背景下，为抓住机遇，营销创新、拓展深化新渠道新业务成为茅台的重中之重。对茅台而言，当是时团购业务是一个不错的发展方向，能让公司在消费端更加掌握主动权；另外，茅台强大的品牌力和需求结构的稳定使其议价能力较强且需求弹性较小，茅台在发展团购和个性化营销业务上有一定的优势。

### 改革成效：品牌地位助力公司政商团购业务迅速发展，渠道持续扁平化

2003年起，茅台陆续出台了一些规范整顿专卖店的措施（如专卖店建设的“八个统一”）；2005年茅台停止新设专卖店并加强现有专卖店管理，此后专卖店销售情况开始好转。在整治渠道乱象之外，2004年茅台开始力推实施总经销制度，对经销商实施分级管理，在各区域设立总经销，由区域总经销对接同一区域的其他经销商。自此，茅台形成了“总经销商+区域经销商+特约经销商+专卖店”的渠道模式。2010年，茅台开始实行销售大区制度，在全国成立了9个销售大区。

此外，茅台自2005年起，开始为军区、政务、大型企业等主要消费群体定制茅台酒，团购业务自此迅速发展。茅台吸纳具备政企客户资源的经销商作为团购渠道的特约经销商，积极培养领导干部的消费忠诚度，通过上级政府对下级政府、政府系统对商务系统的延伸，由点及面开拓市场。2008年，据《糖烟酒周刊》数据，茅台60%左右的销量来自政务团购消费，超市与餐饮渠道销量只占20%，其余的是专卖店销售。团购模式的成功使茅台一举扭转了此前由于销售体系保守落后导致的营收增长乏力的现状，并步入迅猛发展期——2004-2010年均营收增速约25%。与此同时，茅台于2006-2008年间三次提价，于2008年1月出厂价首次超过五粮液位居行业最高，成为高端酒市场的价格标杆，并在此后牢牢掌握了行业提价权。

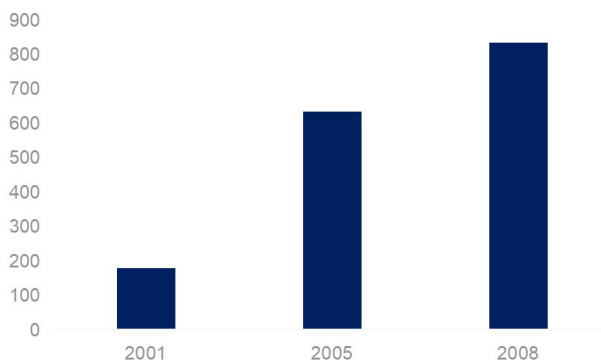
表3：2004年-2010年茅台渠道体系变革措施

发展阶段	战略决策	时间	具体措施
团购模式助力茅台在 “黄金时代”腾飞 2004-2010	加大力度发展团购和个性化营销	2004年	为军区 and 大型企业定制茅台酒，逐步拓展500强企业客户
		2006-2007年	团购定制酒、年份酒等个性化产品数量达到45个
	推行总经销制	2004年	在全国设立9个大区、31个省级片区，区内经销商改从分公司提货，以一家大商替代过去多商同级共存
		2010年	实行销售大区制度，全国成立9个销售大区
		2003年	专卖店建设提出“八个统一”（包括店面装修、商品陈列等方面），对全国400多家专卖店重新资格确认（通过263家），2003年取消了3家不合格专卖店
	加强专卖店管理	2004年	专卖店稳步向有条件的县级市场延伸，具体操作是老客户优先，鼓励重点客户办，其次是发展新客户，无人办而必须办的市场公司自己开
		2005年	当年新增36家特约经销商、96个专卖店和48个销售专柜，同年宣布停止新设专卖店，加强现有专卖店管理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

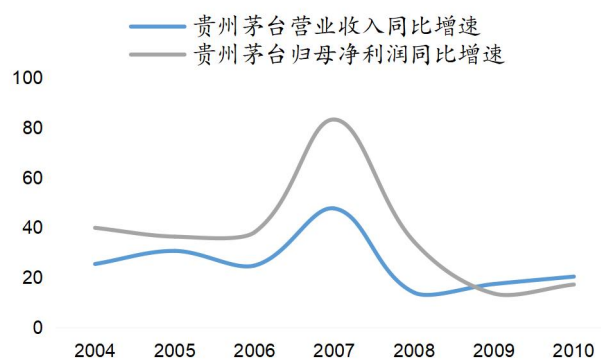


图 12: 2004-2008 年茅台专卖店数量显著增加（家）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 13: 2004-2010 年茅台营收和利润维持快速增长（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 同行对比：茅台政务团购布局行业领先，五粮液维持大商制，老窖创立柒泉模式

#### 五粮液：打造“经销商+专卖店”渠道并发展团购，但始终高度依赖大经销商

五粮液在此阶段与茅台有较为相似的渠道布局思路，即打造“经销商+专卖店”渠道体系，并在 2005 年通过推行“五粮液旗舰店”模式来加强对专卖店的管理。在发展团购业务方面，五粮液在 2007 年组建了 VIP 客户部，专注于军政大客户。2008 年五粮液在品牌管理事务部设立团购事业部，当年团购收入占比达 15%。虽然 2007-2011 年五粮液的团购建设在经销商体系搭建中起到了一定作用，然而五粮液的改革力度不大，销售依旧高度依赖大经销商。2005-2008 年五粮液前五大客户销售集中度超过 70%，而茅台在同阶段的前五大客户销售占比基本在 10%以下，五粮液直销贡献微乎其微。且这一时期，五粮液前期诸多的战略弊端进一步恶化。

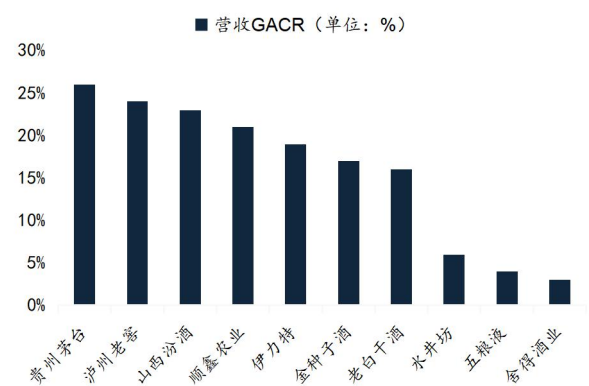
#### 泸州老窖：创立“柒泉”模式深度绑定经销商，但团购业务发展乏力

泸州老窖采取了差异化的渠道发展模式，即厂家和经销商利益绑定、合作共赢。老窖于 2006 年向 8 家经销商定向增发以实现利益绑定，又提出“柒泉模式”——在销售大区由厂家和经销商共同出资建立柒泉公司，市场全权交由经销商管理。这种对市场端放权、产销分离的体系有效激励了经销商热情，销售“外包”模式也降低了费用开支，老窖因此在这个阶段实现了利润的大幅增长；但这种粗放的渠道模式大大削弱了厂家对终端的控制权，为老窖埋下了隐患，成为日后老窖在市场剧烈波动时陷入经营困境的导火索。此外，这一时期老窖在军政业务方面也未及时跟上市场步伐，团购竞争力不足，直销体系建设落后于茅台和五粮液。

**此阶段茅台在团购和军政系统开拓上布局领先。**虽然五粮液和茅台在此阶段的营销渠道模式和发展战略较为相似，但五粮液在改革力度和响应速度方面都远落后于茅台。在改革力度上，五粮液更多的是对传统大商制模式的小修小补；在布局时间上，茅台在 2000 年初期便开始进行团购业务的布局渗透，2007 年已经形成了稳定的支持团购业务的渠道体系，而五粮液直到 2007 年才着手组建 VIP 客户部。茅台的积极变革也帮助其最大化地吸收时代红利，2003 年营收增速赶超五粮液。

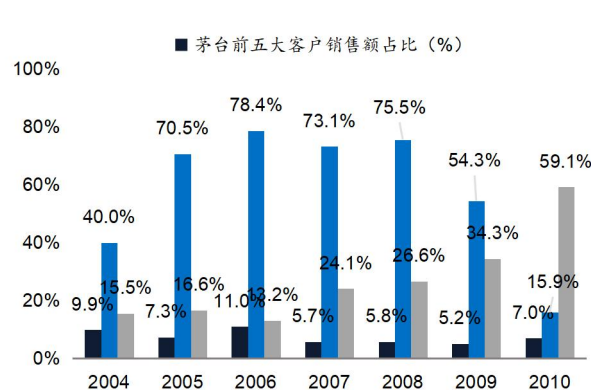


图 14：茅台 2004-2010 年在白酒公司中营收 CAGR 排名居前



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 15：2004-2010 年茅五泸前五大客户销售占比对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2.3 阶段三（2011-2014）：巩固经销体系，开始构建直销体系

### 行业背景：2012 年三公消费受限引发白酒行业深度调整，酒企销售思路急需转换

2012 年，限制三公消费政策的出台宣告了白酒行业高速增长的黄金时代的落幕，叠加塑化剂及限价令等负面事件的影响，高端白酒渠道库存积压，价格泡沫破裂。过去十年酒企对高端消费群体从党政机关干部延伸至商务消费人群的逐步攻克营销手段显然不能持续。高度依赖“三公消费”的酒企急需在销售上寻找破局点。政务消费受阻下，白酒消费悄然迎来了新契机，首先是消费场景有了新趋势，家庭餐饮消费兴起，民间商务需求迎来快速发展期；其次是消费方式迎来了全新变革，互联网消费开始井喷式增长，大众消费潜力的释放使得产品需求走向多样化。如何开拓新客群、迎合大众消费者的需求成为此阶段白酒行业销售改革的新命题。

表 4：2012-2013 年白酒行业负面政策和事件

时间	主要政策和事件	具体内容
2011	酒驾入刑	刑法中将醉酒驾车、飙车等危险驾驶定为犯罪
2012	白酒限制三公消费、酒鬼酒塑化剂事件爆出	“八项规定”、“六项禁令”等限制三公消费政策出台，白酒公务消费受限
2013	茅五因价格垄断受罚	茅台和五粮液因实施价格垄断分别被处以 2.47/2.02 亿元罚款

资料来源：新浪财经，公司公告，国信证券经济研究所整理

### 公司背景：行业下滑凸显茅台渠道弊端，厂商互助同时扩展直销是长远更佳选择

2013 年白酒行业进入深度调整期后，茅台渠道模式的弊端被放大。一方面，由于茅台实行“小商制”模式，茅台经销商的资金实力和营销能力普遍较弱，风险抵御能力差；另一方面，由于过去多年茅台酒供不应求，经销商资格抢手，公司无需主动营销而顾客盈门，使得公司对终端的掌控力较弱。在行业下行压力下，茅台需要找到新的增长点，而新的发展契机便是将消费结构从公务消费切换到大众消费，同时抓住互联网消费兴起的机会拓展电商渠道。

虽然调整中蕴含新机遇，但茅台需要找到匹配自身特性的发展道路，完全依靠未知的新模式会让黎明前的黑暗更加漫长，综合茅台的自身特点，巩固经销体系并构建直销体系是茅台长期的最优策略。一方面，经销体系是茅台发展不可或缺的主力军，原因有两点：①经销商自茅台开启市场化营销之初便是公司发展的中流砥柱，是帮助茅台在低谷期快速反弹的可靠选择之一；②高档酒和中低档酒的运

作模式不同，后者更需要强化渠道推力，过去茅台系列酒一直以总经销制为主运作，在行业销售压力加大时更需要经销商助力。

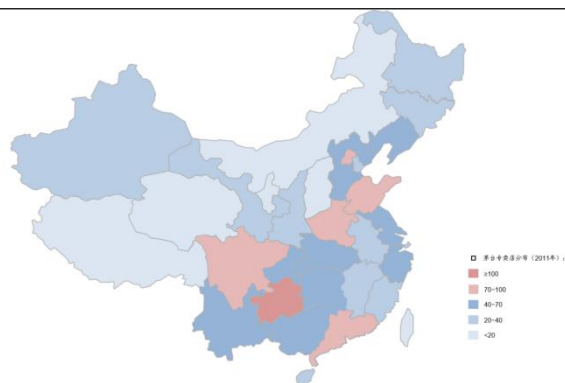
另一方面，为长远计，茅台需要扩展直销渠道来为公司可持续性发展布局，原因有三点：①茅台已经具备强大品牌力，但身处高端白酒行业，必须爱惜羽毛，维护品牌价值，不可“饮鸩止渴”，为补充业绩盲目扩充产品线或走降价冲量的路线；②茅台议价能力强、对大商依赖程度较小的优势也为直销体系的发展提供了适合的土壤；③直销体系可以更顺畅的将利润流向公司，首先直销体系下更高的出厂价能直接增厚品牌利润，其次直销渠道完全掌控在公司手中，公司的渠道管理和价格控制自主性将大幅加强。直销体系为茅台带来的增长潜力不言而喻。

#### 改革成效：茅台在全国建立直营店，直营之路正式开启，同时试水电商领域

2011年10月袁仁国升任董事长，在他的带领下，茅台开始推行直营店战略。这一战略契合当时公司的发展情况：①符合高档酒的运作战略，高档酒适合采用高举高打的品牌营销模式，不需要过多强化渠道推力，无需大量的营销人员做地面推广；②不仅有助于提升高端品牌形象，也有助于团结相当一部分忠实的消费者资源；③有助于解决公司多年面临的高额渠道价差问题（2010年飞天茅台的渠道价差已超过出厂价），直营可助力茅台拿回部分高额渠道利润，在增加盈利的同时也能强化对终端的掌控力和对终端价的管控，遏制过度炒作，打击假酒泛滥；④为了更好地完成十二五期间的营收及利润指标，直营化是大势所趋；⑤茅台日益强大的品牌力也值得直营开店成为可能。

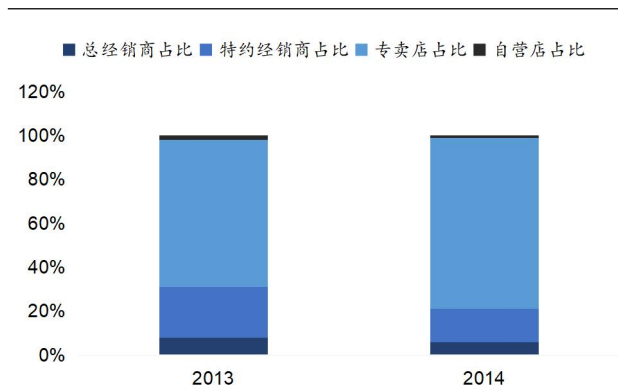
2011年茅台明确提出“在全国各省会城市建立直营店”，加大直营力度，实行经销商和直营店两条腿走路的营销机制。2012年茅台在全国31个省会城市及直辖市设立了31家全资自营公司，标志着直营渠道正式站上历史舞台。2012年茅台在全国的销售网点共有1590家（含31家自营专卖店），其中属于经销商的店面多达1548家。自此，茅台营销网络逐步下沉至地县级，直营化也逐步成为茅台业绩增长的主要驱动力之一。

图16：2011年茅台专卖店初步覆盖全国（家）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图17：2013-2014年茅台专卖店快速扩充（%）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2013年为抵御行业寒冬，茅台放开经销权，联合经销商共渡难关。茅台在2013年7月首次打破专营渠道，并在此后的两年中多次放开代理权（此前近十年未曾放开过）。此举主要是为加强县乡级经销商开发，快速推进空白市场布局和渠道下沉，积极挖掘新渠道并拓展新兴中产阶级消费群体。2014年茅台新增343家经销商和专卖店，为此带来了1500多吨的销售增量。渠道的拓展不仅帮助了茅台开发大众消费潜力，也推动了茅台实现从政务消费为主向大众消费为主的转型，在

巩固了贵州、北京、河南、山东、广东这 5 个核心市场的同时，也在江苏、浙江、上海、重庆、两湖等潜力市场实现了更好的开拓，点状布局逐渐连接成片。

表5：2013-2014 年茅台放开经销商门槛扩大招商规模

时间	经销商门槛	具体政策内容
2013.07	以 999 元打款 30 吨飞天	当年打款 6300 多万元飞天，次年可成为经销商且打款价为 819 元并返点 10%
2013.11	1) 以 999 元打款 1 吨飞天再以 819 元采购 1 吨飞天； 2) 以 819 元打款 1 吨次年自动增配 20% 飞天； 3) 经销商在年底前以 819 元采购 1 吨年份酒可次年增配 1 吨飞天	原有经销商在年底前以 999 元采购 1 吨飞天后可以 819 元增配 20%， (15 年-50 年任选)，次年可以 819 元增配 1 吨飞天
2014.04	2 年打款 20 吨飞天	2 年时间卖出 20 吨飞天 (85% 打款价 819 元+15% 打款价 999 元) 即可成为经销商
2014.06	1) 以 819/999 元打款 3/1.5 吨飞天； 2) 一年内采购 5 吨陈年酒	1) 在空白市场以 999 元采购 1.5 吨飞天后再以 819 元采购 3 吨，即打款 800 多万元可获飞天代理权； 2) 一年内采购 5 吨陈年酒 (含茅台 15 年/30 年等产品)，即打款 1000 多万元可获飞天代理权

资料来源：微酒，佳酿网，国信证券经济研究所整理

针对快速发展的“互联网+酒”的消费模式，茅台同样快速响应，积极应对，率先试水电商领域。2014 年，茅台与京东网上商城、物美超市达成直接供货合作，借力电商渠道补充销售。2014 年 6 月，茅台股份公司出资 2500 万元与控股股东茅台集团、习酒公司等关联方共同投资设立茅台电商，茅台股份公司持有其 25% 的股权。茅台电商是茅台集团唯一的官方电商运营商，旗下经营茅台商城、茅台微商城、茅台云商，以及天猫、工行融 e 购等十几家第三方平台官方旗舰店。多元化的尝试成功拓宽了茅台的销售渠道，使得茅台的渠道覆盖面快速提升。

表6：2011-2014 年茅台渠道体系变革措施

发展阶段	战略决策	时间	具体措施
“经销商+直营店”双线并行，同时试水电商 2011-2014	实行经销商+直营店 双线并行的营销机制	2011 年	首次提出在全国各省会城市建立直营店，搭建自营门店销售渠道
	利用电商多元化拓展销售渠道	2012 年	发布了《关于投资设立国酒茅台自营公司的议案》公告； 第一家茅台直营店在贵阳开业
		2013 年	与京东、天猫、酒仙网达成合作
		2014 年	成立贵州茅台集团电子商务股份有限公司； 开设茅台商城和茅台云商，以及天猫、工行融 e 购等多个第三方平台官方旗舰店

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

## 同行对比：茅台直营改革走在行业前列，行业齐布局电商渠道

### 五粮液：大商模式弊端显现，试水直分销模式，布局电商渠道

五粮液在行业深度调整期中，转为“民酒”战略，同时“大商”模式导致的渠道掌控力不足及渠道拓展乏力的问题也愈发凸显。五粮液在此阶段作出了对直销的进一步探索，主要从三个方面进行深化改革，分别是团购渠道、电商渠道以及试水直分销体系。五粮液在 2013 年提出“公司的核心工作之一就是转变营销机制，将渠道在核心客户下扁平化”。2014 年，五粮液开始推行直分销体系并首先在广东试点，将五粮液大商转变为平台服务商，经销商直接与平台服务商交易，不再与五粮液公司产生直接财务关系。2014 年 6 月，五粮液开始布局电商渠道，与京东等多家电商平台合作并在 2015 年提出自建电商平台。

### 泸州老窖：柒泉模式弊病凸显，转向品牌专营模式

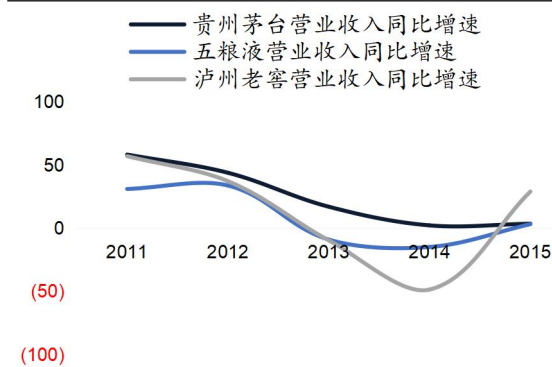
老窖“柒泉模式”的弊端在行业下行周期开始显露，公司对渠道的控制力微弱，产品销量骤减，陷入经营困境。老窖在 2014-2015 年摒弃了原有的“柒泉模式”，



分别成立了特曲和国窖专营公司，开始走向“品牌专营模式”，仅保留两级渠道层级，解决了原有的体系臃肿的弊病，促进了费用投放效率提升，终端控制力显著增强。在这一阶段，互联网东风已起，各家酒企纷纷布局电商渠道，老窖也不例外。泸州老窖也在2014年开始了电商布局，但并未将此作为发展重点。

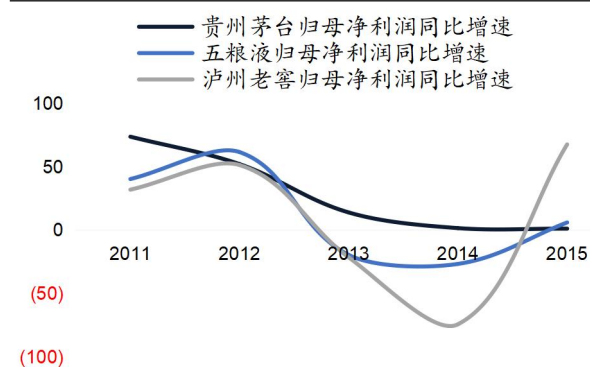
在这一阶段，茅台渠道体系多元化、数字化和精细化的发展道路初具雏形，同时凭借着对直营店的深入布局走在了行业直销体系建立的前端。茅台在同行中渠道扁平化程度非常高，公司前五大客户收入占比显著低于同行业水平，也低于以深度分销见长的洋河前五大客户占比。虽然五粮液在此阶段改革力度有一定提升，但改革思路依旧囿于对传统大商制的改进，在直销方面作出的尝试有限。值得一提的是，茅台在2013年收入规模超过五粮液，且在2013-2014年是白酒行业中唯一实现业绩正增长并在此后率先实现业绩企稳回升的公司，奠定了其在行业内无可撼动的地位，其他酒企逐步被茅台拉开差距。

图18：2011-2015年茅台营收增速快于五粮液（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图19：2011-2015年茅台净利润始终维持正增长（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2.4 阶段四（2015-2017）：加大直销渠道拓展，自营APP上线

### 行业背景：白酒行业复苏，需求端转为大众消费为主导

进入2015年，白酒行业深度调整告一段落，迎来黎明前的曙光。伴随着我国富裕群体扩大和收入水平提升，居民消费潜力释放，白酒行业消费端基本实现转型，以大众消费为主导的需求格局定型，大众消费升级成为行业上涨的新动力源。白酒销售主战场也从团购渠道转向流通渠道，市场竞争态势要求酒企更加贴近终端、贴近消费者。消费端新格局的形成成为白酒企业明确了渠道发力的方向，即深耕下沉市场，布局多元渠道。在市场环境逐渐趋于良性稳定的情况下，如何精准发力、完善符合市场需求的销售体系是酒企的重要关注点。

### 公司背景：渠道利润高昂叠加多元布局需求助推茅台坚定发展直销体系

至暗时刻的风浪过去，茅台经销体系的积弊又一次浮出水面。多年以来，茅台对渠道掌控力较弱，渠道利润高昂，分销渠道拿走了过多的利润，影响了公司的定价、控价和有效调整供应的能力。公司希望通过发展直销来解决这一问题，加上茅台酒的消费主体已从政府部门转移至个人领域，发展电商等新零售也有助于直接对接消费者，解决白酒销售最后一公里的物流痛点。这一阶段价格快速上涨，为了打击经销商囤货、平抑市场价格，公司打出了“公布限价、铁腕管制、优化供应、发力电商”的组合拳。然而，茅台在推动直销时受到了经销商不小的阻力：一方面，由于茅台有着丰厚的利润，管理层与经销商勾结，权力寻租、权钱交易

等贪腐现象愈演愈烈；另一方面，茅台过于激进的直销改革手段遭遇水土不服，引起了经销商的抵触。

#### 改革成效：直销体系初具雏形，终端控制力强化，然茅台电商因推进过快折戟

这一阶段，茅台一方面持续加强专卖店建设，推进渠道精细化。2015 年公司宣布在未来一段时间内不增加新经销商。与此同时，公司的销售组织架构也进行了配套调整，2015 年底宣布取消大区制，转而由省区经理直接对销售公司负责，省区经理的实权有所扩大。2017 年股东大会公司提出“构建以专卖店为主，特约经销商、团购、商超、电商、社区等为辅的销售网络”。2017 年底，公司在所有地级市和 30% 的强县均已开立茅台专卖店，全国约有 39 家直营店，公司对终端的控制力有所增强，直销收入占比也提升至 10.7%。

另一方面，茅台自建电商、加大直销渠道拓展力度，同时加强与商超及外部电商平台的合作以拉近与消费者的距离。2015 年 12 月，筹划已久的茅台云商 App 开始试运营，茅台云商是茅台集团、经销商、专卖店共同搭建的电商平台；2016 年 6 月，茅台云商 App 正式上线运营，同时还积极入驻各大三方电商平台；2016 年 8 月，茅台电商还开始通过茅台商城、茅台微商城、天猫茅台官方旗舰店等渠道销售 1499 元/瓶的平价飞天茅台。2016 年茅台云商实现交易额 26 亿元，当年茅台电商总交易额超过 46 亿元；2017 年茅台云商交易额目标定为 80 亿元，并计划于 2018 年一季度挂牌新三板。

为了积极发展电商平台，2017 年 8 月公司下发了《关于全面启用茅台云商平台的通知》，强制性要求专卖店、特约经销商、自营公司须将 30% 以上未执行合同量通过云商平台销售，同时规定了达标奖励和未达标的处罚等一系列举措；2018 年初这一比例提升至 40% 并规定了 1499 元的出货价格。然而略显激进的改革手段引起了经销商的抵触，过快的发展也导致了腐败问题的滋生。茅台云商平台最终没能如预期发展，于 2019 年 9 月黯然下线，茅台电商公司也因贪腐问题在 2019 年底清算注销。但在这一时期，茅台直营电商的布局依然产生了积极影响，为茅台公司贡献了增量收入，2016-2018 年茅台公司向电商公司销售商品产生的关联交易金额分别为 10.9/20.9/17.7 亿元。

表 7：2015-2017 年茅台渠道体系变革措施

发展阶段	战略决策	时间	具体措施
电商发展遇阻	冻结经销商	2015 年	宣布不增加销量、不增加新经销商、不降低出厂价
直营店表现亮眼	大力推动电商平台	2016 年	茅台云商 App 于 2016 年 6 月正式上线运营； 2016 年 8 月，茅台电商开始通过茅台商城、茅台微商城、天猫茅台官方旗舰店等渠道销售 1499 元/瓶的平价飞天茅台酒
2015-2017		2017 年	下发了《关于全面启用茅台云商平台的通知》，要求专卖店、特约经销商、自营公司须将 30% 以上未执行合同量通过云商平台销售，同时规定了达标奖励和未达标的处罚等一系列举措
		2015-2017 年	2017 年底直营店数量扩大到 39 家，直销收入占比提升至 11%

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

#### 同行对比：行业渠道扁平化趋势形成，各酒企发力渠道改革

##### 五粮液：实施“百城千县万店”工程，向终端营销转型

五粮液在 2017 年提出“二次创业”，真正开始深化改革之路，推进营销组织和渠道扁平化，探索精准触达消费者的方式。五粮液在 2017 年提出“百城千县万店”工程，大范围布局终端专卖店，并上线“五粮 e 店”对标“茅台云商”，以加强对终端的控制。一系列重要转型举措的实施为五粮液的再出发奠定了基础。



## 泸州老窖：推进营销改革，以渠道为核心转向渠道和消费者双轮驱动

老窖也在此阶段大刀阔斧地进行营销改革，试图走出经营困难的泥沼。2015年，老窖改变了原来以渠道建设为核心的营销模式，提出渠道和消费者建设双轮驱动。

这一阶段，随着白酒行业步入复苏期，各酒企均开始进行营销转型、推进全渠道建设来应对市场新格局，改革力度明显变大。相较于五粮液和泸州老窖处于渠道完善的初级阶段，茅台经过多年耕耘已经有了清晰的营销和渠道发展思路，茅台的直营体系建设已经步入正轨。

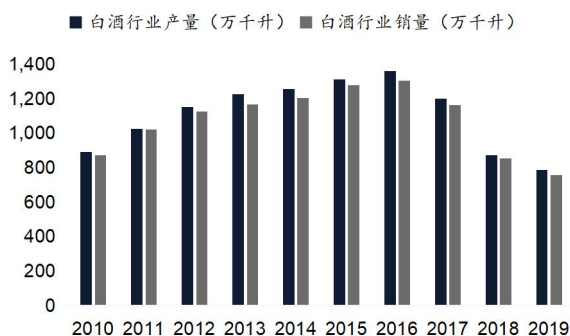
## 2.5 阶段五（2018-至今）：加码直销，i 茅台更加贴近消费者

### 行业背景：大众消费升级驱动下，行业高端化和名酒集中化趋势日益显著

2018年以来，随着国内经济发展，中产阶级人数大幅增加（根据国家统计年鉴数据，到2030年，我国中高收入人群占比预计将达到35%），虽然白酒整体消费量产生了一定的“天花板”，但居民消费能力大幅提升对白酒行业的价格增长产生了更强的支撑。这一背景下，白酒消费升级是大势所趋，行业高端化趋势日渐显著，品牌集中度越来越高，名酒市场份额不断扩大。如何推进营销转型升级、把握住消费升级机遇、建立全面稳定的分销体系是白酒销售面临的新挑战。

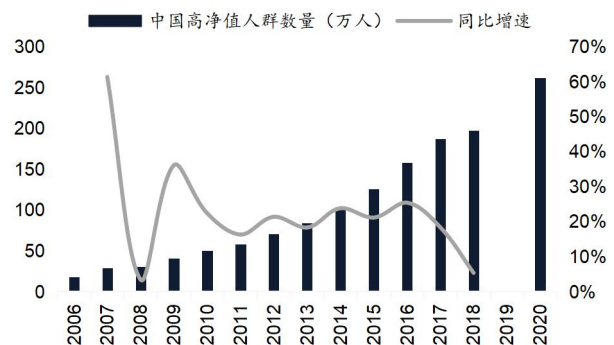
**疫情影响下行业结构性景气趋势不变，高端酒有望持续扩容。**近年白酒行业虽受到疫情防控和宏观经济承压一定的影响，但消费升级和结构性景气的大趋势未改变，名酒集中化的趋势更显著。疫情下，高端白酒的消费需求偏刚性，受影响相对较小，高端酒未来扩容的趋势也较为明朗。

图20：2018年以来白酒行业量减价增趋势尤为显著



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图21：2020年我国高净值人群约有262万人



资料来源：招商银行，WIND，国信证券经济研究所整理

### 公司背景：经销商腐败顽疾被捅破，加快发展直销是重中之重

2018年下半年茅台管理层的贪腐顽疾被捅破，多位高管陆续下马。健全长效治理机制、整顿经销乱象、清扫灰色地带成为茅台的当务之急，发展直销是茅台必经之路。从公司治理层面看，直销渠道透明度更强，能有效解决过去经销商制度下配额不透明、批条生产等问题，发展直销能帮助公司提升治理效能；从品牌层面看，发展直销可以帮助茅台实现“稳价”，从而实现维护市场秩序稳定的目标；从公司利润层面看，多维多点的直销体系能大幅提升公司利润。

彼时新上任的李保芳董事长在2018年经销商大会上明确指出，“当前茅台酒面临新的任务，核心是营销体制的理顺与完善”，明确释放出“重点扩大直销渠道、

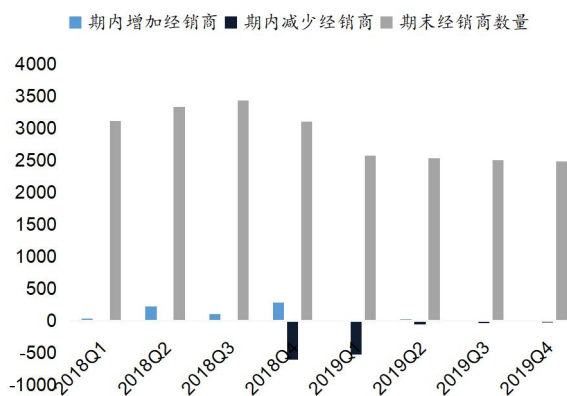
推进渠道扁平化”的信号。自此，茅台开启了大刀阔斧的渠道改革，大批淘汰违规经销商，推进直销建设。

**习酒剥离后茅台公司成为集团更重要的业绩支撑。**茅台作为高端白酒龙头，有望享受高端白酒行业扩容最大的红利。2021 年仁怀市政府发布《仁怀市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，其中提出到 2025 年，茅台集团营业收入达到 2000 亿元，因茅台股份公司是茅台集团的重要收入支撑，这一纲要也对茅台股份公司的未来发展提出了高要求。2022 年 7 月，茅台集团公告称将无偿划转习酒公司 82% 股权给贵州国资委持有，习酒公司剥离出茅台集团意味着十四五期间对茅台股份公司的收入要求更高。

### 改革成效：经销体系显著优化，直销渠道加速拓展，渠道掌控力持续强化

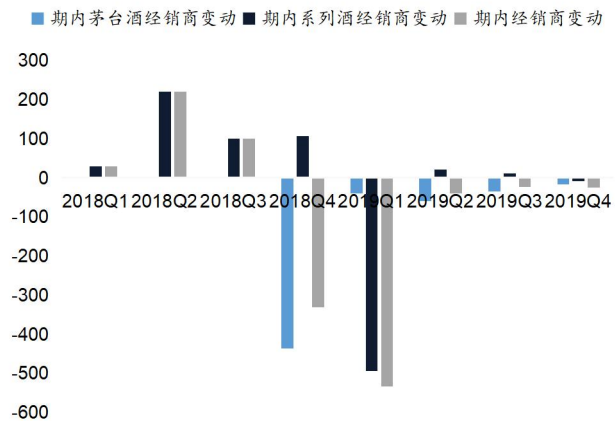
2018 年起，经销商的无序发展被坚决叫停，公司开始大力整顿经销体系。从 2018 年下半年开始，茅台开始对经销商进行“削藩行动”，实行了一系列优化经销商结构的举措，具体包括：对违规的经销商进行清理整顿、取消违规经销商资格、保持经销商配额不再增加等。2018 年公司砍掉 607 家经销商，并规定未来一段时间内不再新增专卖店、特约经销商、总经销商；2019-2020 年经销商数量持续减少；直至 2021 年，公司经销商总量才有了增加（净增 43 家），经销商网络的优化才基本完成。

图 22：茅台自 2018 年下半年起开始大力清理违规经销商



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 23：2018 年起茅台酒和系列酒经销商先后进行了大幅缩减



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**从 2018 年开始，茅台开始大力拓展电商、商超及卖场、高铁及机场专卖店等直销渠道，加大直销直供力度。**公司于 2018 年底表示未来经销商渠道配额保持 1.7 万吨不再增量，茅台酒增量用于扩展直销渠道和调高非标酒产品占比，公司还将清掉的违规经销商的剩余配额也投入直销渠道。因自营电商发展折戟，公司转向扶持第三方平台。2019 年起，公司面向电商、商超及卖场公开进行茅台酒的招标，至 2020 年底先后将 68 家电商、商超卖场、国资企业、烟草连锁等渠道商纳入直销体系，各类直销渠道的配额不断增加，渠道更加优化，资源配置更加合理。但直销体系的发展也并非一帆风顺，2019 年初公司直销渠道并不完整，与经销体系的对接不太顺利，直销放量进度较慢导致茅台酒供需缺口放大，2019 年春节茅台因整个市场供货量减少，一批价大幅上涨。

**2019 年 5 月，茅台集团营销公司正式成立。**该公司由茅台集团 100% 控股，重点针对团购、商超等终端客户开展直销业务，与社会渠道错位发展，以“稳市场、稳价格、稳预期”为主要目标进行布局规划，并对回收的茅台酒配额进行重新分配。

此前茅台股份公司旗下已有一家茅台销售公司，负责茅台全国 33 家自营公司。为此，茅台股份公司向茅台集团销售产品的金额限定为不超过上一年净资产的 5%。茅台集团营销公司的成立进一步理顺和完善了茅台酒的营销体系，利于向商超、团购等符合公司营销战略布局的渠道进行稳价供应，也利于控价放量及渠道的进一步扁平化。经过三年多的发展，茅台的直销渠道逐渐成熟，2018 年茅台直销收入仅 44 亿元，收入占比仅 6%；2021 年茅台直销收入已达 240 亿元，收入占比约 23%，未来茅台直销占比有望继续提升。

表8：2018-2021 年茅台渠道体系变革措施

发展阶段	战略决策	时间	具体措施
拥抱直销 深化体制变革 2018-2021	优化经销商结构 调整经销商配额	2018 年	淘汰违规经销商，全年减少茅台酒经销商 437 家/系列酒经销商 170 家； 提出今后一段时间不再新增专卖店、特约经销商、总经销商； 经销商渠道 1.7 万吨茅台酒配额不再增加
		2019 年	全年减少茅台酒经销商 137 家/系列酒经销商 503 家； 茅台酒经销商合同量维持 1.7 万吨不再增加；
		2020 年	查处收回违规茅台酒经销商、专卖店配额约 6000 吨（其中含 2500 吨批条货） 全年减少茅台酒经销商 45 家/系列酒经销商 301 家； 茅台酒经销商合同量维持 1.7 万吨不再增加； 要求每月配额卖出至少 80% 的量
		2021 年	全年减少经销商 20 家，同时增加 63 家经销商； 要求茅台拆箱销售； 进一步规范经销商销售，提升渠道掌控力
		2018 年	提出公司重点将是多元化扩展直销渠道； 减少的经销商的计划量归入直销渠道； 计划增加直营店并提高直营店供货量
	拥抱直销 拓展各类直销渠道	2019 年	成立茅台集团营销公司，与经销商渠道错位发展，股份公司计划向茅台集团销售产品不超过 2018 年净资产的 5%（即 56 亿元，对应普飞约 2776 吨）； 公开进行电商、商超及卖场的招标，商超卖场+电商投放超 1000 吨飞天茅台； 将收回的约 6000 吨违规经销商配额，重新分配给营销公司以及直销渠道
		2020 年	截至年底共签约 68 家区域 KA 卖场、酒类垂直电商、烟草零售连锁等直销终端； 直销渠道商（电商、地方性区域卖场以及高铁机场专卖店）数量达到 68 家； 大幅提高电商、商超、自营渠道的投放规模，规划 2800 吨（原则上要求成倍增长）投入 33 家直营店
		2021 年	中秋国庆双节茅台酒合计投放超过 8000 吨； 加大非标茅台酒直营店拿货比例

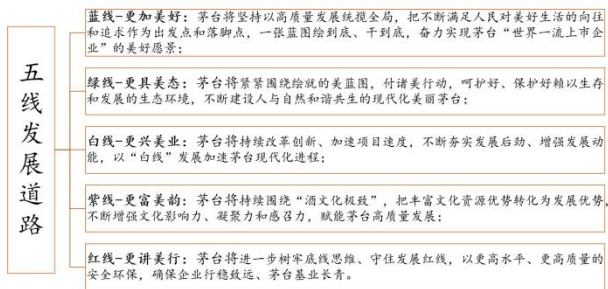
资料来源：公司公告，公司官网，蓝鲸财经，国信证券经济研究所整理

2021 年 8 月，茅台新董事长丁雄军上任，进一步推进营销体制与价格体系改革。这期间，茅台先后出台了一系列的改革举措，着力让茅台酒回归商品属性，如逐步取消非市场化手段、构建“价格匹配、层次清晰、梯队合理”的品牌体系、推出自营电商平台等。同时，在丁董事长的带领下，茅台推出了一系列营销的新理念、新思路和新方法，如“五线”发展道路、五匠质量观、九大文化、九大攻坚战等。2022 年 2 月，丁董事长提出“五合营销法”，并提出要把“美”作为科学应变的主导思想和市场营销的核心理念，开启茅台了“美+主动求变”的新营销时代。当下，茅台的营销体制改革思路愈发清晰，市场化改革方向明确，对渠道的掌控力日盛。

**加强数字化营销，以数字化精准赋能营销体系。**丁董事长提出的“五合营销法”中，构建和完善数字化营销平台是关键一环，意在加快补齐新零售短板，为市场营销注入新动能。i 茅台作为公司自主研发的自营电商平台，是数字营销的重要载体，通过“一瓶一码”，每瓶酒的生产、仓储、物流、销售等关键信息，都将被集成整合，从而实现从产品到商品的“端到端”溯源。i 茅台突破了以往难以直接触达消费者的屏障，还承载了文化传播、新品宣传阵地的功能，标志着公司

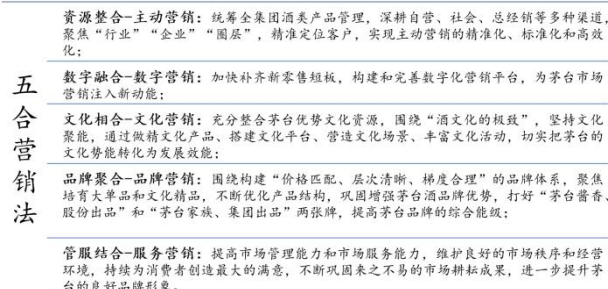
直销体系建设更进一步。

图24：2021年茅台丁董事长提出“五线发展道路”



资料来源：茅台股东大会，国信证券经济研究所整理

图25：2022年初茅台提出“五合营销法”



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表9：2021年8月新董事长上任以来茅台渠道体系变革措施

发展阶段	战略决策	时间	具体措施
优化经销商渠道		2021年	取消非标茅台酒拆箱销售政策； 进一步规范经销商销售，持续清理违规经销商，提升渠道掌控力； 10月茅台大酒店取消订房购买飞天茅台
		2022年	11月全国一批商启用茅台云商系统，录入销售数据
		2022年	取消1*6装普飞拆箱销售政策，新增1*12装普飞拆箱销售
推进专卖店升级		2022年	3月茅台机场取消部分航班和预约购酒活动
		2022年7月	第三代专卖店在贵阳落地
深化直销改革		2021年	中秋国庆双节茅台酒合计投放超过8000吨； 加大非标茅台酒直营店拿货比例；
		2022年	11月增配计划外800吨飞天茅台，出厂价1479元
重新推出线上电商平台		2022年	经销商非标配额改从直营店以更高的价格提货
		2022年	推进线上平台改革，新电商平台“i茅台数字营销APP”于3月31号上线，同时整合接入12家第三方电商平台

资料来源：公司公告，公司官网，蓝鲸财经，国信证券经济研究所整理

## 同行对比：酒企纷纷发力数字化赋能

### 五粮液：重点发展团购渠道，多点扩展直销

2018年五粮液确定了新的营销体系发展方向，对传统大商制的依赖逐步减弱，力求实现全渠道发展。五粮液选择团购渠道作为发展直销体系的落地点，力求打造新的业绩增长点。2020年疫情发生后，五粮液提出“三加三减”战略：传统渠道减，创新渠道加；渠道费用减，团购战略加；传统模式减，精细化营销加。2020年以来，五粮液在直销渠道多点开花，加快专卖店的开设、推出五粮液“云店”小程序、建成并运行数字酒证平台，深化与永辉超市和苏宁易购的合作等措施陆续落地，建立起传统、团购和创新三大渠道体系，渠道结构进一步优化。2019-2021年五粮液直销渠道占营业收入的比重分别为6%/12%/18%，未来直销占比有望持续提升。

### 泸州老窖：直营、协同和经销的“1+1+1”模式帮助公司走出困境

泸州老窖的品牌专营模式实行直销和经销并行的策略，针对不同的地区采取因地制宜的销售模式，对于不符合经销条件的市场，公司通过设立品牌专营公司子公



司进行直营操作。差异化的销售策略帮助老窖维护了核心单品的品牌力，强化了终端管控。

### 3 渠道展望：强品牌力支撑茅台渠道改革先行

#### 3.1 传统经销渠道：占比超 40%，经销商优化和渠道下沉将持续

就茅台长远发展而言，品牌拉力和渠道推力缺一不可，经销商有宝贵的高端圈层客户资源，在市场推广上也起着重要作用。茅台始终坚持优化经销渠道，吸纳优秀的经销商进入销售体系，并整合经销商资源。例如，今年 7 月，茅台召开传承人大会暨茅台酒经销商表彰会，表示未来将加强传承人的培训，意在支持和鼓励更多年轻人投身茅台营销事业，从而激发经销商体系活力；同时，7 月茅台第三代专卖店在贵阳落地，升级后的专卖店科技更新、文化更强，未来全国 1300 多家专卖店会陆续升级，给消费者提供更好的体验。我们认为茅台未来可能不会再大幅削减经销商。同时，结合公司于 2018 年底表示未来经销商渠道配额保持 1.7 万吨不再增量，我们预计未来几年茅台经销渠道销量占比会维持在 35-40%左右。

图 26：2022 年 7 月茅台召开传承人大会暨经销商表彰会



资料来源：酒时，国信证券经济研究所整理

图 27：2022 年 7 月茅台第三代专卖店在贵阳亮相



资料来源：茅台时空，国信证券经济研究所整理

#### 3.2 直销渠道：体系初步完善，i 茅台上线开启新篇章

##### 历经八年积累，茅台自营电商再出发，今年 3 月“i 茅台”顺利上线

茅台在发展直销体系的道路上从未放弃过对电商领域的探索。2014 年茅台开启电商领域初试水，然而当时管理体系未能跟上使得电商平台发展折戟。2022 年公司再度推出自营电商平台，于 3 月 31 号上线“i 茅台数字营销 APP”，首批试水产品包括茅台 1935、虎年生肖酒、珍品茅台等，同时整合接入 12 家第三方电商平台，提供购买飞天茅台酒的抢购信息，之后于 5 月 19 日正式开始运营。此次 i 茅台 App 的推出彰显了茅台换帅以来深化直销体系改革、积极寻求新的业绩增长点的决心，也标志着茅台直销体系的进一步完善与拓展。茅台对自营电商的持续优化也得到了消费者的认可，据“茅台时空”统计，i 茅台试运行 49 日后，注册用户达到 1364.3 万人，预约申购人次达 3.4 亿次，共计办理业务支付 92.5 万单。



图28：i 茅台 2022 年 3 月 31 日试运行, 5 月 19 日正式上线



资料来源：i 茅台，国信证券经济研究所整理

图29：2014 年至今茅台自营电商发展时间线



资料来源：公司官网，茅台时空，国信证券经济研究所整理

**i 茅台上线产品不断丰富中。**目前一共上线 9 款产品，覆盖 218-4599 元价格带，每款产品涵盖不同消费场景，满足了不同圈层的不同消费者的需求。具体而言，自 3 月 31 日试运行起，i 茅台上线了虎年生肖、珍品茅台、茅台 1935 四款产品，均采用预约申购方式；5 月 19 日正式运营之后，又新增了飞天茅台 53 度 100ml、飞天茅台 43 度 500ml、金王子和紫迎宾五款产品，均采用云购方式，无需申购。目前，飞天茅台 53 度 500ml 未直接上线，而是接入了 12 家第三方电商平台，提供购买飞天茅台的抢购信息。我们认为这样的产品策略符合当下茅台营销体系的现状，一方面，电商平台吸引了旺盛人气，可以帮助扩大茅台 1935 和非标茅台等一些新品的知名度和影响力；另一方面，电商平台刚刚上线，在运营方面还需要积累经验、规范制度，目前上线的非标酒本身投放量不多，加上茅台 1935 因新上市销售体量还不是很大，管理上相对可控。

表 10：i 茅台目前已上线 9 款产品，后续有望不断丰富

购买类型	产品	价格	上线时间	投放渠道
线上购买	贵州茅台酒飞天 53 度 100ml	399 元/瓶	2022/5/19	仅在 i 茅台 App 销售
	贵州茅台酒飞天 43 度 500ml（带杯）	1099 元/瓶		
	贵州茅台酒飞天 43 度 500ml（喜宴·红）	1099 元/瓶		线上线下同步销售
	茅台王子酒 53 度 500ml（金王子）	338 元/瓶		
	茅台迎宾酒 53 度 500ml（紫）	218 元/瓶		
享约申购	茅台 1935 53 度 500ml	1188 元/瓶	2022/3/31	
	贵州茅台酒（壬寅虎年）53 度 500ml	2499 元/瓶		
	贵州茅台酒（壬寅虎年）53 度 375ml*2	3599 元/盒		
	贵州茅台酒（珍品）53 度 500ml	4599 元/瓶		

资料来源：i 茅台，国信证券经济研究所整理

新电商平台较此前的茅台云商消费体验更佳，定价机制更透明。茅台吸取了之前的失败经验，新电商平台相比老版购买规则更加合理。i 茅台采用摇号购买的方式，用户需要实名制认证才能获得购买资格；另外，i 茅台由公司统一定价，消费者线上预定购买、线下直接提货，比起此前茅台云商采用的服务网点定价机制，i 茅台的定价渠道由公司牢牢掌握。除此之外，i 茅台完全自主开发，还引入了区块链公证技术和智能风控技术，进一步阻断了黄牛从中作梗的可能性，真正做到了直达消费者，也最大限度地做到了公正、公平、公开地满足小批量、刚需消费者的用酒需求。

表 11：新老茅台自营电商对比

运营方式	茅台云商（旧）	i 茅台 App（新）
上线产品	53 度飞天茅台	茅台 1935、珍品茅台、虎年生肖茅台、43 度飞天茅台、53 度 100ml 飞天茅台等 9 款产品（不直接销售 53 度飞天茅台）
抢购时间	APP 预约时间为每日 00:00-23:59，相应抢购时间为次日 10:00-16:00	申购时间为每日 9:00-10:00，当日 18:00 公布申购结果
购买频次	同一个注册号一个星期抢购一次	每天都可以进行申购
经销商参与模式	经销商拥有最终成交价格的决定权以及不提供服务权力	经销商仅作为提货点，没有最终成交价格的决定权
运作模式	只是将用户需求推送给服务网点，至于是否提供服务、实际成交价多少，均由网点自行决定	用户线上预约申购后进行抽签，中签后到线下直营店提货（实际成交价即公司建议零售价）
管控程度	第三方开发，管控度一般	自主开发，管控度强

资料来源：公司官网，茅台时空，新京报，国信证券经济研究所整理

### 茅台自营电商在稳市稳价、拓宽消费市场等方面意义重大

**数字化赋能销售，拓宽消费市场：**“i 茅台”是茅台从包装生产到渠道终端，再到消费者全链路拉通的链接者。自营电商通过汇集大量消费者数据和货物流向的全面掌控，能帮助茅台深入研究消费者行为、勾勒消费者画像、分析消费者购买心理，找到新市场格局下的营收增长点。i 茅台的价值不仅在于庞大的高价值人群的消费数据池，也在于构建了新的私域流量，助力公司拓宽年轻消费市场。

**新品营销阵地，带动系列酒销售：**i 茅台作为自带流量的重要 C 端流量入口，已成为茅台新品的重要宣传阵地。i 茅台上线的产品中，除了 43 度飞天、金王子和紫迎宾，均为 2022 年推出的新品；尤其对于千元价格带战略单品茅台 1935 而言，i 茅台已成为其重要的销售渠道。短期看，茅台基于对经销商和市场情绪、i 茅台运营尚未成熟等方面的考量，飞天茅台等大单品暂未在自营电商上线；但放眼中长期规划，考虑自营电商在品宣方面的积极作用，未来 i 茅台或将上架更多产品。

**维护市场稳定，强化渠道管控：**“茅台酒虽好但价格太高”，大量“黄牛”和“代购”囤货炒作，普通消费者难以找到购买平价茅台酒的途径是一直以来的消费痛点。此次 i 茅台改变了以往侧重线下门店的服务模式，通过实行“实名制注册”、“线上购酒、就近提货”、平台统一定价、经销商只参与供货环节等举措，最大程度地解决了公平购酒问题，消费者能通过自营电商平台买到真正的平价茅台酒，茅台公司也能更好地匹配供需、加强终端渠道管控，从而稳定终端价格。

### 3.3 KA 及外部电商渠道：布局已初步完善

近年来茅台不断加码电商及商超合作，2019-2020 年茅台密集签约地方商超卖场及电商平台，这些年平价茅台在这类平台上持续保持常态化投放（其中一部分配额来源于集团营销公司），目前渠道建设已初步完善。我们预计未来可能还会有一部分茅台酒增量投放至 KA 及外部电商渠道，销量占比或有一定的提升空间（目前预计占比在 15%+）。

### 3.4 茅台集团及酒旅融合渠道：体制改革和内部整合逐步推进

今年以来，茅台集团和股份公司不断推进营销体制和组织架构改革，在几方面做出了重大变化，内部治理不断改善：1) 茅台集团酒业业务整合。今年以来茅台集团对非股份公司的白酒业务进行清理整合，清晰定位“茅台酱香、股份出品”和“茅台家族、集团出品”两个系列，让二者形成差异化市场互补。过去茅台集团的贴牌业务主要设立在技开公司和保健酒业两家公司旗下，2021 年 8 月丁董事长上任后，两家公司的转型工作逐步推进。今年 3 月，茅台技开公司并入茅台保健

酒业，自此保健酒业承担着茅台股份公司之外集团的白酒、配制酒、保健酒的发展任务。2) 茅台集团营销公司改制。茅台集团营销公司自 2019 年 5 月成立起来，一直备受关注。据名酒观察消息，今年 4 月起，茅台集团营销公司推进改制，人员队伍已从集团归口股份企业管理。

茅台作为贵州省的国有企业和财政支柱企业，其发展不仅关乎自身，更事关贵州省发展大局，茅台的十四五规划也明确提出要突出大局站位的高度。基于此，我们认为未来较长一段时间内，茅台酒仍将有一部分投向集团关联方及省内外国资平台渠道，但随着茅台酒总体销量的上升，我们认为关联销售的占比可能会逐渐下降（2021 年关联方销售占比开始下降，从 2020 年的 5.7% 降至 4.9%）。

## 4 渠道视角看成长：直销是中长期增长的主动力量

### 4.1 传统经销渠道茅台酒配额已锁定，茅台酒量增受产能所限

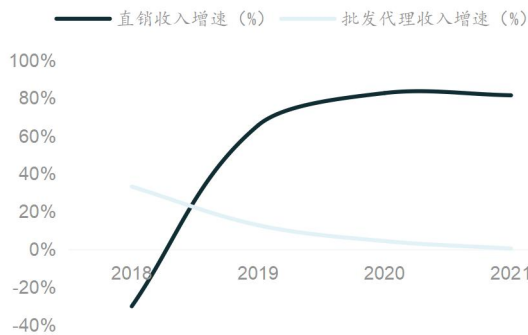
对于传统经销渠道的量价空间，我们拆分茅台酒和系列酒来看，1) 茅台酒方面，①量上，茅台酒销量受到产能的较大限制，我们预计 2021-2025 年茅台酒可供销量增速约 7%（后有详细分析），虽稳定但增速有限；此外，公司于 2018 年底表示未来经销商渠道配额保持 1.7 万吨不再增量，近几年茅台酒经销商配额保持不变，预计未来传统经销渠道量增几无空间；②价上，中长期难以判断价增贡献，其中大单品飞天提价需考虑多方因素、平衡多方利益，短期难以预见，飞天之外的非标酒由于占比较小，虽近两年提价对吨价有一定拉升，但贡献有限。2) 系列酒方面，虽经销渠道的量价皆有空间，但①量上，虽系列酒新增 4.2 万吨产能的技改项目正在建设，但产能释放节奏还有一些不确定性，可能会影响未来三年系列酒的销量增长；②价上，近几年系列酒不断推进产品结构梳理，整体吨价不断提升，预计未来吨价仍有进一步提升空间，但提价需结合市场实际情况，因此未来价增难以测算。2019-2021 年，公司批发代理渠道收入分别增长 13%/4%/1%，增速逐年下滑，占比也逐步缩减。

### 4.2 近年直销收入高速增长，强品牌力是直销放量的核心保障

直销体系建设契合公司发展需求，近几年已成为公司核心收入增长点，驱动价增成为主要贡献。公司发展直销有其必要性。一方面，高档酒品牌拉力为先，主打专卖店和团购渠道，茅台传统经销渠道的推动力已经开始弱化，直营化是大势所趋，公司需要持续深化直销改革以更好的直面消费者；另一方面，近年来茅台量增有限，价增成为收入的主要增长动力，其中直接提价需考量宏观经济环境、居民消费力等多种外部因素，有较大不确定性，更好的办法是不断优化产品结构和渠道结构，直销渠道发展不仅有助于拉升公司整体吨价和利润率，也在稳市稳价、掌控渠道等多方面意义重大。近两年，公司采取了一系列措施推进直销收入快速提升，如飞天茅台的增量基本都投向直销渠道、非标茅台要求经销商改为从直营店提货、新电商平台 i 茅台上线，都推动着直销渠道放量；同时直销发力也推动公司吨价持续稳步提升。2019 年以来，直销渠道的扩张，对公司收入的拉动效应逐渐显著。2019-2021 年公司直销收入增速分别为 66%/83%/81%，显著超过批发代理收入 13%/4%/1% 的增速；其中直销渠道吨价增速分别为 48%/23%/24%。

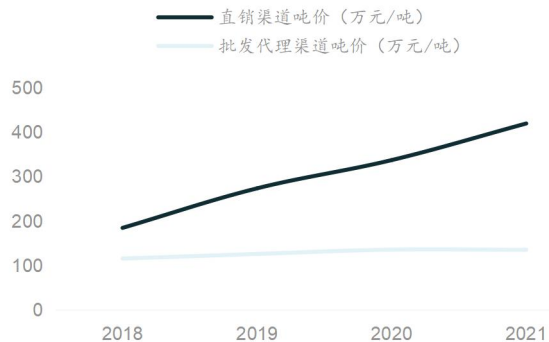


图30：2019年以来直销收入增速快于传统批发代理增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图31：2018年公司直销发力以来，直销吨价稳步提升



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 4.3 从产品和区域看，直销深度和广度拓展仍有较大空间

从产品和区域角度讲，当下公司的直销广度还有拓展空间，且深度也有下沉空间。产品方面，茅台酒是当前直销主力，今年系列酒凭借新品茅台1935实现突破，未来直销产品有望不断丰富。通过比较公司披露的直销渠道的吨价和茅台酒及系列酒的吨价，可以发现2019年起直销渠道的吨价显著高于茅台酒吨价，由此可判断直销渠道投放的产品绝大多数是茅台酒，系列酒极少。今年初系列酒新品茅台1935上市，截至目前已通过i茅台投放800多吨；此外，i茅台还陆续上线了紫王子和金迎宾两款系列酒产品。i茅台上线至今汇集了巨大流量，已成为不少茅台新品的重要发展阵地，未来或有更多的产品（老品或者新品）上线i茅台进行直销。区域方面，i茅台尚未实现全国各区域完全覆盖，未来仍有较大拓展空间。

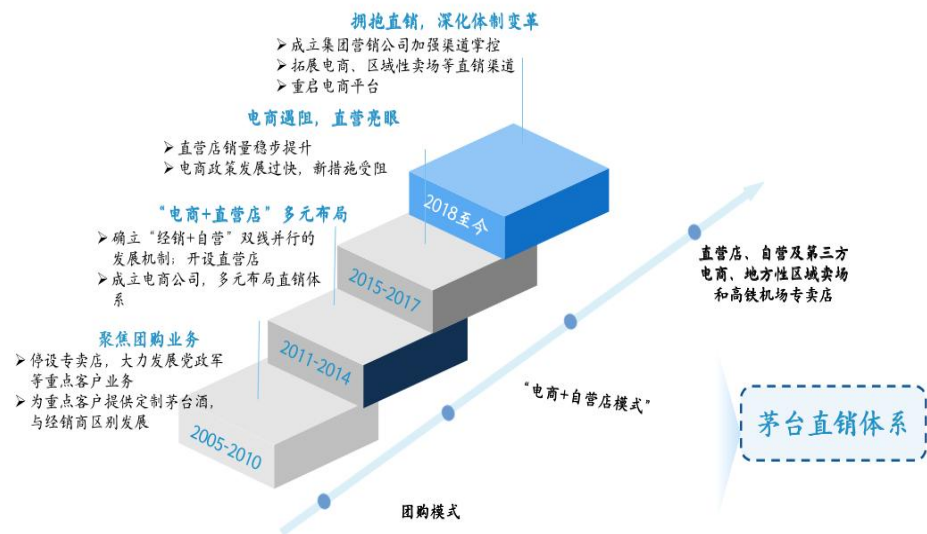
### 4.4 直销体系建设初步完善，未来有能力承接更多茅台酒增量

2019年，直销渠道尚不完善，茅台酒直销增长的份额主要来源于从违规经销商手中收回的配额（当年查处收回约6000吨配额投向自营、电商及商超等渠道）。2020年以来，随着茅台经销商网络优化、电商及商超等多元化直销渠道搭建逐渐完成，直销渠道逐步承接更多的茅台酒增量，2021年93%左右的茅台酒的增量通过直销渠道销售。结合i茅台今年以来的销售情况看，我们认为公司茅台直销体系建设已初步完善，直销渠道已经具备承接几千吨增量的能力。

我们认为未来几年直销体系有能力平稳承接几千吨的茅台酒和系列酒销售增量。主要基于以下几点：1）直接触达消费者：过去公司仅能通过直营店直接贴近消费者。i茅台的推出使得公司既实现了数字化营销，也能直接触达并识别真实消费者，比老版的云商系统和传统的商超及外部电商渠道，都要更进一步。2）数字资产不断积累：公司于2021年11月让全国一批商将销售数据录入了茅台云商，又于2022年3月上线了重要C端流量入口i茅台；种种动作让公司不断积累客户真实消费数据，有助于公司充分利用数字化手段对渠道进行监管，识别核心客户并进行精准营销。3）强化直销渠道管控：i茅台作为公司自主研发的电商平台，通过数字化的手段，打击了黄牛囤货炒作行为，强化了对渠道的管控。4）价盘管控能力提升，茅台酒通过直销渠道销售，既有利于消化社会库存，也能稳定价盘，这一点从3月i茅台上线初期飞天茅台批价明显回落可以窥见。基于上述分析，我们认为茅台直销体系在未来几年能够顺利承接绝大多数的茅台酒增量以及部分系列酒增量。

我们预计茅台直销收入占比将继续提升，且预计远期视角直销量的占比的上限或为 50%。扩大直销占比、推进渠道扁平化是公司市场化改革的重要一环，公司将持续推动直销体系建设。当前茅台酒直销销量占比预计在 15%左右，未来几年还有不小的提升空间。另外，经销渠道也不可或缺。我们在前文分析中提到，就茅台长远发展而言，品牌拉力和渠道推力缺一不可，经销商有宝贵的高端圈层客户资源，在市场推广上也起着重要作用。我们认为茅台未来可能不会再大幅削减经销商的数量和配额。

图 32：贵州茅台直销体系沿革



资料来源：公司公告，公司官网，澎湃新闻，中国营销传播网，国信证券经济研究所整理

#### 4.5 i 茅台是线上直销放量的重要依托平台，有望持续贡献增量

i 茅台是线上直销放量的重要依托平台，上线产品和销售区域有望逐步拓宽。相较于传统经销渠道，直销渠道出厂价更高，产品投放至 i 茅台渠道有助于拉升公司吨价（如新上市 100ml 飞天茅台的出厂价为 369 元，对比 500ml 飞天茅台 969 元的出厂价有显著提升），将更多的利润回流到茅台公司。茅台自 3 月底上线至今运行良好，产品布局逐渐完善，区域布局逐渐拓展。我们认为随着 i 茅台产品的常态化投放和上线产品范围的拓宽，i 茅台有望持续贡献收入增量。

公司此前披露，2022 年 1-9 月，i 茅台贡献不含税酒类收入 84.6 亿元，单 Q3 收入 40.5 亿元。我们测算得，2022 年截至 11 月底，i 茅台产品累计销售 2600 多吨（主要测算的是四款申购产品），实现含税销售收入超过 105 亿元（其中珍品茅台投放约 86 吨，贡献收入约 8 亿元，茅台 1935 投放约 1019 吨，贡献收入约 24 亿元）。假设 i 茅台保持目前的产品布局和投放节奏，剔除增值税之后，预计 i 茅台今年有望贡献 126 亿元左右的报表收入。



表12: i 茅台上线至今销售收入测算（更新至 2022 年 11 月 30 日）

	产品	价格（元/瓶）	总投放量（吨）	销售收入（亿元）	收入占比（%）
出厂价口径	茅台珍品	4499	86	8.2	8%
	虎年生肖茅台				
	500ml	2299	1322	64.6	61%
	虎年生肖礼盒				
	375ml*2	3499	86	4.6	4%
	茅台 1935	1088	1019	23.6	22%
	53 度飞天 100ml	379	116	4.5	4%
终端零售价口径	总计		2629	105.4	100%
	茅台珍品	4599	86	8.4	7%
	虎年生肖茅台				
	500ml	2499	1322	70.2	62%
	虎年生肖礼盒				
	375ml*2	3599	86	4.7	4%
	茅台 1935	1188	1019	25.7	23%
	53 度飞天 100ml	399	116	4.8	4%
	总计		2629	113.8	100%

资料来源：i 茅台 App，茅粉集中赢，国信证券经济研究所预测（注：100ml 飞天投放量为不完全统计）

## 5 仅靠直销占比提升，未来业绩增长如何？

### 5.1 基于最保守假设测算未来直销增量对业绩的贡献

我们从最保守的角度（不考虑提价、不考虑产品结构升级、不考虑系列酒在直销渠道的增量；仅考虑未来茅台酒的增量绝大多数都投入到直销渠道），估算未来三年单纯的直销销量的占比提升对公司收入增速的贡献。详细假设如下：

图 33: 茅台直销放量贡献测算逻辑



资料来源：国信证券经济研究所整理

**假设 1：**假设未来三年茅台酒增量绝大部分（约 95%）投入到直销渠道，传统经销渠道的茅台酒配额不变。假设未来三年茅台酒的经销商配额维持 1.7 万吨不会再减少，即假设既有的经销渠道茅台酒配额不会再转移一部分到直销渠道，也就是说直销渠道茅台酒的增量全部来源于未来茅台酒销量的增量而非存量。

**假设 2：**假设出厂价不提升，直销渠道的茅台酒新增投放的产品结构和 2021 年一致，即直销渠道的吨价和 2021 年吨价一致。假设未来三年普茅、年份酒、生肖酒、

系列酒等产品的出厂价都不会上涨；另外直销或批发代理渠道的吨价变动也和各渠道投放的产品结构有关，为保守测算，假设产品结构不变，吨价也会保持不变。

**假设 3：假设未来三年系列酒在直销渠道的投放量不增加，仅考虑茅台酒在直销渠道的增量。**基于前文对直销吨价大于茅台酒吨价的分析，过往系列酒直销的量极少，今年才开始依靠新推出的茅台 1935 在 i 茅台等直销渠道放量。由于系列酒其他产品的直销量及系列酒整体直销吨价难以估算，为简化且保守测算，我们假设 2023-2025 年系列酒的直销量与 2022 年茅台 1935 的直销量（估算）持平。

## 5.2 直销销量测算：假设未来茅台酒增量大部分投向直销渠道，预计 3 年新增 1.1 万吨

销量方面，我们分别测算茅台酒和系列酒的直销销量，其中前者基于茅台酒供不应求，主要通过测算未来茅台酒可供销量再依据茅台酒增量投向直销渠道的比例进行测算；后者为简化且保守测算，系列酒直销销量仅考虑茅台 1935 单品，且假设未来三年系列酒直销不增量。

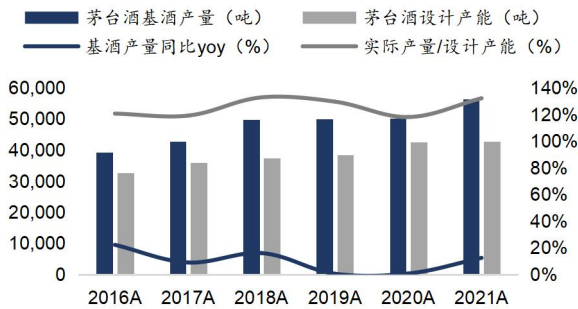
根据茅台酒五年前基酒产量，预计 2025 年茅台酒可供销量约 4.8 万吨。我们认为，茅台在当下及未来很长一段时间内都将处于供需紧平衡状态，茅台未来几年的销量将依旧由供给决定。根据公司此前公告，2020 年 10 月茅台集团“十三五”茅台酒技改扩建项目全面完工，且茅台酒制酒新投产车间全面投产，由此茅台酒产能达到 5.6 万吨左右，2021 年茅台酒基酒产量达 5.65 万吨。2022 年 12 月 14 日公司公告拟投资约 155.16 亿元建设茅台酒“十四五”技改建设项目，项目建设周期为 48 个月，建成后可新增茅台酒实际产能约 1.98 万吨/年。未来投产后，茅台酒产能天花板将从当前的 5.6 万吨左右提升至 7.6 万吨左右（预计 2023-2026 年产能逐年释放，预计 2026 年茅台酒基酒产能达到 7.6 万吨）。另外，根据茅台前董事长季克良老先生在《告诉你一个真实的茅台陈年酒》中所介绍，茅台酒理论可售量为 4 年前基酒产量的 85%左右，据此假设 2022-2025 年茅台酒销量为 2018-2021 年茅台酒基酒产量的 85%。综上所述，我们预计 2025 年茅台酒可供销量为 4.8 万吨，相比 2021 年新增 1.2 万吨，我们假设其中 95%都投入到直销渠道，也就是从 2021 年到 2025 年直销渠道茅台酒增量为  $1.2 \times 0.95 = 1.1$  万吨。

表 13：历年茅台酒产销量及未来四年茅台酒可供销量测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
茅台酒基酒产量（吨）	32,179	39,313	42,829	49,672	49,923	50,235	56,472	56,472	61,422	66,372	71,322
YOY		22.2%	8.9%	16.0%	0.5%	0.6%	12.4%	0.0%	8.8%	8.1%	7.5%
茅台酒可供销量（吨）	19,798	22,918	30,206	32,464	34,562	34,313	36,261	42,055	42,268	42,532	47,813
YOY		15.8%	31.8%	7.5%	6.5%	-0.7%	5.7%	16.0%	0.5%	0.6%	12.4%
当年销量/4 年前基酒产量（%）					107.4%	87.3%	84.7%	84.7%	84.7%	84.7%	84.7%
茅台酒直销量（吨）							5621	11,125	11,327	11,578	16,594
茅台酒直销增量占茅台酒销量增量的比重							93%	95%	95%	95%	95%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

图 34：2016–2021 年茅台酒设计产能和实际基酒产量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 35：2022–2030 年茅台酒基酒产量和可供销量测算



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

我们预计 2025 年公司直销渠道销量约 1.8 万吨，届时直销销量占比约 19%，其中茅台酒直销销量占茅台酒可供销量的比重预计达 35%。①茅台酒直销销量测算：依据公司披露的数据，2021 年茅台酒增量有 93% 左右投向直销渠道，也许未来茅台酒增量还会有小部分继续投向商超及外部电商及集团关联方等渠道。我们假设未来三年茅台酒的增量的 95% 都投入到直销渠道，即从 2021 年到 2025 年直销渠道茅台酒增量为  $1.2 \times 0.95 = 1.1$  万吨；据此测算得 2025 年茅台酒直销渠道销量约为 1.7 万吨，对应 2022–2025 年茅台酒的直销销量的占比为 26%/27%/27%/35%。②系列酒直销销量测算：为简化测算，系列酒直销放量仅考虑茅台 1935 单品今年在 i 茅台、直营店等直销渠道放量。为保守测算，我们假设 2022–2025 年系列酒直销渠道销量为 1200/1200/1200/1200 吨（今年截至 11 月 30 日，我们测算得茅台 1935 通过 i 茅台已经投放 1019 吨，若投放节奏延续，预计 2022 年茅台 1935 在 i 茅台的投放量在 1030 吨左右）。综上，我们测算得 2025 年公司直销渠道销量会达到 1.8 万吨左右，对应占总销量的比重为 19%。

表 14：2022–2025 年茅台酒和系列酒直销销量测算

单位：吨，%	2021	2022E	2025E	2021–2025 CAGR
茅台酒可供销量	36,261	42,055	47,813	7%
茅台酒直销增量占茅台酒销量增量比	93%	95%	95%	–
茅台酒直销销量（估算）	5,621	11,125	16,594	31%
占茅台酒销量比重（%）	15.5% <sup>1</sup>	26%	35%	–
系列酒直销销量（估算） （2022 年起仅考虑茅台 1935 单品）	115	1200	1200	80%
直销销量合计（估算）	5,736	12,325	17,794	33%
直销销量占比（%）	9%	16%	19%	–

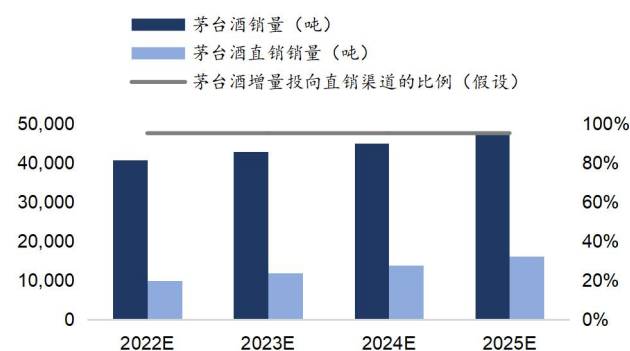
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注 1：2021 年茅台酒的直销销量占比依据年报中的直销销量/茅台酒销量估算，公告的直销销量既包括茅台酒也包括系列酒，所以单纯茅台酒的直销占比，预计比直销销量/茅台酒销量稍低

图 36: 2016–2020 年茅台酒销量增量和直销渠道增量对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 37: 2022–2025 年茅台酒销量和投放直销渠道销量测算



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 5.3 直销吨价测算：假设不提价且产品结构不变，直销吨价不变

吨价方面，我们假设茅台所有产品不直接提价，同时，我们不考虑直销渠道产品结构变化，即假设直销渠道吨价不变。

1) 茅台酒直销吨价假设不变：为保守测算，假设未来三年茅台酒的出厂价不变，（虽然未来茅台酒直销增量中非标酒的占比可能会增加，从而带来吨价提升是大概率事件，但我们在此不考虑）。我们假设 2022–2025 年茅台酒直销吨价与 2021 年公司披露的直销渠道吨价持平（前文中我们分析 2021 年公司直销渠道投放的绝大多数产品为茅台酒，系列酒占比极小），即为 419 万元/吨；

2) 系列酒直销吨价假设不变：因前期为简化测算，系列酒直销收入仅考虑茅台 1935 这一单品，且假设系列酒直销吨价不变。因公司未直接披露系列酒的直销吨价，我们依据茅台 1935 在 i 茅台上的出厂价 1088 元/瓶测算，假设 2022–2025 年系列酒的直销吨价为 231 万元/吨。

### 5.4 靠直销增长预计未来三年能为公司贡献双位数增长

#### 直销收入测算

结合上述假设条件，我们测算，2025 年茅台在直销渠道预计新增 1.1 万吨茅台酒投放，对应可增加 460 亿茅台酒直销收入（吨价 419 万元/吨）。

综上，我们预计 2025 年公司在不直接提价的情况下依靠直销渠道放量能实现约 705 亿元的直销收入（其中茅台酒的直销收入约 695 亿元，系列酒的直销收入约 28 亿元），届时直销销量约 1.8 万吨，销量占比 19% 左右。

表 15: 2022–2025 年茅台酒和系列酒直销收入测算

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
茅台酒直销销量假设（吨）	5621	11,125	11,327	11,578	16,594
茅台酒直销出厂价假设（元/瓶）	1,972	1,972	1,972	1,972	1,972
茅台酒直销吨价假设（万元/吨）	419	419	419	419	419
茅台酒直销收入（亿元）	235	466	475	485	695
系列酒直销销量假设（吨）	115	1,200	1,200	1,200	1,200
系列酒直销出厂价假设（元/瓶）	–	1,088	1,088	1,088	1,088
系列酒直销吨价假设（万元/吨）	–	231	231	231	231
系列酒直销收入（亿元）	5	28	28	28	28
茅台直销收入（亿元）	240	494	502	513	723



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

### 批发代理收入测算

在测算茅台直销渠道收入贡献的同时，我们也对批发代理渠道收入进行了测算，同样也是区分茅台酒和系列酒各自的批发代理收入进行分析，并对相关条件尽量给予了最保守的假设：

- 1) 茅台酒和系列酒出厂价不变：保守假设未来三年单品出厂价不上涨；
- 2) 茅台酒批发代理渠道吨价预计不变：因公司为直接披露茅台酒的批发代理渠道的吨价，我们依据 2021 年茅台酒实际收入和我们估算的茅台酒直销收入，倒算得 2021 年茅台酒批发代理吨价为 228 万元/吨，保守假设 2022-2025 年茅台酒批发代理吨价维持 228 万元/吨不变；
- 3) 系列酒批发代理渠道吨价预计不变：假设未来三年系列酒不提高出厂价；另外，茅台 1935 今年推出并放量，因其出厂价显著高于其他系列酒，所以一定程度上会拉升系列酒批发代理吨价；但为保守测算，我们假设未来三年系列酒批发代理吨价与 2021 年公司披露的系列酒整体吨价持平，即假设 2022-2025 年系列酒批发代理吨价为 42 万元/吨。

结合上述直销收入测算的结果，我们测算得，在不考虑提价和产品结构变化的背景下，2025 年公司酒类营业收入预计约 1616 亿元（对应 2021-2025 年 CAGR 为 11%）。1) 分产品看，2025 年预计茅台酒的收入约 1408 亿元（对应 2021-2025 年 CAGR 为 11%），收入占比约 87%，系列酒的收入约 209 亿元（对应 2021-2025 年 CAGR 为 13%）；2) 分渠道看，2025 年预计直销收入约 705 亿元（对应 2021-2025 年 CAGR 为 31%），收入占比约 45%，批发代理收入 893 亿元（对应 2021-2025 年 CAGR 为 2%）。

表 16：假设未来三年不提价的情况下，2025 年公司酒类营业收入预测

单位：亿元，%	2021A	2025E	2021-2025 年 CAGR
茅台酒收入合计	935	1408	11%
茅台酒直销收入	235	695	31%
茅台酒批发代理收入	699	712	0%
系列酒收入合计	126	209	13%
系列酒直销收入	5	28	55%
系列酒批发代理收入	121	181	11%
直销收入合计	240	723	32%
批发代理收入合计	820	893	2%
酒类收入合计	1061	1598	11%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

综上所述，我们预计未来三年在公司不提高产品出厂价的情况下，直销渠道放量能支撑公司实现 1616 亿元左右的营收，保障公司持续稳健增长。诚然，直销放量对公司收入和利润的增厚程度很难准确量化，我们的测算也含有较多主观假设成分。从投资的角度而言，直销占比提升虽然可能无法显著提振公司的业绩，但可以作为安全边际来考虑。在此基础上，若考虑产品直接提价和产品结构优化的影响，公司的毛利率可进一步提升，公司的收入和利润弹性会更大，主要有三点因素：①核心产品直接提价：若核心单品如飞天茅台等提高出厂价，会对公司收入有明显的拉动；②高价位产品在直销或经销渠道增加投放量：若未来非标茅台酒和茅台 1935 等高价位产品继续放量（无论在直销还是经销渠道），都可拉升产品结构，带动收入进一步增长；③直销渠道投放更多产品：未来若时机成熟，不

排除飞天茅台上线；茅台（可能来源于增量，也可能来源于传统经销渠道的存量）。

## 6 盈利预测：公司双位数成长具备较高确定性

### 6.1 假设前提：直销占比提升和产品结构升级稳步推进

#### 分产品角度预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**茅台酒：**公司茅台酒主要包括普茅和更高价位的非标茅台。我们认为未来茅台酒量价皆有成长空间。①**量：**当前茅台酒的产能约 5.6 万吨，待茅台酒“十四五”技改建设项目投产后，茅台酒的产能天花板将提升至 7.6 万吨，打开了茅台未来十年的量增空间。结合茅台酒理论可售量为 4 年前基酒产量的 85% 左右，我们测算茅台酒 2021-2025 年销量复合增速约为 7%。②**价：**随着居民收入水平不断提升和中产阶级群体不断扩容，未来白酒消费升级趋势仍将延续，且白酒消费将进一步向高品质的名酒集中。考虑国人购买力的提升和茅台的强品牌力、强稀缺性、强议价能力、较厚的渠道利润安全垫，我们认为茅台酒未来仍有较高的提价可能性和较大的提价空间，同时参考茅台酒 2016-2021 年吨价复合增速为 10%，我们预计茅台酒 2021-2025 年吨价复合增速约为 6%。③**收入：**基于此，我们预计公司 2022-2024 年茅台酒营收为 1067/1207/1366 亿元，同比增长 14%/13%/13%。④**毛利率：**考虑到精品茅台、年份茅台等非标茅台酒的投放量持续增加以及茅台酒直销渠道的放量稳步推进，茅台酒的产品结构有望持续提升，预计 2022-2024 年茅台酒毛利率为 94.1%/94.2%/94.4%。

**系列酒：**我们认为未来茅台系列酒有望量价提升。①**量：**当前系列酒的产能约 3.2 万吨，待酱香系列酒 3 万吨技改项目和“十四五”酱香酒习水同民坝一期建设项目相继投产后，预计 2025 年系列酒的产能达 6.8 万吨。我们测算系列酒 2021-2025 年销量复合增速约为 10%。②**价：**系列酒近几年一直在调结构、增效益，做产品的梳理、升级和提价，今年还推出了千元价位战略新品茅台 1935。我们认为系列酒未来仍有一定的提价可能性和提价空间，同时参考系列酒 2016-2021 年吨价复合增速为 22%，我们预计系列酒 2021-2025 年吨价复合增速约为 13%。③**收入：**基于此，我们预计公司 2022-2024 年系列酒营收为 161/206/259 亿元，同比增长 28%/28%/26%。④**毛利率：**考虑到未来茅台 1935 等高毛利系列酒产品的投放量会不断增加，进而拉升系列酒的产品结构，预计 2022-2024 年系列酒毛利率为 76.3%/77.8%/78.8%。

#### 分渠道角度预测

我们在上一章节中，从渠道的角度对公司未来三年直销和批发代理渠道的收入进行了最保守的测算（不考虑未来三年提高出厂价、产品结构提升对吨价的影响，直接假设未来三年吨价不变），可以作为一种情景参考。若考虑未来非标茅台酒和茅台 1935 等高价产品继续放量、飞天茅台等主要单品的提价可能性、飞天茅台等更多产品在 i 茅台直销平台上线，公司的收入和利润弹性会更大。

表17: 贵州茅台业务拆分

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>茅台酒</b>						
收入（亿元）	848.3	934.6	1,067.2	1,207.2	1,366.5	1,533.8
增速（%）	11.9%	10.2%	14.2%	13.1%	13.2%	12.2%
毛利（亿元）	797.3	878.9	1,003.8	1,137.3	1,289.5	1,449.3
增速（%）	12.2%	10.2%	14.2%	13.3%	13.4%	12.4%
毛利率（%）	94.0%	94.0%	94.1%	94.2%	94.4%	94.5%
<b>系列酒</b>						
收入（亿元）	99.9	125.9	160.8	206.3	259.4	303.2
增速（%）	4.7%	26.1%	27.7%	28.3%	25.7%	16.9%
毛利（亿元）	70.1	92.8	122.7	160.6	204.5	243.9
增速（%）	1.7%	32.4%	32.2%	30.9%	27.3%	19.3%
毛利率（%）	70.1%	73.7%	76.3%	77.8%	78.8%	80.5%
<b>整体</b>						
总营收（亿元）	979.9	1,094.6	1,264.6	1,453.0	1,668.6	1,883.4
增速（%）	10.3%	11.7%	15.5%	14.9%	14.8%	12.9%
毛利（亿元）	898.4	1,004.8	1,161.8	1,335.8	1,535.1	1,737.6
增速（%）	10.3%	11.8%	15.6%	15.0%	14.9%	13.2%
毛利率（%）	91.7%	91.8%	91.9%	91.9%	92.0%	92.3%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计 2022-2024 年公司营业收入为 1265/1453/1689 亿元, 同比增长 15.5%/14.9%/14.8%; 毛利率为 91.9%/91.9%/92.0%, 对应毛利 1162/1336/1535 亿元, 同比增长 15.6%/15.0%/14.9%。

## 6.2 未来 3 年盈利预测: 预计公司未来 3 年利润复合增速 15%以上

表18: 2022-2025 年盈利预测表

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	109464	126461	145295	166864	188,336
营业成本（百万元）	8983	10276	11712	13355	14581
销售费用（百万元）	2737	3136	3487	3838	4143
管理费用（百万元）	8450	9733	11000	12429	13809
营业利润（百万元）	74751	88896	104598	120810	137604
利润总额（百万元）	74528	88589	104292	120503	137297
归母净利润（百万元）	52460	62358	73411	84822	96643
EPS（元）	41.76	49.64	58.44	67.52	76.93

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

按上述假设条件, 我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 1265/1453/1689 亿元 (同比增长 15.5%/14.9%/14.8%), 归属母公司净利润分别为 624/734/848 亿元 (同比增长 18.9%/17.7%/15.5%), 对应摊薄 EPS 为 49.6/58.4/67.5 元。

## 6.3 盈利预测的敏感性分析与情景分析

公司直销渠道拓展的情况、直销放量的节奏、产品提价的节奏、产品结构的提升速度将决定公司未来净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测, 在中性预测的条件下, 公司 2022-2024 年 EPS 分别为 49.6/58.4/67.5 元。

表 19：盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
<strong>乐观预测</strong>					
营业收入(百万元)	109,464	126,971	146,448	168,841	191,219
(+/-%)	11.7%	16.0%	15.3%	15.3%	13.3%
净利润(百万元)	52460	64140	75745	87828	100366
(+/-%)	12.3%	22.3%	18.1%	16.0%	14.3%
摊薄 EPS	41.76	51.06	60.30	69.92	79.90
<strong>中性预测</strong>					
营业收入(百万元)	109,464	126,461	145,295	166,864	188,336
(+/-%)	11.7%	15.5%	14.9%	14.8%	12.9%
净利润(百万元)	52460	62358	73411	84822	96643
(+/-%)	12.3%	18.9%	17.7%	15.5%	13.9%
摊薄 EPS(元)	41.76	49.64	58.44	67.52	76.93
<strong>悲观预测</strong>					
营业收入(百万元)	109,464	125,951	144,147	164,903	185,486
(+/-%)	11.7%	15.1%	14.4%	14.4%	12.5%
净利润(百万元)	52460	60606	71125	81892	93028
(+/-%)	12.3%	15.5%	17.4%	15.1%	13.6%
摊薄 EPS	41.76	48.25	56.62	65.19	74.06
总股本(百万股)	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

## 7 估值与投资建议：合理估值区间为 2045-2221 元

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 7.1 绝对估值：2140-2150 元

未来 3 年估值假设条件见下表：

表 20：公司盈利预测假设条件

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	11.7%	15.5%	14.9%	14.8%	12.9%
营业成本/营业收入	8.2%	8.1%	8.1%	8.0%	7.7%
管理费用/营业收入	7.6%	7.5%	7.4%	7.3%	7.2%
研发费用/销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用/销售收入	2.5%	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%
营业税及附加/营业收入	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
所得税税率	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%
股利分配比率	50.5%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测



表21：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	25.24%
无风险利率	2.50%	Ka	8.55%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.93
公司股价（元）	1742.06	Ke	8.55%
发行在外股数（百万）	1256	E/(D+E)	100.00%
股票市值(E, 百万元)	2188372	D/(D+E)	0.00%
债务总额(D, 百万元)	35	WACC	8.54%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	5.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设 注：股价更新至 2022 年 12 月 26 日。

从估值方法特征来看，以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值适用于贵州茅台这种连续盈利、商业模式较为稳定的公司。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 2140-2150 元。

表22：贵州茅台 FCFF 估值表

	2022E	2023E	2024E	2025E
EBIT	85,539.5	98,675.5	113,787.9	122,911.1
所得税税率	25.24%	25.24%	25.24%	25.24%
EBIT*(1-所得税税率)	63,953.2	73,774.3	85,073.0	91,893.9
折旧与摊销	2,171.9	2,473.2	2,732.5	3,004.3
营运资金的净变动	(2,627.9)	3,176.5	3,312.6	2,193.3
资本性投资	(3,750.7)	(4,125.6)	(4,125.6)	(4,125.6)
FCFF	59,746.6	75,298.3	86,992.4	92,965.9
PV(FCFF)	55,043.1	63,909.5	68,022.4	66,970.7
核心企业价值	2,536,872.2			
减：净债务	(163,858.7)			
股票价值	2,700,730.8			
每股价值	2,149.92			

资料来源：国信证券经济研究所预测

## 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表23：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.5%	8.0%	8.54%	9.0%	9.5%
永续 增长 率 变 化	6.5%	6343.44	4321.52	3288.47	2661.47	2240.48
	6.0%	4491.31	3413.77	2759.84	2320.82	2005.79
	5.5%	3544.86	2862.70	2404.81	2076.27	1829.12
	5.0%	2970.30	2492.61	2149.92	1892.18	1691.32
	4.5%	2584.43	2226.92	1958.06	1748.59	1580.84
	4.0%	2307.41	2026.91	1808.40	1633.46	1490.28
	3.5%	2098.88	1870.90	1688.41	1539.09	1414.70

资料来源：国信证券经济研究所分析

## 7.2 相对估值：2045-2221 元

目前白酒行业上市公司有近 20 家，基于白酒行业的竞争格局，选择营收规模在 200 亿元以上的一线白酒龙头五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份为可比公司。行业平均 PE 约 34 倍，根据公司发展规划，预计未来 3 年公司盈利年复合增长率在 15%以上。考虑到公司作为高端白酒龙头，品牌极具稀缺性且拥有强定价

能力，业绩成长具备高确定性，我们认为给予公司 35-38 倍 PE 较为合理，对应股价区间 2045-2221 元。

表 24：可比白酒公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,733.0	21,769.9	49.6	58.4	67.5	34.9	29.7	25.7
000858.SZ	五粮液	买入	181.1	7,027.7	6.9	8.1	9.2	26.2	22.5	19.6
000568.SZ	泸州老窖	买入	222.5	3,274.8	7.1	8.8	11.0	31.5	25.2	20.3
600809.SH	山西汾酒	买入	286.0	3,489.4	6.1	8.3	10.7	46.9	34.4	26.6
002304.SZ	洋河股份	买入	162.0	2,441.2	6.3	7.8	9.3	25.7	20.8	17.3

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测 注：股价更新至 2022 年 12 月 27 日。

### 7.3 投资建议：中国白酒行业王者，品牌优势显著、投资价值突出

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 2045-2221 元之间，2023 年动态市盈率约 30 倍，相对于公司目前股价有 18%-28% 的溢价空间。考虑公司是白酒行业绝对龙头地位，长期品牌价值和提价能力突出，维持“买入”评级。

## 8 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 2045-2221 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司永续增长率为 5.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2021 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 2023 年 35-38 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险；
- 5、假如行业景气度下降，导致板块内上市公司估值承压，可能会对公司的相对估值水平造成较大的影响。

### 盈利预测的风险

- 1、宏观经济波动风险：公司所处白酒行业受宏观经济影响较大，如若宏观经济放

缓，会影响企业生产经营和居民收入水平，白酒终端的消费需求可能会受到不利影响，进而影响白酒公司的收入增长；

2、行业整体需求不及预期风险：如若宏观经济增长放缓或者人均收入下行，可能会影响白酒整体的消费意愿，进而影响行业内所有公司的销售。

3、价格提升不及预期风险：近年来白酒行业量平价增，价格增长是收入的主要贡献来源。当前公司积极推动价盘提升，但随着价格逐步上涨，消费者的接受度和产品的动销可能会不及预期。

## 经营及市场风险

1、行业竞争加剧风险：随着行业不断向优势产区、优势品牌和优势产能加速集中，各酒企更加重视品牌推广、产品营销和渠道建设，白酒企业的竞争将更加激烈，特别是格局尚未固定的次高端酒和中低端酒价格带，公司的系列酒面临竞争加剧风险。

2、高端产品销售不及预期：如若宏观经济增长放缓或者人均收入下行，可能会影响高端白酒的消费意愿，进而影响高端白酒的需求，导致公司高端产品销售不及预期。

3、直销渠道建设不及预期风险：直销渠道发展是公司未来核心增长点之一，若未来直销渠道建设不及预期，公司业绩增长也可能不及预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	36091	51810	215704	256205	303164	营业收入	97993	109464	126461	145295	166864
应收款项	1567	33	1417	1628	1870	营业成本	8154	8983	10276	11712	13355
存货净额	28869	33394	36222	41464	47586	营业税金及附加	13887	15304	17705	20341	23361
其他流动资产	925	461	1320	1167	1261	销售费用	2548	2737	3136	3487	3838
流动资产合计	185652	220766	254664	300464	353881	管理费用	6790	8450	9733	11000	12429
固定资产	18673	19794	21616	23516	25154	研发费用	50	62	72	80	93
无形资产及其他	4817	6208	5961	5714	5466	财务费用	(235)	(935)	(3341)	(5897)	(6990)
投资性房地产	4254	8400	8400	8400	8400	投资收益	0	58	20	26	35
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	5	(2)	(4)	(0)	(2)
资产总计	213396	255168	290641	338094	392902	其他收入	(220)	(228)	(72)	(80)	(93)
短期借款及交易性金融负债	0	104	35	46	62	营业利润	66635	74751	88896	104598	120810
应付款项	1342	2010	2012	2279	2752	营业外净收支	(438)	(223)	(307)	(307)	(307)
其他流动负债	44331	55800	58143	66245	75540	利润总额	66197	74528	88589	104292	120503
流动负债合计	45674	57914	60190	68570	78354	所得税费用	16674	18808	22356	26318	30410
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2826	3260	3876	4562	5272
其他长期负债	1	296	395	503	504	归属于母公司净利润	46697	52460	62358	73411	84822
长期负债合计	1	296	395	503	504	现金流量表（百万元）					
负债合计	45675	58211	60585	69073	78859	净利润	46697	52460	62358	73411	84822
少数股东权益	6398	7418	9338	11598	14209	资产减值准备	(5)	0	0	0	0
股东权益	161323	189539	220718	257424	299835	折旧摊销	1306	1469	2172	2473	2733
负债和股东权益总计	213396	255168	290641	338094	392902	公允价值变动损失	(5)	2	4	0	2
关键财务与估值指标						财务费用	(235)	(935)	(3341)	(5897)	(6990)
每股收益	37.17	41.76	49.64	58.44	67.52	营运资本变动	(1090)	5759	(2628)	3176	3313
每股红利	19.18	21.08	24.82	29.22	33.76	其它	1373	1615	1920	2260	2611
每股净资产	128.42	150.88	175.70	204.92	238.68	经营活动现金流	48277	61305	63825	81320	93480
ROIC	135.25%	100.55%	104%	120%	142%	资本开支	0	(2464)	(3751)	(4126)	(4126)
ROE	28.95%	27.68%	28%	29%	28%	其它投资现金流	(822)	(16868)	135067	0	0
毛利率	92%	92%	92%	92%	92%	投资活动现金流	(822)	(19332)	131317	(4126)	(4126)
EBIT Margin	68%	68%	68%	68%	68%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	69%	69%	69%	70%	70%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	10%	12%	16%	15%	15%	支付股利、利息	(24091)	(26476)	(31179)	(36705)	(42411)
净利润增长率	13%	12%	19%	18%	16%	其它融资现金流	23566	26698	(70)	12	15
资产负债率	24%	26%	24%	24%	24%	融资活动现金流	(24616)	(26254)	(31249)	(36694)	(42396)
股息率	1.1%	1.2%	1.4%	1.7%	1.9%	现金净变动	22839	15719	163893	40501	46959
P/E	46.6	41.5	34.9	29.7	25.7	货币资金的期初余额	13252	36091	51810	215704	256205
P/B	13.5	11.5	9.9	8.5	7.3	货币资金的期末余额	36091	51810	215704	256205	303164
EV/EBITDA	32.7	29.6	25.5	22.2	19.4	企业自由现金流	0	60034	59747	75298	86992
						权益自由现金流	0	86733	62175	79719	92234

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032