

贵州茅台（600519.SH）

岿然引领，时代中的茅台迎风发展

投资要点：

➤ **高端白酒需求端增长有强支撑，疫后趋势不改。**从长期视角看，经济增长带来消费升级，驱动高端白酒持续增长的逻辑长期存在。从中短期视角看，回顾疫情三年，高端白酒在消费场景受损的背景下价格坚挺，均价增幅大于中低端产品，疫后动销韧性的背后是高端酒消费人群的购买需求偏刚性。

➤ **产品端，公司核心大单品飞天茅台稳定，非标及系列酒增长驱动力充足。**对高端酒来说，核心大单品的批价代表品牌价值，飞天批价树立行业天花板，短期无以逾越。非标的提价与投放更为灵活，能够推动茅台酒吨价提升，并在业绩承压时成为及时雨。公司系列酒向下拓宽覆盖人群，其中大单品茅台1935背靠深厚的品牌认知和“i茅台”带来的热度窗口，较为容易的卡位位置关键的千元价格带，并实现了快速放量，23年的目标百亿。目前茅台1935批价回落是产品快速放量与千元价格带竞争生态共同导致的正常结果，先冲体量，后挺批价，不影响其长期扎根千元价格带。

➤ **渠道端，改革初见成效，“i茅台”引领白酒新直销。**“i茅台”自22年3月上线后战绩赫赫，22年公司直销销售收入493.79亿元，同增105.49%，其中“i茅台”营收占直销总收入近四分之一。“i茅台”的成功不仅在于优化了渠道结构、补齐新零售短板，还有效激发了品牌文化营销、改善购买产品价格公平性问题、逐渐调节茅台酒市场价格、并能够快速推广茅台1935等新品、且在用户覆盖方面创造了新的增量，与茅台既有经销渠道相辅相成、增量共荣，为行业未来渠道变革树立了新标杆。

➤ **盈利预测与投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润将达到743.28/901.40/1044.78亿元，同比分别增长19%/21%/16%。基于公司白酒龙头第一的市场地位以及业绩增长的稳定性，给予公司2024年31倍PE，对应目标价2224元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

➤ **风险提示：**禁酒令等文件出台，经济修复不及预期，公司高管更换导致策略变动风险等。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	109,464	127,554	148,749	176,151	202,545
增长率（%）	15%	17%	17%	18%	15%
净利润（百万元）	52,460	62,716	74,328	90,140	104,478
增长率（%）	12%	20%	19%	21%	16%
EPS（元/股）	41.76	49.93	59.17	71.76	83.17
市盈率（P/E）	43	36	30	25	21
市净率（P/B）	12	11	9	7	5

数据来源：公司公告、华福证券研究所

买入（首次评级）

当前价格：1769 元

目标价格：2224 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1256/1256
总市值/流通市值（百万元）	2222264/222222
每股净资产（元）	173.39
资产负债率（%）	12.36
一年内最高/最低（元）	1897/1555.02

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 刘畅

执业证书编号：S0210523050001

邮箱：lc30103@hfzq.com.cn

分析师 张东雪

执业证书编号：S0210523060001

邮箱：zdx30145@hfzq.com.cn

相关报告

投资要件

关键假设：

假设 1）：茅台酒受制于产能与工艺要求，茅台产量与四年前基酒产量相关，尽管“十四五”技改建设项目将提升茅台产能，但基于茅台的高端定位，产品吨价提升对营收的驱动仍将大于量增驱动，预计 2023-2025 年茅台酒营收增速分别为 15.5%/19.3%/14.6%，其中销量增速为 6.5%/3.3%/6.5%，吨价增速 8.4%/15.5%/7.7%，毛利率分别为 94.3%/94.5%/95.3%。

假设 2）：茅台系列酒持续产品升级，千元价格带大单品茅台 1935 今年目标百亿，带动系列酒量价齐升，预计 2023-2025 年系列酒营收增速分别为 25.1%/13.8%/17.5%，其中销量增速为 8.2%/6.1%/8.0%，吨价增速 16.0%/7.2%/8.9%，毛利率分别为 80.0%/81.3%/82.1%。

我们区别于市场的观点：

市场认为，高端酒当前受到宏观经济增速放缓、商务消费修复不及预期的压力。但我们认为，茅台一方面带领白酒行业前行，在多个方面树立标杆，但另一方面，茅台在消费、社交、收藏和金融的多重属性下，已跳脱出了普通白酒消费特征，巨大的渠道利润导致其对需求景气度的敏感度极低，故在经济和白酒消费正常的周期转换中，茅台能够平稳度过，甚至在一些时期实现通过提价等手段可以实现逆势稳增，进一步拉开和竞品的差距。换言之，飞天茅台批价可以在一定程度上作为行业晴雨表，但白酒消费力、行业增速等指标对茅台的影响已经微乎其微。此外，从需求端来看，尽管当前经济和人均可支配收入仍在持续修复中，但我国高端消费人群仍在扩容，且从奢侈品消费额度看，消费力并未缩减，尽管高净值人群人均可投资规模的增速下降，且人均白酒消费量下降，但消费升级带来的客群扩容仍可消化产能释放带来的增量。

股价上涨的催化因素：

茅台动销超预期，飞天批价增长超预期等。

估值与目标价：

公司是白酒龙一，因此选取同为全国性酒企的五粮液、泸州老窖、山西汾酒作为可比公司。2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 23/19/16 倍。预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 743.28/901.40/1044.78 亿元，同比分别增长 19%/21%/16%。基于公司白酒龙头第一的市场地位以及业绩增长的稳定性，给予公司 2024 年 31 倍 PE，对应目标价 2224 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：

禁酒令等文件出台，经济修复不及预期风险，公司高管更换导致策略变动风险等。

正文目录

1	Beta 红利消弱，龙头增长韧性彰显	5
2	高端白酒价格坚挺，价格逻辑具有长期性	5
3	“茅台酒”+“系列酒”双轮驱动，全价格带覆盖	9
3.1	茅台酒以飞天茅台为核心，向上攀登价格带	10
3.1.1	飞天盈利提升稳中求进，渠道利润奠基提价能力	10
3.1.2	非标策略更灵活，批价短期承压不影响长期逻辑	12
3.1.3	产能优势持续领先，支撑茅台酒销量稳定增长	16
3.2	系列酒结构升级，茅台 1935 踏百亿征程	17
4	渠道建设带来文化的持续渗透，“i 茅台”为直销渠道打开新纪元	20
5	盈利预测与估值分析	25
6	风险提示	27

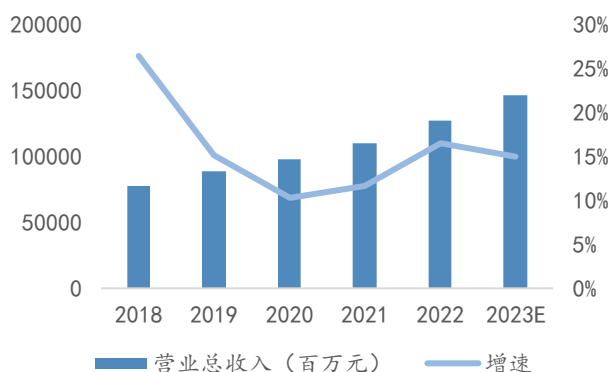
图表目录

图表 1: 茅台总营收及增速变化	5
图表 2: 茅台归母净利润及增速变化	5
图表 3: 中国富裕及以上家庭数量上升 (单位: 户)	6
图表 4: 奢侈品消费者人均消费变化 (单位: 万元)	6
图表 5: 高净值人群数量及增速	7
图表 6: 高净值人群人均可投资规模及增速	7
图表 7: 高净值人群人均可投资规模/茅台当年市场价 (万瓶)	7
图表 8: 高净值人群整体可投资规模/茅台市场价 (亿瓶)	7
图表 9: 中低端与高端酒均价变化 (500ml, 52 度)	8
图表 10: 2021 年高端白酒销量份额	9
图表 11: 茅台品牌价值在白酒中一骑绝尘	9
图表 12: 茅台酒稳增, 系列酒近年来主驱增长	10
图表 13: 茅台酒与系列酒销量总体均保持小幅稳增	10
图表 14: 茅台酒与系列酒吨价均保持上行	10
图表 15: 茅台酒毛利率持续小幅增长, 系列酒毛利率阔步提升	10
图表 16: 茅五批价与出厂价	11
图表 17: 茅五渠道利润对比	11
图表 18: 飞天茅台提价复盘	12
图表 19: 茅台酒产品矩阵及产品溢价测算	13
图表 20: 近年来非标茅台提价、加大投放、新品推出动作密集, 持续布局	14
图表 21: 茅台十五年批价 (53%vol 500ml, 元)	14
图表 22: 虎茅批价 (53%vol 500ml, 元)	14
图表 23: 我国制造业 PMI 指数持续在荣枯线震荡	16
图表 24: 2022 年投融资数量与金额显著下降	16
图表 25: 酱酒产能金字塔	16
图表 26: 茅台基酒产量持续提升	16
图表 27: 茅台基酒产能持续扩大	17
图表 28: 基酒产能转换产品酒 (吨)	17
图表 29: 茅台系列酒价格带覆盖较宽	18
图表 30: 遵义 1935	19
图表 31: 酱酒热潮下, 酱酒份额不断上升	19
图表 32: 酱酒热降温导致部分酱酒在千元价格带的份额出清	19
图表 33: 茅台 1935 批价图 (单位: 元)	20
图表 34: 直销渠道收入增速持续提升	21
图表 35: 公司直销渠道营收占比不断上升	21
图表 36: 茅台分渠道毛利率情况	21
图表 37: 茅台近期渠道改革举措	22
图表 38: 2022 年茅台各渠道营收占比	22
图表 39: “i 茅台”流程图	23
图表 40: “i 茅台”产品图谱	24
图表 41: “i 茅台”渠道产品销售利润测算 (以申购 53%vol 500ml 免茅为例)	24
图表 42: 业务拆分	26
图表 43: 可比公司	26
图表 44: 财务预测摘要	28

1 Beta 红利消弱，龙头增长韧性彰显

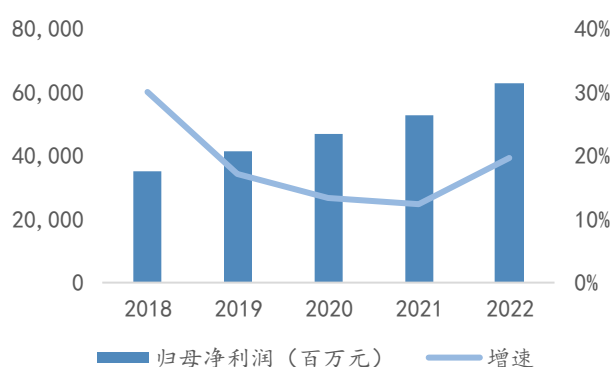
行业 Beta 红利下降，茅台“超稳”地位凸显。在行业景气周期中，风和日丽下“大船稳、小船快”，白酒品牌百花齐放。而在行业复苏与调整期里，Beta 红利普遍消弱，酒企在长期发展中所积淀的品牌端、产品端、渠道端的综合能力则更加得以彰显。在疫情导致消费场景严重缺失的背景下，2020-2022 年茅台营收 CAGR 为 9.2%，归属于上市公司股东的净利润 CAGR 为 10.3%，彰显了强大的增长韧性。23Q1-Q3，公司实现营收 1053 亿元，同比增长 17%；实现归母净利润 529 亿元，同比增长 19%。公司上半年表现表现超预期，Q3 增速有所放缓，随着消费持续复苏，公司全年有望顺利达成 15% 的营收增长目标。

图表 1：茅台总营收及增速变化



数据来源：Wind, 23 营收按 22 年年报中的 15% 目标估算，华福证券研究所

图表 2：茅台归母净利润及增速变化



数据来源：Wind, 华福证券研究所

价格端坚持市场化，渠道端六大渠道平衡和谐，多元化生态体系建设。2023 年 6 月，公司召开股东大会：公司认为，白酒产业是一个可以长期存在和持续发展的产业，穿越周期正是品牌消费品投资价值所在。价格端，近两年茅台不断推进价格改革，除飞天茅台以外，其他产品的价格均有提升，公司未来将持续优化产品和理顺价格带，以合适的时间和合适的方式进行产品提价。渠道端，公司近年来在搭建终端渠道方面收效明显，23 年前三季度，公司直销金额达 462.1 亿元，同比增长 44.9%，占比达到 45%。今年快终端渠道建设，加大线上渠道发展仍是五大重点工作之一。此外，茅台作为中国白酒龙一，今年将开启国际化战略布局，到 2025 年形成茅台特色的国际化路径，形成国际国内相互促进的市场格局，咬定迈向世界一流的目标，走向世界。

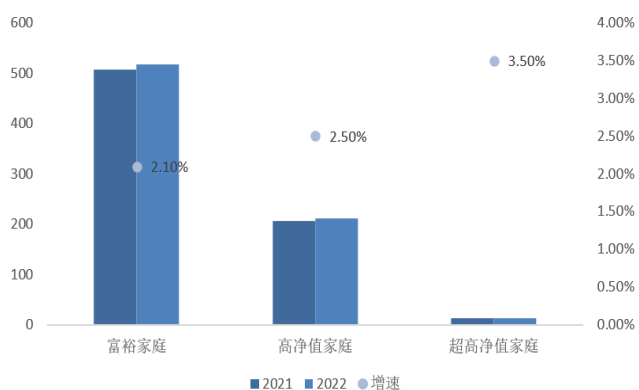
2 高端白酒价格坚挺，价格逻辑具有长期性

高端白酒在消费承压的环境下动销展现出韧性，需求不减。疫情放开以来，消费

场景迅速复苏，22年年底茅台在部分地区已出现断货。23Q1 各大酒企开门红普遍较好，高端酒动销火热，以五粮液为例，1月五粮液产品发货量和动销量均同比保持两位数增长，其中发货量同比增长超过30%，增速亮眼，说明在较好的消费氛围下，高端酒消费力不减。

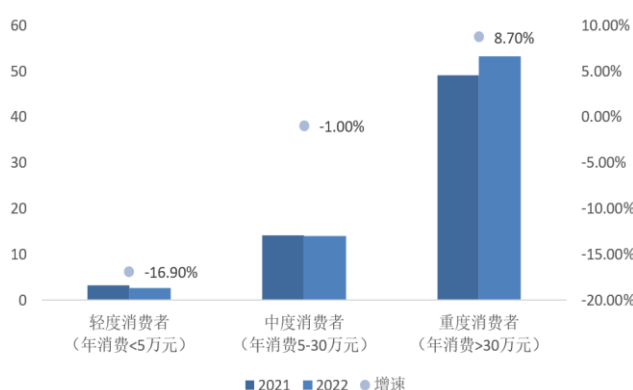
高端白酒价格坚挺背后的逻辑是高端消费人群扩容+该人群消费力持续提升。根据《2023 中国私人财富报告》，可投资资产超过1千万人民币的高净值人群规模从2008年的30万人增长到2022年316万人，12年翻了10倍以上，2018-2024年CAGR约12%。同时，高净值人群个人可投资资产更是从2008年的8万亿元人民币增长到2022年的101万亿元人民币，CAGR达到20%。胡润研究院数据显示，尽管2022年、受疫情影响我国经济有所承压，但富裕及以上水平的家庭数量依旧保持增长，说明高端酒主要消费客群仍在扩容。从消费额看，根据BCG《中国奢侈品市场数字化趋势洞察报告（2022年版）》，虽然中轻度奢侈品消费者的购买额有所下降，但高消费额的“重度消费者”22年消费保持了8.7%的强劲增长，疫情并未削减高端酒消费人群的购买力。

图表 3：中国富裕及以上家庭数量上升（单位：户）



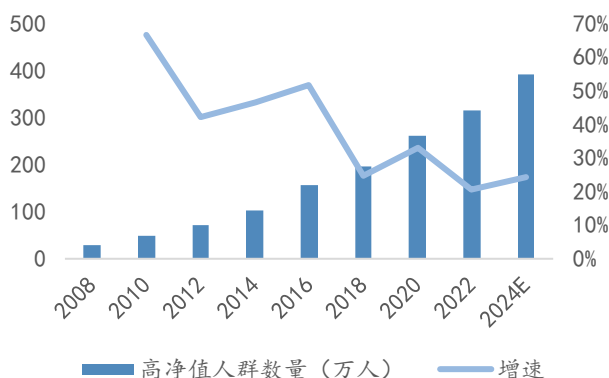
数据来源：胡润研究院，华福证券研究所

图表 4：奢侈品消费者人均消费变化（单位：万元）



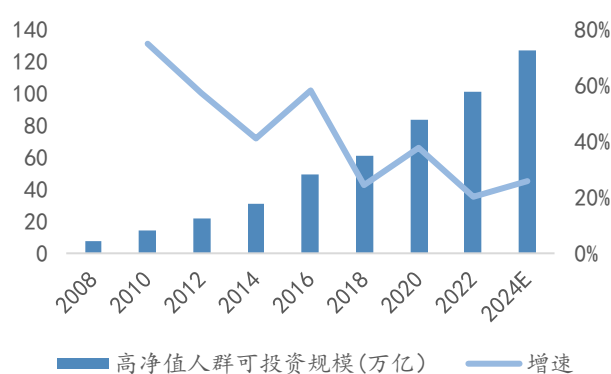
数据来源：《中国奢侈品市场数字化趋势洞察报告（2022年版）》，华福证券研究所

图表 5：高净值人群数量及增速



数据来源：《2023 中国私人财富报告》，华福证券研究所

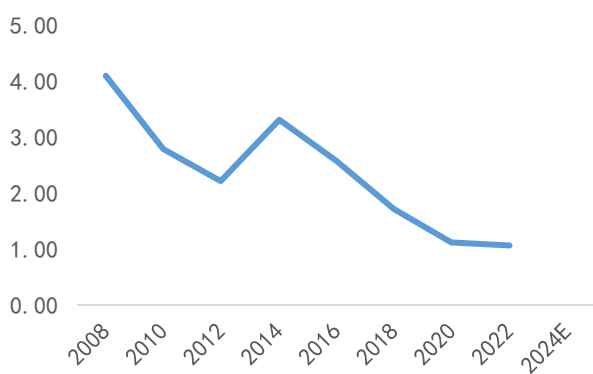
图表 6：高净值人群人均可投资规模及增速



数据来源：《2023 中国私人财富报告》，华福证券研究所

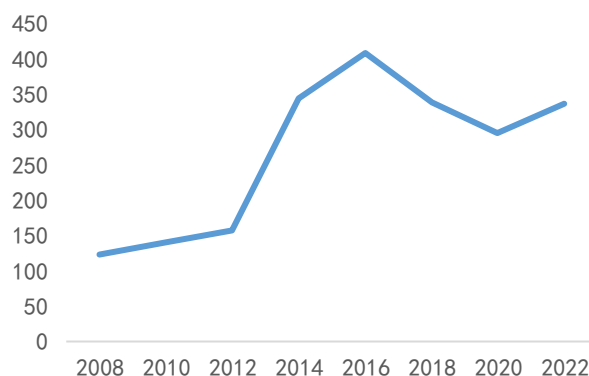
人均消费量下降，预计高端酒增量的消化主要在于消费升级带来的客群扩容。以人均可投资规模/茅台当年市场价为指标，粗略测算人均茅台购买力，该指标从 2008 年的 4.0 下降到 22 年的 1.07，主要系茅台市场价增速大于高净值人群人均可投资规模增速。但考虑高净值人群在不断扩容，整体可投资规模仍在快速增长，故以高净值人群整体可投资规模/茅台当年市场价为指标，则该指标从 2008 年至今在不断提升，说明社会对茅台的整体可消费能力持续提升。

图表 7：高净值人群人均可投资规模/茅台当年市场价 (万瓶)



数据来源：《2023 中国私人财富报告》，华福证券研究所

图表 8：高净值人群整体可投资规模/茅台市场价 (亿瓶)

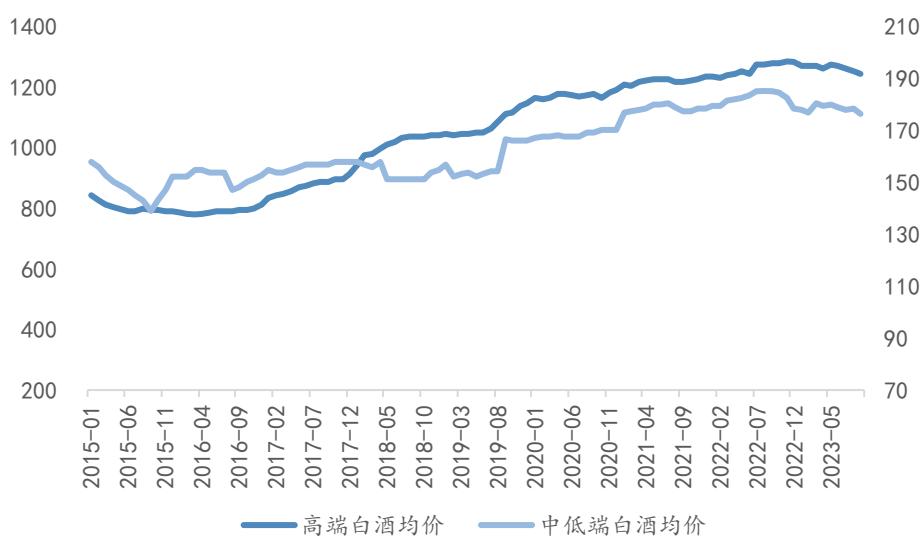


数据来源：《2023 中国私人财富报告》，华福证券研究所

在供给端相对稳定的背景，价格的边际变化由需求端决定。高端酒均价增幅在任何周期均大于中低端产品，在白酒消费景气周期中尤其显著。根据国家发改委数据，2015 年至 2023 年 5 月，我国 36 个大中城市高档白酒与中低档白酒均价均持续提升，其中高档白酒均价从 2015 年 1 月的 842 元/500ml 提升到了 2023 年 9 月的 1245 元/500ml，中低档白酒均价从 158 元提升到了 177 元/500ml。过去 8 年间，高端/中低

档产品均价 CAGR 分别为 5.81%/3.04%，高端酒增幅领先中低端产品。举例来看，2014 年初，我国经济开始加速下行，实际 GDP 增速在一年的时间里从 7.9% 降到 7.1%，经济进入衰退阶段。为了保住 7% 的经济增长底线，政策从 2014 年 11 月降息开始升级到全面宽松，央行在 2015 年下半年接连降息降准。在全面宽松和大规模投资的刺激下，白酒也从 2012 年开始的受“三公消费”限制而导致的调整期中快速复苏。随后的 2015 年 6 月，直至 2019 年年底疫情爆发，高端/中低档产品均价 CAGR 分别为 8.57%/2.75%，高端酒均价增长显著领先。

图表 9：中低端与高端酒均价变化（500ml，52 度）



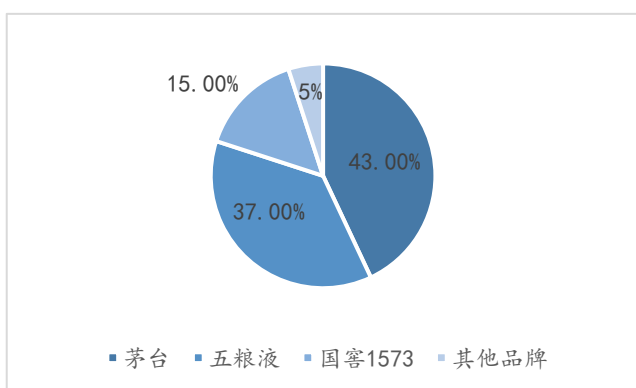
数据来源：Wind，华福证券研究所

疫情压力下，各档次的白酒均价增速均有所放缓，但高端酒均价增幅仍大于中低端产品。疫情三年中，各档次白酒价格虽保持上行，但增速均有所放缓，高端/中低端产品 2020 年至 2022 年均价 CAGR 分别为 3.86%/2.43%。高端酒均价增速仍高于中低端酒，增长依然稳健，但较疫情前有所回落。中低端产品均价增速提升主要系同时受到高端酒消费降级和百元价格带产品结构升级的共同作用，该逻辑在疫后经济稳修复的背景下短期内或将延续。但随着经济的修复，基于高端白酒在消费增长期均价增长领先的规律，高端白酒均价提速可期。

从竞争格局来看，高端白酒格局稳固，茅台品牌价值一骑绝尘。高端白酒的壁垒源于品牌培育和消费者心智教育的时间长周期培育，同时工艺导致的供给稀缺长期存在，且受到量价、渠道模式、产品定位等因素影响，形成了如今茅台强势领先，五粮液及泸州老窖稳占千元价格带的行业格局。对于已经堆高品牌力的产品，品牌力的持续提升一方面得益于供给端酒企对消费者的持续教育，另一方面也得益于消费氛围本

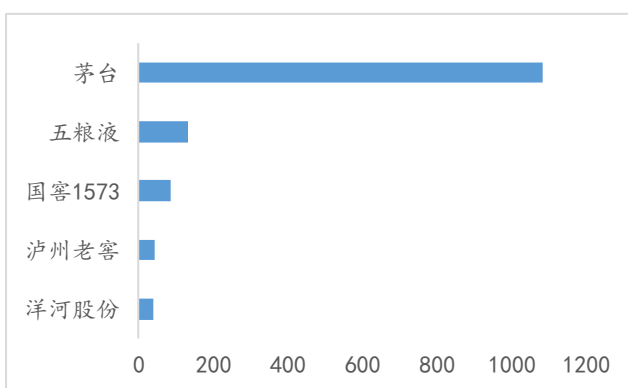
身的传播和扩散。即，雪球一旦经过上坡，在供求双方的势能下，品牌知名度和品牌粘性均将加速提升，并经过“葡萄藤效应”互相转化，加速扩大，利好龙头企业。根据 2022 年度凯度 BrandZ 最具价值中国品牌排行榜，茅台以 1084.9 亿美元品牌价值位列榜单第三，酒类品牌第一，与其他品牌拉开较大差距。在当前行业稳发展，企业的内部治理和经营策略更加稳健的背景下，行业内实现弯道超车的机会少之又少，龙头护城河深厚，行业地位稳固。

图表 10：2021 年高端白酒销量份额



数据来源：观研天下，华福证券研究所

图表 11：茅台品牌价值在白酒中一骑绝尘

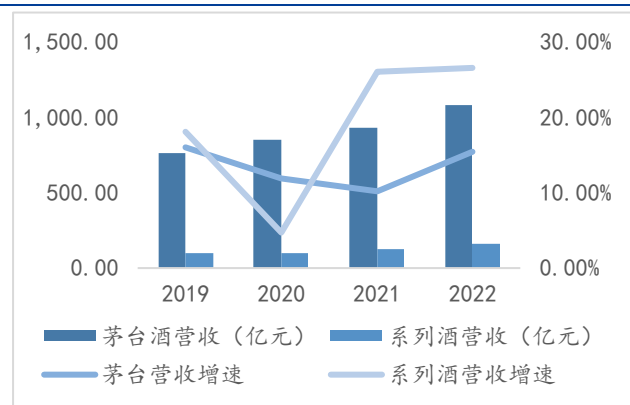


数据来源：2022 BrandZ 排行榜，华福证券研究所

3 “茅台酒”+“系列酒”双轮驱动，全价格带覆盖

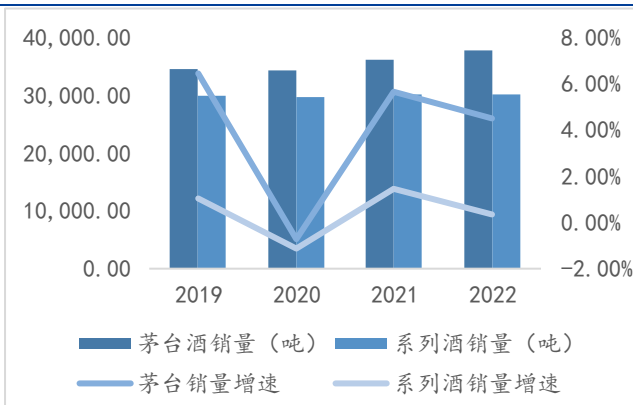
产品结构优化，茅台酒与系列酒营收增长均主要系吨价提升驱动。2019-2022 年茅台酒产品/系列酒收入 CAGR 分别为 12.47%/18.65%，茅台酒稳步增长，系列酒近两年增速提升并保持在 26%左右，成为公司营收增长的主驱动力。2022 年，公司茅台酒/系列酒营收分别达到 1078.34/159.39 亿元，营收占比分别为 86.89%/12.84%，同比变化分别为 15.37%/26.55%。拆分量价来看，茅台酒量价齐升，2022 年销量/吨价同比分别增长 4.52%/10.38%，吨价提升主要系高端的非标产品加大投放，以及直销渠道占比的提升所致。系列酒 2022 年销量/吨价同比增长 0.32%/26.14%，吨价提升主要系产品结构升级所致。基于强大的品牌力和渠道推力，公司过去对系列酒的提价升级较为顺利，系列酒整体的吨价从 2019 年的 31.72 万元/吨增长到了 2022 年的 52.65 万元/吨，带动毛利率从 2019 年的 72.20%增长到了 2022 年的 77.22%，产品优化对利润水平的提升效果显著。

图表 12: 茅台酒稳增, 系列酒近年来主驱增长



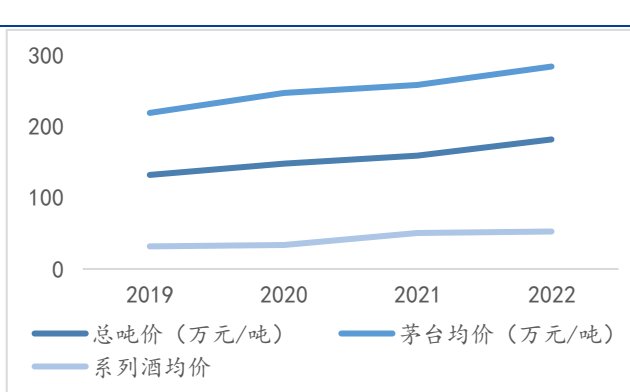
数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

图表 13: 茅台酒与系列酒销量总体均保持小幅稳增



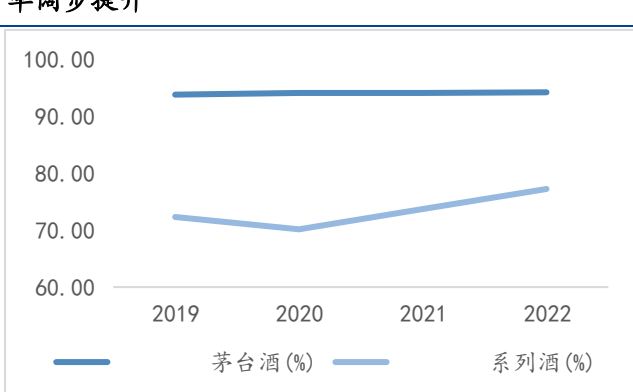
数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

图表 14: 茅台酒与系列酒吨价均保持上行



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

图表 15: 茅台酒毛利率持续小幅增长, 系列酒毛利率阔步提升



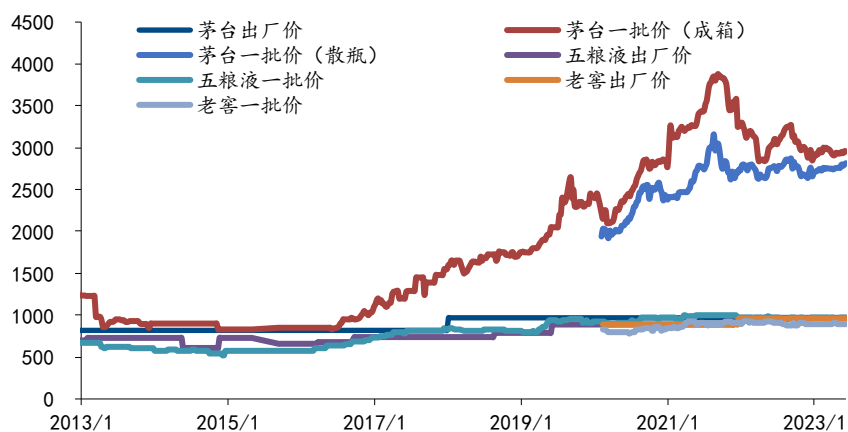
数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

3.1 茅台酒以飞天茅台为核心, 向上攀登价格带

3.1.1 飞天盈利提升稳中求进, 渠道利润奠基提价能力

对高端酒来说, 核心大单品的批价确立公司行业地位, 飞天茅台批价树立行业天花板。核心大单品的批价是酒企与渠道博弈、以及市场供求等多方面角力下的反应结果, 是公司综合能力的体现。对于高端酒来说, 酒企核心产品的批价确立了公司的行业地位和话语权, 同时, 其变化也是观测企业经营和股价走势的重要风向标。茅台从 2000 年以来紧抓意见领袖, 宣传自身复杂工艺的特征, 让“稀缺性”成为人们的共识, 并在白酒黄金十年中, 于 2008 年率先提价, 一举超越当时的龙头五粮液。2012 年三公禁令后, 行业进入深度调整期, 茅台坚定自身的策略, 稳住价格, 奠定了其绝对的白酒龙头地位。

图表 16：茅五泸批价与出厂价



数据来源：今日酒价，Wind，华福证券研究所

茅台渠道利润丰厚，客观上提价具备较大空间。茅台酒产品的指导价与终端零售价之间普遍存在较高溢价。在 2023 年 11 月 1 日提价前，核心大单品飞天茅台（散瓶）出厂价 969 元，与指导价 1499 元之间存在 54.7% 的利润率，较其他高端产品处于正常水平，但其出厂价与一批价之间的产品溢价高达 173%，与其他高端白酒拉开较大差距，丰厚的渠道利润使得茅台在需求端仍在恢复的阶段具备提价空间。贵州茅台 10 月 31 日发布提价公告，自 2023 年 11 月 1 日起上调公司 53%vol 贵州茅台酒（飞天、五星）出厂价格，平均上调幅度约为 20%。按照之前飞天 969 元的出厂价，本次约提价 194 元，出厂价提升至 1163 元，提价后出厂价与批价之间的渠道利润仍有 132%。截至 2023 年 11 月 19 日，飞天批价较公告发出日增长约 50 元左右，在当前需求端景气度仍在缓慢修复的背景下，批价增长幅度有限。

图表 17：茅五泸渠道利润对比

对应时间：2023年10月31日					
产品	出厂价（元/瓶）	指导价（元/瓶）	一批价（元/瓶）	出厂价-指导价渠道利润	出厂价-一批价渠道利润率
飞天茅台	969	1499	2650	54.70%	173.48%
普五八代	969	1499	960	54.70%	-0.93%
国窖1573	960	1399	880	45.73%	-8.33%

对应时间：2023年11月19日					
产品	出厂价（元/瓶）	指导价（元/瓶）	一批价（元/瓶）	出厂价-指导价渠道利润	出厂价-一批价渠道利润率
飞天茅台	1162.8	1499	2695	28.91%	131.77%
普五八代	969	1499	960	54.70%	-0.93%
国窖1573	960	1399	880	45.73%	-8.33%

数据来源：今日酒价，红星资本局，华福证券研究所

白酒黄金十年后飞天提价更为谨慎，未来的价格改革核心亦非直接提价。复盘 21

世纪以来飞天茅台的提价历程，公司在白酒黄金十年里提价频率较高，通过 6 次提价，坚定高端策略，确立了自身的行业地位。2013 年，受“三公消费”限制影响，白酒行业遇冷，不同于五粮液和泸州老窖的逆市提价，茅台选择控量保价，顺利度过行业深度调整期，再度提价已是近 6 年后的 2018 年。除行业周期的影响以外，2016 年开始，茅台批价持续走高，高渠道利润下，玩家纷纷入局，导致公司价盘背后利益错综复杂，提价更为谨慎。根据公司“茅台酒价格的改革是系统性改革，不是简单的价格调高或调低。系统性改革是营销体制的改革，关键是渠道”的表态，茅台通过提升直销渠道占比等方式，已经在逐步实现厂商之间利润的再分配，价格调整已经在温和推进。

图表 18：飞天茅台提价复盘

2000年后茅台提价调整记录				
	年份	周期	价格（元）	幅度
1	2001年8月	衰退震荡期	218	17.80%
2	2003年10月	白酒黄金十年	268	22.94%
3	2006年2月		308	14.93%
4	2007年4月		358	16.23%
5	2008年1月		438	22.35%
6	2010年1月		499	13.93%
7	2011年1月		619	24.05%
8	2012年9月		819	32.31%
9	2018年1月	复苏阶段	969	18.32%
10	2023年11月	分化阶段	1163	20.00%

数据来源：Wind，华福证券研究所

3.1.2 非标策略更灵活，批价短期承压不影响长期逻辑

持续拉升品牌价值，飞天及以上产品架高价格覆盖区间。白酒具有较强的社交属性，根据益普索《2021 年中国白酒消费洞察报告》，聚会与应酬占白酒消费场景的 80%，基于在社交场景的认同感以及保值增值的属性放大，茅台奢侈品属性凸显，品牌力为精神消费时带来溢价，为飞天价格以上的陈年茅台、珍品、精品茅台及生肖酒等产品带来价格空间，向上持续拔高白酒价格，对品牌起到向上拉升高度的作用。

图表 19：茅台酒产品矩阵及产品溢价测算

产品系列		产品名称		规格	批价（元）	终端售价（元）	指导价(元)	溢价（指导价-终端零售价）	
茅台酒		陈年茅台		15年	53度/500ml	5810	6999	4999	40%
				30年	53度/500ml	12900	13899	11999	16%
				50年	53度/500ml	31600	35999	18999	89%
		珍品茅台			53度/500ml	4290	4599	4599	0%
		精品茅台			53度/500ml	3310	3699	3299	12%
		生肖茅台		兔	53度/500ml	3040	3000	2499	20%
				虎	53度/500ml	3450	3799	2499	52%
				牛	53度/500ml	3460	3899	2499	56%
				鼠	53度/500ml	3750	4449	2499	78%
		飞天茅台		22年散	53度/500ml	2750	2999	1499	100%
				低度散	43度/500ml	1020	1199	999	20%
		节气酒		立春	53度/100ml	850	1399	569	146%
					53度/500ml	10000	21199	2899	631%
				立夏	53度/100ml	600	899	569	58%
					53度/500ml	6500	12999	2899	348%
				雨水	53度/100ml	650	959	569	69%
					53度/500ml	6000	11999	2899	314%
				惊蛰	53度/100ml	650	899	569	58%
					53度/500ml	6000	10999	2899	279%
				春分	53度/100ml	650	899	569	58%
					53度/500ml	6200	13999	2899	383%
				清明	53度/100ml	650	899	569	58%
					53度/500ml	6200	13999	2899	383%
				谷雨	53度/100ml	620	899	569	58%
					53度/500ml	5500	10999	2899	279%

数据来源：今日酒价，京东，佳酿网，每日经济新闻，酒易淘，时代周报，时代财经，贵州综合广播，界面新闻，中国经营报，中国酒业杂志，金融界，重庆商报，新浪科技，香烟网，糖酒快讯，中华财经网，华福证券研究所

非标茅台的提价与投放更为灵活，能够推动茅台酒吨价提升，在业绩承压时成为及时雨。如前文所述，飞天虽具备提价空间，但提价阻力较大，作为承载公司品牌力的核心大单品，当前以稳为主，价格与渠道调整需更谨慎。而非标茅台由于主要针对更高端小众的利基市场，价格变化和投放加大对品牌直接影响更小，故非标产品往往是公司业绩承压时的及时雨，是茅台酒吨价提升的重要生力军。复盘公司在非标产品方面的动作，不难看出非标提价频率较飞天茅台更为频繁，涨价幅度也更大，加大投放可在公司业绩承压时可成为维稳业绩的有力手段。

图表 20：近年来非标茅台提价、加大投放、新品推出动作密集，持续布局

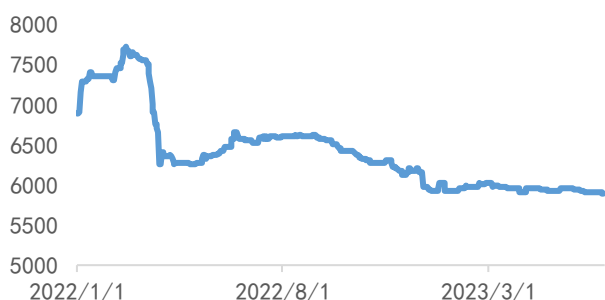
时间	动作
2020年3月	茅台走进四国纪念酒上市
2020年9月	茅台“中国酒韵十大爱情”上市
2021年3月	精品茅台出厂价提价400元（17%），零售指导价提价100元（3%）
2021年3月	生肖酒（牛年）指导价提价800元（47%）
2021年6月	香溢五洲上市
2021年12月	茅台第一款高端酒珍品焕新上市
2022年1月	15年茅台酒指导价提价1000元（20%）
2022年1月	珍品茅台指导价提价100元（2.22%）
2022年7月	中国酒韵系列套装酒“十大国画”上市
2023年2月	茅台节气酒春季系列上市

数据来源：出海易，礼上往来，时代周报，环球周刊网，湖北长江商报，酒乡贵州，茅台官网，华福证券研究所

茅台节气酒系列再度破圈，助力消费者教育与年轻客群打开。公司推出茅台酒二十四节气系列产品，其中今年2月推出的春系列包括立春、雨水、惊蛰、春分、清明、谷雨六大产品，每款总量不过24吨，具有较强稀缺性。白酒的生产酿造过程与农时安排、农事生产息息相关，节气酒每款产品使用该节气所生产的基酒进行勾兑，以“美自天成”为 slogan 构造文化底蕴，产品设计契合时节特点，借势国潮兴起，强化输出品牌和产品的神价值及文化底蕴，在飞天茅台提价受阻的情况下，丰富产品矩阵，用高毛利产品为业绩提升积蓄力量。此外，茅台节气酒是公司推出的第一款数实融合产品，通过将茅台产品和线上数字元宇宙在“巽风”APP 绑定，巽风世界的每一份“数字藏品”都通过区块链及数字指纹技术与实物产品一一关联。用户需要通过在“巽风”上探索、学习、酿造，创造出相应“数字藏品”，才能行权购买产品。一方面，创造数字藏品的过程有效进行了消费者教育；另一方面，根据艾媒咨询调研数据，数字藏品消费者中53.3%为青年群体，节气酒借力数字藏品吸引年轻群体，破圈打入新生代客群。

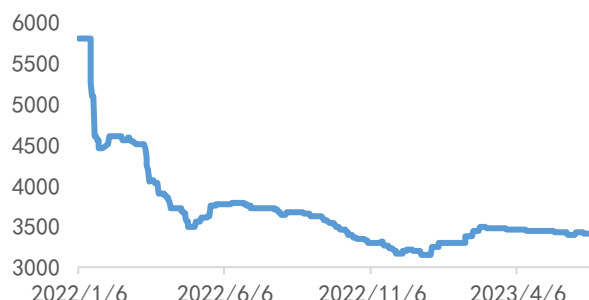
22年下半年开始，茅台非标产品批价出现震荡下行趋势，引发市场担忧。追溯原因，我们认为非标批价下行主要系 1）酒厂投放量加大；2）经销商预期悲观；3）需求端消费频次下降所致。

图表 21：茅台十五年批价（53%vol 500ml，元）



数据来源：今日酒价，华福证券研究所

图表 22：虎茅批价（53%vol 500ml，元）



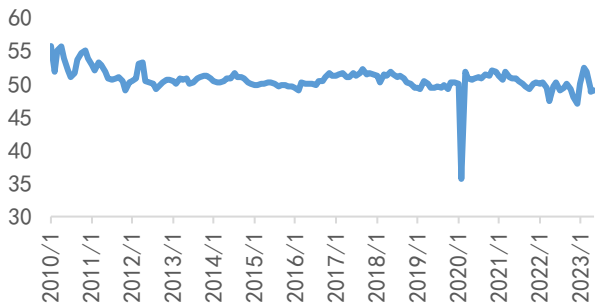
数据来源：今日酒价，华福证券研究所

(1) 非标投放量加大，导致批价下行：如前文所述，由于飞天茅台价格受市场关注度较大，提价阻力较多，故公司在非标产品方面近年来动作较多，通过优化产品结构提升营收与利润。21 年 12 月 30 日，公司推出珍品茅台酒，22 年春节后再次推出茅台匠序酒，推新动作频繁。在新品推出放量，叠加原有产品投放加大的双重助力下，2022 年非标收入占比首度超过飞天，今年 Q1，茅台非标投放持续加大，主要集中在生肖、精品等产品，供给提升导致批价下行。

(2) 经销商预期不乐观，导致价盘走低：**1) 部分经销商有一定资金压力：**由于疫情下白酒消费场景严重缺失，经销商出货压力加大，导致部分经销商资金回笼压力较大，而飞天茅台作为硬通货，并非此时降价出货的首选，故利润更高的非标茅台被有资金压力的经销商降价出售；**2) 外部环境不利于公司产品提价，影响经销商提价预期：**由于经济增速回落、疫后消费复苏节奏仍有不确定性，经销商对需求端存在担忧，导致对价盘走高的预期下降，故选择加大出货非标；**3) 经销商或认为，酒厂对非标产品的投放会加大：**“i 茅台”首发产品中非标产品占比较高，且近期非标在传统渠道的放量也较大，影响经销商未来的量价预期；**4) 酒厂对产品进行提价的必要性和迫切性不高，影响经销商价格预期：**直销比例的提升和产品提价均有助于公司业绩提升，“i 茅台”旗开得胜，随着未来直销渠道加大投入，公司产品提价的必要性下降，影响经销商对非标产品提价预期。

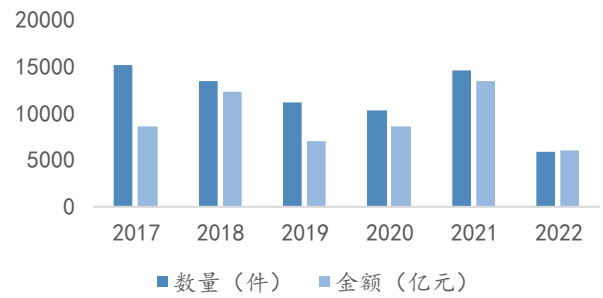
(3) 从需求端角度看，尽管高端人群的消费能力并未下降，且高净值人群仍在扩容，但是高端白酒的需求整体或仍有所下降，或主要系消费频次下降所致，导致 22H2 开始非标批价下行。茅台非标产品的主要消费场景为政商务宴请及礼赠等，与商务活动景气度息息相关。消费频次减少广义上可分为三类原因：**1) 有需求，无场景：**22 年疫情管控，消费场景缺失；**2) 无需求，无场景：**白酒商务及礼赠消费需要市场上有项目和商务活动。在疫情带来的不确定环境下，企业扩张受阻，22 年国内创投市场投融资事件较 21 年减少 52%。商务活动减少，导致白酒商务消费频次下滑；**3) 或有需求，但无消费意愿：**消费者信心很大一部分取决于收入，而收入取决于就业，就业一定程度上取决于企业家信心。从当前较低的就业率上看，疫后企业家更为审慎，商务活动仍在复苏过程中。随着被压抑的投资需求持续释放，驱动企业家和投资者信心提升，带动商务活动繁荣，进而带动白酒商务消费频次提升。

图表 23：我国制造业 PMI 指数持续在荣枯线震荡



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 24：2022 年投融资数量与金额显著下降



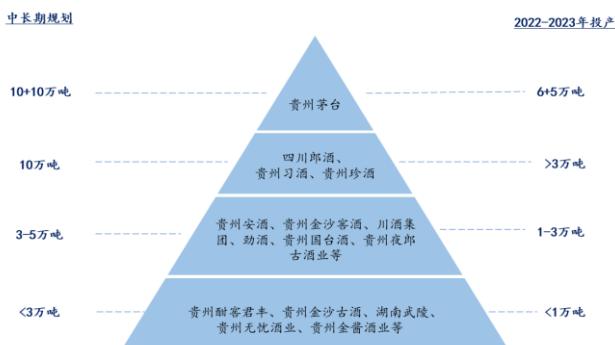
数据来源：烯牛数据，创业帮，华福证券研究所

高端白酒动销是经济修复的先行指标，价格端的体现略有滞后性，非标未来放量依然可行。基于上述分析，我们认为酒企加大投放或是非标批价下行的首要原因，随着非标量价恢复平衡，预计非标价格压力将稳步减弱。从需求端出发，从年初至今的情况看，高端白酒动销稳健、开瓶率上升，意味着商务活动在不断复苏。商务活动的修复，叠加政策面持续释放引导经济回升的信号，消费者与投资者信心提升将带动消费者购买频次提升。而需求端的复苏，叠加供给端投放量回稳，将带动经销商预期修复。需求端根基不动摇的基础上，未来非标持续放量依然可行。

3.1.3 产能优势持续领先，支撑茅台酒销量稳定增长

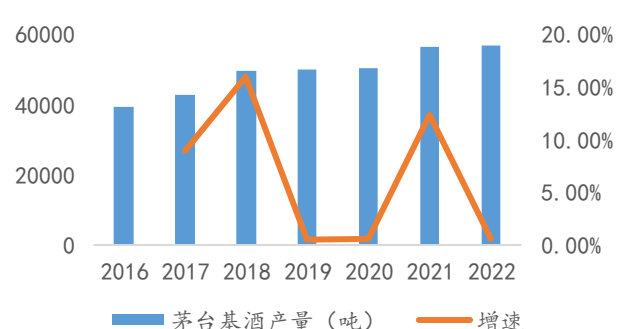
茅台产能规划领先，基础产量持续提升。基于酱酒 5-7 年生产周期的特点，主流酱酒企业必须提前下注，进行产能储备，使得今天的产能优势在 5-7 年后应对未来的竞争。在酱酒“一超多强”的格局下，“一超”茅台的基酒产量持续提升，由 2000 年的 5.4 万吨扩大至 2022 年的 5.7 万吨，CAGR 达 11.9%。而产能规划上，茅台的“两个 10 万吨”计划依然一骑绝尘（茅台酒产能 10 万吨、茅台系列酒 10 万吨），产能优势持续领先。

图表 25：酱酒产能金字塔



数据来源：新浪新闻，酒业家，华福证券研究所

图表 26：茅台基酒产量持续提升



数据来源：Wind，华福证券研究所

成品产量取决于 4 年前基酒，预计 2023-2026 年成品酒产量 CAGR 为 3.9%-7.4%。基酒贮存三年后，需勾兑添加 8%-20% 的老酒（我们按 2001 年公司招股说明书披露的 14.86% 测算），然后再贮存一年，留部分做老酒。假设存放损耗为 3%，老酒留存比例为 20%-30%，我们测算成品酒为基酒的 78%-89%，测算后预计 2026 年成品酒产能为 4.4-5.1 万吨。2022 年茅台酒销量为 37901 吨，预计 2023-2026 年成品酒产量 CAGR 为 3.9%-7.4%，成品酒供给将支撑公司销量稳步增长。

图表 27：茅台基酒产能持续扩大

	下限值测算	上限值测算
当年基酒（吨）	10,000	10,000
存储损耗 3%	9,700	9,700
3 年后添加老酒比例 14.86%	14.86%	14.86%
3 年后可勾兑总量（吨）	11,141	11,141
四年后用于成品酒比例	70%	80%
四年后可销售成品酒（吨）	7,799	8,913
四年后成品酒/基酒	78%	89%

数据来源：华福证券研究所测算

图表 28：基酒产能转换产品酒（吨）

	2019	2020	2021	2022
基酒产能	49923	50235	56472	56810.44

	2023E	2024E	2025E	2026E
对应成品酒产能（下限值）	38884	39104	41661	44228
对应成品酒产能（上限值）	44439	44690	47613	50547

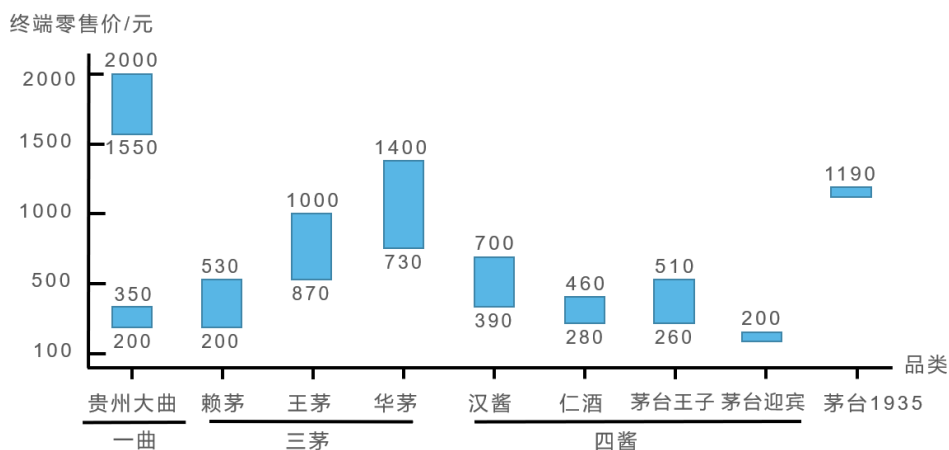
数据来源：Wind，华福证券研究所测算

3.2 系列酒结构升级，茅台 1935 踏百亿征程

系列酒驱动营收增长，向下拓宽价格覆盖面。酱香系列酒包括一曲、三茅、四酱，以及大单品茅台 1935，与茅台酒在价格带、产品带上错位互补，向下全面覆盖千元价格带及以下市场。近年来，系列酒产品营收占比不断上升，2022 年公司系列酒实现营收 159.39 亿元，同比增长 26.55%，酒类营收占比 12.88%，2018-2022 年营收 CAGR 为 18.5%。相较于依靠投资和房地产驱动的白酒黄金十年，当前白酒需求结构已经发生改变，从此前的政商务需求为主逐渐转变为大众消费，为系列酒带来更广阔的增长空间。背靠茅台的品牌与品质背书，茅台在向下带动系列酒升级与放量的过

程中具备优势。未来，公司计划打造一个百亿级超级大单品（茅台 1935）、两个 20 亿元大单品（茅台王子酒（酱香经典）、茅台王子酒（金王子））、两个 10 亿元大单品（汉酱酒、茅台迎宾酒（紫）），并于“十四五”末实现系列酒营收翻番，达到 240 亿元以上，成为公司发展的主要增长极。

图表 29：茅台系列酒价格带覆盖较宽



数据来源：京东商城官方授权店，华福证券研究所

大单品茅台 1935 定位千元价格带，23 年目标百亿。公司于 2022 年 1 月推出茅台 1935，是“遵义 1935”停产之后所推出具有全新包装和名号的系列酒产品。在价格定位上，茅台 1935 向上衔接茅台，向下链接 300-900 元的茅台王子酒、茅台迎宾酒、汉酱、赖茅、贵州大曲等次高端价位的大单品，战略性补位千元价格带。上市首年，茅台 1935 完成销售额 50 亿元，增速亮眼，2023 年销售目标继续向“百亿级”单品冲刺。

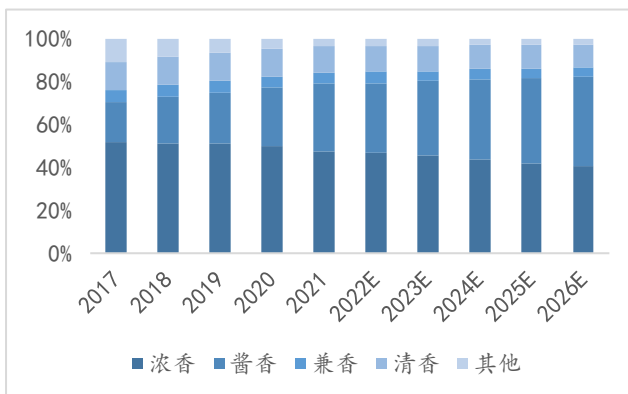
背靠深厚的品牌认知，只有茅台能如此容易的占位位置关键的千元价格带。由于千元价格带消费场景为政商二元，既有刚需属性，同时兼具经济增长、商务繁荣带来的需求扩容和开瓶率保障，在全价格带中位置关键。同时，高端酒壁垒较高，次高端及以下品牌向上布局难度较大，难以打造真正成规模的千元价格带大单品。当前全国化的千元价格带大单品以五粮液和国窖 1573 为主，向上突破的次高端大单品份额较小。茅台作为白酒行业龙一，品牌召力强，自上往下做垂直产品线的延伸难度相对较低。叠加此前不公开发售的遵义 1935 在停产前在小圈层流通数年，享有一定品质与品牌溢价背书，导致茅台 1935 天然具有较高的认知度。

图表 30：遵义 1935



数据来源：京东，华福证券研究所

图表 31：酱酒热潮下，酱酒份额不断上升



数据来源：弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华福证券研究所

“酱酒热”转温背景下，茅台 1935 承接份额获得契机。在“酱酒热”发酵期，市场狂热下品牌间鱼龙混杂，部分品牌力不足、产品质量良莠不齐、销售体系不完善的酱酒也在进军千元价格带。而随着热潮转温，理性回归，过去主要依靠酱酒香型获得市场份额的品牌的市场份额缩减，娃哈哈、海航等涌入酱酒市场的资本亦铩羽而归，此时横空出世的茅台 1935 最能承接此部分出清的市场份额。此外，尽管酱酒热度回归理性，但经过本轮“酱酒热”，消费者对酱香白酒的认知度的提升并未一同消散。行业出清下，品牌价值凸显，更为茅台 1935 提供了较好契机。

图表 32：酱酒热降温导致部分酱酒在千元价格带的份额出清

产品名	产品规格	推出时间	产品价格（推出价）	产品现价（京东）
夜郎古酒-大金奖	53度酱香型/500ml	-	1099	589
怀庄v30馆藏	53度酱香型/500ml	-	1299	699
贵州醉爱红酱香酒	53度酱香型/500ml	2020年	1199	499
贵州醉爱6年酱酒	53度酱香型/500ml	2020年	1299	799
宗帅家酒	53度酱香型/500ml	2022年	1388	N/A

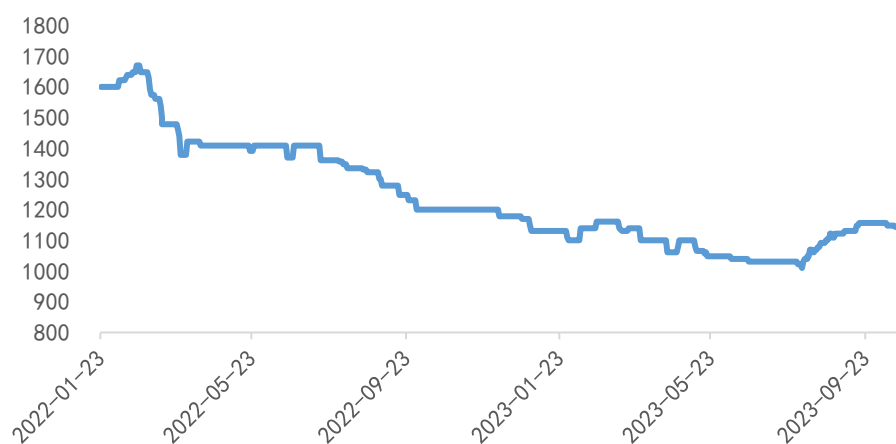
数据来源：夜郎古酒官网，香烟网，云酒头条，晓酒，中国新闻周刊，京东华福证券研究所

现象级 app “i 茅台”助力茅台 1935 实现快速曝光放量。对新品而言，如何高效、快速、精准打开产品知名度非常关键，这直接决定了终端动销能力与消费者的接受度。茅台 1935 通过上线市场关注度较大的“i 茅台”，获得海量人群关注的超级窗口，并由于较生肖茅台、珍品等其他上线产品具有更高性价比，得到了更多渠道红利，实现快速曝光与放量。

茅台 1935 批价回落是产品快速放量与当前千元价格带竞争生态共同导致的正常结果，先冲体量，后挺批价，仍有望持续扎根千元价格带。尽管白酒香型造就了消费者粘性，有利于茅台 1935 在酱酒行业出清下快速承接酱酒热的红利，且吸睛的“i 茅台”短期内提供了较强推力，但本质上，作为千元价格带的产品，五粮液与国窖 1573

多年积累的根基难以撼动，茅台 1935 最终也必将回归到千元价格带竞争中。茅台 1935 在推出早期投放不多，且背靠茅台，产品溢价较高。随着产品快速放量，叠加今年 3 月以来商务消费不及预期，普五批价未能冲破千元以上，影响千元及以下产品批价上扬的背景下，当前茅台 1935 批价回落亦为正常。基于茅台 1935 去年取得的战绩，叠加今年百亿目标造就的体量，在产品认知度和市占率已具规模的背景下，先冲体量，后挺批价，未来产品 798 元的出厂价和品牌溢价仍有望支撑茅台 1935 稳扎千元价格带的定位。

图表 33：茅台 1935 批价图 (单位：元)

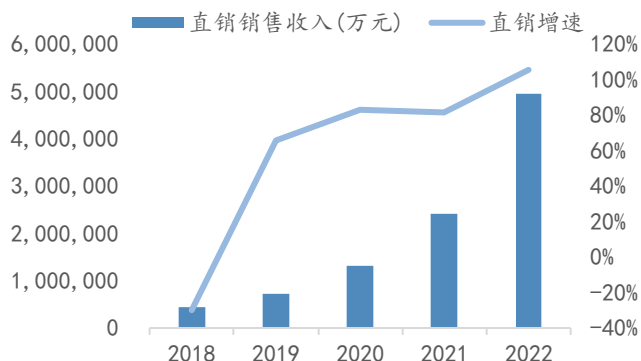


数据来源：Wind, 华福证券研究所

4 渠道建设带来文化的持续渗透，“i 茅台”为直销渠道打开新纪元

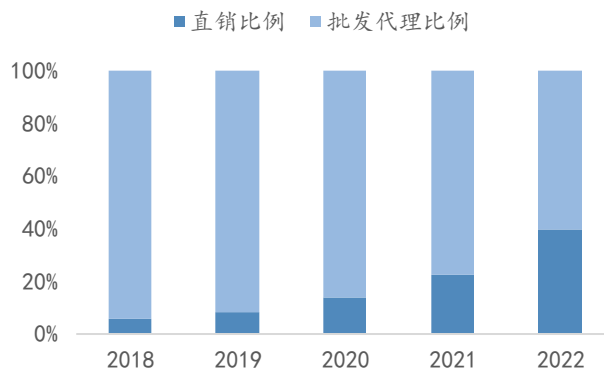
渠道改革初见成效，直销比例稳步增长。2022 年公司直销销售收入 493.79 亿元，同比增长 105.49%，占酒类收入比重 39.89%；批发代理销售 743.94 亿元，增速-9.31%，首降一方面系疫情扰动，另一方面亦体现了茅台渠道扁平化改革成果。茅台自上世纪沿用白酒行业“经销为主，直销补充”的传统渠道模式，厂商通过配额、培训、销售返点管理多级经销体系，经销商则扎根不同地区和消费场景，以稳步提升的终端销量和品牌形象反哺厂商，其顽强的根系以及与经销商长期共赢的深度绑定关系更是帮助茅台在“限制三公”导致的行业震荡中站稳脚跟。然而该模式的弊端则在于终端价格的不可控。在此背景下，公司渠道扁平化、重直销的渠道改革成为近年来的主旋律。

图表 34：直销渠道收入增速持续提升



数据来源：公司年报，华福证券研究所

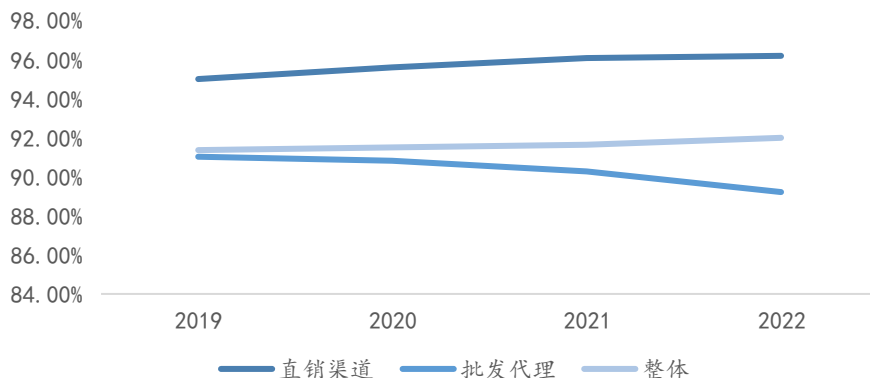
图表 35：公司直销渠道营收占比不断上升



数据来源：公司年报，华福证券研究所

渠道改革推动价格体系改革，直销渠道提升逐渐实现厂商之间利润的再分配，带动公司毛利率提升。从浅层看，提升直销比例对公司毛利率的拉动有立竿见影的作用，2022 年公司直销渠道毛利率较经销渠道高 6.98pct，直销占比提升将带动公司整体毛利率提升。从长期看，批价是经销商与消费者之间供求关系的表现，而与公司报表端业绩关联则较间接，通过调整销售链条中的利益分配，公司能够加强产品价格提升与公司实质业绩的联系，让茅台酒回归其商品属性，让公司直接享受经济发展与消费增长的红利。

图表 36：茅台分渠道毛利率情况



数据来源：公司年报，华福证券研究所

渠道改革非结构性改变无以产生真正的影响，稳传统渠道，新型渠道打开增量是当前的主旋律。回顾过去几年，茅台渠道调整动作频出，通过对囤货炒酒等行为加大惩罚力度、在节假日之前加大放量以防止价格过高、通过创新渠道等做大直销规模等方式，多措并举，体现了公司重塑价格体系的决心。但改革并非一蹴而就，事后处罚、在旺季前加大产品投放等短期举措的影响有限，例如 21 年中秋国庆前投放茅台酒总量超 8000 吨、部分商超还额外增加了“空瓶复购”环节，亦未能有效缓解问题，故

渠道端唯有结构性的改革才更能从根本上改善现状。因此，公司一方面向现有经销体系求“稳”，在 2023 年度市场工作会上提出构建渠道商全生命周期，传达对营销伙伴的扶持；一方面向数字营销与平台经济求“新”，通过加大对新兴渠道的布局，触达更广的消费人群，打开增量市场。在此背景下，“i 茅台”应运而生。

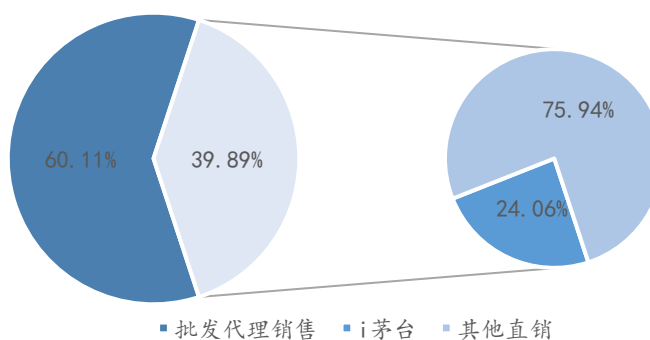
图表 37：茅台近期渠道改革举措

时间	改革措施
2021 年 9 月	中秋国庆合计投放超过 8000 吨茅台酒，抑制产品价格过高
2021 年 10 月	茅台大酒店取消订房购买飞天茅台
2021 年 12 月	取消 6 瓶装拆箱令，新增 12 瓶装拆箱销售，迫使散瓶社会库存出售，进而促使价格回落
2022 年 3 月	茅台机场取消部分航班和预约购酒活动
2022 年 3 月	自营电商平台 APP “i 茅台” 上线

数据来源：前瞻网，人民资讯，北京青年报，新浪财经市场资讯，贵阳本地宝，新民网，华福证券研究所

在渠道改革势在必行的背景下，公司乘势数字营销平台，“i 茅台”现象级的存在为行业的商业模式打开了想象力的天花板。“i 茅台”数字营销 APP 融合了云计算、大数据、区块链、物联网等先进技术，是茅台数字营销的核心系统。不同于 2014 年互联网浪潮下公司为了溯源防伪、快速购酒、为经销商拉单引流而推出的“茅台云商”电商营销平台，茅台董事长丁雄军对“i 茅台”顶层设计的定义是“文化的传播者，产品到商品全链条的链接者，数字化营销的践行者，渠道的协同者”，其战略意义和未来在多个方面可能造成的颠覆性改变与“茅台云商”已不可同日而语。2022 年 3 月，“i 茅台”开始上线试运行，至年底实现销售收入 118.83 亿元，短短 9 个月后占 2022 年直销总收入近四分之一。2023 年 3 月 31 日，“i 茅台”上线一年之际，注册用户达 3721 万人，平均日活 496 万人，累计销售额达 202.5 亿元，成为现象级 APP。

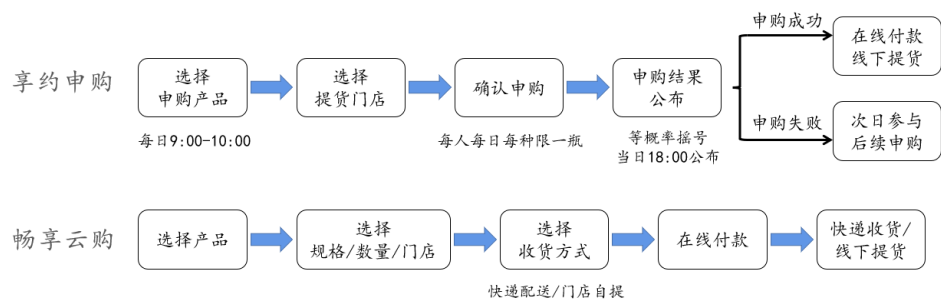
图表 38：2022 年茅台各渠道营收占比



数据来源：公司年报，华福证券研究所

厂家的终极目标是获得产品定价权，经销商的终极定位是服务商。由于茅台经销体系中以小经销商为主，渠道链条较长，叠加茅台批价走高为渠道囤货和投资带来动机，导致茅台酒当前终端价格与指导价之间产品溢价较高，厂家难以影响终端价格，唯有降低中间渠道的囤货动机才能使得厂家重获产品定价权，特别是对核心大单品500ml 飞天茅台的定价权。在此过程中，经销商的终极定位或将逐渐变成服务商，即不囤货、只发货。从目前来看，在“i 茅台”的规划中，经销商正是以线下门店的身份配合公司，为用户提供库存、配送、结算、客服等服务。从短期看，“i 茅台”作为传统渠道的补充，不占用经销商的配额，且“i 茅台”的服务费成为经销商的额外收入，给予了经销商积极配合的动力。从长期看，经销商身份的转变与茅台重拾定价权之路已在途中。

图表 39：“i 茅台”流程图



数据来源：“i 茅台” app，华福证券研究所

500ml 飞天茅台投放尚未迎来时机，非标酒和系列酒产品是当前切入点。“i 茅台”目前有 4 款预约申购产品及 5 款线上销售产品，用户能够通过平台在线购买喜宴、金王子、迎宾酒等中档系列酒，以及线上申购珍酒等高档明星酒；前者直接拉动中档系列酒销售增长，后者则以“线上抢购+线下提货”的方式进行稀缺性营销，产品定位清晰。对比曾经的“茅台云商”，“茅台云商”平台以销售飞天茅台、系列酒为主，同时兼营茅台集团旗下包含习酒、茅台醇、茅台不老酒、茅台葡萄酒等子公司产品，后期还引入了非茅台公司但同属贵州特色名牌产品的贵茶，从选品上可见今天的“i 茅台”在选品方面明显更为谨慎和克制，产品投放更有章法，也再次证明了“i 茅台”所谋者绝非单单通过直销渠道提升营收与盈利，而是更具根本性和颠覆性的商业模式改变。

图表 40：“i 茅台”产品图谱

预约申购		线上销售		其他产品
53%vol 500ml 贵州茅台酒（珍品）  4599元/瓶	53%vol 375ml×2 贵州茅台酒（癸卯兔年）  3599元/盒	飞天43%vol 500ml 贵州茅台酒（带杯）  1099元/瓶	43%vol 500ml 贵州茅台酒（喜宴·红）  1099元/瓶	茅台冰淇淋 经典酒瓶装  66元/件起
53%vol 500ml 贵州茅台酒（癸卯兔年）  2499元/瓶	53%vol 500ml 茅台1935  1188元/瓶	53%vol 100ml 贵州茅台酒（i茅台）  399元/瓶	53%vol 100ml 茅台王子酒（金王子）  338元/瓶	茅台冰淇淋 传统经典杯  59元/件起
		53%vol 100ml 茅台迎宾酒（紫）  218元/瓶	文创 盲盒、手办、徽章、冰箱贴、钥匙扣等 	

数据来源：“i 茅台” app，华福证券研究所

对茅台来说，指导价与终端价之间溢价过高既是改革的部分原因，但也是“i 茅台”能够快速吸引消费者、使得公司能够快速推进直销渠道的独有的双刃剑。茅台高昂的终端价格、一瓶难求等问题导致消费者对于价格合理、公平、产品保真、购买便捷的购酒渠道的需求较高。而在“i 茅台”上限量预约申购溢价产品意味着绝对的产品保真、价格的平等与机会的公平，较好的切中消费者的痛点。例如上市之初遭热炒至最高 2000 元/瓶的茅台 1935，相较于其 1188 元/瓶的官方建议零售价，溢价接近 70%，购得价格更低的正品给予了消费者选择“i 茅台”足够的动力。

图表 41：“i 茅台”渠道产品销售利润测算（以申购 53%vol 500ml 兔茅为例）

	茅台酒厂	经销商	消费者
单瓶收入	直销价-100元 2499-100=2399	100 (仓储配送服务费)	
单瓶毛利	(直销价-100元)*直销毛利率 2399*96.2%=2308		
利润对比经销	直销价-100元-出厂价 2499-100-969=1430	100元-(经销零售价-出厂价) 100-3399+969=-2330	经销零售价-直销价 3399-2499=900

数据来源：懂酒谛，华福证券研究所测算

强化品牌文化营销，链接年轻消费者。除了在线申购和购买产品以外，公司以“i 茅台”为载体构建生态圈，通过小游戏，如茅台探索之旅、酿酒等，向消费者介绍茅台的工艺、文化、历史，强化品牌文化营销。此外，公司通过提前公布 100ml 飞天茅台的投放时间，培育消费者的使用习惯，加强用户粘性。对于年轻客群，一方面“i 茅台”开放申购的高档明星酒价格大幅低于市价，迎合年轻消费者群体线上秒杀、“薅羊毛”的消费习惯，另一方面平台在“i 冰爽”、“i 文创”页面销售茅台冰激凌、茅台文创，精准切中年轻群体消费热点。综合全文所述，“i 茅台”的成功不仅在于优化了

渠道结构、补齐新零售短板，还有效激发了品牌文化营销、改善购买产品价格公平性问题、逐渐调节茅台酒市场价格、并能够快速推广茅台 1935 等新品、且在用户覆盖方面创造了新的增量，与茅台既有经销渠道相辅相成、增量共荣，为行业未来渠道变革树立了新标杆。

5 盈利预测与估值分析

茅台酒：受制于产能与工艺要求，茅台产量与四年前基酒产量相关，尽管“十四五”技改建设项目将提升茅台产能，但基于茅台的高端定位，产品吨价提升对营收的驱动仍将大于量增驱动，预计 2023-2025 年茅台酒营收增速分别为 15.5%/19.3%/14.6%。

系列酒：22 年系列酒营收突破 150 亿，23 年公司目标突破 200 亿。在茅台系列酒持续产品升级下，千元价格带大单品茅台 1935 今年目标百亿，带动系列酒量价齐升，预计 2023-2025 年系列酒营收增速分别为 25.5%/13.8%/17.5%。

费用率：随着公司营收规模不断扩大，在品牌效应和规模效应下，预计 23-25 年销售费用率分别为 2.6%/2.5%/2.4%；预计公司管理费用率与研发费用率趋稳，23-25 年分别维持在 7.0%和 0.08%，预计 23-25 年财务费用率分别为-0.9%/-1.6%/-1.9%。

图表 42：业务拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（元）	127,553,959,355.97	148,748,543,131.75	176,151,339,525.63	202,544,866,517.27
yoy	16.53%	16.62%	18.42%	14.98%
主营收入（元）	124,099,843,771.99	145,052,639,456.89	172,122,804,520.03	198,113,478,011.12
增速	16.87%	16.88%	18.66%	15.10%
其中：酒类	123,772,332,348.71	144,506,502,054.89	171,303,598,417.02	197,048,510,077.20
yoy	16.70%	16.75%	18.54%	15.03%
-茅台酒	107,833,685,277.94	124,501,365,477.46	148,544,446,671.63	170,299,342,318.30
yoy	15.37%	15.46%	19.31%	14.65%
-其他系列酒	15,938,647,070.77	20,005,136,577.43	22,759,151,745.39	26,749,167,758.90
yoy	26.55%	25.51%	13.77%	17.53%
销量（吨）				
酒类	68,176.32	73,126.61	76,465.36	81,920.37
yoy	2.62%	7.26%	4.57%	7.13%
-茅台酒	37,901.39	40,368.77	41,700.94	44,390.16
yoy	4.52%	6.51%	3.30%	6.45%
-系列酒	30,274.93	32,757.84	34,764.42	37,530.21
yoy	0.32%	8.20%	6.13%	7.96%
吨价（元/吨）				
酒类	1,815,473.94	1,976,113.84	2,240,277.14	2,405,366.58
yoy	13.73%	8.85%	13.37%	7.37%
-茅台酒	2,845,111.62	3,084,101.00	3,562,136.66	3,836,421.18
yoy	10.38%	8.40%	15.50%	7.70%
-其他系列酒	526,463.55	610,697.72	654,667.95	712,737.00
yoy	26.14%	16.00%	7.20%	8.87%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

相对估值比较： 公司是白酒龙一，因此选取同为全国性酒企的五粮液、泸州老窖、山西汾酒作为可比公司。2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 23/19/16 倍。预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 743.28/901.40/1044.78 亿元，同比分别增长 19%/21%/16%。基于公司白酒龙头第一的市场地位以及业绩增长的稳定性，给予公司 2024 年 31 倍 PE，对应目标价 2224 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 43：可比公司

公司	代码	市值(亿元)	收盘价(元)	EPS（摊薄）（元）				P/E			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
五粮液	000858	5774	148.75	6.88	7.80	8.86	10.07	22	19	17	15
泸州老窖	000568	3037	206.3	7.06	8.98	11.05	13.42	29	23	19	15
山西汾酒	600809	2855	233.99	6.64	8.60	10.70	13.11	35	27	22	18
平均值								29	23	19	16
贵州茅台	600519	22223	1769.04	49.93	59.17	71.76	83.17	35	30	25	21

数据来源：Wind，华福证券研究所（注：收盘价为 2023 年 11 月 28 日收盘价）

6 风险提示

禁酒令等文件出台：政商消费在白酒高端酒消费中占比较大，若政策性文件出台影响茅台产品需求，则公司营收下降风险较大。

经济修复不及预期风险：高端酒与经济活动景气度相关性较高，若经济修复不及预期，则企业与个人的消费力下降，影响公司营收。

公司高管更换导致策略变动风险：白酒企业管理层的决策对企业发展的影响深重，若高管变动，已制定的策略不能持续实施，则可能对公司业绩产生较大影响。

图表 44：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	58,274	224,212	320,151	428,107	营业收入	127,554	148,749	176,151	202,545
应收票据及账款	126	129	155	180	营业成本	10,093	11,656	12,129	13,613
预付账款	897	1,036	1,078	1,210	税金及附加	18,496	21,569	25,543	29,370
存货	38,824	42,275	44,669	50,618	销售费用	3,298	3,801	4,378	4,933
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,012	10,465	12,358	14,169
其他流动资产	118,489	656	960	1,368	研发费用	135	121	143	165
流动资产合计	216,611	268,309	367,013	481,484	财务费用	-4,740	-1,375	-2,684	-3,741
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-15	-13	-13	-13
固定资产	19,743	20,190	20,943	21,713	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	2,208	1,966	1,828	1,695	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	7,083	7,290	7,715	7,977	投资收益	64	72	80	80
商誉	0	0	0	0	其他收益	25	23	23	23
其他非流动资产	8,719	8,700	8,683	8,671	营业利润	91,334	102,593	124,375	144,127
非流动资产合计	37,753	38,147	39,169	40,055	营业外收入	71	70	70	71
资产合计	254,365	306,456	406,182	521,539	营业外支出	249	270	270	270
短期借款	0	0	0	0	利润总额	91,156	102,393	124,175	143,928
应付票据及账款	2,408	2,797	2,923	3,294	所得税	22,327	25,079	30,413	35,252
预收款项	0	0	0	0	净利润	68,829	77,314	93,762	108,676
合同负债	15,472	19,337	23,780	27,344	少数股东损益	2,659	2,986	3,622	4,198
其他应付款	4,544	4,544	4,544	4,544	归属母公司净利润	66,170	74,328	90,140	104,478
其他流动负债	26,642	29,712	31,412	34,557	EPS (摊薄)	49.93	59.17	71.76	83.17
流动负债合计	49,066	56,390	62,660	69,739					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	334	334	334	334					
非流动负债合计	334	334	334	334					
负债合计	49,400	56,725	62,994	70,073					
归属母公司所有者权益	197,507	239,286	329,121	433,202					
少数股东权益	7,458	10,444	14,066	18,264					
所有者权益合计	204,965	249,731	343,188	451,466					
负债和股东权益	254,365	306,456	406,182	521,539					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36,699	198,199	97,120	108,239
现金收益	65,700	78,209	93,398	107,353
存货影响	-5,430	-3,450	-2,394	-5,949
经营性应收影响	-635	-142	-68	-158
经营性应付影响	818	389	126	371
其他影响	-23,754	123,193	6,058	6,622
投资活动现金流	-5,537	-1,087	-3,560	-3,626
资本支出	-4,643	-2,682	-3,360	-3,317
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-894	1,595	-200	-309
融资活动现金流	-57,425	-31,174	2,379	3,343
借款增加	5	0	0	0
股利及利息支付	-57,370	-317	-414	-507
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-60	-30,857	2,793	3,850

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	16.5%	16.6%	18.4%	15.0%
EBIT 增长率	17.1%	16.9%	20.3%	15.4%
归母净利润增长率	19.6%	18.5%	21.3%	15.9%
获利能力				
毛利率	92.1%	92.2%	93.1%	93.3%
净利率	54.0%	52.0%	53.2%	53.7%
ROE	32.3%	29.8%	26.3%	23.1%
ROIC	44.5%	42.0%	36.4%	31.8%
偿债能力				
资产负债率	19.4%	18.5%	15.5%	13.4%
流动比率	4.4	4.8	5.9	6.9
速动比率	3.6	4.0	5.1	6.2
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4
应收账款周转天数	0	0	0	0
存货周转天数	1,288	1,252	1,290	1,260
每股指标 (元)				
每股收益	49.93	59.17	71.76	83.17
每股经营现金流	29.21	157.78	77.31	86.16
每股净资产	157.23	190.48	262.00	344.85
估值比率				
P/E	35	30	25	21
P/B	11	9	7	5
EV/EBITDA	38	32	27	23

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格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。本报告清晰准确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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

