

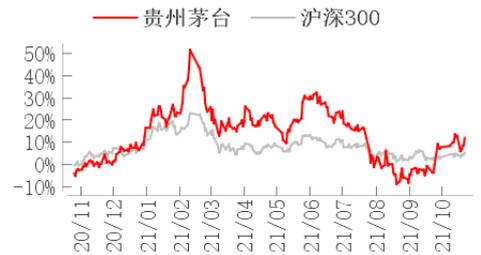
三季度业绩稳定增长，新董事长释放积极信号



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月22日)	1901元
目标价格	2187.90元
52周最高价/最低价	2603.37/1525.5元
总股本/流通A股(万股)	125,620/125,620
A股市值(百万元)	2,388,032
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年10月24日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.83	12.22	0.05	11.87
相对表现	-3.97	4.22	4.42	7.02
沪深300	3.14	8	-4.37	4.85



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860517090002

证券分析师 蔡琪

021-63325888*6079
caiqi@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860519080001

联系人 周翰

021-63325888*7524
zhouhan@orientsec.com.cn

相关报告

二季度业绩符合预期, 估值回落配置价值凸显:	2021-08-01
税费导致业绩短期波动, 看好公司盈利增速恢复	2021-04-28
20Q4 盈利增长超预期, 吨价提升趋势显著	2021-03-31

- 公司公布21年三季报, 21年前三季度实现营收746.42亿元(yoy+11.1%), 归母净利润372.66亿元(yoy+10.2%); 其中21Q3实现营收255.55亿元(yoy+9.9%), 归母净利润126.12亿元(yoy+12.4%), 三季度业绩稳定增长。

核心观点

- **茅台酒直销渠道占比提升, 系列酒加速增长。**21年前三季度茅台酒和系列酒分别实现收入649.9亿元(yoy+8.1%)和95.4亿元(yoy+36.3%), 其中21Q3分别实现收入220.4亿元(yoy+5.5%)和34.8亿元(yoy+48.1%), 系列酒增速环比提升10.4pct。21Q3, 公司经销和直销分别实现收入203.41亿元(yoy+1.9%)和51.81亿元(yoy+57.9%), 单季度直销占比提升6.2pct至20.3%, 前三季度累计占比19.7%(yoy+7.1pct), 公司持续加大直销投放。21Q3未经销商数量2199家, 环比减少1家, 同比增加46家。21Q3合同负债余额91.4亿元, 环比减少2.7亿元, 预计主要受直销占比提升影响。
- **毛利率小幅下滑, 盈利能力边际改善。**21Q3毛利率为90.83%(yoy-0.23pct), 预计主要受系列酒占比提升影响, 前三季度毛利率为91.19%(yoy-0.13pct)。21Q3销售费用率2.48%(yoy-0.16pct), 管理费用率7.54%(yoy+0.76pct), 税金及附加占营收比重14.29%(yoy-2.10pct), 20年同期税金影响逐步矫正。综合, 21Q3销售净利率52.31%(yoy+1.06pct), 盈利能力边际改善。
- **茅台酒边际需求格局稳定, 新董事长上任后释放积极信号。**近期飞天散瓶批价2800元左右, 中秋国庆后企稳向上; 整箱批价3780元左右, 边际有所下降, 预计主要受近期非标产品取消开箱政策的影响; 整体而言, 茅台酒下游仍维持供不应求的格局。公司新品茅台1935中秋期间进入流通渠道, 出厂价788元/瓶, 零售指导价1188元, 有利于推动系列酒增长。茅台非标产品开箱停作为试点, 后续有望衍生到普飞, 有助于稳定价格预期, 为远期提价创造市场环境。茅台董事长人事变动落地后, 针对价格、产能等释放积极信号, 有利于公司十四五规划目标落地和长期持续稳定增长。

财务预测与投资建议: 下调营收和毛利率, 预测21-23年每股收益分别为41.47、48.62和55.40元(原21-23年预测为42.78、50.28和58.13元), 结合可比公司, 给予22年45倍PE, 对应目标价2187.90元, 维持买入评级。

风险提示: 基酒产能不足的风险、社会库存增多风险、环境恶化风险。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	85,430	94,915	105,796	121,455	136,908
同比增长(%)	16.0%	11.1%	11.5%	14.8%	12.7%
营业利润(百万元)	59,041	66,635	74,045	86,757	98,735
同比增长(%)	15.0%	12.9%	11.1%	17.2%	13.8%
归属母公司净利润(百万元)	41,206	46,697	52,100	61,082	69,588
同比增长(%)	17.1%	13.3%	11.6%	17.2%	13.9%
每股收益(元)	32.80	37.17	41.47	48.62	55.40
毛利率(%)	91.3%	91.4%	91.4%	91.6%	91.9%
净利率(%)	48.2%	49.2%	49.2%	50.3%	50.8%
净资产收益率(%)	33.1%	31.4%	29.7%	29.6%	28.7%
市盈率	58.0	51.1	45.8	39.1	34.3
市净率	17.6	14.8	12.6	10.7	9.1

资料来源: 公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

下调营收和毛利率，预测 21-23 年每股收益分别为 41.47、48.62 和 55.40 元（原 21-23 年预测为 42.78、50.28 和 58.13 元），结合可比公司，给予 22 年 45 倍 PE，对应目标价 2187.90 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
泸州老窖	000568	231.91	5.14	6.41	7.85	45.11	36.16	29.55
五粮液	000858	225.03	6.28	7.48	8.80	35.85	30.10	25.58
水井坊	600779	129.00	2.18	2.88	3.69	59.31	44.86	34.95
酒鬼酒	000799	233.47	2.93	4.35	6.00	79.69	53.61	38.92
山西汾酒	600809	328.13	4.51	6.12	7.97	72.73	53.66	41.15
调整后平均						59	45	34

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 2021 年 10 月 22 日收盘价）

风险提示

- **基酒产能不足的风险。**由于酿造工艺限制，公司基酒产能扩张较慢，如果需求延续高增长，基酒可能出现产能不足风险。
- **社会库存增多风险。**近年来茅台旺盛的需求和持续走高的批价推高了社会库存，这部分社会库存可能会冲抵未来的消费需求形成一定风险。
- **环境恶化风险。**如果赤水河环境出现恶化，有可能对酒质造成负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	13,252	36,091	181,167	215,055	254,219	营业收入	85,430	94,915	105,796	121,455	136,908
应收票据、账款及款项融资	1,463	1,533	1,708	1,961	2,211	营业成本	7,430	8,154	9,121	10,190	11,119
预付账款	1,549	898	1,001	1,150	1,296	营业税金及附加	12,733	13,887	16,536	18,498	20,852
存货	25,285	28,869	32,291	36,077	39,366	营业费用	3,279	2,548	2,511	2,761	2,976
其他	117,475	118,261	71	95	88	管理费用及研发费用	6,217	6,840	7,828	8,744	9,515
流动资产合计	159,024	185,652	216,239	254,337	297,179	财务费用	7	(235)	(923)	(1,684)	(1,994)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	5	71	(1)	0	0
固定资产	15,144	16,225	17,935	19,684	21,330	公允价值变动收益	(14)	5	0	0	0
在建工程	2,519	2,447	2,974	3,237	3,368	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	4,728	4,817	4,715	4,612	4,510	其他	3,298	2,980	3,321	3,811	4,293
其他	1,627	4,254	2,273	2,588	3,007	营业利润	59,041	66,635	74,045	86,757	98,735
非流动资产合计	24,018	27,744	27,896	30,121	32,215	营业外收入	9	11	11	11	11
资产总计	183,042	213,396	244,135	284,459	329,394	营业外支出	268	449	200	180	100
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	58,783	66,197	73,856	86,588	98,646
应付票据及应付账款	1,514	1,342	1,501	1,677	1,830	所得税	14,813	16,674	18,603	21,810	24,847
其他	39,580	44,331	43,868	46,290	48,973	净利润	43,970	49,523	55,253	64,778	73,799
流动负债合计	41,093	45,674	45,369	47,968	50,803	少数股东损益	2,764	2,826	3,153	3,697	4,211
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	41,206	46,697	52,100	61,082	69,588
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	32.80	37.17	41.47	48.62	55.40
其他	73	1	37	19	28						
非流动负债合计	73	1	37	19	28	主要财务比率					
负债合计	41,166	45,675	45,406	47,987	50,831		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	5,866	6,398	9,551	13,248	17,459	成长能力					
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	营业收入	16.0%	11.1%	11.5%	14.8%	12.7%
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375	营业利润	15.0%	12.9%	11.1%	17.2%	13.8%
留存收益	132,488	157,769	185,634	219,673	257,556	归属于母公司净利润	17.1%	13.3%	11.6%	17.2%	13.9%
其他	891	922	913	920	917	获利能力					
股东权益合计	141,876	167,721	198,729	236,472	278,563	毛利率	91.3%	91.4%	91.4%	91.6%	91.9%
负债和股东权益总计	183,042	213,396	244,135	284,459	329,394	净利率	48.2%	49.2%	49.2%	50.3%	50.8%
						ROE	33.1%	31.4%	29.7%	29.6%	28.7%
						ROIC	34.1%	32.1%	29.9%	29.2%	28.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	22.5%	21.4%	18.6%	16.9%	15.4%
净利润	43,970	49,523	55,253	64,778	73,799	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,234	1,316	1,378	1,600	1,836	流动比率	3.87	4.06	4.77	5.30	5.85
财务费用	7	(235)	(923)	(1,684)	(1,994)	速动比率	3.25	3.43	4.05	4.55	5.07
投资损失	0	(0)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(122,129)	1,239	114,184	(1,612)	(843)	应收账款周转率	-	-	-	-	-
其它	122,128	(174)	35	(10)	5	存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
经营活动现金流	45,211	51,669	169,928	63,072	72,803	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
资本支出	(2,818)	(2,283)	(3,500)	(3,500)	(3,500)	每股指标(元)					
长期投资	29	(20)	20	0	0	每股收益	32.80	37.17	41.47	48.62	55.40
其他	(376)	498	1,940	(326)	(430)	每股经营现金流	35.99	41.13	135.27	50.21	57.96
投资活动现金流	(3,166)	(1,805)	(1,539)	(3,826)	(3,930)	每股净资产	108.27	128.42	150.60	177.70	207.85
债权融资	404	(447)	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	58.0	51.1	45.8	39.1	34.3
其他	(19,689)	(23,681)	(23,312)	(25,358)	(29,710)	市净率	17.6	14.8	12.6	10.7	9.1
筹资活动现金流	(19,284)	(24,128)	(23,312)	(25,358)	(29,710)	EV/EBITDA	38.7	34.5	31.3	26.9	23.7
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	39.5	35.1	31.9	27.4	24.1
现金净增加额	22,761	25,737	145,076	33,888	39,164						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn