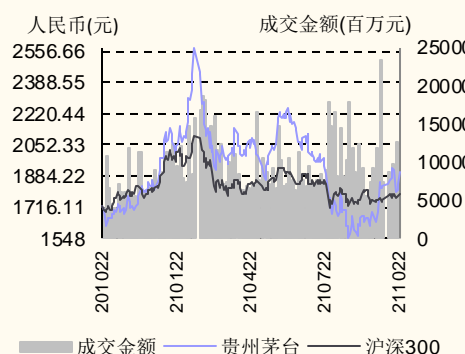


市场价格 (人民币): 1901.00 元

行稳致远, 关注改革新气象

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	12.56
已上市流通 A 股(亿股)	12.56
总市值(亿元)	23,880.32
年内股价最高最低(元)	2576.74/1548.00
沪深 300 指数	4960
上证指数	3583



公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	88,854	97,993	109,262	125,652	145,756
营业收入增长率	15.10%	10.29%	11.50%	15.00%	16.00%
归母净利润(百万元)	41,206	46,697	52,306	61,214	72,226
归母净利润增长率	17.05%	13.33%	12.01%	17.03%	17.99%
摊薄每股收益(元)	32.80	37.17	41.64	48.73	57.50
每股经营性现金流净额	35.99	41.07	63.45	50.55	60.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.30%	28.95%	28.26%	28.66%	29.10%
P/E	36.06	53.75	45.65	39.01	33.06
P/B	10.93	15.56	12.90	11.18	9.62

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 10 月 22 日发布 2021 年三季报, 前三季度实现营收 746.42 亿元, 同增 11.05%; 归母净利润 372.66 亿元, 同增 10.17%。单三季度实现营收 255.55 亿元, 同增 9.86%; 归母净利润 126.12 亿元, 同增 12.35%。

经营分析

- 业绩基本符合预期, 直营渠道建设卓有成效。1) 分产品看, 受益于“酱酒热”品类迭代叠加次高端白酒市场扩容带来的红利, 系列酒呈现高速增长趋势。茅台酒/系列酒 Q1-3 收入分别为 649.9/95.4 亿元, 同比+8.1%/+36.3%; Q3 收入分别为 220.4/34.8 亿元, 同比+5.5%/+48.1%, Q3 系列酒占比同比+3.52pct。2) 分渠道看, 直销/批发 Q1-3 收入分别为 146.9/598.5 亿元, 同比+74.1%/+1.9%; Q3 收入分别为 51.8/203.4 亿元, 同比+57.9%/+1.9%, Q3 直销占比同比+6.18pct, 直销渠道占比增加驱动产品吨价进一步提升。
- 盈利能力平稳向好, 现金流表现亮眼。21Q1-3 公司毛利率为 91.19%, 同比微降 0.13pct; Q3 毛利率为 90.83%, 同比微降 0.23pct, 主要因为 Q3 系列酒占比提升至 13.63%, 但对毛利影响有限; Q3 销售费率/管理费率同比-0.16pct/+0.76pct, 市场开拓力度稳健; Q3 净利率为 52.31%, 同比+1.06pct, 已恢复至 19 年同期水平。截至 21Q3 合同负债为 91.37 亿元, 环减 1.07 亿元。现金流方面, 21Q1-3 经营性现金流净值为 367.52 亿元, 同比+46.36%, 主要系本期销售商品收到的现金和公司控股子公司贵州茅台集团财务有限公司吸收集团公司其他成员单位资金增加。
- 多维度改革持续推进, 经营有望迈入加速区间。新董事长上任之后夯实市场化改革预期, 根据微酒报道, 目前除飞天外已取消拆箱政策。双节期间受放量及渠道强管控的影响, 散装飞天的批价理性降温至 2800 元。未来随着渠道及价格逐步市场化, 预计公司长期“稳步放量+价格提升”的逻辑将持续兑现, 高质量发展可期。

盈利预测与投资建议

- 预计 21-23 年收入增速为 12%/15%/16%, 归母净利增速 12%/17%/18%, EPS 为 41.64/48.73/57.50 元, PE 为 46/39/33X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险, 渠道改革不及预期, 宏观经济风险, 食品安全问题。

相关报告

- 《股东大会释放积极信号, 新管理层焕发新活力-贵州茅台股东大会调...》, 2021.9.27
- 《高质量发展, 业绩稳中向好-贵州茅台 21 年中报点评》, 2021.8.1
- 《短期业绩受缴税节奏扰动, 全年稳健增长可期-贵州茅台一季报点评》, 2021.4.28
- 《行稳致远, 静待吨价上行逻辑持续兑现-贵州茅台年报点评》, 2021.4.6
- 《业绩稳定增长, 全年目标无虞-贵州茅台三季报点评》, 2020.10.26

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

libenyuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	77,198	88,854	97,993	109,262	125,652	145,756	货币资金	112,075	13,252	36,091	85,013	113,573	149,264
增长率		15.1%	10.3%	11.5%	15.0%	16.0%	应收款项	958	1,540	1,567	1,655	1,702	1,829
营业成本	-6,659	-7,576	-8,265	-9,287	-10,303	-11,223	存货	23,507	25,285	28,869	30,279	33,310	36,130
%销售收入	8.6%	8.5%	8.4%	8.5%	8.2%	7.7%	其他流动资产	1,359	118,997	122,078	98,484	98,616	98,736
毛利	70,539	81,278	89,728	99,975	115,348	134,533	流动资产	137,898	159,073	188,605	215,431	247,201	285,958
%销售收入	91.4%	91.5%	91.6%	91.5%	91.8%	92.3%	%总资产	86.3%	86.9%	88.4%	89.4%	90.5%	91.5%
营业税金及附加	-11,289	-12,733	-13,887	-15,482	-17,805	-20,654	长期投资	29	320	30	30	30	30
%销售收入	-14.6%	-14.3%	-14.2%	-14.2%	-14.2%	-14.2%	固定投资	17,203	17,663	18,673	18,821	19,163	19,498
销售费用	-2,572	-3,279	-2,548	-2,786	-3,053	-3,411	%总资产	10.8%	9.6%	8.8%	7.8%	7.0%	6.2%
%销售收入	3.3%	3.7%	2.6%	2.6%	2.4%	2.3%	无形资产	3,668	4,886	4,965	5,454	5,740	5,873
管理费用	-5,326	-6,168	-6,790	-7,856	-8,796	-10,057	非流动资产	21,949	23,969	24,791	25,431	26,059	26,528
%销售收入	6.9%	6.9%	6.9%	7.2%	7.0%	6.9%	%总资产	13.7%	13.1%	11.6%	10.6%	9.5%	8.5%
研发费用	-22	-49	-50	-59	-63	-73	资产总计	159,847	183,042	213,396	240,862	273,260	312,486
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	51,330	59,049	66,453	73,791	85,632	100,338	应付款项	4,583	5,103	4,600	4,997	5,301	5,592
%销售收入	66.5%	66.5%	67.8%	67.5%	68.2%	68.8%	其他流动负债	37,855	35,990	41,074	41,501	42,102	43,516
财务费用	4	-7	235	252	272	292	流动负债	42,438	41,093	45,674	46,498	47,403	49,108
%销售收入	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	73	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	-14	5	1	2	4	负债	42,438	41,166	45,675	46,499	47,404	49,110
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	112,839	136,010	161,323	185,065	213,618	248,158
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
营业利润	51,343	59,041	66,635	74,045	85,906	100,635	未分配利润	95,982	115,892	137,594	162,264	190,817	225,357
营业利润率	66.5%	66.4%	68.0%	67.8%	68.4%	69.0%	少数股东权益	4,570	5,866	6,398	9,298	12,238	15,218
营业外收支	-515	-259	-438	-250	-230	-200	负债股东权益合计	159,847	183,042	213,396	240,862	273,260	312,486
税前利润	50,828	58,783	66,197	73,795	85,676	100,435	比率分析						
利润率	65.8%	66.2%	67.6%	67.5%	68.2%	68.9%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-12,998	-14,813	-16,674	-18,589	-21,522	-25,229	每股指标						
所得税率	25.6%	25.2%	25.2%	25.2%	25.1%	25.1%	每股收益	28.02	32.80	37.17	41.64	48.73	57.50
净利润	37,830	43,970	49,523	55,206	64,154	75,206	每股净资产	89.83	108.27	128.42	147.32	170.05	197.55
少数股东损益	2,626	2,764	2,826	2,900	2,940	2,980	每股经营现金净流	32.94	35.99	41.07	63.45	50.55	60.16
归属于母公司的净利润	35,204	41,206	46,697	52,306	61,214	72,226	每股股利	14.54	17.03	19.29	22.00	26.00	30.00
净利率	45.6%	46.4%	47.7%	47.9%	48.7%	49.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	31.20%	30.30%	28.95%	28.26%	28.66%	29.10%
净利润	37,830	43,970	49,523	55,206	64,154	75,206	总资产收益率	22.02%	22.51%	21.88%	21.72%	22.40%	23.11%
少数股东损益	2,626	2,764	2,826	2,900	2,940	2,980	投入资本收益率	32.54%	31.12%	29.64%	28.40%	28.39%	28.53%
非现金支出	1,177	1,243	1,317	1,332	1,423	1,532	增长率						
非经营收益	354	-40	-100	251	230	198	主营业务收入增长率	26.43%	15.10%	10.29%	11.50%	15.00%	16.00%
营运资金变动	2,025	32	857	22,920	-2,305	-1,360	EBIT增长率	32.04%	15.04%	12.54%	11.04%	16.05%	17.17%
经营活动现金净流	41,385	45,205	51,598	79,708	63,503	75,576	净利润增长率	30.00%	17.05%	13.33%	12.01%	17.03%	17.99%
资本开支	-1,607	-3,149	-2,089	-2,220	-2,280	-2,200	总资产增长率	18.75%	14.51%	16.58%	12.87%	13.45%	14.35%
投资	0	0	295	1	2	4	资产管理能力						
其他	-22	-17	-11	0	0	0	应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资活动现金净流	-1,629	-3,166	-1,805	-2,219	-2,278	-2,196	存货周转天数	1,248.7	1,175.4	1,195.7	1,190.0	1,180.0	1,175.0
股权募资	0	833	0	0	0	0	应付账款周转天数	59.5	64.8	63.1	55.0	54.0	53.0
债权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	72.1	62.2	60.4	53.3	46.2	39.9
其他	-16,441	-20,117	-24,127	-28,568	-32,665	-37,690	偿债能力						
筹资活动现金净流	-16,441	-19,284	-24,127	-28,568	-32,665	-37,690	净负债/股东权益	-95.46%	-9.34%	-21.52%	-43.74%	-50.29%	-56.67%
现金净流量	23,315	22,755	25,665	48,922	28,560	35,690	EBIT利息保障倍数	-14,577.4	7,917.5	-283.2	-292.6	-314.6	-343.4
							资产负债率	26.55%	22.49%	21.40%	19.31%	17.35%	15.72%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
- 中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402