

贵州茅台 (600519)

报告日期: 2021年11月22日

营销改革或加速落地, 期待2022年超预期表现

——贵州茅台更新报告

分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
 联系人: 张潇倩 执业证书编号: S1230520090001
zhangxiaqian@stocke.com.cn

摘要

贵州茅台量、价、营销改革方面三大预期差, 赋予其2022年业绩超预期可能性。

主要内容

□ **背景: 市场对贵州茅台营销改革预期不断增强。**基于: 1) 公司在股东大会上提及: “改革的方向: 市场化和法制化”; 2) 近期贵州茅台取消非标产品拆箱政策。市场对贵州茅台后续取消茅台酒拆箱政策及其他营销改革加速落地预期不断增强。

□ **1499元指导价、经销商配额分配、直营渠道占比为重要观测指标。**目前市场普遍认为贵州茅台批价、出厂价、直营及非标占比提升情况为重要观测指标, 而我们认为茅台官方指导价、经销商配额分配及传统经销商占比为重要观测指标, 主要原因有:

1) 政策延续性方面: 营销改革目标具备持续性, 故可期。考虑到管控市场价格为公司自始至终的目标主线 (采取过的方式如: 通过智慧茅台建设加强数字化能力、通过拆箱销售以希管控批价、提升直营渠道占比以增加平价茅台酒供应、加大市场监察力度等), 营销改革目标延续性强, 在新任董事长带领下, 公司或针对茅台零售价、经销商配额分配、直营渠道占比等方面进行系列营销改革, 旨在管控价格、完善渠道结构、增厚利润。

2) 指导价方面: 未来公司营销改革方向之一或为提升指导价。目前传统经销商渠道出厂价为969元, 而在部分直营渠道中出厂价为1399元, 在面对加强价格管控、合理渠道利润再分配、协调各方利益等多重问题下, 未来公司营销改革方向之一或为提升指导价: 一方面可以实现直营渠道出厂价的再提升 (突破1499元), 从而实现达到直接提升吨价、增厚业绩的目的, 另一方面, 也可避免因直接提升出厂价而带来的终端价不断提升等问题。另外, 由于批价的高低并不对公司业绩有直接影响, 仅能反映出供需矛盾的激烈程度, 因此批价仅为常规观测指标, 不应过于看重;

3) 渠道方面: 未来公司营销改革另一方向为渠道层面改革。渠道层面改革或可分为两方面:

第一, 直营渠道方面——提升直营渠道占比为大趋势。公司或可延续提升直营渠道占比以增加平价茅台酒投放量、稳定市场价格、增厚业绩;

第二, 经销商茅台酒配额分配方面——公司或可调整经销商配额售卖渠道。我们认为贵州茅台或可通过将经销商现有部分配额转至智慧茅台渠道完成 (出厂价及终端售价均固定, 经销商可从中赚可控的渠道利润, 同时智慧茅台平台抽成), 主因: 1) 此前曾有先例。在“智慧茅台”建设之初、茅台云商全面上线之时, 公司曾要求经销商30%合同量在云商渠道完成 (2017年9月), 并下发通知, 12月31日前未超过30%的云商网点将按比例扣减2018年茅台酒合同计划, 9月30日前尚未开通云商网点的经销单位将暂停业务办理, 暂缓2018年合同签订; 2017年底公司正式提出“智慧茅台”建设概念后, 公司先后与京东、浪潮软件项目组、华为等机构签订合作协议; 2020年茅台集团提出“智慧茅台建设将按照五年三步走, 实现“135”建设目标”, 其中2020-2021年将开展“2+4”信息化重点工程建设 (“2”就是茅台云和茅台大数据, 形成数据传输、存储、治理能力; “4”就是营销及终端,

评级 买入

上次评级 买入
当前价格 1909.00

单季度业绩	元/股
4Q/2020	10.25
1Q/2021	11.11
2Q/2021	8.52
3Q/2021	10.04



公司简介

贵州茅台白酒行业龙头企业, 其中飞天茅台为公司主要大单品。

相关报告

《贵州茅台2021Q3业绩点评: 夯实基础, 来年有望提速发展 (20211024)》

《贵州茅台2021H1业绩点评: 符合预期, 行稳致远 (20210730)》

《贵州茅台2021Q1业绩点评: 收入表现符合预期, 基础夯实稳发展 (20210427)》

《贵州茅台20年业绩点评: 渠道改革效果显著, 21年业绩目标设置理性 (20210330)》

《贵州茅台20Q4业绩点评: 贵州茅台将加大直营投放, 全年目标完成概率大 (20201122) (20200728)》

产供销协同, 酒库安消一体化, 资产管理等重点问题进行信息化建设和业务赋能);
2) 当前将经销商茅台酒配额放至智慧茅台销售具备一定可行性。在“智慧茅台”工程下, 当前茅台在数字化方面更具竞争力, 此时若部分经销商茅台酒配额在智慧茅台渠道完成, 而经销商承担更多的服务职能, 将利于进一步管控渠道价格、增厚公司业绩。

表 1: “智慧茅台”项目建设进展及原智慧茅台发展历程

项目	用途	启动时间	具体内容
茅台云商		2015年	茅台物联网云商, 简称茅台云商, 是为茅台集团、经销商、专卖店、消费者搭建的一个线上线下融合, 依托物联网、地图定位, 支持B2B、B2C、O2O、社会化营销等交易模式及产业金融服务的统一化平台; 茅台云商是为消费者开发的一款基于移动客户端、用于购买茅台酒产品的手机 APP, 支持 IOS 及 Android 系统。核心业务是实现快速购酒、溯源防伪。
大数据检测		2016年8月	茅台与阿里巴巴签署了战略合作协议。阿里云用云技术构建茅台新零售的中台, 可进行价格监测、反黄牛算法、数据分析等。而蚂蚁金服则利用区块链技术, 提供货品溯源、扫码验真、支付交易等服务。
		2017年9月	9月9日, 茅台宣布茅台云商全面上线, 要求经销商30%合同量在云商渠道完成, 70%仍然由经销商自己决定。目前茅台云商已有1800家经销商入驻, 并开通天猫茅台云商旗舰店和微信小程序。茅台8月14日曾下发通知称, 12月31日前未超过30%的云商网点将按比例扣减2018年茅台酒合同计划, 9月30日前尚未开通云商网点的经销商单位将暂停业务办理, 暂缓2018年合同签订。
正式提出		2017年	2017年底, 茅台集团正式提出建设“智慧茅台”, 并精心编制了《“智慧茅台”工程顶层设计方案》。方案以创新驱动为核心, 以两化融合为主线, 以提质增效为中心, 通过全方位、全过程、全领域的信息化管理, 助推茅台集团数字化转型升级。目前, “智慧茅台”基础设施建设正在推进中, 包括“双龙智慧物流园项目”在内的多项基础建设工程同时开工。
大数据检测		2018年6月	茅台与京东签署战略合作协议。京东全封闭的智能物流配送体系经验被引入茅台, 京东金融在人工智能、区块链等技术应用、风控体系、支付体系等一系列金融底层基础设施方面的经验也被引入茅台。
智慧茅台	革新传统生产方式	2018年10月	茅台联合浪潮软件项目团队管理团队, 成立了贵州茅台原料供应链管理平台联合项目组, 实现对有机高粱的种植、收储全程信息化管理。从农事、农资、收储、质检、打款全环节运用数字化技术进行规范和提升, 在茅台原料质量得到有效保证的同时, 精简和规范中间环节, 实现系统对15.6万余农户的直接打款。
大数据检测		2020年4月	茅台与华为签署战略合作协议, 双方将在信息化咨询规划、新基建领域、“智慧茅台”工程领域、工业互联网平台等方面展开全面合作, 发挥茅台在白酒领域的积累和华为在ICT(信息通信技术)领域的技术, 推动白酒行业数字化转型发展。
宣布“135”目标		2020年8月	茅台集团宣布, “智慧茅台”建设, 将按照五年三步走, 实现“135”建设目标(“135”五年行动, 即用一年半的时间, 到2021年末, 完成信息化基础设施建设, 实现骨干业务系统信息化, 主要业务数据收集、打通, 基本具备数据收集、分析能力; 用3年的时间, 到2023年底, 深化全产业链各业务域信息化建设, 实现全业务域协同运行和数据打通, 具备初步数据治理能力; 用5年的时间, 到2025年底, 建成5个智能运营中心组成的“茅台大脑”, 实现数据共享、共治, 基本形成上下游协同的数字化生态)。对应“135”目标, “智慧茅台”建设将分为三个阶段: 第一阶段主要是数据底座和骨干业务系统赋能, 第二阶段全业务域, 全产业链业务系统赋能, 第三阶段建成茅台大脑, 实现数据治理。具体来看: 第一阶段, 搭建平台, 重点突破。在2020-2021年开展“2+4”信息化重点工程建设(“2”就是茅台云和茅台大数据, 形成数据传输、存储、治理能力; “4”就是营销及终端, 产供销协同, 酒库安消一体化, 资产管理等重点问题进行信息化建设和业务赋能); 第二阶段, 全面覆盖, 深化应用。到2023年底, 进一步深化全产业链各业务域信息化建设, 实现全业务域协同运行和数据打通, 具备初步数据治理能力; 第三阶段, 完善生态, 数字运营。到2025年底, 建成由多个智能运营中心组成的“茅台大脑”, 实现企业数字化运营, 让数据资产成为推动企业发展的原动力之一, 为公司的决策、运营和管理提供支撑与依据, 真正实现茅台的数字化转型。

资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

总结来看, 整体渠道改革进度及力度均或超预期。我们看好明年公司渠道改革落地速度及力度, 若未来公司能在坚定渠道转型不动摇的基础上实现指导价提升, 则批价过高、吨价增速趋缓、难以协调各方利益等问题均有望得到良好解决。综合来看, 我们认为 1499 元指导价、经销商配额分配、直营渠道占比为当前重要观测指标。

□ **贵州茅台三大预期差, 赋予其 2022 年业绩超预期可能性。**当前市场普遍认为贵州茅台业绩增速过于平稳, 难有预期差; 我们认为贵州茅台仍存三大预期差:

第一, 量超预期。从量角度看, 考虑到今年茅台酒投放量仅约 3.6 万吨, 十四五末预计或 5 万吨, 2022 年往回溯的 4 年为茅台酒基酒产量大年, 预计 2022 年茅台酒量增或超预期;

第二, 价超预期。从价角度看, 考虑到非标提价对利润增厚幅度有限, 直营渠道占比进一步提升将为主方向(符合增强价格管控策略), 同时更多营销改革亦或利于增厚业绩。

第三, 营销改革力度及速度或超预期。预计新任董事长将带来更多行之有效&超预期的营销改革举措(具体或落地方案已在上文中进行了阐述), 催化时点有望在明年年初。

□ **短期看: 茅台酒系列酒双轮驱动, 新领导上任系列举措将落地。**茅台酒方面, 近期飞天茅台批价约为 2650-2800 元/瓶, 随着上半年非标产品提价红利持续释放、结构升级、税费影响逐步消除、非标拆箱政策取消带来的批价波动逐步减小, 预计 21Q4 茅台酒将继续实现稳健增长; 系列酒方面, 随着“大单品”战略深入实施, 以茅台王子酒为核心的产品集群表现优异: 20 年茅台王子酒销售额已超过 40 亿

元，汉酱、赖茅、贵州大曲等系列酒产品收入亦超 10 亿，在次高端酒扩容+酱酒热持续演绎背景下，21Q4 系列酒有望在放量的同时实现进一步结构升级。新领导上任后，双节增量投放、空瓶换购、取消非标拆箱等举措已相继落地，未来或将推出更多切实可行的举措以平抑价格。

- **中期看：2021 年业绩增速或将实现环比加速，目标设置较为理性。**公司此前表示 2021 年收入目标为 10.5%，我们认为目标设置较为理性，主因：1) 通过复盘往年业绩目标及实际业绩增速，实际增速往往高于业绩目标；2) 从集团十四五角度出发，我们认为除了茅台股份公司，习酒等集团下子公司亦将贡献部分业绩（预计十四五期间习酒产能将达近 5 万吨）以达到集团 1800 亿元收入目标，叠加未来 5 年内不排除茅台有提价可能，因此 2021 年收入增速设置在 10.5%较为合理；利润端方面，考虑到集团主要利润增量来源为茅台股份公司，因此预计十四五期间茅台利润增速将高于收入增速，同时茅台产品的提价亦将助推利润增速实现高增，从而助力集团完成十四五目标。
- **长期看：迈入十四五，走好茅台之路，“五线”发展道路。**考虑到需求端表现强劲、公司不断加大监管力度、产量稳步提升（2021 年茅台基酒产能目标为 5.53 万吨，系列酒产量目标为 2.9 万吨；十四五期间规划茅台酒系列酒实现双 5.6 万吨产能）、技改项目稳步推进（2020 年 9 月茅台“十三五”茅台酒技改扩建项目全面完工，新增的茅台酒基酒设计产能 4032 吨将于 2021 年释放，同时 3 万吨酱香系列酒技改项目稳步推进）、渠道改革加速落地，预计 2022 年茅台酒量价或超预期，推动报表端加速，在迈入十四五，公司将走好茅台之路，“五线”发展道路，坚持“双打造”、“双巩固”，聚主业，调结构，强配套，构生态，未来业绩确定性强。

□ 盈利预测及估值

预计 2021~2023 年公司收入增速分别为 11.5%、16.2%、13.8%；净利润增速分别为 12.4%、17.5%、15.5%；EPS 分别为 41.8、49.1、56.7 元/股；对应 PE 分别为 44、37、32 倍。考虑到公司具有较强成长性及业绩确定性，维持买入评级。

风险提示：1、宏观经济下行；2、疫情影响超预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	94915	105871	123028	140004
(+/-)	11.1%	11.5%	16.2%	13.8%
净利润	46697	52508	61696	71243
(+/-)	13.3%	12.4%	17.5%	15.5%
每股收益 (元)	37.2	41.8	49.1	56.7
P/E	49	44	37	32

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	185652	229216	292044	366131
现金	36091	118849	155326	233623
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1533	1449	1933	2134
其它应收款	34	68	78	77
预付账款	898	1364	1327	1188
存货	28869	28782	28603	28542
其他	118226	78703	104776	100568
非流动资产	27744	26247	27068	27585
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	16225	16732	17051	17207
无形资产	4817	5179	5674	5952
在建工程	2447	1958	1566	1253
其他	4254	2378	2776	3172
资产总计	213396	255463	319112	393716
流动负债	45674	35094	37046	40406
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1342	1498	1508	1439
预收账款	0	0	0	0
其他	44331	33596	35538	38967
非流动负债	1	25	33	20
长期借款	0	0	0	0
其他	1	25	33	20
负债合计	45675	35118	37079	40425
少数股东权益	6398	9278	12662	16570
归属母公司股东权	161323	211067	269371	336721
负债和股东权益	213396	255463	319112	393716
现金流量表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	51669	86614	41237	83164
净利润	49523	55388	65080	75151
折旧摊销	1317	1165	1259	1348
财务费用	(235)	(552)	(246)	(507)
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	4823	28632	(24640)	7524
其它	(3759)	1982	(216)	(352)
投资活动现金流	(1805)	(1658)	(1605)	(1481)
资本支出	(1009)	(1081)	(1081)	(1081)
长期投资	0	0	0	0
其他	(796)	(578)	(524)	(400)
筹资活动现金流	(24128)	(2197)	(3155)	(3386)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(24128)	(2197)	(3155)	(3386)
现金净增加额	25736	82758	36477	78297

利润表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	94915	105871	123028	140004
营业成本	8154	8187	8204	8122
营业税金及附加	13887	14822	17224	19601
营业费用	2548	2647	3076	3500
管理费用	6790	6352	7382	8400
研发费用	50	56	65	74
财务费用	(235)	(552)	(246)	(507)
资产减值损失	0	1	0	0
公允价值变动损益	5	5	5	5
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	13	16	15	15
营业利润	66635	74380	87343	100835
营业外收支	(438)	(344)	(351)	(381)
利润总额	66197	74036	86992	100453
所得税	16674	18648	21911	25302
净利润	49523	55388	65080	75151
少数股东损益	2826	2880	3384	3908
归属母公司净利润	46697	52508	61696	71243
EBITDA	66972	74039	86194	98884
EPS (最新摊薄)	37.2	41.8	49.1	56.7
主要财务比率				
	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	11.1%	11.5%	16.2%	13.8%
营业利润	12.9%	11.6%	17.4%	15.4%
归属母公司净利润	13.3%	12.4%	17.5%	15.5%
获利能力				
毛利率	91.4%	92.3%	93.3%	94.2%
净利率	52.2%	52.3%	52.9%	53.7%
ROE	30.2%	27.1%	24.6%	22.4%
ROIC	30.4%	25.8%	23.6%	21.7%
偿债能力				
资产负债率	21.4%	13.7%	11.6%	10.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.1	6.5	7.9	9.1
速动比率	3.4	5.7	7.1	8.4
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4
应收帐款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款周转率	5.7	5.8	5.5	5.5
每股指标(元)				
每股收益	37.2	41.8	49.1	56.7
每股经营现金	41.1	68.9	32.8	66.2
每股净资产	128.4	168.0	214.4	268.0
估值比率				
P/E	49.2	43.7	37.2	32.2
P/B	14.2	10.9	8.5	6.8
EV/EBITDA	37.0	29.5	25.0	21.0

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>