



营销变革或成茅台未来业绩新增长点，龙头地位助力成长确定性

营销变革不断推进，提升直营渠道占比大势所趋。在贵州茅台 2021 年第一次临时股东大会上，新任董事长丁雄军先生强调“在改革方面推进现代化管理改革、资产管理改革、营销体制和价格体系改革”。2016 年至今，茅台重点梳理了其经销渠道，主要体现在：1) 严格治理渠道问题，严查严惩违规经销商，打击恶意囤货行为，控制终端零售价格；2) 积极进行商超卖场招商工作、实行电商配额计划，大力布局直营渠道，推动公司扁平化发展的目标，进一步提升公司的控价能力。2021 年前三季度茅台直销收入高达 146.9 亿，同比增长 74.1%，收入占比提升至 19.7%。随着营销改革的不断推进，茅台价格体系将逐步更加市场化。当前非标茅台的拆箱令都已经被取消，这显示了公司较强的改革意愿，我们认为提升直营渠道占比在公司营销改革中是大势所趋。

公司提升直营占比可以提升价格把控能力，茅台出厂价将有所提升。当前标准瓶飞天的出厂价为 969 元/瓶，而散装标准瓶飞天市场价在 2600 元/瓶左右，直营渠道占比提升将提升公司的营收以及利润。当市场零售价定在每瓶 1499-3000 元间时，直营体系下贵州茅台每出售一瓶普通茅台将提升营收 530-2031 元，营销改革的推进或将成为贵州茅台未来盈利能力增长的重要动力。

公司龙头地位将促进营销改革不断推进，改革后公司业绩有望超市场预期。在产品端，茅台酒生产地具有优越的地理环境，形成了无法复制超越的独特品质，另外茅台生产工艺流程十分复杂，产品品质高端；在品牌端，茅台酒始终坚持“国酒”定位，高端稀有的定位抓住了消费者心理，在消费群体中形成了较强的品牌力；在渠道端，茅台始终处于渠道中的优势地位，在经销商端的话语力很强，利于渠道管控。从行业总营收前十大酒企角度分析市占率，2021 年前三季度茅台占比 34.89%，稳居全行业第一，龙头地位突出。产品、品牌以及渠道管控能力三管齐下，有助于茅台的营销改革的稳步推进，迎来更强且更稳定的业绩增长。

投资建议

我们预计公司 2021/2022/2023 年 EPS 为 41.13/48.01/54.53 元，基于 11 月 29 日收盘价 1985 元，对应的 PE 分别为 48.26/41.34/36.40x。公司今年估值消化已较为充分，当前估值处于较为合理区间，且考虑到茅台强大的品牌能力和对于销售渠道的不断革新，公司未来业绩成长能力较为强劲且明确，是值得长期布局的核心资产，维持“强烈推荐”评级。

风险提示

营销改革进度不及预期；涨价难兑现导致业绩释放偏保守；销量不达预期；社会责任或致短期治理扰动；宏观经济下行；食品安全问题。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	97993.24	108690.37	125865.23	143353.89
增长率 (%)	10.29	10.92	15.80	13.89
归母净利润	46697.29	51671.60	60311.68	68500.53
增长率 (%)	13.33	10.65	16.72	13.58
EPS (元/股)	37.17	41.13	48.01	54.53
市盈率 (P/E)	53.40	48.26	41.34	36.40
市净率 (P/B)	15.46	13.47	11.45	9.88

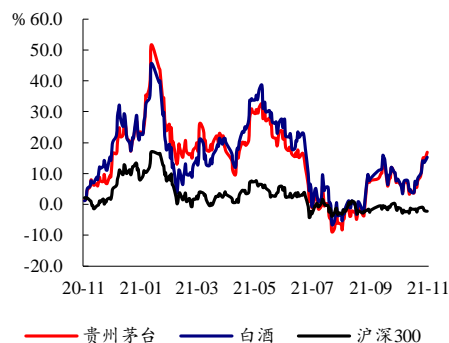
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 最新股价为 2020 年 11 月 29 日收盘价 1985 元

评级 强烈推荐 (维持)

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1256.20
流通 A 股/B 股(百万股)	1256.20/0.00
资产负债率 (%)	19.53
每股净资产(元)	128.75
市净率(倍)	15.42
净资产收益率(加权)	14.20
12 个月内最高/最低价	2601.00/1548.00
	0

相关研究

《双轮驱动效应明显，白酒龙头不改英雄本色》2021.08.06
《逆流奋楫，愈久弥香》2021.05.27
《名列前茅业绩长牛，酱香绕台国酒恒强》2021.05.09

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	97993	108690	125865	143354
%同比增速	10%	11%	16%	14%
营业成本	8265	9130	10069	11755
毛利	89728	99560	115796	131599
%营业收入	92%	92%	92%	92%
税金及附加	13887	15542	17951	20441
%营业收入	14%	14%	14%	14%
销售费用	2548	2826	3272	3727
%营业收入	3%	3%	3%	3%
管理费用	6790	7530	8723	9934
%营业收入	7%	7%	7%	7%
研发费用	50	53	64	72
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	-235	0	0	0
%营业收入	-0%	0%	0%	0%
资产减值损失	0	-0	0	-0
信用减值损失	-71	0	0	0
其他收益	13	17	20	22
投资收益	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	0	0	0
资产处置收益	0	-0	-0	-0
营业利润	66635	73626	85806	97447
%营业收入	68%	68%	68%	68%
营业外收支	-438	0	0	0
利润总额	66197	73626	85806	97447
%营业收入	68%	68%	68%	68%
所得税费用	16674	18595	21643	24584
净利润	49523	55031	64163	72863
%营业收入	51%	51%	51%	51%
归属于母公司的净利润	46697	51672	60312	68501
%同比增速	13%	11%	17%	14%
少数股东损益	2826	3360	3851	4363
EPS (元/股)	37.17	41.13	48.01	54.53

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	37.17	41.13	48.01	54.53
BVPS	128.42	147.37	173.38	200.90
PE	53.40	48.26	41.34	36.40
PEG	4.03	4.34	2.19	2.37
PB	15.46	13.47	11.45	9.88
EV/EBITDA	36.50	30.26	23.96	20.68
ROE	29%	28%	28%	27%
ROIC	30%	28%	28%	27%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	36091	67118	104340	146568
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	1533	1489	1724	1964
存货	28869	30869	32869	34869
预付账款	898	1494	1600	1690
其他流动资产	118261	118369	118342	118363
流动资产合计	185652	219339	258876	303454
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	16225	14893	15085	14910
无形资产	4817	4906	4995	5085
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	1123	1123	1123	1123
其他非流动资产	5578	6394	6830	7224
资产总计	213396	246656	286910	331796
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1342	1619	1773	2048
预收账款	0	8788	8332	8609
应付职工薪酬	2981	3094	3458	4053
应交税费	8920	11044	12281	14024
其他流动负债	32430	27228	29653	32720
流动负债合计	45674	51773	55497	61453
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1	1	1	1
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	45675	51775	55499	61455
归属于母公司的所有者权益	161323	185123	217802	252370
少数股东权益	6398	9758	13609	17971
股东权益	167721	194881	231411	270341
负债及股东权益	213396	246656	286910	331796

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	51669	61569	67456	78564
投资	295	0	0	0
资本性支出	-2089	-2671	-2601	-2403
其他	-11	0	0	0
投资活动现金流净额	-1805	-2670	-2601	-2403
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-24091	0	0	0
其他	-37	0	0	0
筹资活动现金流净额	-24128	0	0	0
现金净流量	25737	58898	64855	76161

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021 年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>