

公司点评报告

2022年03月31日

東亞前海證券有限公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

十四五开局良好，市场化改革助推业绩上行

贵州茅台 2021 年报业绩点评

事件

公司发布 2021 年年度报告，全年实现营业总收入 1094.64 亿元，其中营业收入 1061.90 亿元（同比+11.88%），利息收入 32.74 亿元；实现归母净利润 524.60 亿元（同比+12.34%），实现扣非归母净利润 525.81 亿元（同比+11.84%）。

点评

业绩稳健增长，实现“十四五”发展良好开局。茅台酒全年销售收入达到 934.65 亿元（同比+10.18%），销量为 3.63 万吨（同比+5.68%），平均吨价为 257.75 万元/吨（同比+4.3%）。系列酒全年销售收入达到 125.95 亿元（同比+26.06%），销量为 3.02 万吨（同比+1.46%），平均吨价为 41.74 万元/吨（同比+24.20%）。

直销占比和吨价提升，数字营销成亮点。分渠道来看，2021 年直销营收为 240.29 亿元（同比+52.83%），占比达到 22.66%（同比+8.69pct），直销吨价达到 418.94 万元/吨（同比+24.42%），直销毛利率为 96.12%（同比+0.52pct）。经销商营收为 820.30 亿元（同比+7.64%），经销吨价达到 135.13 万元/吨（同比-0.41%），毛利率为 90.30%（同比-0.55pct）。全年增加经销商 63 个，减少 20 个经销商，酱香系列酒经销商增加较多，减少的主要是茅台酒经销商。2022 年 3 月 31 日，公司自营 APP“i 茅台”将上线并试运行，围绕茅台酒（珍品）、茅台酒（壬寅虎年）等四款新品进行推广销售；新渠道+新产品+新平台有望拓宽市场和起到增厚利润的作用。

市场化改革稳步推进，2022 年全年业绩增长可期。2021 年 9 月新任董事长丁雄军表示将推进营销和价格体制改革，优化品牌价格体系，使茅台回归商品属性；此后，公司不断推出茅台 1935 等新品，并实行取消拆箱和重启电商平台等措施。“十四五”期间，公司将践行“双翻番、双巩固、双打造”发展目标，2022 年经营目标为营收同比增长约 15% 左右，完成基本建设投资 69.96 亿元。

投资建议

公司行业龙头地位领先，在渠道+产品+平台等方面推进市场化改革，盈利能力有望稳步提升，维持“强烈推荐”评级。预计 2022 年~2024 年 EPS 分别为 47.53、54.34、62.32，对应 PE 为 36.16、31.63、27.58。

风险提示

行业竞争加剧；市场化改革不及预期；疫情扰动加剧。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	109464.28	125375.15	142508.31	163996.98
增长率 (%)	12	15	14	15
归母净利润	52460.14	59712.67	68265.86	78285.61
增长率 (%)	12	14	14	15
EPS (元/股)	41.76	47.53	54.34	62.32
市盈率 (P/E)	49.09	36.16	31.63	27.58
市净率 (P/B)	13.59	10.08	9.37	9.08

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测，股价基准为 2022 年 3 月 31 日收盘价 1719.00 元

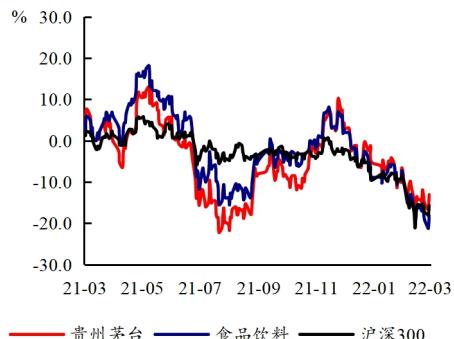
请仔细阅读报告尾页的免责声明

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
联系人	王卓亚
电子邮箱	wangzy695@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(%)	22.81
每股净资产(元)	128.75
市净率(倍)	13.44
净资产收益率(加权)	14.20
12个月内最高/最低价	2271.00/1548.00

相关研究

- 《开门红圆满收官，强改革稳增长可期》 2022.03.08
- 《贵州茅台：经营保持稳健，改革保障长期活力》 2022.01.04
- 《渠道变革成为茅台未来业绩新增长点，龙头地位保障成长确定性》 2021.11.30
- 《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

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	109464	125375	142508	163997
%同比增速	12%	15%	14%	15%
营业成本	9157	10532	11401	13448
毛利	100307	114844	131108	150549
%营业收入	92%	92%	92%	92%
税金及附加	15304	17681	20056	23071
%营业收入	14%	14%	14%	14%
销售费用	2737	3135	3564	4101
%营业收入	3%	3%	3%	3%
管理费用	8450	9185	10533	12176
%营业收入	8%	7%	7%	7%
研发费用	62	68	78	90
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	-935	0	0	0
%营业收入	-1%	0%	0%	0%
资产减值损失	0	-0	-0	-0
信用减值损失	-13	0	0	0
其他收益	21	22	24	29
投资收益	58	33	44	55
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
资产处置收益	0	-0	-0	-0
营业利润	74751	84828	96946	111195
%营业收入	68%	68%	68%	68%
营业外收支	-223	0	0	0
利润总额	74528	84828	96946	111195
%营业收入	68%	68%	68%	68%
所得税费用	18808	21388	24446	28042
净利润	55721	63440	72499	83153
%营业收入	51%	51%	51%	51%
归属于母公司的净利润	52460	59713	68266	78286
%同比增速	12%	14%	14%	15%
少数股东损益	3260	3727	4233	4867
EPS (元/股)	41.76	47.53	54.34	62.32

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	41.76	47.53	54.34	62.32
BVPS	150.88	170.54	183.38	189.27
PE	49.09	36.16	31.63	27.58
PEG	3.98	2.62	2.21	1.88
PB	13.59	10.08	9.37	9.08
EV/EBITDA	33.50	24.13	20.99	18.20
ROE	28%	28%	30%	33%
ROIC	28%	28%	29%	32%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	51810	77715	97144	111716
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	0	1717	1952	2247
存货	33394	35194	37194	39196
预付账款	389	1249	1025	1125
其他流动资产	135172	135191	135191	135200
流动资产合计	220766	251066	272507	289483
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	5	4	4	3
固定资产合计	17472	18451	19602	20703
无形资产	6208	7600	8991	10382
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	2237	2237	2237	2237
其他非流动资产	8480	9254	9446	9726
资产总计	255168	288612	312786	332535
短期借款	0	1	2	1
应付票据及应付账款	2010	2077	2267	2713
预收账款	0	3231	1836	2466
应付职工薪酬	3678	3948	4348	5145
应交税费	11980	12724	14592	16935
其他流动负债	40247	40962	43709	46975
流动负债合计	57914	62942	66754	74234
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	296	296	296	296
负债合计	58211	63239	67050	74531
归属于母公司的所有者权益	189539	214228	230357	237758
少数股东权益	7418	11145	15379	20246
股东权益	196958	225373	245736	258004
负债及股东权益	255168	288612	312786	332535

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	64029	65558	75650	89597
投资	-2144	0	0	0
资本性支出	-3406	-4663	-4131	-4194
其他	-12	33	44	55
投资活动现金流净额	-5562	-4630	-4086	-4139
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	1	1	-1
筹资成本	-26476	-28043	-29923	-30120
其他	-88	-100	-120	-135
筹资活动现金流净额	-26564	-28142	-30042	-30256
现金净流量	31900	32787	41522	55201

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/>