

2021年10月22日

# 供需关系稳定，收入利润基本符合预期

## 贵州茅台(600519)

评级:	买入	股票代码:	600519
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	2603.37/1525.5
目标价格:		总市值(亿)	23,880.32
最新收盘价:	1901.00	自由流通市值(亿)	23,880.32
		自由流通股数(百万)	1,256.20

### 事件概述

2021Q1-Q3 实现收入 746.42 亿元，同比+11.05%；归母净利 372.66 亿元，同比+10.17%；扣非归母净利 373.57 亿元，同比+10.19%；合同负债 91.37 亿元，同比-2.91%；经营活动现金流净额 367.52 亿元，同比+46.36%。其中，2021Q3 实现收入 255.55 亿元，同比+9.86%；归母净利 126.12 亿元，同比+12.36%；扣非归母净利 127.08 亿元，同比+13.17%。基本符合预期。

### 分析判断:

#### ► 茅台酒收入略低于预期，直营比例继续提升

21Q1-Q3 茅台酒/系列酒分别实现收入 649.92/95.40 亿元，分别同比+8.06%/+36.28%；直销/经销分别实现收入 146.85/598.47 亿元，分别同比+74.14%/+1.93%，直销占比 19.70%，同比+7.14pct，国内经销商数量 2095 家，环比减少 1 家。21Q3 茅台酒/系列酒分别实现收入 220.43/34.79 亿元，分别同比+5.55%/+48.07%；直销/经销分别实现收入 51.81/203.41 亿元，分别同比+57.93%/+1.94%，直销占比 20.30%，同比+6.18pct。Q3 茅台酒收入略低于预期，我们判断：1) 预计为公司前期发货节奏慢于同期，叠加三季度高层变动+批价大幅波动保守放量导致，公司中秋节前加快发货进度，预计四季度茅台酒收入增速会有所提升；2) 21Q3 整体市场氛围一般，相较 20 年火爆市场状态，增速仅出现小幅下调（公司 21Q1-Q3 营业收入同比+11.05%，21H1 营业收入同比+11.68%），已经体现出了茅台超高的消费刚性需求与极强的控盘能力；3) 茅台严控传统渠道的计划内配额不增长，但直销渠道的供货量并未随旺季到来而显著提升。

21Q1-Q3 经营活动现金流净额 367.52 亿元，同比+46.36%，环比+69.21%；21Q3 经营活动现金流净额 150.33 亿元，同比+20.36%。经营活动现金流净额增加主因销售商品收到的现金和控股子公司吸收集团其他成员单位资金增加。21Q1-Q3 合同负债 91.37 亿元，同比-2.91%，环比-1.16%；合同负债+其他流动负债 102.63 亿元，同比-2.81%，环比-1.01%，预收款项同比略有下滑。

#### ► 销售费用率收缩，2021Q3 盈利能力增强

21Q1-Q3 毛利率 91.19%，同比-0.13pct；21Q3 毛利率 90.83%，同比-0.23pct，毛利率略微下滑主因系列酒收入占比提升。

21Q1-Q3 税金及附加/营业总收入 13.76%，同比+0.23pct；21Q3 税金及附加/营业总收入 13.86%，同比-2.05pct，略有下滑。

21Q1-Q3 销售费用率 2.50%，同比-0.06pct；21Q3 销售费用率 2.40%，同比-0.16pct，我们判断主因旺季系列酒促销费用收缩导致。

21Q1-Q3 管理费用率/财务费用率 7.03%/0.80%，分别同比+0.49/+0.57pct；21Q3 管理费用率/财务费用率 7.32%/0.94%，同比+0.73/+0.59pct。Q3 销售费用率和税金及附加费用率下降，因此 Q3 净利率 52.31%，同比+1.06pct，相比上半年也增加，盈利能力增强。

#### ► 供需关系稳定，新董事长上任重振茅台价格稳定信心

中秋节前期公司加快发货速度，因此双节期间茅台酒供需关系保持稳定，根据今日酒价的数据，目前茅台酒整箱批价在 3700-3800 元，散瓶茅台批价 2800-3000 元，相比高峰时期略有下滑。茅台 Q3 收入业绩增长依旧稳健，产品和渠道方面的销量表现均体现出了公司对于自身路径的强大掌控能力，以及很少随着外部市

场环境的波动而盲目调整自身的销售节奏。9月末，公司高层变动，股东大会上新任董事长丁雄军的发言重振茅台价格稳定的信心。我们判断公司短时间内依旧维持稳定的发展状态，近期逐渐取消拆箱是茅台进一步“市场化”的尝试，预计后续箱茅价格将良性回落，有助于礼品等场景下的消费需求恢复，有效维护茅台品牌力。

不管是对于仍处在风口浪尖上的茅台，还是对于白酒行业来说，稳定就是最好的状态。随着管理层平稳过渡，我们判断茅台第三季度的保守思想将逐渐改变，在超高端需求仍然坚挺的现状下，四季度茅台有望实现较好的业绩表现，中长期的成长依旧可期。

### 投资建议

维持盈利预测不变，我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 1099.16/1227.01/1358.47 亿元，同比 +12.2%/+11.6%/+10.7%；实现归母净利润 535.79/613.07/693.04 亿元，同比 +14.7%/+14.4%/+13.0%；EPS 分别为 42.65/48.80/55.17 元，2021 年 10 月 22 日收盘价 1901 元对应估值分别为 44.6/39.0/34.5 倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

经济下行导致需求减弱；食品安全问题等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	88,854	97,993	109,916	122,701	135,847
YoY (%)	15.1%	10.3%	12.2%	11.6%	10.7%
归母净利润(百万元)	41,206	46,697	53,579	61,307	69,304
YoY (%)	17.1%	13.3%	14.7%	14.4%	13.0%
毛利率 (%)	91.5%	91.6%	92.0%	92.1%	92.1%
每股收益 (元)	32.80	37.17	42.65	48.80	55.17
ROE	30.3%	28.9%	28.6%	28.2%	27.6%
市盈率	57.95	51.14	44.57	38.95	34.46

资料来源：wind，华西证券研究所

### 分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	97,993	109,916	122,701	135,847	净利润	49,523	56,518	64,398	72,570
YoY (%)	10.3%	12.2%	11.6%	10.7%	折旧和摊销	1,317	1,245	1,254	1,255
营业成本	8,265	8,832	9,715	10,687	营运资金变动	857	-2,883	-5,461	-6,070
营业税金及附加	13,887	15,168	16,319	17,388	经营活动现金流	51,669	55,295	60,569	68,169
销售费用	2,548	2,803	2,945	3,124	资本开支	-2,089	-3,637	-3,709	-3,562
管理费用	6,790	7,474	8,282	9,102	投资	295	0	0	0
财务费用	-235	-77	-101	-138	投资活动现金流	-1,805	-3,637	-3,709	-3,562
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
营业利润	66,635	75,672	85,504	95,650	筹资活动现金流	-24,128	-27,636	-31,405	-35,174
营业外收支	-438	-415	-377	-414	现金净流量	25,737	24,021	25,455	29,433
利润总额	66,197	75,257	85,127	95,236	<b>主要财务指标</b>				
所得税	16,674	18,739	20,728	22,666	<b>成长能力</b>				
净利润	49,523	56,518	64,398	72,570	营业收入增长率	10.3%	12.2%	11.6%	10.7%
归属于母公司净利润	46,697	53,579	61,307	69,304	净利润增长率	13.3%	14.7%	14.4%	13.0%
YoY (%)	13.3%	14.7%	14.4%	13.0%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	37.17	42.65	48.80	55.17	毛利率	91.6%	92.0%	92.1%	92.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率	50.5%	51.4%	52.5%	53.4%
货币资金	36,091	60,112	85,567	115,001	总资产收益率 ROA	21.9%	21.9%	22.3%	22.4%
预付款项	898	1,961	2,089	2,223	净资产收益率 ROE	28.9%	28.6%	28.2%	27.6%
存货	28,869	32,425	35,135	38,062	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	119,794	120,078	120,136	120,258	流动比率	4.06	4.50	5.38	6.52
流动资产合计	185,652	214,576	242,927	275,544	速动比率	3.41	3.78	4.56	5.57
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.79	1.26	1.90	2.72
固定资产	16,225	17,425	18,657	19,821	资产负债率	21.4%	19.5%	16.4%	13.7%
无形资产	4,817	5,451	6,084	6,718	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	27,744	29,721	31,799	33,692	总资产周转率	0.46	0.45	0.45	0.44
资产合计	213,396	244,297	274,725	309,236	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	37.17	42.65	48.80	55.17
应付账款及票据	1,342	1,694	1,570	1,464	每股净资产	128.42	149.07	172.88	200.05
其他流动负债	44,331	46,000	43,558	40,779	每股经营现金流	41.13	44.02	48.22	54.27
流动负债合计	45,674	47,693	45,128	42,243	每股股利	0.00	22.00	25.00	28.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	1	1	1	1	PE	51.14	44.57	38.95	34.46
非流动负债合计	1	1	1	1	PB	15.56	11.26	9.71	8.39
负债合计	45,675	47,695	45,129	42,244					
股本	1,256	1,256	1,256	1,256					
少数股东权益	6,398	9,337	12,428	15,694					
股东权益合计	167,721	196,602	229,596	266,992					
负债和股东权益合计	213,396	244,297	274,725	309,236					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星：**华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**任从尧：**11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

**卢周伟：**华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

**刘来珍：**华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

**王厚：**华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。