

贵州茅台 (600519)

公司研究/点评报告

业绩稳增，改革新政稳步推进

点评报告/食品饮料

2021年10月25日

一、事件概述

2021年前三季度实现营收 770.5 亿元, YoY+10.8%, 实现归母净利润 372.7 亿元, YoY+10.2%。

二、分析与判断

➤ 酱香系列酒延续高增，直销渠道占比提升趋势或将持续

2021年前三季度，茅台酒收入 649.9 亿元, YoY+8.1%，系列酒收入 95.4 亿元, YoY+36.3%，其中 Q3 茅台酒收入 220.4 亿元, YoY+5.6%，系列酒收入 34.8 亿元, YoY+48.1%，系列酒延续快速增长；前三季度直销收入 146.9 亿元, YoY+74.1%，直销占比 19.70%，同增 7.14pct，2021Q3 直销占比 20.30%，同增 6.18pct，环比 Q2 降 1.41pct，短期略有回落，预计后续直销占比仍将稳步提升；前三季度国内经销商增加 62 家（主要系增加系列酒经销商），减少 13 家（主要系减少茅台酒经销商），Q3 减少经销商 1 家。

➤ Q3 现金回款增速好于营收，单季营业税金率下降增厚利润

2021Q3 现金回款 291.6 亿元, YoY+17.1%，增速显著好于收入端；2021Q3，公司营业税金率 14.29%，同降 2.10pct，增厚单季利润；销售费用率/管理费用率 2.40%/7.39%，分别同降 0.16/0.74pct，费用率同比下降亦对利润产生积极贡献。

➤ 改革新政稳步落地，聚焦营销体制变革与市场化价格策略

8 月底到任董事长丁雄军提出“五线”发展道路，正面回应市场关注的渠道不畅及价格管控问题，“必须坚持市场化及法制化改革，并着力建立客户管理系统，以数字化更加精准赋能销售体系”，提出“推进现代化管理改革，推进资产管理改革，推进营销体制和价格体系改革”，推出“双节茅台合计投放超 8000 吨”、“贵州茅台旗下的茅台国际大酒店停售 1499 元飞天茅台酒”、“普茅之外，其他茅台酒的开箱政策即日起全部取消”等新政，重塑市场调节机制，未来产品价格或将有序回归市场定价，利于长期发展。

三、投资建议

公司三季度业绩稳增，贴近 2021 年 10.5% 营收增速目标，Q3 现金回款表现优异，公司“五线”发展道路紧密围绕集团十四五“双巩固，双打造”中心，着力“聚主业，调结构，强配套，构生态”，期待公司法制化与市场化改革新政稳步落地成效。预计公司 2021~2023 年营收分别为 1082/1226/1336 亿元（不考虑提价），归母净利润分别为 521/592/647 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 46/40/37X，2021 年估值低于白酒行业平均估值 47.3X（算术平均法，Wind 2021 年一致预期），首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：1) 新政改革遇阻风险，影响供需结构及产品供给节奏；2) 产能扩建、税收等产业政策面受限风险；3) 疫情影响超预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	97,993	108,169	122,577	133,574
增长率（%）	10.3%	10.4%	13.3%	9.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	46,697	52,109	59,235	64,724
增长率（%）	13.3%	11.6%	13.7%	9.3%
每股收益（元）	37.17	41.48	47.15	51.52
PE（现价）	51.14	45.83	40.31	36.90
PB	15.56	12.74	11.01	9.58

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

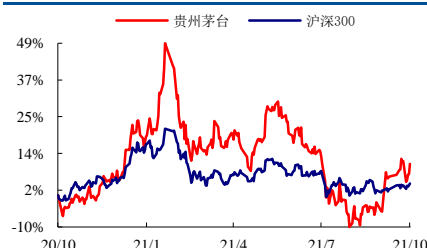
首次评级

当前价格： 1901.0 元

交易数据 2021-10-22

近 12 个月最高/最低(元)	2601.0/1548.0
总股本（百万股）	1,256
流通股本（百万股）	1,256
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	23,880
流通市值（亿元）	23,880

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：王言海

执业证 S0100521090002

邮箱： wangyanhai@mszq.com

研究助理：姚启璠

执业证 S0100121100006

邮箱： yaoqifan@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	97,993	108,169	122,577	133,574
营业成本	8,265	8,441	9,500	10,429
营业税金及附加	13,887	15,329	17,370	18,929
销售费用	2,548	2,812	3,064	3,206
管理费用	6,790	7,495	8,397	9,016
研发费用	50	56	63	69
EBIT	66,453	74,037	84,183	91,926
财务费用	-235	-254	-208	-245
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	66,635	74,306	84,408	92,189
营业外收支	-438	-438	-438	-438
利润总额	66,197	73,868	83,970	91,751
所得税	16,674	18,606	21,150	23,110
净利润	49,523	55,262	62,820	68,641
归属于母公司净利润	46,697	52,109	59,235	64,724
EBITDA	67,770	75,296	85,569	93,449
资产负债表 (百万元)				
货币资金	36,091	70,170	100,911	135,492
应收账款及票据	1,533	1,421	1,849	1,953
预付款项	898	1,381	1,510	1,499
存货	28,869	29,150	32,564	36,065
其他流动资产	118,261	118,154	117,742	117,415
流动资产合计	185,652	220,276	254,576	292,423
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	16,225	17,484	18,870	20,393
无形资产	4,817	4,817	4,817	4,817
非流动资产合计	27,744	29,003	30,388	31,912
资产合计	213,396	249,279	284,964	324,335
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,342	1,517	1,716	1,817
其他流动负债	44,331	50,832	53,116	56,107
流动负债合计	45,674	52,349	54,832	57,924
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	1
非流动负债合计	1	1	1	1
负债合计	45,675	52,350	54,833	57,926
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
少数股东权益	6,398	9,551	13,136	17,053
股东权益合计	167,721	196,929	230,131	266,409
负债和股东权益合计	213,396	249,279	284,964	324,335

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	10.3%	10.4%	13.3%	9.0%
EBIT 增长率	12.5%	11.4%	13.7%	9.2%
净利润增长率	13.3%	11.6%	13.7%	9.3%
盈利能力				
毛利率	91.6%	92.2%	92.3%	92.2%
净利率	50.5%	51.1%	51.2%	51.4%
总资产收益率 ROA	21.9%	20.9%	20.8%	20.0%
净资产收益率 ROE	28.9%	27.8%	27.3%	26.0%
偿债能力				
流动比率	4.06	4.21	4.64	5.05
速动比率	3.41	3.62	4.02	4.40
现金比率	0.79	1.34	1.84	2.34
资产负债率	21.4%	21.0%	19.2%	17.9%
经营效率				
应收账款周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	1,274.88	1,260.51	1,251.20	1,262.20
总资产周转率	0.46	0.43	0.43	0.41
每股指标 (元)				
每股收益	37.17	41.48	47.15	51.52
每股净资产	128.42	149.16	172.74	198.50
每股经营现金流	41.13	49.98	50.35	55.79
每股股利	19.29	20.74	23.58	25.76
估值分析				
PE	51.14	45.83	40.31	36.90
PB	15.56	12.74	11.01	9.58
EV/EBITDA	36.50	30.78	26.73	24.10
股息收益率	1.0%	1.1%	1.2%	1.4%
现金流量表 (百万元)				
净利润	49,523	55,262	62,820	68,641
折旧和摊销	1,317	1,259	1,385	1,524
营运资金变动	857	5,830	-1,396	-525
经营活动现金流	51,669	62,790	63,247	70,077
资本开支	-2,089	-2,957	-3,209	-3,486
投资	295	300	320	350
投资活动现金流	-1,805	-2,656	-2,888	-3,135
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-24,128	-26,054	-29,617	-32,362
现金净流量	25,737	34,079	30,741	34,580

分析师与研究助理简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，2021年9月加入民生证券。7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市企业营销管理咨询，3年证券从业经验，擅长以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

姚启璠，曾任华安证券食品饮料分析师，杜兰大学硕士，4年证券行业经验，专注酒类研究，以品牌、产品、营销、渠道多维度思考企业发展周期。2021年加入民生证券。

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12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。