

2021年10月22日

# 贵州茅台 (600519.SH)

## 公司快报

食品饮料 | 白酒 III

投资评级

**买入-A(维持)**

股价(2021-10-22)

1,901.00 元

### 交易数据

总市值(百万元)	2,388,032.02
流通市值(百万元)	2,388,032.02
总股本(百万股)	1,256.20
流通股本(百万股)	1,256.20
12个月价格区间	1525.50/2627.88 元

### 一年股价表现



资料来源: Wind 数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.95	-2.57	2.38
绝对收益	16.08	-2.01	10.12

分析师

周蓉

 SAC 执业证书编号: S0910520030001  
 zhourong@huajinsec.cn

分析师

陈振志

 SAC 执业证书编号: S0910519110001  
 chenchenzhi@huajinsec.cn  
 021-20377051

### 相关报告

贵州茅台: 直销与系列酒持续改善, 期待结构优化业绩增长 2021-08-01

贵州茅台: 收入利润稳健增长 全年目标顺利完成 2021-03-31

贵州茅台: 收入利润稳健增长 全年目标达成可期 2020-10-26

贵州茅台: 收入利润稳健增长 持续彰显龙头风范 2020-07-29

贵州茅台: 营收增长目标不变, 彰显龙头风范 2020-06-11

## 直销与系列酒持续改善 全年目标有望顺利实现

**事件:** 公司发布 2021 年三季度报, 前三季度共计实现营业总收入 700.53 亿元, 同比增长 10.75%, 营业收入 746.42 亿元, 同比增长 11.05%, 归母净利润 372.66 亿元, 同比增长 10.17%, 其中第三季度实现营业收入 255.55 亿元, 同比增长 9.86%, 归母净利润 126.12 亿元, 同比增长 12.35%。

### 投资要点

◆ **前三季度收入利润双增, 系列酒延续高增长。**公司 21Q1-3 实现营业收入 746.42 亿元, 同比增长 11.05%。分产品来看, 茅台酒实现收入 649.92 亿元, 同比增长 8.06%; 系列酒实现收入 95.40 亿元, 同比增长 36.28%, 系列酒前三季度维持高速增长。分渠道来看, 批发渠道实现收入 598.47 亿元, 在营业总收入中占比为 77.67%; 直销实现收入 146.85 亿元, 占比为 19.06%, 直销收入占比较上半年 18.74%提升 0.32pcts。前三季度公司国内经销商数量为 2095 个, 净增加 49 个经销商, 其中增加的主要为酱香系列酒的经销商, 减少的主要为茅台酒经销商。经销商环比变化不大, 经销体系趋于稳定。

公司 21Q3 实现营业收入 255.55 亿元, 同比增长 9.86%。分产品看, 茅台酒实现收入 220.43 亿元, 同比增长 5.55%; 系列酒实现收入 34.79 亿元, 同比增长 48.07%。分渠道来看, 批发渠道实现收入 203.41 亿元, 在营业总收入中占比为 77.25%; 直销实现收入 51.81 亿元, 占比为 19.67%。第三季度茅台酒收入增速略有放缓, 系列酒收入实现高增, 同时直销收入占比不断提升。

◆ **毛利率维持稳定态势, 盈利能力有望持续提升。**21Q1-3 公司归母净利润 372.66 亿元, 同比增长 10.17%, 毛利率和净利率分别-0.15/-0.26pcts 至 91.47%/48.36%, 毛利率和净利率略有下降, 基本维持稳定态势。前三季度公司销售费用率和管理费用率分别-0.06/+0.49pcts 至 2.50%/7.03%, 前三季度合同负债及其他流动负债合计 102.63 亿元, 较上半年减少 1.04 亿元, 经销商打款积极性依旧较高, 预付货款基本维持原节奏。预计未来随着费用投放不断优化、产品结构持续改善及直销渠道改革发力, 公司盈利水平有望进一步提升。

◆ **Q3 直销加速放量, 市场需求保持旺盛助力 Q4 增长。**根据渠道反馈, 目前茅台总体需求旺盛且稳定, 21Q3 基本完成全年任务目标, 主力单品飞天茅台直销、电商、商超等渠道加速放量, 在之前 100%拆箱政策之下批价回落至 2800 元左右, 中秋国庆双节期间动销端预计低双位数增长, 库存保持在 0.5 个月以内。新董事长上任后公司释放与投资者的积极沟通信号, 产品结构与渠道调整动作将持续进行。同时公司给市场展现出清晰的发展思路, 明确“打造世界一流的上市企业”的发展目标, 夯实市场对公司发展的信心。

◆ **品牌护城河提供保障, 长期逻辑依旧存在。**公司未来价值增长主要来自三方面, 一是品牌力的不断强化, 茅台批价的稳定表现足以表明其供需关系未变, 品牌护城河增强公司抗风险能力。二是渠道改革带来吨价和渠道掌控力的提升。三是结构升级带来的吨价提升, 同时目前一批价和出厂价给公司未来预留了充分的提价空间。我

们看好公司长期投资价值，市场环境变化、公司估值回落提供中长期布局机会。

◆ **投资建议：**我们略调整公司盈利预测，预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 1093.36/1238.46/1409.12 亿元，同比增长 11.6%/13.3%/13.8%。归母净利润 528.75/605.29/690.40 亿元，同比增长 13.2%/14.5%/14.1%。对应 EPS 分别为 42.09/48.18/54.96 元。考虑高端白酒和公司高成长性给予估值溢价，给予公司 22 年 PE45X 估值，维持公司“买入-A”评级。

◆ **风险提示：**食品安全问题，行业竞争加剧，白酒消费税率存在改革可能性等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	88,854	97,993	109,336	123,846	140,912
YoY(%)	15.1	10.3	11.6	13.3	13.8
净利润(百万元)	41,206	46,697	52,875	60,529	69,040
YoY(%)	17.1	13.3	13.2	14.5	14.1
毛利率(%)	91.6	91.7	91.6	91.7	91.8
EPS(摊薄/元)	32.80	37.17	42.09	48.18	54.96
ROE(%)	30.3	28.9	28.6	28.3	27.9
P/E(倍)	58.0	51.1	45.2	39.5	34.6
P/B(倍)	17.6	14.8	12.9	11.2	9.7
净利率(%)	46.4	47.7	48.4	48.9	49.0

数据来源：Wind 数据华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	159024	185652	233781	236878	308802	<b>营业收入</b>	88854	97993	109336	123846	140912
现金	13,252	36,091	118,602	93,474	161,582	营业成本	7430	8154	9198	10276	11621
应收票据及应收账款	1,540	1,567	1,353	2,059	1,979	营业税金及附加	12733	13887	15493	17549	19967
预付账款	1,549	898	2,077	1,319	2,377	营业费用	3279	2548	3958	3963	4509
存货	25,285	28,869	33,047	35,250	42,296	管理费用	6168	6790	7686	8706	9906
其他流动资产	117,399	118,226	78,703	104,776	100,568	研发费用	49	50	656	743	845
<b>非流动资产</b>	24,018	27,744	24,591	23,686	22,788	财务费用	7	-235	-874	-1198	-1438
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	15144	16225	15070	13916	12761	公允价值变动收益	-14	5	0	0	0
无形资产	4728	4817	4706	4594	4483	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1420	1153	1207	1260	1207	<b>营业利润</b>	59041	66635	73218	83807	95501
<b>资产总计</b>	183042	213396	258372	260564	331589	营业外收入	9	11	11	11	11
<b>流动负债</b>	41093	45674	65606	36773	72422	营业外支出	268	449	364	402	371
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	58783	66197	72865	83416	95141
应付票据及应付账款	1514	1342	1863	1771	2305	所得税	14813	16674	18355	21014	23966
其他流动负债	22250	41074	29215	30846	33712	<b>税后利润</b>	43970	49523	54510	62401	71175
<b>非流动负债</b>	73	1	25	33	20	少数股东损益	2764	2826	1635	1872	2135
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	41206	46697	52875	60529	69040
其他非流动负债	73	1	25	33	20	EBITDA	60414	67876	73611	83875	95329
<b>负债合计</b>	41166	45675	65630	36806	72441	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	5866	6398	8033	9905	12041	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	1256	1256	1256	1256	1256	<b>成长能力</b>					
资本公积	1375	1375	128	122	123	营业收入(%)	15.1	10.3	11.6	13.3	13.8
留存收益	132488	157769	183324	212475	245732	营业利润(%)	15.0	12.9	9.9	14.5	14.0
归属母公司股东权益	136010	161323	184709	213853	247111	归属于母公司净利润(%)	17.1	13.3	13.2	14.5	14.1
<b>负债和股东权益</b>	183042	213396	258372	260564	331593	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	91.6	91.7	91.6	91.7	91.8
						净利率(%)	46.4	47.7	48.4	48.9	49.0
						ROE(%)	30.3	28.9	28.6	28.3	27.9
						ROIC(%)	1090.4	39.1	42.5	86.1	55.2
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	22.5	21.4	25.4	14.1	21.8
						流动比率	3.9	4.1	3.6	6.4	4.3
						速动比率	3.3	3.4	3.1	5.5	3.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4
						应收账款周转率	1404.4	1765.2	1661.8	1595.4	1671.3
						应付账款周转率	66.0	68.6	68.2	68.2	69.1
						<b>估值比率</b>					
						P/E	58.0	51.1	45.2	39.5	34.6
						P/B	17.6	14.8	12.9	11.2	9.7
						EV/EBITDA	24.4	36.5	30.9	27.4	23.4

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	45211	51669	109047	5328	102969
净利润	43970	49523	52875	60529	69040
折旧摊销	1243	1317	1266	1266	1266
财务费用	7	-235	-874	-1198	-1438
投资损失	0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-119252	19049	54144	-57141	31966
其他经营现金流	119242	-17985	1635	1872	2135
<b>投资活动现金流</b>	-3166	-1805	1931	-319	-431
<b>筹资活动现金流</b>	-19284	-24128	-28467	-30137	-34428
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	32.80	37.17	42.09	48.18	54.96
每股经营现金流(最新摊薄)	35.99	41.13	86.81	4.24	81.97
每股净资产(最新摊薄)	108.27	128.42	147.04	170.24	196.71

资料来源: Wind 数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn