



食品饮料 饮料制造

2021-10-24

公司点评报告

买入/维持

贵州茅台(600519)

目标价: 2500

昨收盘: 1901.0

贵州茅台三季报点评：稳健双位数增长、直销进一步提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,256/1,256
总市值/流通(百万元)	2,388,032/2,388,032
12 个月最高/最低(元)	2601.00/1548.00

相关研究报告：

贵州茅台(600519)《贵州茅台：保持稳定增长，具备长期价值》——
2021/08/01

贵州茅台(600519)《贵州茅台：收入稳健双位数增长，税金影响利润表现》——2021/04/28

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

研究助理：申文雯

电话：010-88695119

事件：公司发布 2021 年三季报，前三季度实现总营收 770.53 亿元(+10.7%)，归母净利润 372.66 亿元(+10.2%)，扣非归母净利润 373.57 亿元(+10.2%)。2021Q3 实现总营收 263.32 亿元(+10.0%)，归母净利润 126.12 亿元(+12.4%)，扣非归母净利润 127.08 亿元(+13.2%)。收入利润实现稳健双位数增长。

一、高端稳健、系列酒快速增长、直销比例较上半年进一步提升

公司前三季度主营收入 746.42 亿元(+11.05%)，茅台酒、系列酒实现营收 649.92、95.40 亿元，同比增长 8.1%、36.3%，系列酒占比持续提升。直销、经销营收 146.85、598.47 亿元，同比增长 74.1%、1.9%，直销渠道占比茅台酒销售比例 22.6%(+8.6%)，渠道改革顺利推进，直销比例继续提升。国内外营收 723.87、21.45 亿元，同比增长 11.2%、6.1%。前三季度累计新增经销商 62 家(新增主要为系列酒经销商)，退出经销商 13 家(主要为茅台酒经销商)，三季度末共有国内经销商 2095 家。

2021Q3，公司营收 255.55 亿元(+9.86%)，茅台酒、系列酒分别实现营收 220.43、34.79 亿元，同比增长 5.5%、48.1%，受益于酱酒饮用氛围扩大、系列酒录得近几年最快单季度增长。直销、经销分别实现营收 51.81、203.41 亿元，同比增长 57.9%、1.9%，直销渠道占比茅台酒销售比例 23.5%(+7.8%)、较上半年的 22.13% 的占比进一步提升。国内外收入分别为 245.77、9.45 亿元，同比增长 10.1%、2.6%。Q3 没有新增经销商，退出 1 家。

公司单三季度销售收现 291.60 亿元(+17.10%)，经营净现金流 150.33 亿元(+20.36%)。季度末合同负债+其他流动负债为 102.63 亿元，环比微减 1.05 亿元，同比减少 2.97 亿元。应收账款及应收票据为 5.40 亿元，环比减少 6.92 亿元，同比减少 13.96 亿元。经营质量良好。

二、结构略影响毛利率、税金比例水平下降提升净利率

前三季度公司毛利率为 91.2%(-0.1pct)，净利率 48.4%(-0.3pct)，公司营业税金率 13.8%(+0.2ct)，销售费用率 2.5%(-0.1pct)，管理费用率 7.0%(+0.5pct)，财务费用率-0.8%(-0.6pct)，所得税率 25.1%

E-MAIL: shenww@tpyzq.com
登记编号: S1190121050022

(+0.01pct)。Q3 毛利率为 90.8%(-0.2pct)，净利率 47.9%(+1.0pct)，公司营业税金率 13.9%(-2.1pct)，销售费用率 2.4%(-0.2pct)，管理费用率 7.4%(+0.7pct)，财务费用率-0.9%(-0.6pct)，所得税率 24.9%(-0.1pct)，Q3 系列酒大幅占比上升影响毛利率，税金比例下降带动净利率提升。

盈利预测与估值：

今年 9 月的股东大会上，新任董事长丁雄军表示，将以高质量发展为方向进行改革，改革包括茅台的营销体制和价格体系改革，并表示价格体系的改革方向应以市场为原则，立足于更长远的考虑，让茅台酒回归商品属性。

今年中秋及国庆期间，茅台加大放量，通过精准投放、精准销售、精准管控、空品复购和试点开瓶消费，很多程度抑制价格炒作。今年 10 月下旬，茅台酒“开箱销售”也逐步取消。中长期看未来销量增量主要投放在直销和 KA 直供、电商渠道等类直营渠道，直销比例及平均吨酒价格将更上一个台阶，未来 5 年茅台酒量价齐升，继续对收入和利润的持续增长形成强力支撑。预计 2021-2023 年的收入增速分别为 12%、18%、13%，净利润增速分别为 14%、25%、18%，对应 EPS 分别为 43.12、53.90、63.61 元，维持目标价 2500 元、“买入”评级。

风险提示：如果未来出厂价的提升或综合销售价格不及预期，则乐观情境下的盈利预测和 EPS 可能不达预期。

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	97993	109752	129508	146344
收入同比(%)	10.29%	12%	18%	13%
归属母公司净利润	46697	53235	66544	78521
净利润同比(%)	13.33%	14%	25%	18%
每股收益(元)	37.17	42.38	52.97	62.51
P/E	51.14	44.86	35.89	30.41

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。