

贵州茅台 (600519.SH)

基酒产能制约收入增长，系列酒受益酱香热加速增长

核心观点：

- **茅台酒收入增长或受供给制约，直销和系列酒收入高增。**公司披露2021年三季报，公告21年前三季度营业收入为746.42亿元，同比增长11.05%；归母净利润为372.66亿元，同比增长10.17%。其中，21Q3营业收入为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%。收入增速符合预期，主要原因是：（1）茅台收入增长或受基酒产量制约；（2）公司直销渠道收入占比持续提升，有望驱动单价持续上行。21年前三季度销售商品、提供劳务收到的现金794.30亿元，同比增长11.33%；合同负债91.37亿元，同比下降2.91%。21年前三季度毛利率91.19%，同比下降0.14%；净利率53.02%，同比下降0.32%。合同负债和盈利水平小幅下滑，预计分别与直销收入和系列酒销售收入占比提升有关。
- **市场化改革预期提升，公司22年业绩有望加速增长。**茅台新一届管理层有望在产能释放背景下，通过在价格和渠道方面的改革，推动公司2022年业绩加速增长：（1）价格：直营渠道和非标茅台占比提升等方式，驱动单价持续增长；（2）渠道：拆箱销售政策有望取消等市场化改革方式，将保障茅台酒的销量健康增长；（3）产能：公司2022年对应基酒量显著增长，产量制约减弱后销量弹性有望提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计21-23年公司收入为1102.23/1294.74/1456.73亿元，同增12.48%/17.47%/12.51%，归母净利润分别为534.73/639.27/722.44亿元，同比增长14.51%/19.55%/13.01%，EPS分别为42.57/50.89/57.51元/股，按最新收盘价对应PE为45/37/33倍。考虑公司成长性及可比公司估值，给予22年45倍PE估值，合理价值为2290.0元/股，维持买入评级。
- **风险提示。**宏观经济增长不及预期，批价波动过高，食品安全风险。

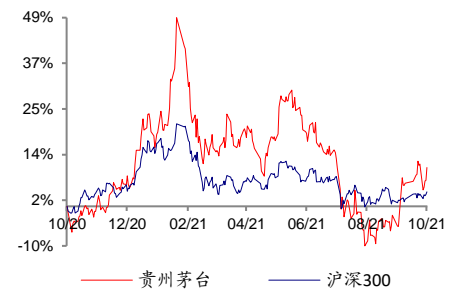
盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	88,854	97,993	110,223	129,474	145,673
增长率（%）	15.1	10.3	12.5	17.5	12.5
EBITDA（百万元）	60,439	67,882	77,046	91,844	103,599
归母净利润（百万元）	41,206	46,697	53,473	63,927	72,244
增长率（%）	17.1	13.3	14.5	19.6	13.0
EPS（元/股）	32.80	37.17	42.57	50.89	57.51
市盈率（P/E）	36.06	53.75	44.66	37.36	33.06
ROE（%）	30.3	28.9	28.8	29.6	29.3
EV/EBITDA	24.37	36.44	30.16	24.93	21.77

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	1901.00元
合理价值	2290.0元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-24

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

袁少州



SAC 执证号：S0260520070004



021-38003629



yuanshaozhou@gf.com.cn

请注意，袁少州并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 贵州茅台 (600519.SH) :收 2021-08-01
入业绩符合预期，全年有望保持稳健增长
- 贵州茅台 (600519.SH) :缴 2021-04-28
税节奏致业绩不及预期，21年收入业绩有望加速增长
- 贵州茅台 (600519.SH) :20 2021-03-31
年业绩略超预期，21年收入业绩有望加速增长

公司发布2021年第三季度报告，公告2021年前三季度营业收入为746.42亿元，同比增长11.05%；归母净利润为372.66亿元，同比增长10.17%。其中，21Q3营业收入为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%。收入增速符合预期，我们点评如下：

一、茅台酒收入增长或受基酒制约，直销和系列酒收入高增

公司2021年前三季度营业收入为746.42亿元，同比增长11.05%；其中21Q3营业收入为255.55亿元，同比增长9.86%。我们分析如下：（1）茅台收入增长或受基酒产量制约。2021年前三季度，公司茅台酒收入649.92亿元，同比增长8.06%；系列酒收入95.40亿元，同比增长36.28%。茅台酒/系列酒收入占比分别为87.20%/12.80%。其中21Q3茅台酒收入220.43亿元，同比增长5.55%；系列酒收入34.79亿元，同比增长48.07%。茅台酒/系列酒收入占比分别为86.37%/13.63%。茅台酒收入增长略微放缓，我们认为主要由于基酒产量限制。系列酒收入增长逐季加速，我们认为主要由于酱香热潮已进入集中度提升阶段，王子酒等大单品有望逐步放量。（2）公司直销渠道收入占比持续提升，驱动单价持续上行。2021年前三季度直销渠道收入为146.85亿元，同比增长74.14%；批发代理渠道收入598.47亿元，同比增长1.93%。其中21Q3直销渠道收入为51.81亿元，同比增长57.93%；批发代理渠道收入203.41亿元，同比增长1.94%。直销渠道收入持续增长，有望在提升公司产品销售单价的同时，逐步提升渠道掌控力，为未来的市场化改革提供抓手。（3）渠道经销商调整已近尾声，本季仅减少1名经销商。2021年前三季度公司总经销商数量达2095家，新增经销商62家，减少经销商13家，增加的主要是酱香系列酒的经销商，减少的主要是茅台酒经销商。其中21Q3无新增经销商，减少1家经销商。

公司2021年前三季度销售商品、提供劳务收到的现金794.30亿元，同比增长11.33%；其中21Q3为291.60亿元，同比增长17.10%。2021年前三季度合同负债91.37亿元，同比下降2.91%。公司2021年前三季度经营活动现金流净额367.52亿元，同比增长46.36%。公司合同负债小幅下降，预计主要与直营渠道占比提升有关。经营活动现金流净额大幅增加，主要是公司控股子公司茅台财务公司吸收其他成员单位资金增加。

公司2021年前三季度归母净利润为372.66亿元，同比增长10.17%；其中21Q3归母净利润126.12亿元，同比增长12.35%。公司前三季度毛利率91.19%，同比下降0.14%，环比上半年下滑0.19%。毛利率小幅下滑，预计与系列酒收入占比持续提升有关。2021年前三季度销售费用率2.58%，同比下降0.07%；管理费用率7.31%，同比提升0.49%；销售净利率53.02%，同比下降0.32%。公司各项费用率保持稳定，净利率小幅下滑预计仍与系列酒收入高增有关。

二、市场化改革预期提升，公司 2022 年业绩有望加速增长

茅台新一届管理层向外界释放市场化改革信号，使得茅台无论在价格还是渠道方面都存在较强的改革预期。茅台新任董事长丁雄军临时股东大会上表示：“从市场角度看，茅台酒终归是商品，价格形成遵循市场规律，受供求关系等多重因素影响，脱离价值规律本身是不科学的，茅台会遵循市场规律，呼应市场信号，反映合理价值。”

我们认为，公司在价格和渠道方面的改革，以及明年的产能释放，会加速2022年业绩增长：（1）价格：公司将借助提升直营渠道和非标茅台占比等方式，驱动单价持续增长。（2）渠道：公司正在尝试通过市场化的方式进行渠道调整。包括近日媒体报道的除普茅以外的拆箱销售政策下一步可能取消，长期来看将保障茅台酒的销量健康增长。（3）产能：公司2022年对应基酒量显著增长（2018年基酒产量4.97万吨，较2017年增长16.04%），产量制约或在2022年被打开，推进销量贡献提升。

三、盈利预测

我们预计21-23年公司收入分别为1102.23/1294.74/1456.73亿元，同比增长12.48%/17.47%/12.51%，归母净利润分别为534.73/639.27/722.44亿元，同比增长14.51%/19.55%/13.01%，EPS分别为42.57/50.89/57.51元/股，按最新收盘价对应PE为45/37/33倍。考虑公司成长性及可比公司估值，给予22年45倍PE估值，合理价值为2290.0元/股，维持买入评级。

四、风险提示

宏观经济增长不及预期，批价波动过高，食品安全风险。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	159,024	185,652	213,906	250,758	290,299
货币资金	13,252	36,091	64,149	98,029	133,013
应收及预付	3,012	2,431	2,622	3,004	3,387
存货	25,285	28,869	28,869	31,454	35,622
其他流动资产	117,475	118,261	118,265	118,272	118,278
非流动资产	24,018	27,744	28,312	28,879	29,447
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	15,144	16,225	16,920	17,738	18,518
在建工程	2,519	2,447	1,847	1,247	647
无形资产	4,728	4,817	5,291	5,639	6,027
其他长期资产	1,627	4,254	4,254	4,254	4,254
资产总计	183,042	213,396	242,218	279,637	319,746
流动负债	41,093	45,674	46,787	50,411	54,903
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	15,254	1,342	1,342	1,462	1,656
其他流动负债	25,839	44,331	45,445	48,948	53,247
非流动负债	73	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	73	1	1	1	1
负债合计	41,166	45,675	46,788	50,412	54,904
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	133,386	158,697	183,170	213,097	244,341
归属母公司股东权益	136,010	161,323	185,796	215,722	246,967
少数股东权益	5,866	6,398	9,634	13,503	17,875
负债和股东权益	183,042	213,396	242,218	279,637	319,746

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	88,854	97,993	110,223	129,474	145,673
营业成本	7,430	8,154	8,154	8,884	10,061
营业税金及附加	12,733	13,887	15,652	18,256	20,394
销售费用	3,279	2,548	3,086	3,884	4,370
管理费用	6,168	6,790	7,495	7,820	8,449
研发费用	49	50	54	66	73
财务费用	7	-235	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-14	5	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	59,041	66,635	75,782	90,564	102,325
营业外收支	-259	-438	-170	-170	-170
利润总额	58,783	66,197	75,612	90,394	102,155
所得税	14,813	16,674	18,903	22,599	25,539
净利润	43,970	49,523	56,709	67,796	76,616
少数股东损益	2,764	2,826	3,236	3,869	4,372
归属母公司净利润	41,206	46,697	53,473	63,927	72,244
EBITDA	60,439	67,882	77,046	91,844	103,599
EPS (元)	32.80	37.17	42.57	50.89	57.51

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	45,211	51,669	59,060	69,896	77,996
净利润	43,970	49,523	56,709	67,796	76,616
折旧摊销	1,243	1,317	1,264	1,280	1,274
营运资金变动	32	857	918	651	-65
其它	-35	-28	170	170	170
投资活动现金流	-3,166	-1,805	-2,002	-2,017	-2,012
资本支出	-3,149	-2,089	-2,002	-2,017	-2,012
投资变动	0	295	0	0	0
其他	-17	-11	0	0	0
筹资活动现金流	-19,284	-24,128	-29,000	-34,000	-41,000
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	833	0	0	0	0
其他	-20,117	-24,128	-29,000	-34,000	-41,000
现金净增加额	22,761	25,737	28,058	33,880	34,984
期初现金余额	98,243	121,004	36,091	64,149	98,029
期末现金余额	121,004	146,741	64,149	98,029	133,013

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	15.1%	10.3%	12.5%	17.5%	12.5%
营业利润增长	15.0%	12.9%	13.7%	19.5%	13.0%
归母净利润增长	17.1%	13.3%	14.5%	19.6%	13.0%
获利能力					
毛利率	91.6%	91.7%	92.6%	93.1%	93.1%
净利率	49.5%	50.5%	51.4%	52.4%	52.6%
ROE	30.3%	28.9%	28.8%	29.6%	29.3%
ROIC	31.2%	29.7%	29.1%	29.6%	29.0%
偿债能力					
资产负债率	22.5%	21.4%	19.3%	18.0%	17.2%
净负债比率	29.0%	27.2%	23.9%	22.0%	20.7%
流动比率	3.87	4.06	4.57	4.97	5.29
速动比率	3.22	3.41	3.94	4.33	4.62
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.46	0.46	0.46	0.46
应收账款周转率	—	—	—	—	—
存货周转率	3.51	3.39	3.82	4.12	4.09
每股指标 (元)					
每股收益	32.80	37.17	42.57	50.89	57.51
每股经营现金流	35.99	41.13	47.02	55.64	62.09
每股净资产	108.27	128.42	147.90	171.73	196.60
估值比率					
P/E	36.06	53.75	44.66	37.36	33.06
P/B	10.93	15.56	12.85	11.07	9.67
EV/EBITDA	24.37	36.44	30.16	24.93	21.77

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 张子健：管理学硕士，2021年加入广发证券研究中心。
- 王思洋：经济学硕士，2021年加入广发证券研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。