

2021年10月25日 贵州茅台(600519)：直销渠道表现突出，系列酒延续增长势头
食品饮料
推荐(维持)当前股价：1873.03元
主要财务指标(单位：百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	97,993	109,524	123,981	139,063
(+/-)	10.3%	11.8%	13.2%	12.2%
营业利润	66,635	76,298	88,360	100,902
(+/-)	12.9%	14.5%	15.8%	14.2%
归属母公司净利润	46,697	53,837	62,767	72,502
(+/-)	13.3%	15.3%	16.6%	14.8%
EPS(元)	37.17	42.86	49.97	57.36
市盈率	50.4	43.7	37.5	32.7

公司基本情况(最新)

总股本/已流通股(亿股)	12.56 / 12.56
流通市值(亿元)	23,529
每股净资产(元)	138.79
资产负债率(%)	21.4

股价表现(最近一年)

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：万蓉

执业证书编号：S1050511020001

电话：021-54967577

 邮箱：wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

● 公司于10月22日发布2021年三季报。报告期内，公司实现营业收入770.53亿元，同比增长10.75%；实现归属于上市公司股东的净利润372.66亿元，同比增长10.17%；实现扣非后净利润373.57亿元，同比增长10.19%；每股收益29.67元。其中Q3单季实现营业收入263.32亿元，同比增长9.99%；归母净利润126.12亿元，同比增长12.35%；每股收益10.04元。

● 直销渠道表现突出，系列酒延续增长势头。2021Q3公司单品销售额、盈利能力持续稳居国内酒业、全球酒业第一。分产品来看，21Q3单季茅台酒收入649.92亿元，同比+8.06%；系列酒收入95.40亿元，同比+36.28%。渠道方面，截止2021年9月末，国内新增经销商62家（主要是系列酒经销商），减少13家（主要是茅台酒经销商）。直销渠道收入146.85亿元，同比大幅+74.14%，占比从2020Q3的12.56%上升至19.37%；批发渠道598.47亿元，同比+1.93%。

● 系列酒放量致毛利率微降，期间费用率控制良好。2021Q3单季公司毛利率微降0.19pct至91.19%，主要是系列酒占比提升2.37pct至12.80%。期间费用率8.85%，同比-0.02pct，其中销售费用率2.40%，同比-0.16pct；财务费用率-0.94%，同比-0.60pct；管理费用率7.32%，同比+0.73pct；研发费用率基本保持稳定。综合以上因素，2021Q3净利率53.02%，同比-0.32pct。

● 公司未来看点。(1)公司指定2021年营业总收入同比增长10.5%，前三季度基本按照该节奏完成了任务，全年目标大概率将顺利达成；(2)公司有序推进3万吨酱香系列酒技改项目，新增产能释放有望进一步支撑未来业绩；(3)公司新品1935中秋期间顺利进入流通渠道，出厂价788元/瓶，零售指导价1188元，有利于推动系列酒增长；



(4) 茅台新董事长上任以来，明确提出以市场化和法制化作为渠道改革的导向，我们认为随着渠道改革的进一步推进和公司的品牌影响力，公司依靠行业绝对的龙头地位、产品和渠道结构优化以及产能逐步提高，将长期保持量价齐升的状态。

● **盈利预测：**我们维持之前的预测，公司 2021-2023 年实现收入分别为 1,095.24、1,239.81 和 1,390.63 亿元，EPS 分别为 42.86、49.97 和 57.36 元，当前股价对应 PE 分别为 43.7、37.5 和 32.7 倍，考虑到公司的绝对龙头地位、品牌的稀缺性，未来直营渠道继续提升，维持“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；直销渠道改革不达预期；食品安全问题等。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	97,993	109,524	123,981	139,063
货币资金	154,291	180,953	212,619	249,157	营业成本	8,154	9,319	10,532	11,753
应收款	1,567	1,825	2,066	2,318	营业税金及附加	13,887	13,887	13,887	13,887
存货	28,869	33,653	38,032	42,440	销售费用	2,548	2,826	3,100	3,477
其他流动资产	925	971	1,020	1,071	管理费用	6,790	7,557	8,555	9,595
流动资产合计	185,652	217,403	253,737	294,985	财务费用	-235	-503	-590	-693
非流动资产:					研发费用	50	110	124	139
金融类资产	30	33	36	40	费用合计	9,153	9,989	11,188	12,518
固定资产+在建工程	18,673	19,567	20,461	21,356	资产减值损失	-71	-50	-35	-24
无形资产+商誉	4,817	5,299	5,829	6,412	公允价值变动	5	5	5	6
其他非流动资产	4,224	4,646	5,111	5,622	投资收益	0	0	0	0
非流动资产合计	27,744	29,545	31,437	33,429	营业利润	66,635	76,298	88,360	100,902
资产总计	213,396	246,947	285,174	328,415	加: 营业外收入	11	12	13	15
流动负债:					减: 营业外支出	449	494	544	598
短期借款	0	0	0	0	利润总额	66,197	75,816	87,830	100,319
应付账款、票据	1,342	1,683	1,902	2,122	所得税费用	16,674	19,096	22,122	25,268
其他流动负债	44,331	48,765	53,641	59,005	净利润	49,523	56,719	65,707	75,051
流动负债合计	45,674	50,447	55,543	61,127	少数股东损益	2,826	2,883	2,940	2,999
非流动负债:					归母净利润	46,697	53,837	62,767	72,052
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	1	2	2	2	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	1	2	2	2	成长性				
负债合计	45,675	50,449	55,544	61,129	营业收入增长率	10.3%	11.8%	13.2%	12.2%
所有者权益					营业利润增长率	12.9%	14.5%	15.8%	14.2%
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	归母净利润增长率	13.3%	15.3%	16.6%	14.8%
资本公积金	1,375	1,375	1,375	1,375	总资产增长率	16.6%	15.7%	15.5%	15.2%
未分配利润	137,594	160,700	187,261	217,412	盈利能力				
少数股东权益	6,398	6,398	6,398	6,398	毛利率	91.7%	91.5%	91.5%	91.5%
所有者权益合计	167,721	196,499	229,630	267,286	营业利润率	68.0%	69.7%	71.3%	72.6%
负债和所有者权益	213,396	246,947	285,174	328,415	三项费用/营收	9.3%	9.1%	9.0%	9.0%
					EBIT/销售收入	67.6%	69.2%	70.8%	72.1%
					净利润率	50.5%	51.8%	53.0%	54.0%
					ROE	29.5%	28.9%	28.6%	28.1%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	营运能力				
净利润	49,523	56,719	65,707	75,051	总资产周转率	45.9%	44.4%	43.5%	42.3%
折旧与摊销	1,317	1,300	1,410	1,524	资产结构				
财务费用	-	-503	-590	-693	资产负债率	21.4%	20.4%	19.5%	18.6%
存货的减少	-3,584	-4,784	-4,379	-4,408	现金流质量				
营运资本变化	4,441	82	-22	-31	经营净现金流/净利润	1.04	0.99	1.00	1.01
其他非现金部分	-100	3,483	3,833	4,219	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	51,669	56,297	65,959	75,663	每股收益	37.17	42.86	49.97	57.36
投资活动现金净流量	-1,805	-2,197	-2,307	-2,423	每股净资产	133.51	156.42	182.80	212.77
筹资活动现金净流量	-24,128	-27,438	-31,986	-36,702					
现金流量净额	25,737	26,662	31,666	36,538					

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>