

## 贵州茅台 (600519.SH) 改革持续推进, 经营稳中向上

2021年10月25日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

张宇光 (分析师)

逢晓娟 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790521060002

日期	2021/10/25
当前股价(元)	1,873.03
一年最高最低(元)	2,627.88/1,525.50
总市值(亿元)	23,529.32
流通市值(亿元)	23,529.32
总股本(亿股)	12.56
流通股本(亿股)	12.56
近3个月换手率(%)	23.88

### ● 公司渠道改革持续推进, 决策更加细致和市场化, 维持“买入”评级

公司前三季度实现营收 770.5 亿元, 同比+10.8%, 实现归母净利润 372.7 亿元, 同比+10.2%; 其中单三季度实现营收 263.3 亿元, 同比+9.99%, 实现归母净利润 126.1 亿元, 同比+12.4%。我们维持盈利预测, 预计 2021-2023 年净利润分别为 524.6、603.3、697.4 亿元, 同比分别增长 12.3%、15.0%、15.6%; EPS 分别为 41.76、48.03、55.52 元, 当前股价对应 PE 分别为 45.5、39.6、34.2 倍, 公司渠道改革持续推进, 业绩确定性高, 维持“买入”评级。

### ● 单三季度茅台酒价增为主, 系列酒加速增长

Q3 茅台酒收入 220.4 亿元, 同比+5.6%, 系列酒收入 34.8 亿元, 同比+48.1%, 主要原因是系列酒从中低端向中高端快速转变, 以及系列酒仍有招商布局。2021Q3 直销占比 20.3%, 同比提升 6.18pct, 考虑到直营占比提升背景下, 茅台酒吨价应有提升, 预计 Q3 茅台酒发货量增幅有限。未来渠道改革和稳价仍是公司重点工作, 直营占比将持续提升。系列酒在茅台品牌背书下, 将持续受益于酱酒赛道红利, 维持较高增速。

### ● 现金回款和预收账款表现良好

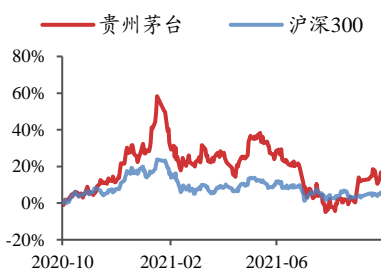
2021Q3 公司现金回款 291.6 亿元, 同比+17.1%, 增幅好于收入端, 主要原因是应收票据下降幅度较大, 合同负债余额 91.37 亿元, 环比降 1.07 亿元, 变动幅度不大, 说明报表确认量和实际发货量基本相符。

### ● 毛利率略有下降, 期间费用率整体持平, 营业税金比率下降, 净利率提升

2021Q3 公司毛利率 91.10%, 同比降 0.22pct, 分析主要原因是系列酒占比提升。销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.40%/7.32%/0.07%/-0.94%, 分别同比变动 -0.16%/+0.74%/+0.01%/-0.60pct, 整体基本保持稳定, 税金率 13.86%, 同降 2.10pct, 主要原因是 2020 年疫情下生产节奏错位, 拉平前三季度看, 营业税金比率基本稳定; 综合作用下, 公司净利率提升 1.0pct 至 47.9%。

### ● 风险提示: 宏观经济波动致使需求下滑, 省外扩张不及预期等

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩增速平稳, 直销持续推进》-2021.8.1

《公司信息更新报告-营收符合预期, 消费税率上升拖累利润表现》-2021.4.28

《公司信息更新报告-2020 年圆满收官, 2021 年规划稳健》-2021.4.2

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	88,854	97,993	109,185	123,886	141,314
YOY(%)	15.1	10.3	11.4	13.5	14.1
归母净利润(百万元)	41,206	46,697	52,457	60,331	69,739
YOY(%)	17.1	13.3	12.3	15.0	15.6
毛利率(%)	91.6	91.7	92.1	92.4	93.0
净利率(%)	46.4	47.7	48.0	48.7	49.4
ROE(%)	31.0	29.5	28.1	27.1	26.5
EPS(摊薄/元)	32.80	37.17	41.76	48.03	55.52
P/E(倍)	58.0	51.1	45.5	39.6	34.2
P/B(倍)	17.6	14.8	12.6	10.7	9.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	159024	185652	216590	259115	300170
现金	13252	36091	66302	103782	145464
应收票据及应收账款	1463	1533	1805	1982	2338
其他应收款	77	34	89	51	109
预付账款	1549	898	1829	1266	2264
存货	25285	28869	28339	33807	31769
其他流动资产	117399	118226	118226	118226	118226
<b>非流动资产</b>	24018	27744	30488	33825	38478
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15144	16225	18446	21007	24021
无形资产	4728	4817	4954	5145	5402
其他非流动资产	4146	6701	7088	7674	9054
<b>资产总计</b>	183042	213396	247078	292941	338648
<b>流动负债</b>	41093	45674	47551	55385	58166
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1514	1342	1675	1603	1856
其他流动负债	39580	44331	45877	53783	56310
<b>非流动负债</b>	73	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	73	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	41166	45675	47553	55387	58167
少数股东权益	5866	6398	9981	14060	18653
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	132488	157769	184850	215870	251676
<b>归属母公司股东权益</b>	136010	161323	189544	223494	261828
负债和股东权益	183042	213396	247078	292941	338648

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	45211	51669	58156	68359	79128
净利润	43970	49523	56040	64409	74332
折旧摊销	1243	1317	1224	1454	1725
财务费用	7	-235	-261	-297	-338
投资损失	0	-0	0	0	0
营运资金变动	32	857	1150	2790	3407
其他经营现金流	-42	207	2	3	4
<b>投资活动现金流</b>	-3166	-1805	-3971	-4794	-6381
资本支出	3149	2090	2744	3338	4652
长期投资	0	295	0	0	0
其他投资现金流	-17	579	-1227	-1457	-1728
<b>筹资活动现金流</b>	-19284	-24128	-23974	-26084	-31067
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-19284	-24128	-23974	-26084	-31067
<b>现金净增加额</b>	22761	25737	30210	37481	41681

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	88854	97993	109185	123886	141314
营业成本	7430	8154	8614	9357	9874
营业税金及附加	12733	13887	15504	17592	20067
营业费用	3279	2548	2730	3097	3533
管理费用	6168	6790	7315	7681	8479
研发费用	49	50	87	99	113
财务费用	7	-235	-261	-297	-338
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	19	13	16	15	15
公允价值变动收益	-14	5	-2	-3	-4
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	59041	66635	75209	86368	99599
营业外收入	9	11	11	11	11
营业外支出	268	449	500	500	500
<b>利润总额</b>	58783	66197	74720	85879	99109
所得税	14813	16674	18680	21470	24777
<b>净利润</b>	43970	49523	56040	64409	74332
少数股东损益	2764	2826	3583	4078	4593
<b>归母净利润</b>	41206	46697	52457	60331	69739
EBITDA	60026	67514	75945	87332	100834
EPS(元)	32.80	37.17	41.76	48.03	55.52

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.1	10.3	11.4	13.5	14.1
营业利润(%)	15.0	12.9	12.9	14.8	15.3
归属于母公司净利润(%)	17.1	13.3	12.3	15.0	15.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	91.6	91.7	92.1	92.4	93.0
净利率(%)	46.4	47.7	48.0	48.7	49.4
ROE(%)	31.0	29.5	28.1	27.1	26.5
ROIC(%)	32.3	30.7	29.6	28.8	28.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	22.5	21.4	19.2	18.9	17.2
净负债比率(%)	-9.3	-21.5	-33.2	-43.7	-51.9
流动比率	3.9	4.1	4.6	4.7	5.2
速动比率	0.4	0.8	1.4	1.9	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	87.7	65.4	65.4	65.4	65.4
应付账款周转率	5.5	5.7	5.7	5.7	5.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	32.80	37.17	41.76	48.03	55.52
每股经营现金流(最新摊薄)	35.99	41.13	46.30	54.42	62.99
每股净资产(最新摊薄)	108.27	128.42	150.89	177.91	208.43
<b>估值比率</b>					
P/E	58.0	51.1	45.5	39.6	34.2
P/B	17.6	14.8	12.6	10.7	9.1
EV/EBITDA	39.7	34.9	30.7	26.3	22.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn