

盈利能力有效改善，加大直营渠道建设力度

——贵州茅台（600519）2021年三季度报点评



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

❖ 事件

公司发布三季报：前三季度实现营业收入 746.42 亿元，同比增长 11.05%；归属于母公司净利润 372.66 亿元，同比增长 10.17%。其中第三季度实现营收 255.55 亿元，同比增长 9.86%；归属于母公司净利润 126.12 亿元，同比增长 12.35%。

❖ 点评

三季度业绩稳定增长，盈利能力有所改善。三季度实现营收和归属于母公司净利润 255.55、126.12 亿元，分别同比增长 9.86%、12.35%，净利润环比增长 17.14%，净利润增速有所改善，预计主要系直营渠道放量增厚利润。三季度税金及附加为 36.51 亿元，同比减少 1.60 亿元，错配现象得到缓解。前三季度毛利率同比下滑 0.14 个百分点至 91.19%，同比基本持平，其中单三季度同比微降 0.23 个百分点至 90.83%。费用率方面公司掌控能力较强，销售费用率同比下滑 0.20 个百分点至 2.50%，管理费用率同比微增 0.49 个百分点至 7.08%。净利率同比下滑 0.32 个百分点至 53.02%，其中单三季度同比增长 1.05 个百分点至 52.31%。现金流方面，前三季度公司经营活动现金净流量为 367.52 亿元，同比增长 46.36%，主要系本期销售商品收到的现金和公司控股子公司贵州茅台集团财务有限公司吸收集团公司其他成员单位资金增加；现金回款 794.30 亿元，同比增长 80.81 亿元，单三季度为 291.60 亿元，同比增加 42.58 亿元，回款状况较好。预收款方面，前三季度预收款（合同负债+其他流动负债）为 102.63 亿元，同比下滑 2.81%，环比减少 1.05 亿元，基本持平。

系列酒实现较大增长，持续加大直销力度。分产品来看，茅台酒及系列酒收入分别为 649.92、95.40 亿元，分别同比增长 8.06%、36.29%，茅台酒平稳增长，中秋国庆发货约 8000 吨，系列酒实现较快增长，预计主要系结构调整叠加系列酒提价，系列酒后续有望持续创造增量。渠道方面，公司渠道结构进一步优化，直销及批发销售收入分别为 146.85、598.47 亿元，分别同比增长 74.14%、1.93%，自营渠道占营收比重从去年同期的 12.56% 提升至 19.70%，直营渠道持续加大投放力度；经销商方面，报告期末国内经销商数量 2049 家，二季度净减少 47 家经销商，其中主要系酱香系列酒经销商减少，前三季度共计净减少 287 家茅台系列酒经销商，预计传统渠道配额或持续萎缩，直营渠道加大投放力度有助于增强渠道把控力。

控价效果良好，新团队带来新气象。茅台新董事长到任后，与投资者和经销商积极沟通，并积极调整产品结构和渠道布局，展现出新气象。目前精品茅台和牛年生肖茅台的拆箱政策已经取消，预计飞天茅台酒的拆箱规定有望随之取消，控价效果良好，散瓶批价回落至为 2800 元/瓶左右，整箱一批价在 3800 元/瓶左右，库存维持低位。传统渠道上多地 10 月货已到，打款至 11 月。中长期看，茅台在量上整体供需关系稳定，2021 年茅台酒基酒产能目标为 5.53 万吨，新增 0.51 万吨产能，系列酒产能目标为 2.9 万吨；在价上随着直营投放加大以及产品结构优化，整体均价有望稳步提升，全年有望实现稳健

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	食品饮料
公司评级	增持评级
报告时间	2021/10/23

📄 川财证券研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号 中海国际中心 15 楼， 100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明

增长。

❖ 维持公司“增持”评级

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 1082.26、1204.84、1336.99 亿元；
归属母公司股东的净利润分别为 516.36、577.54、645.51 亿元，EPS 分别为
41.10、45.98、51.39 元/股，对应当前 PE 分别为 51.14、46.25、41.35、
36.99 倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；食品安全问题；消费税或生产风险。

盈利预测与估值

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	97993.24	108226.26	120483.61	133698.63
+/-%	10.29	10.44	11.33	10.97
净利润(百万)	46697.29	51635.75	57754.32	64550.77
+/-%	13.33	10.58	11.85	11.77
EPS(元)	37.17	41.10	45.98	51.39
PE	51.14	46.25	41.35	36.99

资料来源：招股说明书，预测截止日期 2021 年 10 月 23 日，川财证券研究所

风险提示

宏观经济下行风险；

食品安全问题；

消费税或生产风险。

分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

邮箱地址：ouyangyujian@cczq.com

联系人

何宇航

证书编号：S1100120090004

邮箱地址：heyuhang@cczq.com

报表预测						现金流量表 (人民币, 百万)					
利润表 (人民币, 百万)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	88854.3	97993.2	108226.3	120483.6	133698.6	经营性现金净流量	45238.7	51641.8	60198.1	61299.9	78191.8
减:营业成本	7430.0	8154.0	8059.5	8330.7	8669.5	投资性现金净流量	-3165.7	-1805.2	-150.0	-375.0	-375.0
营业税金及附加	12733.3	13886.5	16233.9	18072.5	20054.8	筹资性现金净流量	-19284.4	-24127.5	-21261.2	-23037.1	-24947.0
营业费用	3279.0	2547.7	3030.3	3373.5	3743.6	现金流量净额	22788.7	25709.4	38786.9	37887.7	52869.9
管理费用	6168.0	6789.8	7792.3	8674.8	9626.3						
财务费用	7.5	-234.6	-104.6	-134.7	-172.6						
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
加:投资收益	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	财务分析和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
公允价值变动损益	-14.0	4.9	0.0	0.0	0.0	盈利能力					
其他经营损益	3224.9	2844.9	0.0	0.0	0.0	毛利率	91.6%	91.7%	92.6%	93.1%	93.5%
营业利润	62447.5	69699.8	73214.8	82166.7	91777.1	销售净利率	49.5%	50.5%	50.6%	50.8%	51.2%
加:其他非经营损益	-258.9	-438.1	-200.0	-500.0	-500.0	ROE	30.3%	28.9%	27.1%	25.8%	24.8%
利润总额	62188.6	69261.7	73014.8	81666.7	91277.1	ROA	34.4%	32.7%	31.3%	29.8%	28.5%
减:所得税	14803.1	16667.0	18253.7	20416.7	22819.3	成长能力					
净利润	47385.5	52594.7	54761.1	61250.0	68457.8	销售收入增长率	15.1%	10.3%	10.4%	11.3%	11.0%
减:少数股东损益	2763.5	2826.0	3125.3	3495.7	3907.1	净利润增长率	16.2%	12.6%	10.6%	11.8%	11.8%
归属母公司股东净利润	41206.5	46697.3	51635.7	57754.3	64550.8						
资产负债表 (人民币, 百万)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资本结构					
货币资金	2631.2	25311.9	64098.8	101986.6	154856.4	资产负债率	17.2%	10.2%	19.4%	8.5%	15.1%
应收和预付款项	3089.0	2465.7	2951.5	2873.5	3406.1	流动比率	5.0	8.6	4.6	10.9	6.3
存货	25284.9	28869.1	24657.2	30670.2	26907.5	速动比率	0.2	1.4	1.5	4.5	3.3
其他流动资产	117398.7	118226.3	118226.3	118226.3	118226.3	经营效率					
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
固定资产和在建工程	17663.1	18672.5	15909.2	13145.8	10382.4	业绩和估值					
无形资产和开发支出	4728.0	4817.2	4265.9	3714.7	3163.5	EPS	32.8	37.2	41.1	46.0	51.4
其他非流动资产	207.0	3100.8	3026.9	2953.0	2953.0	BPS	108.3	128.4	151.8	177.9	207.2
资产总计	171002.0	201463.4	233135.9	273570.1	319895.3	PE	58.0	51.1	46.2	41.3	37.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PB	17.6	14.8	12.5	10.7	9.2
应付和预收款项	18396.6	4599.5	29426.8	7492.1	32561.6						
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
其他负债	11048.8	15851.7	15851.7	15851.7	15851.7						
负债合计	29445.4	20451.2	45278.5	23343.8	48413.3						
股本	1256.2	1256.2	1256.2	1256.2	1256.2						
资本公积	1375.0	1375.0	1375.0	1375.0	1375.0						
留存收益	133379.2	158691.6	188060.2	220909.0	257623.3						
归属母公司股东权益	136010.3	161322.7	190691.4	223540.1	260254.4						
少数股东权益	5866.0	6397.9	9523.3	13019.0	16926.0						
股东权益合计	141876.4	167720.7	200214.7	236559.1	277180.5						
负债和股东权益合计	171321.8	188171.9	245493.2	259902.9	325593.8						

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明

相关报告

【川财研究】食品饮料行业：8月线上数据分析专题_8月白酒线上销售均价保持增长，啤酒线上销量略有提升（20210922）

【川财研究】水井坊(600779)员工持股计划公告点评：员工持股计划顺利发布，高端化进程持续推进(20210915)

【川财研究】嘉必优（688089）：行业变革核心产品迎来新机遇，新业务领域有望快速发展（20210907）

【川财研究】食品饮料行业 2021 半年报&二季报总结：次高端酒维持高增长，啤酒高端化趋势延续（20210906）

【川财研究】千禾味业（603027）：“零添加”打造差异化品牌，产能布局保障未来发展（20210906）

【川财研究】五粮液(000858)2021年中报点评：酒类产品量价齐升，系列酒和线上渠道快速增长（20210829）

【川财研究】古井贡酒(000596)2021年中报点评：产品结构优化升级，二季度业绩增长提速(20210829)

【川财研究】泸州老窖(000568)2021年中报点评：国窖实现较快增长，盈利能力稳步提升（20210828）

【川财研究】山西汾酒(600809)2021半年报点评：结构化升级持续，省外占比持续提升(20210827)

【川财研究】口子窖（603589）2021半年报点评：二季度业绩增速略有放缓，高档酒延续高增长(20210827)

【川财研究】青岛啤酒(600600)半年报点评：盈利能力保持稳定，高端化加速发展(20210826)

【川财研究】东鹏饮料(605499)2021半年报点评：盈利能力稳步提升，大力推动全国化进程（20210729）

【川财研究】水井坊(600779)2021年半年报点评：加大高端化费用投入，全年业绩目标有望稳步实现(20210726)

【川财研究】白酒香型系列深度之浓香篇：聚焦中高端和大单品策略的渠道改革，浓香酒仍具竞争力（20210629）

【川财研究】能量饮料行业深度报告：能量饮料领跑饮料行业，新趋势下迎来发展机遇（20210628）

【川财研究】2021 年中期投资策略报告：景气持续向上，享受高端化趋势(20210531)

【川财研究】白酒香型系列深度之酱酒篇：酱酒持续扩容，强产品力、强渠道力、品牌化将成为必由之路（20210520）

川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月，前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的四川省川财证券公司，是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长，现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念，矢志服务客户、服务社会，创造了良好的经济效益和社会效益；目前，公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务，以及投资综合解决方案。



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所签约客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司研究所所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页重要声明 C0005