

2021年三季度点评：Q3 稳健提升，渠道结构持续改善营收规模有望突破千亿

买入（维持）

2021年10月26日

证券分析师 何长天

执业证号：S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	97,993	110,242	125,125	143,268
同比（%）	10.3%	12.5%	13.5%	14.5%
归母净利润（百万元）	46,697	52,014	59,772	69,070
同比（%）	13.3%	11.4%	14.9%	15.6%
每股收益（元/股）	37.17	41.41	47.58	54.98
P/E（倍）	53.75	44.95	39.11	33.85

事件

10月22日，公司发布2021年三季度报告，2021年Q3实现营收255.55亿元，同比增长9.86%，实现归母净利润126.12亿元，同比增长12.35%。

投资要点

■ **公司前三季度业绩稳定，今年营收大概率突破千亿。**茅台2021年Q3实现营收255.55亿元，同比增长9.86%，实现归母净利润126.12亿元，同比增长12.35%。从产品看，截至Q3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%，我们判断2021年茅台公司全年突破千亿营收确定性高。Q3毛利率为90.83%，同比减少0.23pct，净利率为52.31%，同比减少1.06pct，销售、管理、研发费用率分别为2.40%、7.32%、0.07%，同比分别增加-0.16pct、0.73pct、0.01pct。

■ **公司现金流持续增长，彰显强抗风险能力。**截至Q3，茅台公司合同负债为91.37亿元环比Q2期末减少1.07亿元，下降1.16%。现金流方面，截至Q3经营净现金流367.52亿元，同比增长46.36%，主要由于本期销售商品回款以及财务公司吸收集团公司其他成员单位资金增加。

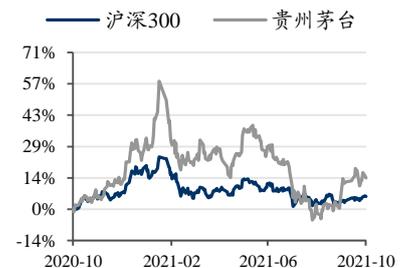
■ **渠道结构优化，直销占比持续提升。**分量价来看，我们预计Q3发货量7000吨左右，价格结构化提升贡献主要增速；截至第三季度，公司实现主营业务收入745.32亿元，其中直销渠道146.85亿元，同比增长74.14%，占比19.70%，同比增加7.14pct；批发渠道598.47亿元，同比增长1.93%，占比80.30%，茅台直销比例持续攀升。茅台酒经销商总数今年新增加62个，减少13个，增加的主要为酱香系列酒的经销商，减少的主要为茅台酒传统经销商，茅台公司逐步降低传统经销商的数量和份额，加大渠道改进力度，提高直销渠道收入，迎合目前渠道改进方向。

■ **品牌护城河深，彰显强抗风险能力。**飞天茅台整箱批价目前维持在3750元，散瓶批价维持在2790元，价格稳中有降，未来决心持续控价。在产能方面，2021年基酒产能稍显紧张，但茅台重视产能扩张，因此我们预计明年产能将持续提升。年初公司计划在2021年全年实现收入增速10.5%，目前看完成度较好，确保十四五规划既定目标完成，维持茅台稳健增长基调，持续提升品牌影响力。

■ **盈利预测与投资评级：**随着渠道结构优化改善和产能持续提升，同时公司本年度营收目标完成情况较好，我们小幅上调此前盈利预测，预计2021-2023年公司营收为1102.42/1251.25/1432.68亿元，增速12.5/13.5/14.5%，归母净利润为520.14/597.72/690.70亿元，增速11.4/14.9/15.6%，EPS分别为41.41/47.58/54.98元，当前股价对应PE为45/39/34X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**渠道改善不及预期，产能增长不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,861.05
一年最低/最高价	1525.50/2627.88
市净率(倍)	13.41
流通A股市值(百万元)	2337846.92

基础数据

每股净资产(元)	138.79
资产负债率(%)	19.53
总股本(百万股)	1256.20
流通A股(百万股)	1256.20

相关研究

1、《贵州茅台（600519）：2021年中报点评：Q2符合市场预期，渠道结构持续改善系列酒发力》2021-08-01

2、《贵州茅台（600519）：2020年年报点评：整体均价有望提升，长期增长确定性高》2021-04-02

3、《贵州茅台（600519）：Q3稳健，且看长远》2020-10-26

贵州茅台三大财务预测表

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	185,652	248,919	314,463	392,593	营业收入	97,993	110,242	125,125	143,268
现金	36,091	95,828	157,355	230,281	减:营业成本	8,265	9,174	10,275	11,611
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	13,887	15,847	17,883	20,458
存货	28,869	31,683	35,223	40,152	营业费用	2,548	3,536	3,961	4,285
其他流动资产	120,692	121,407	121,885	122,160	管理费用	6,790	7,632	8,673	9,925
非流动资产	27,744	28,232	29,045	29,600	研发费用	50	49	63	70
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-235	-320	-850	-1,397
固定资产	16,225	16,240	16,292	16,430	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	2,447	2,468	2,639	2,679	加:投资净收益	0	0	0	0
无形资产	4,817	5,270	5,860	6,238	其他收益	13	17	21	22
其他非流动资产	4,254	4,254	4,254	4,254	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	213,396	277,150	343,508	422,193	营业利润	66,635	74,341	85,142	98,338
流动负债	45,674	53,910	56,612	61,787	加:营业外净收支	-438	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	利润总额	66,197	74,341	85,142	98,338
应付账款	1,342	1,649	1,856	2,023	减:所得税费用	16,674	18,823	21,486	24,828
其他流动负债	44,331	52,261	54,756	59,764	少数股东损益	2,826	3,504	3,884	4,440
非流动负债	1	1	1	1	归属母公司净利润	46,697	52,014	59,772	69,070
长期借款	0	0	0	0	EBIT	66,467	74,003	84,270	96,919
其他非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	67,784	75,544	85,905	98,658
负债合计	45,675	53,911	56,613	61,789	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	6,398	9,902	13,785	18,225	每股收益(元)	37.17	41.41	47.58	54.98
归属母公司股东权益	161,323	213,337	273,109	342,180	每股净资产(元)	128.42	169.83	217.41	272.39
负债和股东权益	213,396	277,150	343,508	422,193	发行在外股份(百万股)	1,256	1,256	1,256	1,256
					ROIC(%)	29.6%	24.8%	22.0%	20.1%
					ROE(%)	28.9%	24.4%	21.9%	20.2%
					毛利率(%)	91.6%	91.7%	91.8%	91.9%
					销售净利率(%)	47.7%	47.2%	47.8%	48.2%
					资产负债率(%)	21.4%	19.5%	16.5%	14.6%
					收入增长率(%)	10.3%	12.5%	13.5%	14.5%
					净利润增长率(%)	13.3%	11.4%	14.9%	15.6%
					P/E	53.75	44.95	39.11	33.85
					P/B	15.56	10.96	8.56	6.83
					EV/EBITDA	36.50	29.68	25.38	21.36

数据来源: wind 数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>