

## 食品饮料

## 贵州茅台(600519.SH)

## 维持评级

报告原因：三季报点评

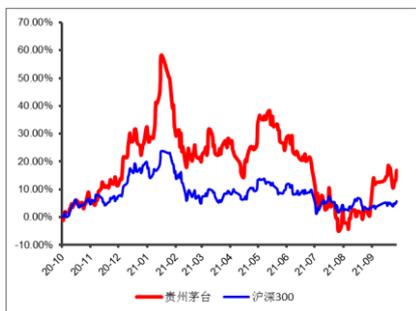
业绩稳中有进，系列酒加速增长

买入

2021年10月25日

公司研究/点评报告

## 公司近一年市场表现



## 市场数据：2021年10月25日

收盘价(元)：1873.03

年内最高/最低(元)：1873.03/1525.50

流通A股/总股本(亿)：12.56/12.56

流通A股市值(亿)：23529

总市值(亿)：23529

## 基础数据：2020年12月31日

基本每股收益：37.17

每股净资产(元)：128.42

净资产收益率：31.41%

分析师：和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

E-mail: hefangfang@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

## 事件描述

- 前三季度实现营收 770.53 亿元，同比增长 10.75%，净利润 372.66 亿元，同比增长 10.17%。

## 事件点评

- 业绩两位数增长，直营占比继续提升。公司 2021 前三季度实现营业总收入 770.53 亿元，同比增长 10.75%，归母净利润 372.66 亿，同比增长 10.17%，其中单 Q3 实现收入 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%，收入利润均保持“两位数”增长，1) 分产品来看，2021Q3 公司茅台酒收入 220.43 亿元，同比+5.55%，增速放缓，预计量增有限，主要在于非标产品提价+直营占比提升；系列酒收入 34.80 亿元，同比+48.09%，加速增长。2) 分渠道来看，2021Q3 公司直销实现收入 51.8 亿元，同比增加 57.9%，占比 20.3%，环比增加 6.2 个百分点，批发渠道实现收入 203.4 亿元，同比增长 1.9%。3) 经销商方面，2021Q3 末，公司国内经销商总数 2095 家，净增加 49 家（增加 62 家、减少 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。
- 净利略有下降，现金流良好。公司 2021 前三季度年销售净利率 53.02%，同比减少 0.32pct，具体来看：1) 2021 前三季度年销售毛利率为 91.19%，同比减少 0.14pct；2) 2021 前三季度年销售期间费用率 9.07%，同比减少 0.17pct，其中销售费用率为 2.50%，同比减少 0.05pct，管理费用率为 7.08%，同比增加 0.49pct，预计主要是职工薪酬等增加所致。财务费用率为 -0.8%，同比减少 0.58pct，主要是本期商业银行存款利息收入增加。此外，2021Q3 末公司合同负债 91.37 亿元，环比减少 1.07 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 367.52 亿元，同比增加 46.36%。
- 全年目标完成确定性强，新帅上任传递发展信心。2021 年，是“十四五”开局之年，2021 经营目标：营业总收入较上年度增长 10.5% 左右，前三季度业绩维持两位数增长，随着旺季的到来，全年目标完成性强。此外，贵州茅台新帅上任，给市场传递发展信心，特别正面回答市场关心的有关营销体制、价格体系改革方面问题：营销价格体系改革必须要改改革的方向应以市场为原则。着力规范原有渠道，探索发展新零售渠道，优化品牌价格体系；着力让茅台酒回归商品属性，保持茅



台酒供需紧平衡；并推动数字化赋能，建立 CRM 系统，给消费者提供平等机会。

### 投资建议

短期来看，定调平稳，直营渠道投放比例提升以及非标产品提价，推动全年目标有望完成。中长期看，我们认为茅台的稀缺性、高渠道利润护城河构建的安全垫以及新帅上任焕发新活力，助力公司持续增长。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 530.71 亿、615.61 亿、717.21 亿，EPS 分别为 42.25 元、49.01 元、57.09 元，对应当前股价，PE 分别为 44 倍、38 倍、33 倍。维持“买入”评级。

### 存在风险

- 食品安全风险、宏观经济下行导致高端酒价格大幅下跌风险、疫情发展超预期

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	185,652	226,006	277,272	339,561	<b>营业收入</b>	97,993	109,772	125,382	144,189
现金	36,091	41,678	25,076	28,838	营业成本	8,154	8,562	9,542	10,756
应收账款	34	429	214	287	营业税金及附加	13,887	15,621	17,253	19,076
其他应收款	34	68	77	76	销售费用	2,548	3,074	3,247	3,446
预付账款	898	983	917	642	管理费用	6,790	7,399	8,075	8,853
存货	28,870	23,458	20,913	29,470	财务费用	(235)	(583)	(353)	39
其他流动资产	119,723	159,390	230,074	280,248	资产减值损失	0	(0)	(0)	0
<b>非流动资产</b>	27,744	23,472	22,125	20,599	公允价值变动收益	5	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	50	50	50
固定资产	16,225	15,197	14,170	13,142	<b>营业利润</b>	66,635	75,750	87,669	102,067
无形资产	4,817	4,496	4,196	3,917	营业外收入	11	30	30	30
其他非流动资产	6,701	3,778	3,759	3,540	营业外支出	449	50	50	50
<b>资产总计</b>	213,396	249,478	299,397	360,159	<b>利润总额</b>	66,197	75,730	87,649	102,047
<b>流动负债</b>	45,674	48,899	60,592	76,916	所得税	16,674	19,084	22,087	25,716
短期借款	0	0	5,916	11,833	<b>净利润</b>	49,523	56,646	65,561	76,331
应付账款	1,342	1,567	1,754	1,905	少数股东损益	2,826	3,575	4,000	4,610
其他流动负债	44,331	47,332	52,922	63,178	<b>归属母公司净利润</b>	46,697	53,071	61,561	71,721
<b>非流动负债</b>	1	21	27	12	<b>EBITDA</b>	67,927	76,516	88,643	103,414
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	37.17	42.25	49.01	57.09
其他非流动负债	1	21	27	12					
<b>负债合计</b>	45,675	48,920	60,620	76,928	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	6,398	9,973	13,973	18,583	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	<b>成长能力</b>				
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	营业收入	10.29%	12.02%	14.22%	15.00%
留存收益	157,769	187,955	222,173	262,018	营业利润	12.86%	13.68%	15.73%	16.42%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润	13.33%	13.65%	16.00%	16.50%
益	161,323	190,586	224,805	264,649	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	213,396	249,478	299,397	360,159	毛利率(%)	91.68%	92.20%	92.39%	92.54%
					净利率(%)	47.65%	48.35%	49.10%	49.74%
					ROE(%)	29.53%	28.24%	27.46%	26.95%
					ROIC(%)	38.48%	43.74%	36.14%	31.22%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	21.40%	19.61%	20.25%	21.36%
					净负债比率(%)	3.03%	1.99%	9.99%	9.13%
					流动比率	4.06	4.62	4.58	4.41
					速动比率	3.43	4.14	4.23	4.03
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.49	0.47	0.46	0.44
					应收账款周转率	#DIV/0!	608.33	503.24	828.45
					应付账款周转率	68.62	75.47	75.52	78.82
					<b>每股指标 (元)</b>				

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	51,669	25,878	4,422	29,711	<b>经营活动现金流</b>	51,669	25,878	4,422	29,711
净利润	49,523	53,071	61,561	71,721	净利润	49,523	53,071	61,561	71,721
折旧摊销	1,317	1,349	1,327	1,307	折旧摊销	1,317	1,349	1,327	1,307
财务费用	0	(583)	(353)	39	财务费用	0	(583)	(353)	39
投资损失	(0)	(50)	(50)	(50)	投资损失	(0)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	17,902	(31,484)	(62,064)	(47,917)	营运资金变动	17,902	(31,484)	(62,064)	(47,917)
其他经营现金流	(17,073)	3,575	4,000	4,610	其他经营现金流	(17,073)	3,575	4,000	4,610
<b>投资活动现金流</b>	(1,805)	50	50	50	<b>投资活动现金流</b>	(1,805)	50	50	50
资本支出	0	0	0	0	资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	(1,805)	50	50	50	其他投资现金流	(1,805)	50	50	50



筹资活动现金流	(24,128)	(22,303)	(21,073)	(26,000)	每股收益(最新摊薄)	37.17	42.25	49.01	57.09
短期借款	0	0	5,916	5,917	每股经营现金流(最新摊薄)	41.13	20.60	3.52	23.65
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	128.42	151.72	178.96	210.67
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	50.4	44.3	38.2	32.8
其他筹资现金流	(24,128)	(22,303)	(26,990)	(31,916)	P/B	14.6	12.3	10.5	8.9
现金净增加额	25,736	3,625	(16,602)	3,761	EV/EBITDA	36.47	30.62	26.77	23.05

### 分析师承诺：

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

