

贵州茅台 (600519)

报告日期: 2021年10月24日

点  
评  
报  
告

行  
业  
公  
司  
研  
究  
—  
食  
品  
饮  
料

证  
券  
研  
究  
报  
告

# 夯实基础，来年有望提速发展

## ——贵州茅台 2021Q3 业绩点评

✍️ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
☎️ 联系人: 张潇倩 执业证书编号: S1230520090001  
✉️ [zhangxiaqian@stocke.com.cn](mailto:zhangxiaqian@stocke.com.cn);

### 事件

公司发布 2021Q3 业绩报告: 1) 2021Q1-3 公司营业收入为 746.42 亿元, 同比增长 11.05%; 2021Q1-3 归母净利润为 372.66 亿元, 同比增长 10.17%; 2) 2021Q3 营业收入为 255.55 亿元, 同比增长 9.86%; 2021Q3 归母净利润为 126.12 亿元, 同比增长 12.35%。

### 投资要点

- **收入略低预期，系列酒高速增长。**2021Q3 公司营业收入为 255.55 亿元, 同比增长 9.86%; 归母净利润为 126.12 亿元, 同比增长 12.35%。分产品看, 2021Q3 茅台酒、系列酒收入分别为 220.43、34.79 亿元, 分别同比增长 5.55%、48.07%, 其中系列酒收入占比同比提升 3.5 个百分点至 13.63% (提价+结构升级)。今年三季度预计总体量增仍有限, 受益于直营渠道占比提升+非标产品于一季度末实现提价+团购渠道加大非标产品发货+系列酒提价调结构 (主导产品批价均实现高增, 核心单品影响力不断增强), 吨价稳步上移。
- **21Q3 直销渠道占比 20.30%，直营占比提升为大趋势。**2021Q3 直销、批发收入分别为 51.81、203.41 亿元, 分别同比增长 57.93%、1.94%, 其中直销收入占比同比提升 6.18 个百分点至 20.30%, 占比环比略下降 (与去年情况相似), 主因 21Q3 投放产品结构有关, 从结构渠道来看 (直营渠道收入同增 57.9%至 51.8 亿元), 预计直营仍为增量贡献主要动力; 报告期末共有经销商 2199 家, 较 2020 年年末增加 49 家 (增加的主要是酱香系列酒的经销商), 预计后续茅台酒经销商仍将进一步减少, 直营占比提升仍为大趋势。
- **销售费用率小幅下行，净利率小幅上行，税金及附加率下降。**21Q3 毛利率、净利率分别同比变动-0.23、1.06 个百分点至 90.83%、52.31%, 毛利率下降主因系列酒表现优异; 费用率方面, 公司 21Q3 销售费用率、管理费用率分别同比变动-0.16、0.75 个百分点至 2.40%、7.39%; 税费方面, 21Q3 税金及附加率同比下降 2.1 个百分点至 13.9%, 回归正常; 回款方面: 回款情况较好: 21Q3 销售收现同比增长 17.09%, 快于收入增速; 预收方面, 21Q3 预收款为 102.63 亿元, 环比下降 1.05 亿元, 同比下降 2.97 亿元, 与打款及直营渠道占比变化有关; 现金流方面, 21Q3 经营性现金流净额为 150.33 亿元, 同比增长 20.36%, 剔除金融业务影响的经营活动现金流净额同增 28.0%。
- **短期看：茅台酒系列酒双轮驱动，新领导上任系列举措将落地。**茅台酒方面, 近期飞天茅台批价约为 2800-2900 元/瓶, 随着上半年非标产品提价红利持续释放、结构升级、税费影响逐步消除, 预计 21Q4 茅台酒将继续实现稳健增长; 系列酒方面, 随着“大单品”战略深入实施, 以茅台王子酒为核心的产品集群表现优异: 20 年茅台王子酒销售额已超过 40 亿元, 汉酱、赖茅、贵州大曲等系列酒产品收入亦超 10 亿, 在次高端酒扩容+酱酒热持续演绎背景下, 21Q4 系列酒有望在放量的同时实现进一步结构升级。新领

### 评级 买入

上次评级 买入  
当前价格 1901.00

单季度业绩	元/股
4Q/2020	10.25
1Q/2021	11.11
2Q/2021	8.52
3Q/2021	10.04



### 公司简介

贵州茅台酒行业龙头企业, 其中飞天茅台为公司主要大单品。

### 相关报告

- 《贵州茅台 2021H1 业绩点评: 符合预期, 行稳致远 (20210730)》
- 《贵州茅台 2021 季报业绩点评: 收入表现符合预期, 基础夯实稳发展》(20210427)
- 《贵州茅台业绩点评: 渠道改革效果显著, 21 年业绩目标设置理性》(20210330)
- 《贵州茅台事件点评: 20Q4 贵州茅台将加大直营投放, 全年目标完成概率大》(20201122)
- 《贵州茅台业绩点评报告: 业绩整体符合指引, 全年目标稳步推进》(20201026)

导上任后，双节增量投放、空瓶换购、取消非标拆箱等举措已相继落地，未来或将推出更多切实可行的举措以平抑价格。

- **中期看：2021 年业绩增速或将实现环比加速，目标设置较为理性。**公司此前表示 2021 年收入目标为 10.5%，我们认为目标设置较为理性，主因：1) 通过复盘往年业绩目标及实际业绩增速，实际增速往往高于业绩目标；2) 从集团十四五角度出发，我们认为除了茅台股份公司，习酒等集团下子公司亦将贡献部分业绩（预计十四五期间习酒产能将达近 5 万吨）以达到集团 1800 亿元收入目标，叠加未来 5 年内不排除茅台有提价可能，因此 2021 年收入增速设置在 10.5% 较为合理；利润端方面，考虑到集团主要利润增量来源为茅台股份公司，因此预计十四五期间茅台利润增速将高于收入增速，同时茅台产品的提价亦将助推利润增速实现高增，从而助力集团完成十四五目标。
- **长期看：迈入十四五，走好茅台之路，“五线”发展道路。**考虑到需求端表现强劲、公司不断加大监管力度、产量稳步提升（2021 年茅台基酒产能目标为 5.53 万吨，系列酒产量目标为 2.9 万吨；十四五期间规划茅台酒系列酒实现双 5.6 万吨产能）、技改项目稳步推进（2020 年 9 月茅台“十三五”茅台酒技改扩建项目全面完工，新增的茅台酒基酒设计产能 4032 吨将于 2021 年释放，同时 3 万吨酱香系列酒技改项目稳步推进）、直营占比不断增长，预计 2022 年茅台酒量增或超预期，推动报表端加速，在迈入十四五，公司将走好茅台之路，“五线”发展道路，坚持“双打造”、“双巩固”，聚主业，调结构，强配套，构生态，未来业绩确定性强。

#### □ 盈利预测及估值

预计 2021~2023 年公司收入增速分别为 11.6%、15.3%、16.8%；净利润增速分别为 13.0%、16.1%、18.4%；EPS 分别为 42.0、48.7、57.7 元/股；对应 PE 分别为 45、39、33 倍。考虑到公司具有较强成长性及业绩确定性，维持买入评级。

风险提示：1、宏观经济下行；2、疫情影响超预期。

#### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	94915	105940	122176	142672
(+/-)	11.1%	11.6%	15.3%	16.8%
净利润	46697	52745	61239	72494
(+/-)	13.3%	13.0%	16.1%	18.4%
每股收益 (元)	37.2	42.0	48.7	57.7
P/E	51	45	39	33

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	185652	229328	291746	367433
现金	36091	119961	155288	234026
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1533	1450	1920	2174
其它应收款	34	68	78	78
预付账款	898	1319	1316	1222
存货	28869	27827	28368	29365
其他	118226	78703	104776	100568
<b>非流动资产</b>	27744	26247	27067	27590
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	16225	16732	17051	17207
无形资产	4817	5179	5674	5952
在建工程	2447	1958	1566	1253
其他	4254	2378	2775	3177
<b>资产总计</b>	213396	255575	318813	395023
<b>流动负债</b>	45674	34955	36979	40626
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1342	1448	1495	1480
预收账款	0	0	0	0
其他	44331	33507	35484	39146
<b>非流动负债</b>	1	25	33	20
长期借款	0	0	0	0
其他	1	25	33	20
<b>负债合计</b>	45675	34980	37012	40646
少数股东权益	6398	9291	12650	16627
归属母公司股东权	161323	211304	269151	337750
<b>负债和股东权益</b>	213396	255575	318813	395023
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	51669	87717	40079	83602
净利润	49523	55638	64598	76470
折旧摊销	1317	1165	1259	1348
财务费用	(235)	(560)	(254)	(510)
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	4823	28538	(24588)	7711
其它	(3759)	2937	(934)	(1416)
<b>投资活动现金流</b>	(1805)	(1658)	(1605)	(1481)
资本支出	(1009)	(1081)	(1081)	(1081)
长期投资	0	0	0	0
其他	(796)	(578)	(524)	(400)
<b>筹资活动现金流</b>	(24128)	(2189)	(3147)	(3383)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(24128)	(2189)	(3147)	(3383)
<b>现金净增加额</b>	25736	83870	35327	78738

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	94915	105940	122176	142672
营业成本	8154	7915	8137	8356
营业税金及附加	13887	14832	17105	19974
营业费用	2548	2649	3115	3638
管理费用	6790	6356	7331	8560
研发费用	50	56	65	76
财务费用	(235)	(560)	(254)	(510)
资产减值损失	0	1	0	0
公允价值变动损益	5	5	5	5
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	13	16	15	15
<b>营业利润</b>	66635	74714	86698	102597
营业外收支	(438)	(344)	(351)	(381)
<b>利润总额</b>	66197	74370	86347	102216
所得税	16674	18732	21749	25746
<b>净利润</b>	49523	55638	64598	76470
少数股东损益	2826	2893	3359	3976
<b>归属母公司净利润</b>	46697	52745	61239	72494
<b>EBITDA</b>	66972	74365	85541	100644
<b>EPS (最新摊薄)</b>	37.2	42.0	48.7	57.7
<b>主要财务比率</b>				
	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	11.1%	11.6%	15.3%	16.8%
营业利润	12.9%	12.1%	16.0%	18.3%
归属母公司净利润	13.3%	13.0%	16.1%	18.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	91.4%	92.5%	93.3%	94.1%
净利率	52.2%	52.5%	52.9%	53.6%
ROE	30.2%	27.2%	24.4%	22.8%
ROIC	30.4%	25.9%	23.4%	22.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	21.4%	13.7%	11.6%	10.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.1	6.6	7.9	9.0
速动比率	3.4	5.8	7.1	8.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4
应收帐款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款周转率	5.7	5.7	5.5	5.6
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	37.2	42.0	48.7	57.7
每股经营现金	41.1	69.8	31.9	66.6
每股净资产	128.4	168.2	214.3	268.9
<b>估值比率</b>				
P/E	51.1	45.3	39.0	32.9
P/B	14.8	11.3	8.9	7.1
EV/EBITDA	37.0	30.6	26.2	21.6

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

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，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>