



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

贵州茅台 (600519): 业绩稳增长, 直销占比持续提升

2021年10月29日

分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

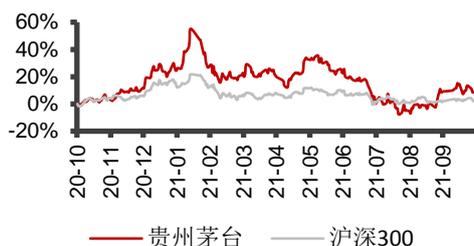
公司评级

当前价格:	1825.49 元
上次评级:	推荐
本次评级:	推荐

公司基本数据

总股本 (亿股):	12.56
流通股本 (亿股):	12.56
流通 A 股市值 (亿元):	22931
每股净资产 (元):	138.79
资产负债率 (%):	19.53

贵州茅台与沪深 300 涨跌幅走势图



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 1、茅关注高端、次高端白酒扩容, 把握啤酒龙头利润释放-食品饮料 2021 年中期策略
- 2、五粮液 (000858): 持续稳增长, 未来高质量发展可期 20210429
- 3、贵州茅台 (600519): 2020 年圆满完成目标, 稀缺性带动后续成长 20210402

内容提要:

贵州茅台披露2021年三季报, 公司2021年前三季度实现营业收入746.42亿元, 同比增长11.05%; 实现归母净利润372.66亿元, 同比增长10.17%, 其中三季度实现营收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%, 收入增速略低于市场预期。

茅台酒产量限制收入增速, 系列酒快速增长。分产品来看, 2021年三季度, 茅台酒实现收入220.43亿元, 同比增长5.55%, 增速较上半年9.39%明显放缓, 且由于直营、非标产品销售占比持续提升, 我们判断茅台酒收入增长主要来自吨价提升, 产量限制导致增长受限。系列酒实现收入34.8亿元, 同比增长48.1%, 2021年前三季度增速环比不断提升, 再次验证系列酒产品结构调整、销售渠道独立、经销商换血等一系列政策已见成效。

毛利率因系列酒占比提升小幅下滑, 此前缴税影响基本消除。2021年三季度, 公司毛利率90.83%, 同比-0.23pct, 主要由于系列酒销售占比提升所致。公司税金及附加率为13.86%, 同比下降2.06个百分点, 销售费用率继续维持低水平; 管理费用率同比增加0.73个百分点, 主要由于职工薪酬费用等增加; 财务费用率同比下降0.6个百分点, 归母净利率为47.90%, 同比增长1.01个百分点, 此前缴税影响基本消除, 利润持续释放。

投资建议: 公司品牌力持续提升, 长期发展路线明确, 中长期业绩增长仍具备充足动力。近半年, 白酒板块出现调整, 茅台10月28日动态PE较2月10日高点下降27.29%, 至43.48倍, 配置价值显现。我们预计公司2021-23年EPS分别为41.90、47.03、52.66元, 对应PE为44、39、35倍, 维持“推荐”评级。

风险提示: 内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期; 食品安全问题; 行业竞争加剧; 消费税征收政策变动导致行业税率上升; 相关行业政策出现重大调整影响公司业绩; 公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期; 国内外二级市场系统性风险; 国内外宏观经济形势急剧恶化; 其他黑天鹅事件。

事件：贵州茅台披露2021年三季报，公司2021年前三季度实现营业收入746.42亿元，同比增长11.05%；实现归母净利润372.66亿元，同比增长10.17%，其中三季度实现营收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%，收入增速略低于市场预期。

茅台酒产量限制收入增速，系列酒快速增长。2021年三季度，公司营收、归母净利润增速分别为9.86%、12.35%，收入增速不及预期主要由于茅台酒三季度投放增速放缓所致。分产品来看，2021年三季度，茅台酒实现收入220.43亿元，同比增长5.55%，增速较上半年9.39%明显放缓，且由于直营、非标产品销售占比持续提升，我们判断茅台酒收入增长主要来自吨价提升，因成品产量受限导致增长受限。系列酒实现收入34.8亿元，同比增长48.10%，2021年前三季度增速环比不断提升，再次验证系列酒产品结构调整、销售渠道独立、经销商更换等一系列政策已见成效，后续发展可期。

渠道方面，2021年前三季度，公司直营渠道收入达146.85亿元，同比增长74.14%，占比达19.70%，其中三季度直销渠道收入同比提升57.9%，占比达20.30%。公司直销及类直营渠道环比继续增长，茅台酒传统经销商投放量占比持续减少，直营化进展顺利，将为公司提供利润增长动能。经销商数量方面，2021年前三季度，公司国内经销商数量为2095个，其中减少13个，主要为茅台酒经销商，增加62个，主要为系列酒经销商。

图 1：茅台酒及系列酒收入及增速



图 2：茅台直销、批发渠道收入及增速



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

毛利率因系列酒占比提升小幅下滑，此前缴税影响基本消除。2021年三季度，公司毛利率90.83%，同比-0.23pct，主要由于系列酒销售占比提

升所致。公司税金及附加率为13.86%，同比下降2.06个百分点，我们认为主要是由于茅台酒投放节奏放缓所致。公司销售费用率为2.4%，同比下降0.16个百分点，继续维持低水平；管理费用率7.32%，同比增加0.73个百分点，主要由于职工薪酬费用等增加；财务费用率同比下降0.6个百分点，或因商业银行存款利息收入增加。2021年三季度，公司归母净利率为47.90%，同比增长1.01个百分点，此前缴税影响基本消除，利润持续释放。

价格管控积极，高质量发展思路清晰。价格管控是当下公司的工作焦点，今年公司通过拆箱销售、加大对经销商的管控等手段促进渠道库存消化，目前飞天茅台散瓶价格已经从3100元/瓶的高位回落至2700元/瓶。近期公司取消开箱政策，预计配合精品茅台、生肖酒及超高端产品的布局及放量，飞天茅台价格有望理性回落，从而进一步促进真实消费，迎接未来飞天供应量的逐步提升。近期，茅台新董事长上任，提出聚主业、调结构、强配套、构生态，高质量发展思路清晰，叠加系列酒及超高端酒发展机遇，预计公司未来成长能力仍然优秀。

投资建议：公司品牌力持续提升，长期发展路线明确，中长期业绩增长仍具备充足动力。近半年，白酒板块因部分公司资金调仓、疫情影响部分中小公司业绩等原因出现调整，茅台10月28日动态PE较2月10日高点下降27.29%，至43.48倍，配置价值显现。我们预计公司2021-23年EPS分别为41.90、47.03、52.66元，对应PE为44、39、35倍，维持“推荐”评级。

表 1：重点指标预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	97993	108576	121606	136198
增长率	10%	11%	12%	12%
归母净利（百万元）	46697	52630	59082	66154
增长率	13%	13%	12%	12%
每股收益（元）	37.17	41.90	47.03	52.66
PE	53.75	43.57	38.81	34.66

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

注：收盘价格日期为2021年10月28日，2021-2023年业绩为作者预测值。

风险提示：内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧；消费税征收政策变动导致行业税率上升；相关行业政策出现重大调整影响公司业绩；公司因销售增速下降、改革推进不顺利等

导致业绩增长低于预期；国内外二级市场系统性风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；其他黑天鹅事件。

表2: 盈利预测

报表预测		单位: 百万元			
资产负债表					
	2020A	2021E	2022E	2023E	
货币资金	36091	61912	89138	116577	
应收账款及票据	1533	1696	1899	2127	
存货	28869	29936	32910	39045	
其他流动资产	118261	119186	120093	121001	
流动资产合计	185652	213700	245155	279985	
固定资产合计	16225	17130	18035	18940	
递延所得税资产	1123	1123	1123	1123	
其他非流动资产	5578	4568	5058	5548	
资产总计	213396	241259	274028	310174	
应付票据及应付账款	1342	1441	1645	1822	
应付职工薪酬	2981	2995	3260	3705	
应交税费	8920	9229	10336	11577	
负债合计	45675	46353	49628	53860	
归属于母公司的所有者权益	161323	185444	211500	239565	
少数股东权益	6398	9461	12900	16750	
股东权益	167721	194906	224400	256314	
负债及股东权益	213396	241259	274028	310174	
现金流量表					
	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流净额	51669	54509	61932	67209	
投资活动现金流净额	-1805	-180	-1680	-1680	
筹资活动现金流净额	-24128	-28508	-33026	-38090	
现金净流量	25737	25821	27226	27440	

利润表		单位: 百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	97993	108576	121606	136198	
营业成本	10%	11%	12%	12%	
毛利	8265	8094	8580	9501	
税金及附加	89728	100482	113026	126697	
税金及附加/营业收入	92%	93%	93%	93%	
销售费用	13887	15472	17390	19544	
销售费用率	14%	14%	14%	14%	
管理费用	2548	2714	3162	3541	
管理费用率	3%	3%	3%	3%	
研发费用	6790	7492	8366	9330	
研发费用率	7%	7%	7%	7%	
财务费用	50	54	61	68	
财务费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
营业利润	66635	74646	83774	93778	
营业利润/营业收入	68%	69%	69%	69%	
利润总额	66197	74456	83584	93588	
利润总额/营业收入	68%	69%	69%	69%	
所得税费用	16674	18763	21063	23584	
净利润	49523	55693	62521	70004	
归母净利润	46697	52630	59082	66154	

基本指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS (元)	37.17	41.90	47.03	52.66
BVPS (元)	128.42	147.62	168.37	190.71
PE (倍)	53.75	43.57	38.81	34.66
PEG	4.03	3.43	3.17	2.90
PB (倍)	15.56	12.37	10.84	9.57
EV/EBITDA	36.50	31.13	27.34	24.09
ROE	29%	28%	28%	28%

数据来源: wind, 国开证券研究与发展部

注: 收盘价格日期为2021年10月28日, 2021-2023年业绩为作者预测值。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层