

贵州茅台（600519）：直营占比提升，业绩增长势能不减

2021年11月3日

强烈推荐/维持

贵州茅台 公司报告

事件：公司21前三季度实现营收746.4亿，同增11.05%；归母净利润372.7亿，同增10.17%。21Q3公司实现营收255.6亿、同增9.86%，归母净利润126.1亿、同增12.35%。收入和利润基本符合预期。

茅台酒增速平稳，系列酒增长可喜。21Q3茅台酒收入220.4亿，同比增5.5%，系列酒收入34.8亿，同比增48.1%，系列酒收入占比同比提升3.5个百分点至13.63%。21Q3毛利率-0.23个百分点至90.83%，毛利率下降主因系列酒表现优异。公司前三季度经销商增加62家，主要为酱香系列酒经销商，减少的13个经销商主要为茅台酒经销商，也主要反映出系列酒较好的增长势头。

直营比例进一步提升。前三季度直销收入破百亿达146.9亿，同比增74.1%，收入占比提升至19.7%；渠道收入598.5亿，同比增1.8%，其中Q3单季度直销同比+57.9%，占比达到20.30%。根据前三季度预计，全年直销收入占比预计超过20%。

新任董事长改革力度增强，业绩增长势能不减。新任董事长丁雄军上任后进行生产调研并与多方加强沟通，近期公司开始执行开箱政策全面取消，飞天茅台整箱批价有望回落，显示出公司改革意愿较强。我们预计明年飞天茅台会进一步提升直营比例、增加非标酒的投放量，系列酒会进一步调整结构、优化产品结构，公司增长势能不减。中长期看，公司品牌力增强，基酒产能扩充，十四五期间有望保持高增长态势。

公司盈利预测及投资评级：我们预计2021年公司实现EPS 41.98元，当前股价对应估值43倍，考虑到公司长期业绩的稳定性和成长空间，给与52倍目标估值，给与强烈推荐评级。

风险提示：宏观经济出现大幅波动，消费出现大幅下滑，公司管理层出现重大管理瑕疵等。

财务指标预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	88854	97993	109140	124395	143259
增长率（%）	15.1%	10.3%	11.4%	14.0%	15.2%
归母净利润（百万元）	41206	46697	52736	60491	69927
增长率（%）	17.1%	13.3%	12.9%	14.7%	15.6%
净资产收益率（%）	30.3%	28.9%	26.8%	24.8%	23.7%
每股收益（元）	32.80	37.17	41.98	48.15	55.67
PE	55.67	49.13	43.50	37.92	32.80
PB	11.86	16.91	12.84	10.35	8.55

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

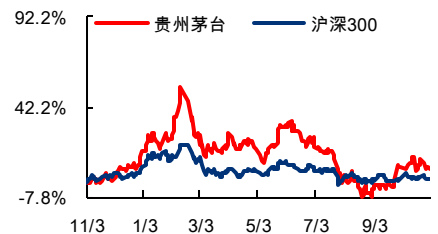
贵州茅台酒股份有限公司是国内白酒行业的标志性企业，主要生产销售世界三大名酒之一的茅台酒，公司产品形成了低度、高中低档、极品三大系列70多个规格品种，全方位跻身市场，从而占据了白酒市场制高点，称雄于中国极品酒市场。

资料来源：公司官网

交易数据

52周股价区间（元）	2,601.0-1,548.0
总市值（亿元）	22,649.25
流通市值（亿元）	22,649.25
总股本/流通A股（万股）	125,620/125,620
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	0.85

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-225102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

研究助理：韦香怡

010-66554023

weixy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070032

附表: 公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产合计	159024	185652	230597	341083	391503	营业收入	88854	97993	109140	124395	143259	
货币资金	13252	36091	79639	190068	236141	营业成本	7430	8154	8721	9330	10458	
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	12733	13887	15280	17291	19985	
其他应收款	77	34	85	100	116	营业费用	3279	2548	2729	3172	3617	
预付款项	1549	898	1422	1329	2922	管理费用	6168	6790	7094	8352	9465	
存货	25285	28869	30278	30673	32950	财务费用	7	-235	-114	-174	-144	
其他流动资产	21	27	1	-106	-180	研发费用	49	50	40	46	46	
非流动资产合计	24018	27744	22263	20722	19100	资产减值损失	0.00	0.00	0.43	0.14	0.19	
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	-14.02	4.90	-3.04	-4.05	-0.73	
固定资产	15144	16225	13733	12508	10985	投资净收益	0.00	0.31	0.10	0.14	0.18	
无形资产	4728	4817	4637	4561	4466	加: 其他收益	18.77	13.14	13.85	15.25	14.08	
其他非流动资产	0	334	0	0	0	营业利润	59041	66635	75401	86389	99845	
资产总计	183042	213396	252860	361806	410602	营业外收入	9.45	11.05	10.71	10.40	10.72	
流动负债合计	41093	45674	49771	52054	54944	营业外支出	268.39	449.19	414.86	377.48	413.84	
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	58783	66197	74996	86022	99442	
应付账款	1514	1342	1553	1588	2063	所得税	14813	16674	18894	21670	25052	
预收款项	13740	0	109	731	1161	净利润	43970	49523	56102	64353	74391	
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	少数股东损益	2764	2826	3366	3861	4463	
非流动负债合计	73	1	0	0	0	归属母公司净利润	41206	46697	52736	60491	69927	
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率						
应付债券	0	0	0	0	0	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
负债合计	41166	45675	49771	52054	54944	成长能力						
少数股东权益	5866	6398	9764	13625	18089	营业收入增长	15.10%	10.29%	11.38%	13.98%	15.16%	
实收资本(或股本)	1256	1256	1256	1256	1256	营业利润增长	14.99%	12.86%	13.15%	14.57%	15.58%	
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	归属于母公司净利	17.05%	13.33%	12.93%	14.71%	15.60%	
未分配利润	115892	137594	169678	212442	258431	获利能力						
归属母公司股东权	136010	161323	196519	243918	295264	毛利率(%)	91.64%	91.68%	92.01%	92.50%	92.70%	
负债和所有者权益	183042	213396	256054	309597	368297	净利率(%)	49.49%	50.54%	51.40%	51.73%	51.93%	
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)	22.51%	21.88%	20.86%	16.72%	17.03%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	30.30%	28.95%	26.84%	24.80%	23.68%	
经营活动现金流	45211	51669	61846	66777	75085	偿债能力						
净利润	43970	49523	56102	64353	74391	资产负债率(%)	22%	21%	19%	17%	15%	
折旧摊销	5877.91	6013.13	1713.24	1864.81	1976.68	流动比率	3.87	4.06	4.63	6.55	7.13	
财务费用	7	-235	-114	-174	-144	速动比率	3.25	3.43	4.02	5.96	6.53	
应收账款减少	0	0	0	0	0	营运能力						
预收帐款增加	0	-13740	109	622	430	总资产周转率	0.52	0.49	0.46	0.44	0.42	
投资活动现金流	-3166	-1805	-870	-2521	-1722	应收账款周转率	-	-	-	-	-	
公允价值变动收益	-14	5	-3	-4	-1	应付账款周转率	66.01	68.62	75.39	79.20	78.48	
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)						
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	32.80	37.17	41.98	48.15	55.67	
筹资活动现金流	-19284	-24128	-17429	-12920	-18440	每股净现金流(最	18.12	20.49	34.67	40.87	43.72	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	108.27	128.42	156.44	194.17	235.05	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	61.25	54.05	47.86	41.72	36.09	
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	18.56	15.64	12.84	10.35	8.55	
现金净增加额	22761	25736	43547	51336	54924	EV/EBITDA	38.67	34.35	31.70	26.46	22.47	

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	贵州茅台（600519）：十四五稳健开年，业绩稳中求进	2021-04-02
行业普通报告	20211031 东兴餐饮周报：三季报印证需求回暖，关注明年提价预期	2021-11-02
行业普通报告	食品饮料行业周观点：关于白酒周期波动的几点思考	2021-10-26
行业普通报告	食品饮料行业报告：食品饮料行业周观点：糖酒会反馈积极，白酒景气度不改	2021-10-13
行业深度报告	植物蛋白饮品系列报告（一）：乘风健康消费，空间广阔、赛道革新	2021-09-16
行业普通报告	食品饮料行业周观点：白酒股价 Q4 能否复苏的两个可观察指标	2021-09-13
行业深度报告	食品饮料：以日鉴中，日本消费格局演变观察	2021-08-24
行业普通报告	食品饮料行业周观点：白酒企业被约谈引发市场走低，维稳出发点利好长期行业发展	2021-08-22
行业普通报告	食品饮料行业周观点：关注下半年原奶供需从紧缺转向紧平衡拐点	2021-08-02

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

王洁婷

美国俄亥俄州立大学本科，普渡大学硕士，4年证券研究经验，2020年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

研究助理简介

韦香怡

新加坡南洋理工大学硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，主要覆盖啤酒、肉制品及软饮料、乳制品板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526