

2021年12月24日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 贵州茅台(600519): 行稳致远, 改革加速, 正在路上

推荐 (首次)

投资要点

分析师: 孙山山

执业证书编号: S1050521110005

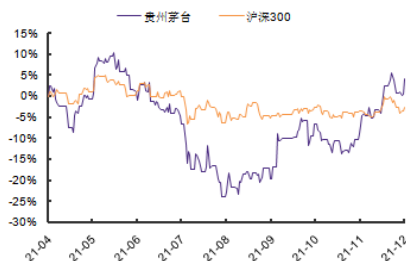
邮箱: sunss@cfsc.com.cn

## 基本数据

2021-12-24

当前股价(元)	2,120.00
总市值(亿元)	26,631.4
总股本(百万股)	1,256.2
流通股本(百万股)	1,256.2
52周价格范围(元)	1525.5-2627.88
日均成交额(百万元)	8,105.1

## 市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

## 相关研究

### ■ 三季度报稳增长, 盈利能力小幅波动

公司2021Q1-Q3总营收770.53亿元, 同增11%; 营收746.42亿元, 同增11.05%; 归母净利润372.66亿元, 同增10%。其中2021Q3总营收263.32亿元, 同增10%; 营收255.55亿元, 同增10%; 归母净利润126.12亿元, 同增12%, 常态下稳增长。2021Q1-Q3毛利率91.19%, 同减0.13pct, 其中2021Q3毛利率90.83%, 同减0.23pct, 系系列酒占比提升拖累毛利率所致。2021Q3销售费用率2.40%和管理费用率7.32%同比变化不大。2021Q1-Q3净利率53.02%, 同减0.32pct; 其中2021Q3净利率52.31%, 同增1.05pct, 已恢复至2019Q3水平。截至21Q3末合同负债为91.37亿元, 环比下降1.07亿元, 同比下降2.74亿元。现金流方面, 2021Q1-Q3经营性现金流净额为367.52亿元(+46%), 其中2021Q3为150.33亿元(+20%), 系本期销售商品收到的现金和公司控股子公司贵州茅台集团财务有限公司吸收集团公司其他成员单位资金增加。

### ■ 系列酒继续高增长, 直营渠道持续发力

产品方面, 2021Q1-Q3茅台酒营收649.92亿元, 同增8.1%; 系列酒营收95.40亿元, 同增36.3%。其中2021Q3茅台营收220.4亿元, 同增5.5%; 系列酒营收34.8亿元, 同增48%。2021Q3系列酒营收占比13.6%, 同增3.5pct, 系列酒继续高速增长, 公司两条腿走路更加平稳。渠道方面, 2021Q1-Q3直营渠道营收146.85亿元, 同增74%, 占比提升至20%, 同增8pct; 其中2021Q3直营渠道营收51.8亿元, 同增58%, 占比20.2%, 同增6pct, 直营渠道占比持续提升, 继续增厚公司利润。

### ■ 茅台换帅新举措, 优化调整是重要看点

8月底茅台换帅, 丁雄军担任公司董事长, 提出公司改革的方向: 市场化和法制化, 释放积极信号。近期茅台取消普飞拆箱令, 增加一种每箱12瓶规格茅台酒, 专门用于开箱零售, 用于满足目标群体的差异化需求。我们认为2022年茅台改革进程有望加快。

十四五期间, 茅台的优化调整是重要看点, 主要分为调价格、调产品结构和调渠道结构。价格方面, 公司已取消拆箱政策, 回归市场化, 整茅和散茅批价有望继续收窄, 我们预计十四五期间茅台至少提价一次。产品结构方面, 我们认为公司将继续调非标产品占比带动吨价提升, 今年以来对非标产品进行提价亦证实这一点; 系列酒产品结构将持续优化,

内部实施“大单品”战略，以茅台王子酒为核心的“1+N”大单品群，汉酱和贵州大曲已成10亿级大单品。渠道结构调整是十四五期间又一重要看点，未来经销商配额将保持不变，公司将重点开拓直营渠道（包括自营、电商、商超及企业团购等渠道）。2018年以来公司加强重视对直营渠道的投放，特别是中秋国庆、春节等旺季的投放，先后与全国性超市如永辉等、区域性超市如步步高、电商如天猫、京东等非经销渠道签约茅台配额，增加与消费者接触的广度、深度及频次，增加当年茅台的开瓶率。

## ■ 盈利预测

我们继续看好品牌护城河，中长期高端酒格局仍旧稳定，茅台定海神针作用仍明显。我们预计2021-2023年EPS分别为42.07/48.64/55.72元，当前股价对应PE分别为50/44/38倍，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、产能扩张不及预期、直营渠道增长不及预期、改革进程不及预期、批价快速上行风险等。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	97,993	109,273	124,494	141,396
增长率（%）	15.5%	11.5%	13.9%	13.6%
归母净利润（百万元）	46,697	52,854	61,099	69,995
增长率（%）	13.3%	13.2%	15.6%	14.6%
摊薄每股收益（元）	37.17	42.07	48.64	55.72
ROE（%）	27.8%	26.8%	26.3%	25.7%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>97,993</b>	<b>109,273</b>	<b>124,494</b>	<b>141,396</b>
现金及现金等价物	36,091	184,024	219,186	260,410	营业成本	8,154	9,227	9,942	11,171
应收款	1,567	1,946	2,046	2,131	营业税金及附加	13,887	14,970	16,931	19,089
存货	28,869	29,832	30,923	31,503	销售费用	2,548	2,732	2,988	3,252
其他流动资产	119,125	119,074	119,258	119,331	管理费用	6,790	7,649	8,590	9,615
流动资产合计	185,652	216,676	253,213	295,175	财务费用	-235	-552	-658	-781
<b>非流动资产:</b>					研发费用	50	56	64	73
金融类资产	118,200	118,200	118,200	118,200	费用合计	9,153	9,885	10,984	12,159
固定资产	16,225	16,612	16,092	15,254	资产减值损失	0	-8	-5	-3
在建工程	2,447	979	392	157	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	4,817	4,812	4,571	4,331	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>66,635</b>	<b>75,199</b>	<b>86,641</b>	<b>98,982</b>
其他非流动资产	4,254	4,254	4,254	4,254	加: 营业外收入	11	5	8	9
非流动资产合计	27,744	26,657	25,309	23,995	减: 营业外支出	449	172	120	100
资产总计	213,396	243,333	278,522	319,170	<b>利润总额</b>	<b>66,197</b>	<b>75,032</b>	<b>86,529</b>	<b>98,891</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	16,674	18,983	21,805	24,822
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>49,523</b>	<b>56,049</b>	<b>64,724</b>	<b>74,069</b>
应付账款、票据	1,342	1,657	2,062	2,238	少数股东损益	2,826	3,195	3,625	4,074
其他流动负债	44,331	44,331	44,331	44,331	<b>归母净利润</b>	<b>46,697</b>	<b>52,854</b>	<b>61,099</b>	<b>69,995</b>
流动负债合计	45,674	45,989	46,393	46,570					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	1	1	1	1	营业收入增长率	15.5%	11.5%	13.9%	13.6%
非流动负债合计	1	1	1	1	归母净利润增长率	13.3%	13.2%	15.6%	14.6%
负债合计	45,675	45,990	46,394	46,571	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	91.7%	91.6%	92.0%	92.1%
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	四项费用/营收	9.3%	9.0%	8.8%	8.6%
股东权益	167,721	197,343	232,128	272,599	净利率	50.5%	51.3%	52.0%	52.4%
负债和所有者权益	213,396	243,333	278,522	319,170	ROE	27.8%	26.8%	26.3%	25.7%
<b>现金流量表</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>偿债能力</b>				
净利润	49523	56049	64724	74069	资产负债率	21.4%	18.9%	16.7%	14.6%
少数股东权益	2826	3195	3625	4074	<b>营运能力</b>				
折旧摊销	1306	1323	1348	1301	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
公允价值变动	5	0	0	0	应收账款周转率	62.5	56.2	60.8	66.4
营运资金变动	-1992	-1606	-1780	-914	存货周转率	0.3	0.8	0.9	1.0
经营活动现金净流量	51669	59591	68725	78884	<b>每股数据 (元/股)</b>				
投资活动现金净流量	-1805	1082	1107	1073	EPS	37.17	42.07	48.64	55.72
筹资活动现金净流量	98069	-26427	-29939	-33598	P/E	57.0	50.4	43.6	38.0
现金流量净额	147,933	34,245	39,894	46,359	P/S	27.2	24.4	21.4	18.8
					P/B	16.5	14.2	12.2	10.4

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 食品饮料组简介

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

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。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。