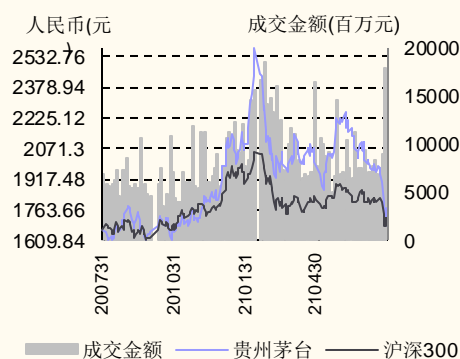


市场价格 (人民币): 1678.99 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	12.56
已上市流通 A 股(亿股)	12.56
总市值(亿元)	21,091.44
年内股价最高最低(元)	2576.74/1609.84
沪深 300 指数	4811
上证指数	3397



相关报告

- 1.《短期业绩受缴税节奏扰动，全年稳健增长可期-贵州茅台一季报点评》，2021.4.28
- 2.《行稳致远，静待吨价上行逻辑持续兑现-贵州茅台年报点评》，2021.4.6
- 3.《业绩稳定增长，全年目标无虞-贵州茅台三季报点评》，2020.10.26

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

libenyuan@gjzq.com.cn

高质量发展，业绩稳中向好

公司基本情况 (人民币)

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	88,854	97,993	109,800	124,100	139,000
营业总收入增长率	15.10%	10.29%	12.05%	13.02%	12.01%
归母净利润(百万元)	41,206	46,697	52,808	61,305	69,919
归母净利润增长率	17.05%	13.33%	13.09%	16.09%	14.05%
摊薄每股收益(元)	32.80	37.17	42.04	48.80	55.66
每股经营性现金流净额	35.99	41.07	63.79	52.46	59.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.30%	28.95%	28.46%	28.62%	28.37%
P/E	36.06	53.75	39.94	34.40	30.17
P/B	10.93	15.56	11.37	9.85	8.56

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 2021 年 7 月 30 日发布半年报，H1 实现营业收入 490.87 亿元，同比 +11.68%；归母净利 246.54 亿元，同比 +9.08%。Q2 实现营业收入 218.16 亿元，同比 +11.61%；归母净利 107.00 亿元，同比 +12.53%。

经营分析

- 收入符合预期，预收款表现亮眼。Q2 收入增速为 11.61%，销售收现同比 +13.79%；考虑预收货款（合同负债），Q2 实际收入增速为 16.37%。我们判断，Q2 系传统淡季，发货结构有所调整，3 月底提价后的非标开始发货，飞天整体处于控量状态。1) 分产品看，21H1 茅台酒/系列酒收入 429.49/60.60 亿元，同比 +9.4%/+30.3%；21Q2 茅台酒/系列酒收入同比 +7.7%/+37.7%，系列酒需求稳步恢复。2) 分渠道看，21H1 直销收入 95.04 亿元，同比 +84.5%，占比从 21Q1 的 17.5% 提升至 19.4%。21Q2 直销收入 47.27 亿元，占比为 21.7%，直销占比提升的趋势不改。
- 经营效率增强，系列酒放量影响毛利率。21Q2 净利率同比 +0.92pct，其中：1) 毛利率同比 -0.20pct，预计受系列酒占比提升影响（同比 +3.0pct）；2) 营业税金及附加占比同比 -1.81pct，预计消费税缴纳节奏错配因素消除；3) 销售费用率同比 +0.75pct，预计系列酒促销投入加大；4) 管理费用率同比 +0.60pct，主要系职工薪酬、商标许可使用费等增加。
- 行稳致远，全年达成目标无忧。公司全年目标为营业总收入增长 10.5%，半年任务超半。我们判断，茅台可借助“直销+非标放量”实现吨价的间接上行，“供需缺口+强品牌力”为价格的核心支撑（当前飞天批价提至散瓶 3010、整箱 3770）。此外，21 年茅台基酒目标产量 5.53 万吨（同比 +10%），系列酒产量 2.9 万吨，新增产能释放有望进一步支撑未来业绩。当前市场担忧政策、疫情反复等风险，我们认为，茅台中长期护城河稳固，具备强议价权，依旧是最攻守兼备的龙头白酒。

盈利预测

- 预计 21-23 年营业总收入同比 +12%/13%/12%，归母净利润同比 +13%/16%/14%，对应 EPS 分别为 42.0/48.8/55.7 元，对应 PE 分别为 40/34/30X，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险、宏观经济下行风险、批价上行过快引发的舆论风险、食品安全问题。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	77,198	88,854	97,993	109,800	124,100	139,000	货币资金	112,075	13,252	36,091	85,437	116,391	151,111
增长率		15.1%	10.3%	12.0%	13.0%	12.0%	应收账款	958	1,540	1,567	1,663	1,681	1,744
营业成本	-6,659	-7,576	-8,265	-9,333	-9,432	-9,591	存货	23,507	25,285	28,869	30,428	30,491	30,875
%销售收入	8.6%	8.5%	8.4%	8.5%	7.6%	6.9%	其他流动资产	1,359	118,997	122,078	98,490	98,503	98,524
毛利	70,539	81,278	89,728	100,467	114,668	129,409	流动资产	137,898	159,073	188,605	216,018	247,066	282,253
%销售收入	91.4%	91.5%	91.6%	91.5%	92.4%	93.1%	%总资产	86.3%	86.9%	88.4%	89.5%	90.5%	91.4%
营业税金及附加	-11,289	-12,733	-13,887	-15,559	-17,498	-19,516	长期投资	29	320	30	30	30	30
%销售收入	14.6%	14.3%	14.2%	14.2%	14.1%	14.0%	固定资产	17,203	17,663	18,673	18,821	19,163	19,498
销售费用	-2,572	-3,279	-2,548	-2,789	-2,978	-3,253	%总资产	10.8%	9.6%	8.8%	7.8%	7.0%	6.3%
%销售收入	3.3%	3.7%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%	无形资产	3,668	4,886	4,965	5,454	5,740	5,873
管理费用	-5,326	-6,168	-6,790	-7,598	-8,377	-9,313	非流动资产	21,949	23,969	24,791	25,431	26,059	26,528
%销售收入	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.8%	6.7%	%总资产	13.7%	13.1%	11.6%	10.5%	9.5%	8.6%
研发费用	-22	-49	-50	-59	-62	-70	资产总计	159,847	183,042	213,396	241,449	273,125	308,781
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	51,330	59,049	66,453	74,462	85,753	97,258	应付款项	4,583	5,103	4,600	4,967	4,940	4,949
%销售收入	66.5%	66.5%	67.8%	67.8%	69.1%	70.0%	其他流动负债	37,855	35,990	41,074	41,617	41,735	42,169
财务费用	4	-7	235	252	272	292	流动负债	42,438	41,093	45,674	46,583	46,674	47,118
%销售收入	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	73	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	-14	5	1	2	4	负债	42,438	41,166	45,675	46,585	46,676	47,119
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	112,839	136,010	161,323	185,567	214,211	246,444
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
营业利润	51,343	59,041	66,635	74,716	86,028	97,555	未分配利润	95,982	115,892	137,594	162,766	191,410	223,643
营业利润率	66.5%	66.4%	68.0%	68.0%	69.3%	70.2%	少数股东权益	4,570	5,866	6,398	9,298	12,238	15,218
营业外收支	-515	-259	-438	-250	-230	-200	负债股东权益合计	159,847	183,042	213,396	241,449	273,125	308,781
税前利润	50,828	58,783	66,197	74,466	85,798	97,355	比率分析						
利润率	65.8%	66.2%	67.6%	67.8%	69.1%	70.0%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-12,998	-14,813	-16,674	-18,758	-21,552	-24,456	每股指标						
所得税率	25.6%	25.2%	25.2%	25.2%	25.1%	25.1%	每股收益	28.02	32.80	37.17	42.04	48.80	55.66
净利润	37,830	43,970	49,523	55,708	64,245	72,899	每股净资产	89.83	108.27	128.42	147.72	170.52	196.18
少数股东损益	2,626	2,764	2,826	2,900	2,940	2,980	每股经营现金净流	32.94	35.99	41.07	63.79	52.46	59.39
归属于母公司的净利润	35,204	41,206	46,697	52,808	61,305	69,919	每股股利	14.54	17.03	19.29	22.00	26.00	30.00
净利率	45.6%	46.4%	47.7%	48.1%	49.4%	50.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	31.20%	30.30%	28.95%	28.46%	28.62%	28.37%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	22.02%	22.51%	21.88%	21.87%	22.45%	22.64%
净利润	37,830	43,970	49,523	55,708	64,245	72,899	投入资本收益率	32.54%	31.12%	29.64%	28.59%	28.36%	27.83%
少数股东损益	2,626	2,764	2,826	2,900	2,940	2,980	增长率						
非现金支出	1,177	1,243	1,317	1,332	1,423	1,532	主营业务收入增长率	26.43%	15.10%	10.29%	12.05%	13.02%	12.01%
非经营收益	354	-40	-100	251	230	198	EBIT增长率	32.04%	15.04%	12.54%	12.05%	15.16%	13.42%
营运资金变动	2,025	32	857	22,842	-3	-24	净利润增长率	30.00%	17.05%	13.33%	13.09%	16.09%	14.05%
经营活动现金净流	41,385	45,205	51,598	80,132	65,896	74,605	总资产增长率	18.75%	14.51%	16.58%	13.15%	13.12%	13.06%
资本开支	-1,607	-3,149	-2,089	-2,220	-2,280	-2,200	资产管理能力						
投资	0	0	295	1	2	4	应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-22	-17	-11	0	0	0	存货周转天数	1,248.7	1,175.4	1,195.7	1,190.0	1,180.0	1,175.0
投资活动现金净流	-1,629	-3,166	-1,805	-2,219	-2,278	-2,196	应付账款周转天数	59.5	64.8	63.1	55.0	54.0	53.0
股权募资	0	833	0	0	0	0	固定资产周转天数	72.1	62.2	60.4	53.0	46.8	41.8
债权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-16,441	-20,117	-24,127	-28,568	-32,665	-37,690	净负债/股东权益	-95.46%	-9.34%	-21.52%	-43.84%	-51.40%	-57.75%
筹资活动现金净流	-16,441	-19,284	-24,127	-28,568	-32,665	-37,690	EBIT利息保障倍数	-14,577.4	7,917.5	-283.2	-295.2	-315.0	-332.8
现金净流量	23,315	22,755	25,665	49,346	30,954	34,720	资产负债率	26.55%	22.49%	21.40%	19.29%	17.09%	15.26%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
- 中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402