

## 公司研究

## 稳健增长，白马本色

## ——贵州茅台（600519.SH）2021年半年报点评

## 要点

**事件：**公司发布2021年半年报，上半年实现营收490.87亿元，同比增长11.68%，归母净利润246.54亿元，同比增长9.08%。Q2单季营收218.16亿元，同比增长11.61%，归母净利润106.80亿元，同比增长12.53%，业绩符合预期。

**茅台酒增长稳健，直销渠道快速发展：**1) 分产品系列来看，21Q2茅台酒收入183.57亿元，同比增加7.74%，维持稳健增长，非标产品提价后二季度开始发货，估计对Q2收入增长贡献较高。系列酒收入34.18亿元，同比增长37.71%，快速增长主要因去年同期基础较低以及今年价格有所提升。2) 分销售渠道来看，21Q2直销渠道收入47.27亿元，同比增加47.06%，公司21年以来加大直销平台投放量，Q2直销收入占比21.71%，相较Q1（17.54%）继续提升。批发渠道收入170.48亿元，同比增加4.55%，增长较为平稳。

**税金扰动消除，净利率有所提升：**1) 21Q2毛利率91.01%，同比基本持平（-0.2pct），销售费用率3.32%，同比+0.75pct，主要因加大系列酒促销导致销售费用大幅增加（Q2销售费用同比增加44%），管理费用率7.82%，同比提升0.6pct。公司在Q1受消费税缴纳拖累，净利率同比下滑，Q2税金扰动消除（税金及附加占收入比例14.34%，同比-1.8pct），净利率52.42%，同比提升0.92pct。2) 21Q2销售回款279.69亿，同比增长13.79%，进一步验证二季度销售表现稳健。截至6月底合同负债92.44亿元，相比一季度末增加39.03亿元，估计主要与渠道为三季度旺季提前打款有关。

**茅台酒直销投放加大、系列酒产品升级为后续主要增长驱动：**短期动销来看，目前整箱/散瓶飞天批价3700/3000元，达到历史高点，估计主要因贵州省内国资平台出货放缓、渠道备货中秋导致供给收紧，同时也验证飞天茅台需求持续旺盛。21年非标产品部分配额转向自营渠道，实际均价提升，上半年公司已在重庆新开自营店，5月在深圳新成立茅台酒销售公司，后续自营比例提升预期较强。在茅台酒整体销量平稳、飞天出厂价预期不变的情况下，估计渠道结构转变为21年收入和业绩增长的主要驱动。系列酒借酱酒红利快速发展，渠道推力较强，预期21年主要凭借产品提价与结构升级实现较快增长。

**盈利预测、估值与评级：**近期公司股价波动较大，市场存在一定悲观情绪，我们认为公司基本面坚挺，业绩增长确定性无虞。飞天茅台手握高端白酒定价权，需求支撑较强，公司品牌力有望长期延续，为具备高投资价值的优质标的。维持2021-23年净利润预测为548.1/637.0/723.8亿，对应EPS为43.63/50.71/57.62元，当前股价对应PE分别为38/33/29倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行导致需求疲软，渠道结构转变不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	88,854	97,993	113,178	130,358	146,214
营业收入增长率	20.66%	10.29%	15.50%	15.18%	12.16%
净利润(百万元)	41,206	46,697	54,809	63,701	72,383
净利润增长率	17.05%	13.33%	17.37%	16.22%	13.63%
EPS(元)	32.80	37.17	43.63	50.71	57.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.30%	28.95%	28.70%	28.13%	27.25%
P/E	51	45	38	33	29
P/B	15.5	13.1	11.0	9.3	7.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-07-30

## 买入（维持）

当前价：1,678.99元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	12.56
总市值(亿元)	21091.47
一年最低/最高(元)	1598.50/2627.88
近3月换手率	18.76%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.46	-10.24	-2.43
绝对	-18.36	-15.55	0.99

资料来源：Wind

## 相关研报

短期扰动不改坚挺基本面——贵州茅台（600519.SH）2021年一季报点评（2021-04-28）

20年业绩超预期，21年有望继续高增——贵州茅台（600519.SH）2020年报点评（2021-03-31）  
圆满收官，行稳致远——贵州茅台（600519.SH）2020年度生产经营公告点评（2021-01-04）

### 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	88,854	97,993	113,178	130,358	146,214
营业成本	7,430	8,154	8,283	9,411	10,259
折旧和摊销	1,233	1,306	1,208	1,422	1,560
税金及附加	12,733	13,887	16,184	18,641	20,762
销售费用	3,279	2,548	3,995	4,536	4,825
管理费用	6,168	6,790	7,832	9,008	10,089
研发费用	49	50	34	39	29
财务费用	7	-235	-50	-22	-23
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	59,041	66,635	76,917	88,758	100,302
利润总额	58,783	66,197	76,730	88,636	100,217
所得税	14,813	16,674	19,182	22,159	25,054
净利润	43,970	49,523	57,547	66,477	75,163
少数股东损益	2,764	2,826	2,739	2,776	2,780
归属母公司净利润	41,206	46,697	54,809	63,701	72,383
EPS(按最新股本计)	32.80	37.17	43.63	50.71	57.62

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	45,211	51,669	63,455	67,411	76,619
净利润	41,206	46,697	54,809	63,701	72,383
折旧摊销	1,233	1,306	1,208	1,422	1,560
净营运资金增加	123,613	579	-1,263	3,039	2,457
其他	-120,842	3,087	8,702	-751	219
投资活动产生现金流	-3,166	-1,805	-5,130	-4,125	-4,100
净资本支出	-3,149	-2,089	-5,100	-4,050	-4,050
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-17	284	-30	-75	-50
融资活动现金流	-19,284	-24,128	-25,013	-28,176	-33,216
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	100	0	0
无息负债变化	-1,272	4,509	4,714	4,250	3,493
净现金流	22,761	25,737	33,312	35,109	39,303

### 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	91.6%	91.7%	92.7%	92.8%	93.0%
EBITDA 率	68.0%	69.3%	69.0%	69.2%	69.7%
EBIT 率	66.6%	67.9%	67.9%	68.1%	68.6%
税前净利润率	66.2%	67.6%	67.8%	68.0%	68.5%
归母净利润率	46.4%	47.7%	48.4%	48.9%	49.5%
ROA	24.0%	23.2%	23.0%	22.7%	22.2%
ROE (摊薄)	30.3%	28.9%	28.7%	28.1%	27.3%
经营性 ROIC	31.3%	34.0%	39.0%	43.4%	47.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	22%	21%	20%	19%	17%
流动比率	3.87	4.06	4.36	4.75	5.20
速动比率	3.25	3.43	3.79	4.15	4.58
归母权益/有息债务	-	-	1909.68	2264.71	2656.15
有形资产/有息债务	-	-	2457.12	2882.83	3337.45

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	183,042	213,396	250,593	293,122	338,540
货币资金	13,252	36,091	69,403	104,513	143,816
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	0	0	0	0	0
应收票据	1,463	1,533	1,698	1,890	2,120
其他应收款 (合计)	77	34	0	0	0
存货	25,285	28,869	28,989	32,936	35,905
其他流动资产	117,399	118,226	118,606	119,035	119,432
流动资产合计	159,024	185,652	220,146	259,967	302,843
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	15,144	16,225	19,853	20,484	21,391
在建工程	2,519	2,447	2,211	3,458	4,693
无形资产	4,728	4,817	4,820	4,773	4,727
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	49	2,953	2,953	2,953	2,953
非流动资产合计	24,018	27,744	30,447	33,154	35,697
总负债	41,166	45,675	50,489	54,738	58,232
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,514	1,342	1,905	2,353	2,565
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	13,740	0	16,977	19,554	21,932
其他流动负债	11,049	15,852	15,852	15,852	15,852
流动负债合计	41,093	45,674	50,487	54,736	58,230
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	73	1	2	2	2
股东权益	141,876	167,721	200,105	238,384	280,308
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
公积金	17,971	21,550	21,550	21,550	21,550
未分配利润	115,892	137,594	168,167	203,670	242,814
归属母公司权益	136,010	161,323	190,968	226,471	265,615
少数股东权益	5,866	6,398	9,136	11,913	14,693

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.69%	2.60%	3.53%	3.48%	3.30%
管理费用率	6.94%	6.93%	6.92%	6.91%	6.90%
财务费用率	0.01%	-0.24%	-0.04%	-0.02%	-0.02%
研发费用率	0.05%	0.05%	0.03%	0.03%	0.02%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	17.03	19.29	22.45	26.46	29.92
每股经营现金流	35.99	41.13	50.51	53.66	60.99
每股净资产	108.27	128.42	152.02	180.28	211.44
每股销售收入	70.73	78.01	90.10	103.77	116.39

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	51	45	38	33	29
PB	15.5	13.1	11.0	9.3	7.9
EV/EBITDA	35.1	30.9	26.6	22.7	19.8
股息率	1.0%	1.1%	1.3%	1.6%	1.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE