

**证券研究报告—动态报告**

食品饮料

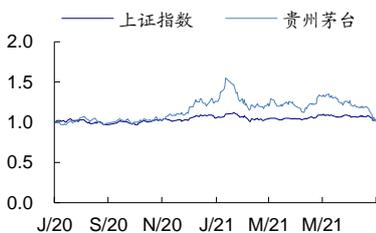
饮料

**贵州茅台(600519)**
**买入**

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 01 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,256/1,256
总市值/流通(百万元)	2,109,144/2,109,144
上证综指/深圳成指	3,397/14,473
12 个月最高/最低(元)	2627.88/1598.50

**相关研究报告:**

《国信证券-600519-贵州茅台 2021 年一季报点评: 消费税拉低一季度业绩, 21 年前低后高仍值得期待》——2021-04-28

《贵州茅台半年报点评: 20 年业绩略超预期, 21 年有望继续快速增长》——2021-03-31

《贵州茅台-600519-重大事件快评: 供销两旺确保十四五开局, 估值回落布局机会显现》——2021-03-01

《贵州茅台-600519-重大事件快评: 十三五圆满收官, 十四五开启高质量发展新征程》——2020-12-22

《贵州茅台-600519-2020 三季报点评: 直营占比继续提升, 全年双位数增长有望顺利达成》——2020-10-27

**证券分析师: 陈青青**

电话: 0755-22940855  
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110001

**证券分析师: 李依琳**

电话: 010-88005029  
 E-MAIL: liyilin1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521070002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**21Q2 业绩稳中有进, 中长期确定性无虑**

● **2021Q2 收入业绩符合预期, 预收款维持高位为 21H2 留有余力**  
 公司公布 2021 年中报, 21H1 实现营收 490.9 亿元 (+11.7%), 归母净利润 246.5 亿元 (+9.1%); 21Q2 实现营收 218.2 亿元 (+11.6%), 归母净利润 107.0 亿元 (+12.5%), 符合此前预期, 一方面受益终端需求持续旺盛; 另一方面税金扰动因素基本消除 (21Q1 因生产节奏导致税金大幅增加, 21Q2 税率恢复相对正常)。21Q2 公司毛利率 91.0% (-0.2pct), 销售费用率 3.2% (+0.7pct), 管理费用率 7.5% (+0.5pct), 税金及附加率 13.8% (-1.7pct), 净利率 52.4% (+0.9pct)。公司销售节奏平稳, 21H1 末预收款 103.7 亿元 (环比+43.6 亿元) 维持高位, 为 21H2 留有余力。

● **茅台酒稳中有进, 系列酒快速增长, 直销渠道收入占比继续提升**  
 分产品看, 21H1 茅台酒收入 429.5 亿元 (+9.4%), 预计主要受益吨价上行, 21Q1 公司上调非标产品价格并增加配额占比而 21Q1 发货量较少, 估计吨价提升效应主要在 21Q2 及以后体现; 系列酒收入 60.6 亿元 (+30.3%), 系列酒收入占比升至 12.4% (+1.8pct), 结构升级稳步推进。分渠道看, 21H1 批发渠道收入 395.1 亿元 (+1.9%); 直销渠道收入 95.0 亿元 (+84.5%), 直销收入占比升至 19.4% (+7.7pct), 未来或继续提升。21H1 继续优化经销商, 经销商净增 50 家 (增加的 62 家主要是系列酒经销商, 减少的 12 家主要是茅台酒经销商), 渠道把控进一步增强。

● **21 年全年收入目标达成无忧, 持续看好公司中长期成长确定性**  
 21 年公司计划营业总收入同比增加 10.5% 左右, 千亿体量下稳增长已是不易, 目前看受益于消费升级和酱酒热, 高端茅台酒及次高端系列酒需求端无忧。在直销渠道放量、非标产品提价落地、和系列酒提价调结构的支撑下, 中长期业绩仍值得期待。

● **风险提示:** 宏观经济风险; 需求不及预期。

● **投资建议:** 短期波动不改长期成长确定性, 维持“买入”评级  
 维持盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润为 535/625/719 亿元, 摊薄 EPS 为 42.57/49.76/57.27 元, 当前股价对应 PE 为 39/34/29x, 维持买入评级。

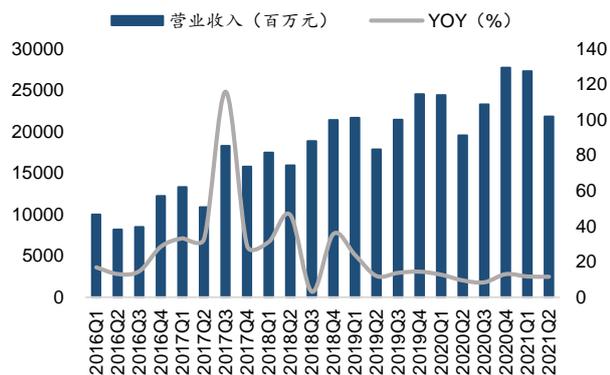
**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	88,854	97,993	110,778	127,847	146,169
(+/-%)	15.1%	10.3%	13.0%	15.4%	14.3%
净利润(百万元)	41,206	46,697	53,474	62,504	71,938
(+/-%)	17.1%	13.3%	14.5%	16.9%	15.1%
摊薄每股收益(元)	32.80	37.17	42.57	49.76	57.27
EBIT Margin	66.7%	68.0%	68.5%	69.4%	69.8%
净资产收益率(ROE)	30.3%	28.9%	28.6%	28.7%	28.5%
市盈率(PE)	51.2	45.2	39.4	33.7	29.3
EV/EBITDA	35.6	31.7	27.7	23.8	20.8
市净率(PB)	15.51	13.07	11.27	9.70	8.36

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

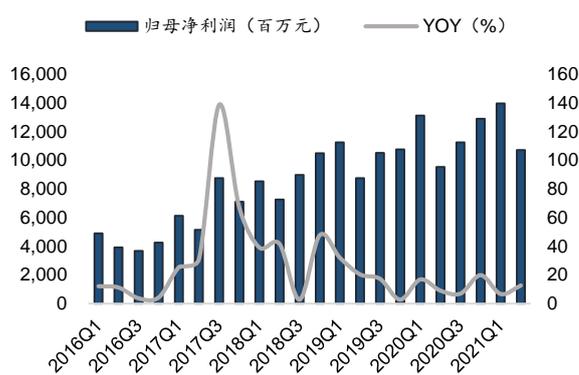
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：贵州茅台单季度营业收入及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：贵州茅台单季度归母净利润及同比增速



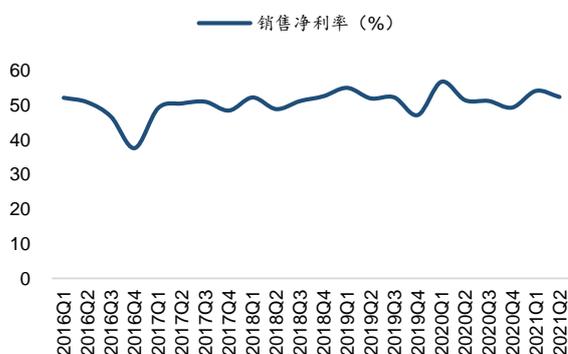
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：贵州茅台单季度销售毛利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：贵州茅台单季度销售净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：贵州茅台单季度销售费用率



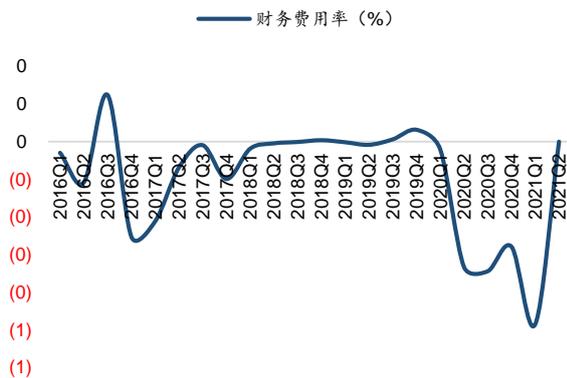
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：贵州茅台单季度管理费用率



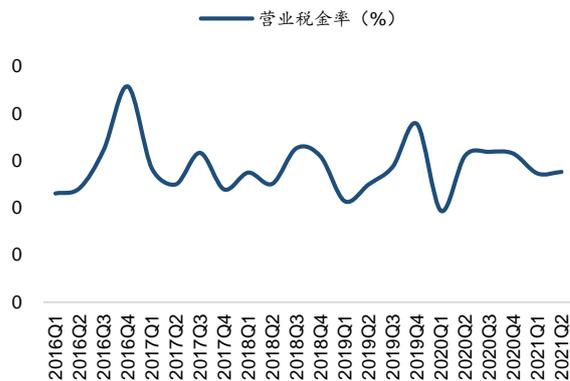
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 贵州茅台单季度财务费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 贵州茅台单季度营业税金率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司估值表 (2021 年 7 月 30 日更新)

股票代码	简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			评级
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
600809.SH	山西汾酒	286.00	3,490	2.52	4.28	5.77	113.49	66.8	49.6	买入
000858.SZ	五粮液	220.75	8,569	5.14	6.25	7.40	42.94	35.3	29.8	买入
000568.SZ	泸州老窖	171.10	2,506	4.10	5.40	6.88	41.73	31.7	24.9	买入
	平均	<b>225.95</b>	<b>4,855</b>	<b>3.92</b>	<b>5.31</b>	<b>6.68</b>	<b>66.05</b>	<b>44.6</b>	<b>34.8</b>	
<b>600519.SH</b>	<b>贵州茅台</b>	<b>1,678.99</b>	<b>21,091</b>	<b>37.17</b>	<b>42.57</b>	<b>49.76</b>	<b>45.17</b>	<b>39.4</b>	<b>33.7</b>	<b>买入</b>

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	36091	183811	217478	256679	营业收入	97993	110778	127847	146169
应收款项	1567	1524	1759	2011	营业成本	8154	9079	9917	10853
存货净额	28869	31502	35656	40261	营业税金及附加	13887	15620	18026	20610
其他流动资产	925	1798	1847	1955	销售费用	2548	2769	3068	3362
<b>流动资产合计</b>	<b>185652</b>	<b>218635</b>	<b>256740</b>	<b>300906</b>	管理费用	6790	7393	8119	9255
固定资产	18673	19207	19750	20130	财务费用	(235)	(300)	(300)	(300)
无形资产及其他	4817	4624	4432	4239	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	4254	4254	4254	4254	资产减值及公允价值变动	5	(3)	(4)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(220)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>213396</b>	<b>246720</b>	<b>285176</b>	<b>329529</b>	营业利润	66635	76214	89012	102388
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(438)	(404)	(404)	(404)
应付款项	1342	1640	1865	2030	<b>利润总额</b>	<b>66197</b>	<b>75810</b>	<b>88608</b>	<b>101984</b>
其他流动负债	44331	49909	56051	63305	所得税费用	16674	19099	22321	25692
<b>流动负债合计</b>	<b>45674</b>	<b>51549</b>	<b>57916</b>	<b>65335</b>	少数股东损益	2826	3236	3783	4354
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>46697</b>	<b>53474</b>	<b>62504</b>	<b>71938</b>
其他长期负债	1	(3)	(4)	(3)					
<b>长期负债合计</b>	<b>1</b>	<b>(3)</b>	<b>(4)</b>	<b>(3)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>45675</b>	<b>51545</b>	<b>57911</b>	<b>65332</b>					
少数股东权益	6398	7965	9796	11904					
股东权益	161323	187210	217468	252293					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>213396</b>	<b>246720</b>	<b>285176</b>	<b>329529</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	46697	53474	62504	71938
资产减值准备	(5)	0	0	0
折旧摊销	1306	1954	2174	2340
公允价值变动损失	(5)	3	4	1
财务费用	(235)	(300)	(300)	(300)
营运资本变动	(1090)	2408	1928	2455
其它	1373	1567	1831	2108
<b>经营活动现金流</b>	<b>48277</b>	<b>59406</b>	<b>68442</b>	<b>78842</b>
资本开支	(2205)	(2299)	(2529)	(2529)
其它投资现金流	(822)	118200	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3027)</b>	<b>115901</b>	<b>(2529)</b>	<b>(2529)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(24091)	(27587)	(32246)	(37113)
其它融资现金流	25771	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(22411)</b>	<b>(27587)</b>	<b>(32246)</b>	<b>(37113)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>22839</b>	<b>147720</b>	<b>33667</b>	<b>39201</b>
货币资金的期初余额	13252	36091	183811	217478
货币资金的期末余额	36091	183811	217478	256679
企业自由现金流	47848	58854	67941	78637
权益自由现金流	73619	60910	71694	83071

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	37.17	42.57	49.76	57.27
每股红利	19.18	21.96	25.67	29.54
每股净资产	128.42	149.03	173.12	200.84
ROIC	136%	117%	143%	171%
ROE	29%	29%	29%	29%
毛利率	92%	92%	92%	93%
EBIT Margin	68%	69%	69%	70%
EBITDA Margin	69%	70%	71%	71%
收入增长	10%	13%	15%	14%
净利润增长率	13%	15%	17%	15%
资产负债率	24%	24%	24%	23%
息率	1.1%	1.3%	1.5%	1.8%
P/E	45.2	39.4	33.7	29.3
P/B	13.1	11.3	9.7	8.4
EV/EBITDA	31.7	27.7	23.8	20.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032