

公司点评

贵州茅台 (600519)

食品饮料 | 饮料制造

业绩符合预期，结构持续优化

2021年07月30日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 1985-2233元

交易数据

当前价格(元)	1678.99
52周价格区间(元)	1657.76-2627.88
总市值(百万)	2109143.54
流通市值(百万)	2109143.54
总股本(万股)	125619.78
流通股(万股)	125619.78

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
贵州茅台	-18.36	-16.33	-15.18
沪深300	-7.90	-6.10	-7.68

杨甫

分析师

执业证书编号: S0530517110001
yangfu@cfzq.com

0731-84403345

杨苑

研究助理

yangyuan@cfzq.com

0731-84403490

相关报告

- 《贵州茅台：贵州茅台(600519.SH)公司深度：品牌护城河深厚，茅台业绩增长具有高确定性》 2021-05-06
- 《贵州茅台：贵州茅台(600519.SH)公司点评：税金扰动影响短期盈利，基本面坚挺不改长期逻辑》 2021-04-29

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	88854	97993	110313	127266	144072
归母净利(百万元)	41206	46697	53608	62336	71044
每股收益(元)	32.80	37.17	42.67	49.62	56.55
每股净资产(元)	108.27	128.42	152.69	180.92	213.08
P/E	51.18	45.17	39.34	33.83	29.69
P/B	15.51	13.07	11.00	9.28	7.88

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2021 年半年报, 2021H1 公司实现营业总收入/营业收入/净利润/归母净利润 507.22 亿元/490.87 亿元/262.07 亿元/246.54 亿元, 分别同比增长 11.15%/11.68%/9.52%/9.08%。
- **2021H1 茅台酒收入同比增长 9.39%, 直营占比持续提升。** 2021H1 公司实现营业收入 490.87 亿元, 同比+11.68%, Q2 单季度实现营业收入 218.16 亿元, 同比+11.61%。分产品来看, 2021H1 茅台酒实现销售收入 429.49 亿元, 同比+9.39%, Q2 单季度茅台酒收入 183.57 亿元, 同比+7.74%; 系列酒上半年实现收入 60.60 亿元, 同比大幅增长 30.32%, Q2 单季度同比+37.71%, 展现出极强的增长势能。分渠道来看, 2021H1 直销渠道实现收入 95.04 亿元, 占酒类销售收入的比重为 19.39%, 同比提升 7.66pct, 较 2021Q1 环比持续提升 1.85pct。上半年茅台直营占比持续提升, 叠加 Q2 茅台非标酒发货进度加快、Q1 非标酒提价效应开始显现, 我们预计茅台酒吨价提升 6% 左右, 是上半年茅台酒营收增长的主要动力。H1 末合同负债余额 92.44 亿元, 较 Q1 末增加 39.03 亿元, 显示 Q2 回款积极。
- **业绩符合预期, Q2 税金及附加扰动基本消除。** 2021H1 公司实现归母净利润 246.54 亿元, 同比+9.08%, Q2 单季度实现归母净利润 107.00 亿元, 同比+12.54%, 业绩基本符合市场预期。2021H1 销售费用率 2.55%, 与去年同期持平, 其中 Q2 单季度销售费用率同比提升 0.73pct 至 3.20%, 主因系列酒促销费用增加; H1 管理费用率 6.87%, 同比提升 0.36pct, 主因薪酬费用、商标使用许可使用费等增加; 研发费用率 0.05%, 同比基本持平; 财务费用率-0.72%, 同比降低 0.56pct。2021 一季度由于去年同期低基数、生产销售节奏变化, 税金及同比大幅增长 56.4%, 对 Q1 业绩形成较大的拖累, Q2 营业税金及附加的扰动基本消除, 同比-0.89%, 税金及附加率(13.81%) 维持在正常水平, Q2 净利率(以营业总收入作为分母计算) 同比提升 0.98pct 至 50.47%, 盈利能力依然稳健。
- **白酒龙头行稳致远, 茅台酒+系列酒双轮驱动, 长期成长性与确定性** 强。近期渠道反馈散瓶茅台批价上涨至 3000 元/瓶以上, 渠道库存极低, 反映茅台酒需求持续旺盛。经销商打款积极性仍高, 全年收入同

增 10.5%的目标完成难度小。茅台酒方面，当前市场形成了茅台酒销量增速不高、年内直接提价概率低的预期，我们预计短期内间接提价或为茅台酒利润的主要贡献力量。茅台酒传统经销配额不增、直营占比持续提升，Q1 茅台非标酒提价落地、Q2 非标酒发货节奏加快，均持续验证吨价提升逻辑。系列酒方面，今年以来系列酒增速表现亮眼，Q2 公司加大系列酒促销费用投放，在“酱酒热”浪潮推动下以及茅台酒极强品牌影响力的带动下，系列酒开始加速释放增长动能。十四五规划系列酒产能提升至 5.6 万吨，较 2020 年 2.49 万吨提升约 125%，结合产品提价与结构升级的潜力来看，未来系列酒量价齐升空间充足，有望进一步增强对公司业绩增长的贡献。长期来看，茅台护城河深厚，产品结构与渠道结构持续优化，保障公司盈利能力的持续提升；同时公司战略着眼长远，充分考虑未来发展的可持续性，因此我们依然认为茅台是兼具成长性和确定性的优质资产，长期价值凸显。

- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2021-2023 年公司营业总收入分别为 1103.1/1272.7/1440.7 亿元，同比+12.6%/+15.4%/+13.2%；归母净利润分别为 536.1/623.4/710.4 亿元，同比+14.8%/+16.3%/+14.0%；EPS 分别为 42.67/49.62/56.55 元/股。考虑到公司护城河深厚、行业龙头地位稳固、长期增长确定性高，给予公司 2022 年 40-45 倍 PE，对应股价合理区间为 1985-2233 元，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**直营渠道建设不及预期风险；行业监管趋严风险；渠道行为不规范导致品牌力受损风险；宏观经济大幅下行冲击大众消费风险；消费者白酒消费偏好改变风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438