



食品饮料/必需消费

贵州茅台 (600519)

凝心聚力，高质发展

——公司更新报告

	瞿猛(分析师)	李梓语(分析师)
	021-38676442	021-38032691
	zimeng@gtjas.com	liziyu@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880519080010

本报告导读:

2021年业绩平稳运行、韧性凸显，坚守品质、立足品牌、优化营销、完善治理，高质量发展统领十四五行稳致远。

投资要点:

- **维持增持评级。**品质、品牌、管理等全方面实现高质量发展，2021年行稳致远为十四五奠定良好开局。根据2021年预算报告，下调2021-2023年EPS至40.99 (-2.04)、47.51 (-1.87)、54.65 (-1.89)元，给予2022年55XPE，上调目标价至2613元（前值2469元）。
- **三重向好机遇期，茅台以高质量发展稳步前行。**近期公司召开2020年度股东大会，茅台公司董事长高卫东在会上指出十四五期间茅台将迎来经济发展持续向好、政策环节持续优化、酱酒产业持续发力的三重向好机遇期，会中董事长将“高质量发展”作为统揽全局思想进行了多次强调，十四五期间将在生产质量、生产质量、市场营销、安全环保、企业治理、改革创新等各方面实现高质量发展。
- **立足品质、坚守品牌，实现营销、产能、治理等多维提升。**会上董事长针对公司发展中的多方问题与股东进行对话：1) 将品质放在发展第一位，以质求存、优质稳产，2021Q1实现生产质量同期最优；2) 茅台品牌影响力持续提升，系列酒进一步提升市场竞争力，目前茅台王子销售超过40亿，汉酱、赖茅、大曲等站稳10亿；3) 十四五期间扩产需要从用地资源、环境承载、人才储备等多方面进行审慎科学的论证研究。
- **业绩平稳，韧性凸显。**根据2021年财务预算，2021年总收入同比+10.5%目标下，预计销售费用率+0.9pct至3.5%（主要系2020年疫情影响营销费用投放）、管理费用率+0.8pct至7.7%，业绩稳定性与确定性凸显。
- **风险提示：**宏观经济大幅波动、社会舆论压力过大等。

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	88,854	97,993	109,816	124,023	140,271
(+/-)%	15%	10%	12%	13%	13%
经营利润 (EBIT)	59,195	66,453	73,817	85,645	98,261
(+/-)%	15%	12%	11%	16%	15%
净利润 (归母)	41,206	46,697	51,496	59,687	68,650
(+/-)%	17%	13%	10%	16%	15%
每股净收益 (元)	32.80	37.17	40.99	47.51	54.65
每股股利 (元)	14.54	17.03	17.51	23.09	27.07

利润率和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营利润率 (%)	66.6%	67.8%	67.2%	69.1%	70.1%
净资产收益率 (%)	30.3%	28.9%	27.0%	26.9%	26.7%
投入资本回报率 (%)	31.2%	29.6%	27.4%	27.1%	26.6%
EV/EBITDA	24.37	36.50	33.99	28.93	24.83
市盈率	63.85	56.34	51.09	44.08	38.33
股息率 (%)	0.7%	0.8%	0.8%	1.1%	1.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **2613.00**

上次预测: 2469.00

当前价格: 2,238.48

2021.06.11

交易数据

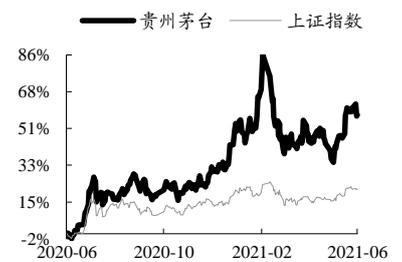
52周内股价区间 (元)	1383.00-
总市值 (百万元)	2,811,974
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,256/1,256
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	3.57
日均成交值 (百万元)	7363.93

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	175,274
每股净资产	139.53
市净率	16.0
净负债率	-27.75%

EPS (元)	2020A	2021E
Q1	10.42	11.11
Q2	7.57	8.78
Q3	8.94	10.54
Q4	10.25	10.56
全年	37.17	40.99

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	19%	14%	59%
相对指数	14%	7%	37%

相关报告

- 单季度业绩波动，全年稳健运行 2021.04.28
- 稳超预期，龙头本色 2021.03.31
- 业绩符合预期，发展行稳致远 2021.01.04
- 十三五圆满收官，十四五再上台阶 2020.12.24
- Q4 直销加码放量，渠道优化增厚业绩 2020.11.22

模型更新时间: 2021.06.11

股票研究

必需消费
食品饮料

贵州茅台(600519)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **2613.00**

上次预测: 2469.00

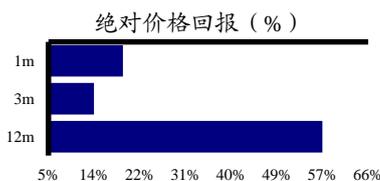
当前价格: 2,238.48

公司网址

www.moutaichina.com

公司简介

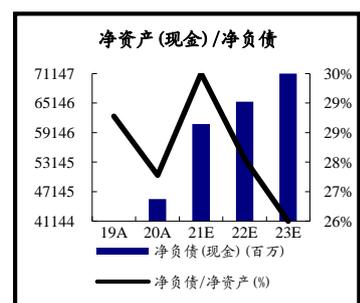
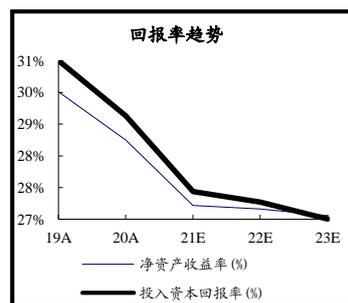
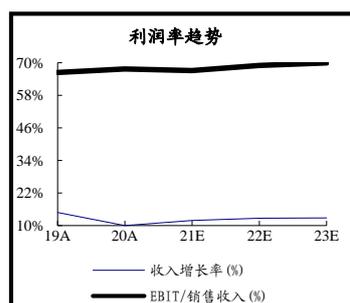
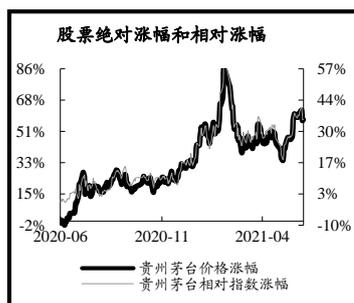
公司是国内白酒行业的标志性企业, 主要生产销售世界三大名酒之一的茅台酒, 同时进行饮料、食品、包装材料的生产和销售, 防伪技术开发, 信息产业相关产品的研制开发。茅台酒历史悠久, 源远流长, 是酱香型白酒的典型代表, 享有“国酒”的美称。



52 周内价格范围 1383.00-2601.00
市值 (百万) 2,811,974

财务预测 (单位: 百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
损益表					
营业总收入	88,854	97,993	109,816	124,023	140,271
营业成本	7,430	8,265	9,599	9,791	10,378
税金及附加	12,733	13,887	14,276	16,123	18,235
销售费用	3,279	2,548	3,844	3,721	3,928
管理费用	6,168	6,790	8,236	8,682	9,398
EBIT	59,195	66,453	73,817	85,645	98,261
公允价值变动收益	-14	5	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	7	-235	-27	-45	-63
营业利润	59,041	66,635	73,856	85,709	98,338
所得税	14,813	16,674	18,677	21,713	24,850
少数股东损益	2,764	2,826	3,653	4,229	4,779
净利润	41,206	46,697	51,496	59,687	68,650
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	13,252	36,091	72,402	106,110	145,123
其他流动资产	117,399	118,226	118,226	118,226	118,226
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	15,144	16,225	20,187	22,376	24,736
无形及其他资产	4,777	7,770	8,808	9,561	10,298
资产合计	183,042	213,396	261,885	301,403	346,892
流动负债	41,093	45,674	60,881	65,290	71,127
非流动负债	73	1	1	1	1
股东权益	141,876	167,721	201,003	236,112	275,764
投入资本(IC)	141,876	167,721	201,003	236,112	275,764
现金流量表					
NOPLAT	44,279	49,715	55,142	63,928	73,416
折旧与摊销	1,243	1,317	1,467	1,634	1,841
流动资金增量	3,648	-11,117	4,272	-3,541	-3,458
资本支出	-3,149	-2,089	-8,363	-6,463	-5,775
自由现金流	46,021	37,826	52,517	55,559	66,024
经营现金流	45,211	51,669	66,674	69,171	78,787
投资现金流	-3,166	-1,805	-8,363	-6,463	-5,775
融资现金流	-19,284	-24,128	-22,000	-29,000	-34,000
现金流净增加额	22,761	25,736	36,311	33,708	39,013
财务指标					
成长性					
收入增长率	15.1%	10.3%	12.1%	12.9%	13.1%
EBIT 增长率	15.3%	12.3%	11.1%	16.0%	14.7%
净利润增长率	17.1%	13.3%	10.3%	15.9%	15.0%
利润率					
毛利率	91.6%	91.6%	91.3%	92.1%	92.6%
EBIT 率	66.6%	67.8%	67.2%	69.1%	70.1%
净利润率	46.4%	47.7%	46.9%	48.1%	48.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	30.3%	28.9%	27.0%	26.9%	26.7%
总资产收益率(ROA)	24.0%	23.2%	21.1%	21.2%	21.2%
投入资本回报率(ROIC)	31.2%	29.6%	27.4%	27.1%	26.6%
运营能力					
存货周转天数	1,242.1	1,274.9	1,266.2	1,265.1	1,267.1
应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产周转天数	751.9	794.8	870.4	887.0	902.7
净利润现金含量	1.1	1.1	1.3	1.2	1.1
资本支出/收入	3.5%	2.1%	7.6%	5.2%	4.1%
偿债能力					
资产负债率	22.5%	21.4%	23.2%	21.7%	20.5%
净负债率	29.0%	27.2%	30.3%	27.7%	25.8%
估值比率					
PE	63.85	56.34	51.09	44.08	38.33
PB	10.93	15.56	13.78	11.86	10.25
EV/EBITDA	24.37	36.50	33.99	28.93	24.83
P/S	29.61	26.85	23.96	21.21	18.76
股息率	0.7%	0.8%	0.8%	1.1%	1.3%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告中所指的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。在任何情况下，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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		