

二季度业绩符合预期，估值回落配置价值凸显

- 业绩稳定增长，符合市场预期。公司发布 21 年半年报，21H1 营收 490.87 亿元 (yoy+11.7%)，归母净利润 246.54 亿元 (yoy+9.1%)；其中 21Q2 营收 218.16 亿元 (yoy+11.6%)，归母净利润 107.00 亿元 (yoy+12.5%)。

核心观点

- 茅台酒稳定增长，系列酒加速放量。21H1 茅台酒和系列酒分别实现收入 429.5 亿元(+9.4%)和 60.6 亿元(+30.3%)，其中 21Q2 分别实现收入 183.57 亿元(+7.7%)和 34.2 亿元(+37.7%)，系列酒加速增长；茅台酒增长主要由价增贡献，受益于非标产品和直营投放比例提升；系列酒开放招商，加大推广力度，推动产品加速放量。21H1，经销和直销渠道分别实现收入 395.1 亿元(+1.9%)和 95.0 亿元(+84.5%)，直销渠道占比提升 7.7pct 至 19.4%；经销商增加 62 家(系列酒为主)，同时减少 12 家(茅台酒为主)，渠道进一步整理。21H1 末合同负债余额 92.4 亿元，环比增加 39.0 亿元，回款情况良好。
- 毛利率基本稳定，21Q2 净利率改善。21H1 毛利率 91.38%(yoy-0.08pct)，其中 21Q2 为 91.01%(yoy-0.20pct)，基本稳定；21H1 销售费用率 2.63%(yoy-0.02pct)，其中 21Q2 为 3.32%(yoy+0.75pct)，主要因系列酒促销费增加；21H1 管理费用率 7.10%(yoy+0.34pct)，主要因职工薪酬费用、商标许可使用费等增加；21H1 营业税金及附加占营收比重 14.17%(yoy+1.42pct)，其中 21Q2 为 14.34%(yoy-1.81pct)，税费扰动逐步消除。综合，21H1 净利率 53.39%(yoy-1.05pct)，其中 21Q2 为 52.41%(yoy+0.92pct)，同比改善。
- 公司基本面稳固，估值回落后配置价值显现。茅台酒市场需求保持旺盛，近期飞天批价快速上行，散瓶和整箱批价分别达到 3010 元和 3770 元左右，且渠道基本无库存。公司持续推动茅台酒结构调整，21Q2 非标产品发货节奏加快，在团购渠道投放比例提升，推动吨价上行；系列酒加速成长，有效获取酱酒次高端份额，贡献重要增量。近期白酒行情出现大幅波动，我们认为高端白酒的长期确定性逻辑依旧稳固，估值回落后配置价值进一步显现。

财务预测与投资建议：略下调营收和毛利率，预测 21-23 年每股收益分别为 42.78、50.28 和 58.13 元（原 21-23 年预测为 43.00、50.34 和 58.26 元），结合可比公司，给予 21 年 49 倍 PE，对应目标价 2096.22 元，维持买入评级。

风险提示：基酒产能不足的风险、社会库存增多风险、环境恶化风险。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	85,430	94,915	108,053	124,409	141,937
同比增长(%)	16.0%	11.1%	13.8%	15.1%	14.1%
营业利润(百万元)	59,041	66,635	76,508	89,725	103,611
同比增长(%)	15.0%	12.9%	14.8%	17.3%	15.5%
归属母公司净利润(百万元)	41,206	46,697	53,745	63,161	73,027
同比增长(%)	17.1%	13.3%	15.1%	17.5%	15.6%
每股收益(元)	32.80	37.17	42.78	50.28	58.13
毛利率(%)	91.3%	91.4%	92.0%	92.4%	92.8%
净利率(%)	48.2%	49.2%	49.7%	50.8%	51.5%
净资产收益率(%)	33.1%	31.4%	30.3%	29.7%	28.7%
市盈率	62.7	55.3	48.1	40.9	35.4
市净率	19.0	16.0	13.3	11.1	9.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年07月30日)	1678.99 元
目标价格	2096.22 元
52周最高价/最低价	2603.37/1583.59 元
总股本/流通A股(万股)	125,620/125,620
A股市值(百万元)	2,109,144
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年08月01日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-11.63	-20.24	-15.55	0.99
相对表现	-6.65	-10.3	-5.93	-4.56
沪深300	-4.98	-9.94	-9.62	5.55



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪

021-63325888*6079
caiqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519080001

联系人

周翰
021-63325888*7524
zhouhan@orientsec.com.cn

相关报告

税费导致业绩短期波动，看好公司盈利增速恢复	2021-04-28
20Q4 盈利增长超预期，吨价提升趋势显著	2021-03-31
三季度控量略有降速，需求稳健批价持续上行	2020-10-25

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

略下调营收和毛利率，预测 21-23 年每股收益分别为 42.78、50.28 和 58.13 元（原 21-23 年预测为 43.00、50.34 和 58.26 元），结合可比公司，给予 21 年 49 倍 PE，对应目标价 2096.22 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
泸州老窖	000568	171.10	5.19	6.49	7.99	32.98	26.38	21.42
五粮液	000858	220.75	6.26	7.45	8.77	35.28	29.64	25.17
水井坊	600779	102.24	2.20	2.93	3.72	46.38	34.95	27.45
酒鬼酒	000799	191.87	2.77	4.01	5.61	69.17	47.88	34.23
山西汾酒	600809	286.00	4.33	5.91	7.86	66.02	48.36	36.40
调整后平均						49	37	29

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 2021 年 7 月 30 日收盘价）

风险提示

- **基酒产能不足的风险。**由于酿造工艺限制，公司基酒产能扩张较慢，如果需求延续高增长，基酒可能出现产能不足风险。
- **社会库存增多风险。**近年来茅台旺盛的需求和持续走高的批价推高了社会库存，这部分社会库存可能会冲抵未来的消费需求形成一定风险。
- **环境恶化风险。**如果赤水河环境出现恶化，有可能对酒质造成负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	13,252	36,091	185,870	223,167	266,902	营业收入	85,430	94,915	108,053	124,409	141,937
应收票据、账款及款项融资	1,463	1,533	1,745	2,009	2,292	营业成本	7,430	8,154	8,618	9,393	10,212
预付账款	1,549	898	1,023	1,178	1,344	营业税金及附加	12,733	13,887	16,889	18,948	21,618
存货	25,285	28,869	30,513	33,256	36,155	营业费用	3,279	2,548	1,862	1,957	2,091
其他	117,475	118,261	72	96	90	管理费用及研发费用	6,217	6,840	7,109	7,315	7,352
流动资产合计	159,024	185,652	219,223	259,706	306,783	财务费用	7	(235)	(11)	(20)	(25)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	5	71	37	55	47
固定资产	15,144	16,225	17,935	19,684	21,330	公允价值变动收益	(14)	5	0	0	0
在建工程	2,519	2,447	2,974	3,237	3,368	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	4,728	4,817	4,715	4,612	4,510	其他	3,298	2,980	2,961	2,964	2,968
其他	1,627	4,254	2,273	2,588	3,007	营业利润	59,041	66,635	76,508	89,725	103,611
非流动资产合计	24,018	27,744	27,896	30,121	32,215	营业外收入	9	11	11	11	11
资产总计	183,042	213,396	247,119	289,828	338,998	营业外支出	268	449	331	200	100
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	58,783	66,197	76,188	89,536	103,522
应付票据及应付账款	1,514	1,342	1,419	1,546	1,681	所得税	14,813	16,674	19,190	22,552	26,075
其他	39,580	44,331	42,341	42,565	43,079	净利润	43,970	49,523	56,998	66,984	77,447
流动负债合计	41,093	45,674	43,760	44,112	44,760	少数股东损益	2,764	2,826	3,253	3,822	4,419
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	41,206	46,697	53,745	63,161	73,027
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	32.80	37.17	42.78	50.28	58.13
其他	73	1	37	19	28						
非流动负债合计	73	1	37	19	28	主要财务比率					
负债合计	41,166	45,675	43,797	44,131	44,788		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	5,866	6,398	9,651	13,473	17,892	成长能力					
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	营业收入	16.0%	11.1%	13.8%	15.1%	14.1%
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375	营业利润	15.0%	12.9%	14.8%	17.3%	15.5%
留存收益	132,488	157,769	190,128	228,672	272,770	归属于母公司净利润	17.1%	13.3%	15.1%	17.5%	15.6%
其他	891	922	913	920	917	获利能力					
股东权益合计	141,876	167,721	203,323	245,697	294,210	毛利率	91.3%	91.4%	92.0%	92.4%	92.8%
负债和股东权益总计	183,042	213,396	247,119	289,828	338,998	净利率	48.2%	49.2%	49.7%	50.8%	51.5%
						ROE	33.1%	31.4%	30.3%	29.7%	28.7%
						ROIC	34.1%	32.1%	30.8%	29.9%	28.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	22.5%	21.4%	17.7%	15.2%	13.2%
净利润	43,970	49,523	56,998	66,984	77,447	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,234	1,316	1,378	1,600	1,836	流动比率	3.87	4.06	5.01	5.89	6.85
财务费用	7	(235)	(11)	(20)	(25)	速动比率	3.25	3.43	4.31	5.13	6.05
投资损失	0	(0)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(122,129)	1,240	114,294	(2,834)	(2,693)	应收账款周转率	-	-	-	-	-
其它	122,128	(175)	35	(11)	5	存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
经营活动现金流	45,211	51,669	172,694	65,719	76,571	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(2,818)	(2,283)	(3,500)	(3,500)	(3,500)	每股指标(元)					
长期投资	29	(20)	20	0	0	每股收益	32.80	37.17	42.78	50.28	58.13
其他	(376)	498	1,940	(326)	(430)	每股经营现金流	35.99	41.13	137.47	52.32	60.95
投资活动现金流	(3,166)	(1,805)	(1,539)	(3,826)	(3,930)	每股净资产	108.27	128.42	154.17	184.86	219.96
债权融资	404	(447)	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	62.7	55.3	48.1	40.9	35.4
其他	(19,689)	(23,681)	(21,376)	(24,597)	(28,905)	市净率	19.0	16.0	13.3	11.1	9.3
筹资活动现金流	(19,284)	(24,128)	(21,376)	(24,597)	(28,905)	EV/EBITDA	42.2	37.6	32.7	27.9	24.1
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	43.1	38.3	33.3	28.4	24.6
现金净增加额	22,761	25,737	149,779	37,297	43,735						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

收入应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn