

贵州茅台 (600519)

直销提升，稳步前行

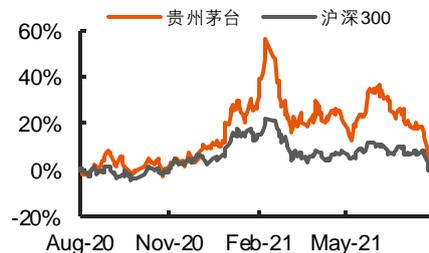
推荐 (维持)

现价: 1678.99 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.moutaichina.com
大股东/持股	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司/54.00%
实际控制人	贵州省国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	1,256
流通 A 股(百万股)	1,256
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	21,091.44
流通 A 股市值(亿元)	21,091.44
每股净资产(元)	128.75
资产负债率(%)	21.28

行情走势图



相关研究报告

- 《贵州茅台*600519*税收增加影响净利率，直营渠道持续高增》 2021-04-28
- 《贵州茅台*600519*十三五完美收官，新五年砥砺前行》 2021-03-31

证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号
S1060521030001
zhangjinyi112@pingan.com.cn



投资要点

事项:

公司发布21年半年报，实现营收490.87亿元，同比+11.7%；实现归母净利润246.54亿元，同比+9.1%，实现归母扣非净利润246.49亿元，同比+8.7%。

平安观点:

- **业绩实现稳步增长，系列酒延续高增态势。**21H1 公司实现营业收入 490.87 亿元，同比+11.7%；实现归母净利润 246.54 亿元，同比+9.1%。21Q2 公司实现营收 **218.16 亿元**，同比+11.6%，重回双位数增长；实现归母净利润 107.00 亿元，同比+12.5%。分产品看，21H1 系列酒收入同比增长 30.3% 至 60.60 亿，茅台酒收入同比增长 9.4% 至 429.49 亿。系列酒加大费用投放下延续业绩高增，成为公司双轮驱动发展战略的重要支撑。截止至 21H1，公司经销商总数为 2,200 家，其中减少的 12 家主要是茅台酒经销商，增加的 62 家主要是酱香系列酒经销商。
- **茅台批价上行，直销快速增长。**分渠道看，21H1 茅台直销渠道收入为 95.04 亿，同比+84.4%，占比自 20H1 的 11% 提升至 19.4%；批发代理渠道收入为 395.05 亿，同比+1.9%。报告期间茅台终端需求旺盛，一批价持续上行，根据国酒财经显示，7 月 31 日，飞天茅台整箱、散瓶价格分别提升至 3,800、3,000 元左右的历史高位。
- **酱香系列酒促销加大，净利率受税金影响。**公司 21H1 销售毛利率为 91.38%，较上年同期-0.1pcts，21H1 期间费用率为 9.0%，同比-0.3pcts。其中，销售费用率为 2.5%，同期持平，报告期间公司加大酱香系列酒促销费用投放力度；管理费用率为 6.9%，同比+0.4pcts。公司毛利率费用率指标基本持平，但税金及附加率较上年同期提升 1.4pcts，公司 21H1 净利率为 53.4%，较上年同期-1.1pcts。公司 21H1 经营活动现金流量净额为 217.19 亿元，同比+72.1%，主要系本期客户存款和同业存放款项净增加额增加。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	88854	97993	110087	125334	142269
YoY (%)	15.1	10.3	12.3	13.9	13.5
净利润(百万元)	41206	46697	53585	61310	70682
YoY (%)	17.1	13.3	14.7	14.4	15.3
毛利率(%)	91.6	91.7	92.2	92.2	92.3
净利率(%)	46.4	47.7	48.7	48.9	49.7
ROE(%)	31.0	29.5	25.4	23.6	22.2
EPS(摊薄/元)	32.80	37.17	42.66	48.81	56.27
P/E(倍)	51.2	45.2	39.4	34.4	29.8
P/B(倍)	15.5	13.1	9.8	8.0	6.6

- **公司产品仍处供需紧平衡状态，看好公司业绩持续增长能力，维持“推荐”评级。**在居民收入与消费升级的背景下，我们认为公司产品凭借产品力和品牌力，或将长时间处于供需紧平衡状态。同时，公司直营占比不断提升带动产品渠道结构的优化，产品吨价或将进一步提升。在需求旺盛以及结构优化的支撑下，公司业绩有望实现平稳增长，我们维持公司 2021-2023 年 EPS 预测 42.66、48.81、56.27 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：1)白酒行业景气度下行风险。**白酒行业景气度与价格走势相关度很高，如果白酒价格下降，可能导致企业营收增速大幅放缓。**2)管理层更换易导致业务波动风险。**白酒企业受业务策略影响大，如更换管理层，可能会导致企业营收、利润大幅波动。**3)政策风险。**白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	185652	256166	293840	368886
现金	36091	105984	135433	209642
应收票据及应收账款	1533	1490	2072	1924
其他应收款	34	516	41	616
预付账款	898	2035	1232	2503
存货	28869	28191	37019	36189
其他流动资产	118226	117950	118042	118012
非流动资产	27744	30014	32455	34921
长期投资	0	0	0	0
固定资产	16225	18519	20884	23161
无形资产	4817	4954	5145	5402
其他非流动资产	6701	6541	6427	6358
资产总计	213396	286180	326295	403807
流动负债	45674	61213	49240	64669
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1342	1667	1772	2089
其他流动负债	44331	59546	47468	62580
非流动负债	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1
负债合计	45675	61214	49242	64670
少数股东权益	6398	10058	14203	18858
股本	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375
留存收益	157769	192860	234999	286563
归属母公司股东权益	161323	214907	262851	320278
负债和股东权益	213396	286180	326295	403807

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	51669	72039	44029	87589
净利润	49523	57245	65455	75337
折旧摊销	1317	1227	1453	1693
财务费用	-235	-1361	-2681	-4038
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	857	14918	-20197	14592
其他经营现金流	207	10	0	4
投资活动现金流	-1805	-3507	-3894	-4163
资本支出	2090	2278	2439	2466
长期投资	295	0	0	0
其他投资现金流	579	-1229	-1455	-1697
筹资活动现金流	-24128	1361	-10686	-9216
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-24128	1361	-10686	-9216
现金净增加额	25737	69892	29449	74209

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	97993	110087	125334	142269
营业成本	8154	8592	9819	11023
营业税金及附加	13887	15742	17993	20329
营业费用	2548	3303	3955	4427
管理费用	6790	7156	8544	9670
研发费用	50	37	53	65
财务费用	-235	-1361	-2681	-4038
资产减值损失	0	0	0	0
其他收益	13	0	0	0
公允价值变动收益	5	-2	-3	-4
投资净收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	66635	76616	87648	100790
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	449	300	386	351
利润总额	66197	76327	87273	100449
所得税	16674	19082	21818	25112
净利润	49523	57245	65455	75337
少数股东损益	2826	3660	4144	4655
归属母公司净利润	46697	53585	61310	70682
EBITDA	66431	75422	85104	96967
EPS(元)	37.17	42.66	48.81	56.27

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	10.3	12.3	13.9	13.5
营业利润(%)	12.9	15.0	14.4	15.0
归属于母公司净利润(%)	13.3	14.7	14.4	15.3
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	91.7	92.2	92.2	92.3
净利率(%)	47.7	48.7	48.9	49.7
ROE(%)	29.5	25.4	23.6	22.2
ROIC(%)	30.2	25.9	23.9	22.3
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	21.4	21.4	15.1	16.0
净负债比率(%)	-21.5	-47.1	-48.9	-61.8
流动比率	4.1	4.2	6.0	5.7
速动比率	0.8	1.8	2.8	3.3
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	65.4	72.8	70.4	71.2
应付账款周转率	5.7	5.7	5.7	5.7
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	37.17	42.66	48.81	56.27
每股经营现金流(最新摊薄)	40.84	57.35	35.05	69.73
每股净资产(最新摊薄)	128.42	171.08	209.24	254.96
估值比率	-	-	-	-
P/E	45.2	39.4	34.4	29.8
P/B	13.1	9.8	8.0	6.6
EV/EBITDA	31.3	26.7	23.4	19.8

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033