

2021 年中报点评：Q2 符合市场预期，渠道结构持续改善系列酒发力

买入（维持）

2021 年 08 月 01 日

证券分析师 何长天

执业证号：S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	94,915	106,780	120,127	136,344
同比（%）	11.1%	12.5%	12.5%	13.5%
归母净利润（百万元）	46,697	52,989	59,871	68,569
同比（%）	13.3%	13.5%	13.0%	14.5%
每股收益（元/股）	37.17	42.18	47.66	54.58
P/E（倍）	55.31	48.74	43.14	37.67

事件

7 月 30 日，公司发布 2021 年年中报告，茅台上半年实现营业收入 490.87 亿元，同比增长 11.68%；归母净利润 246.54 亿元，同比增长 9.08%。

投资要点

- **上半年业绩稳定，由高速发展转向高质量发展。** Q2 营业收入 218.16 亿元（+11.61%），茅台酒收入 183.37 亿元（+7.62%），系列酒 34.17 亿元（+37.73%）；归母净利 107.00 亿元（+12.5%）。由于发货节奏放缓，增速趋于平稳。Q2 销售毛利率 91.01%，净利率 52.41%，基于茅台系列“控量提价”与酱香系列销量增加的综合作用，毛利率相比 Q1 有所下降。整体费用率较为平稳，税金及附加占营收同比-1.81pct。
- **公司现金流稳定，持续经营能力强。** 截至上半年，公司合同负债 94.63 亿元，同比略有上升，环比 21Q1 增加了 39.04 亿元。现金流方面，21H1 销售收入 502.70 亿元（+8.23%）；经营性净现金流 217.19 亿元，（+2.09%），实际同比增速为 5.2%（扣除金融类业务的影响）。
- **渠道结构优化，直营占比显著增加。** 21H1 直销渠道实现收入 95.04 亿元，同比+84.45%，占比 19.39%，占比同比+7.66pct；Q2 直销渠道销售额 47.27 亿元，同比+47.06%，占比 21.71%，占比同比+5.24pct。直营占比提升助力提价控量，规避直接提价带来的负面社会效应。伴随酱酒热，国内经销商增加 62 个，减少 12 个。增加的主要为酱香系列酒的经销商，减少的主要为茅台酒经销商。
- **品牌护城河深，有望未来量价齐升。** 飞天茅台批价维持在 3770/3020（原箱/散瓶）元上下，酱香茅台价格在 750 元左右，处于价格高位。产能方面，公司上半年完成基酒产量 5.03 万吨，茅台酒基酒产量 3.78 万吨，系列酒基酒产量 1.25 万吨，21Q2 发货 7000 吨。基于产能预期，集团有望在长期实现“两个十万吨”目标。公司计划在 2021 年实现收入增速 10.5%，并在十四五期间维持稳健增长基调，实现成为贵州省首家世界 500 强企业的长期目标。
- **盈利预测与投资评级：** 受疫情影响，但随产能释放、渠道结构改善和整体均价提升，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 44.97/52.8 元下调至 42.18/47.66 元，预计 2023 年 EPS 为 54.58 元。我们预计 21-23 年公司营收增速 12.5/12.5/13.5%；归母净利增速 13.5/13/14.5%，对应 PE 为 49/43/38X，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 产能释放不及预期，提价情况不如预期，经济恢复不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,678.99
一年最低/最高价	1598.5/2627.88
市净率(倍)	13.04
流通 A 股市值(百万元)	2109143.54

基础数据

每股净资产(元)	128.75
资产负债率(%)	21.28
总股本(百万股)	1256.20
流通 A 股(百万股)	1256.20

相关研究

- 1、《贵州茅台（600519）：2020 年年报点评：整体均价有望提升，长期增长确定性高》2021-04-02
- 2、《贵州茅台（600519）：Q3 稳健，且看长远》2020-10-26
- 3、《贵州茅台（600519）：时间过半任务过半，核心资产稳健前行》2020-07-29

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	185,652	228,053	259,472	321,903	营业收入	94,915	106,780	120,127	136,344
现金	36,091	84,994	100,722	170,555	减:营业成本	8,154	7,581	8,589	9,721
应收账款	1,533	1,251	1,961	1,846	营业税金及附加	13,887	15,830	17,926	20,207
存货	28,869	21,482	35,562	29,002	营业费用	2,548	2,274	2,655	3,204
其他流动资产	119,159	120,327	121,226	120,500	管理费用	6,840	6,670	7,571	8,686
非流动资产	27,744	29,946	32,830	35,328	研发费用	50	50	63	69
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-235	-1,086	-1,838	-3,065
固定资产	16,225	18,443	21,291	23,597	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	2,447	2,313	2,179	2,132	加:投资净收益	0	0	0	0
无形资产	4,817	4,954	5,145	5,402	其他收益	13	10	13	14
其他非流动资产	4,254	4,235	4,215	4,196	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	213,396	257,999	292,302	357,230	营业利润	66,635	75,520	85,238	97,605
流动负债	45,674	58,316	48,551	61,589	加:营业外净收支	-438	-404	-367	-403
短期借款	0	0	0	0	利润总额	66,197	75,116	84,871	97,202
应付账款	1,342	1,358	1,676	1,772	减:所得税费用	16,674	18,920	21,377	24,483
其他流动负债	44,331	56,958	46,876	59,817	少数股东损益	2,826	3,207	3,623	4,150
非流动负债	1	1	1	1	归属母公司净利润	46,697	52,989	59,871	68,569
长期借款	0	0	0	0	EBIT	65,114	73,300	82,085	93,132
其他非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	66,431	74,600	83,645	94,974
负债合计	45,675	58,318	48,553	61,591	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	6,398	9,605	13,228	17,378	每股收益(元)	37.17	42.18	47.66	54.58
归属母公司股东权益	161,323	190,076	230,521	278,262	每股净资产(元)	128.42	151.31	183.51	221.51
负债和股东权益	213,396	257,999	292,302	357,230	发行在外股份(百万股)	1256	1256	1256	1256
					ROIC(%)	39.8%	53.7%	48.4%	66.5%
					ROE(%)	29.5%	28.1%	26.0%	24.6%
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	91.4%	92.9%	92.9%	92.9%
经营活动现金流	51,669	75,554	37,760	91,935	销售净利率(%)	49.2%	49.6%	49.8%	50.3%
投资活动现金流	-1,805	-3,502	-4,444	-4,339	资产负债率(%)	21.4%	22.6%	16.6%	17.2%
筹资活动现金流	-24,128	-23,150	-17,588	-17,763	收入增长率(%)	11.1%	12.5%	12.5%	13.5%
现金净增加额	25,737	48,903	15,729	69,833	净利润增长率(%)	12.6%	13.5%	13.0%	14.5%
折旧和摊销	1,317	1,300	1,560	1,842	P/E	55.31	48.74	43.14	37.67
资本开支	2,090	2,202	2,884	2,498	P/B	16.01	13.59	11.20	9.28
营运资本变动	857	19,144	-25,455	20,440	EV/EBITDA	38.43	33.61	29.83	25.58

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>