

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

贵州茅台(600519)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 首席研究员
执业编号: S1500520110001
邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

贵州茅台(600519): 税金拖累净利润, 短期波动不改长期逻辑

2021. 4. 28

贵州茅台(600519): 业绩略超预期, 吨价表现亮眼 2021. 4. 1

贵州茅台(600519): 复盘2020, 质量为本, 稳字当头 2021. 1. 27

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

直销占比提升, 系列酒快速增长

2021年08月02日

事件: 公司 21H1 实现营业总收入 507.22 亿元, 同比增长 11.15%; 营业收入 490.87 亿元, 同比增长 11.68%; 归母净利润 246.53 亿元, 同比增长 9.07%。

点评:

- **营收稳定增长, 税金对利润影响消退。**根据报表测算, 公司 21Q2 实现营业收入 218.16 亿元, 同比增长 11.6%, 连续两个季度收入增速保持在 11-12% 之间, 营收增长稳定, 全年营收增长 10.5% 的目标稳步推进。净利润表现较一季度明显提升, 公司 21Q2 实现归母净利润 106.99 亿元, 同比增长 12.53%, 增速较一季度有明显提升, 主要系税金影响回归正常, 加之非标产品二季度提价释放利润弹性。上半年茅台酒实现收入 429.5 亿, 同比增长 9.39%, 部分非标产品提价及直销占比提升对吨价提升有所贡献; 系列酒实现收入 60.6 亿, 同比增长 30.32%, 主要系今年一季度起系列酒出厂价提升及产品结构进一步上移。二季度末, 公司预收款 92 亿, 环比提升 39 亿, 同比下降 2.2 亿, 主要系部分非标产品(牛年生肖酒、茅台精品酒)从二季度起才开始打款发货。
- **二季度销售费用、管理费用致整体费用率提升。**21Q2, 公司销售费用率为 3.31%, 同比增加 0.74pct, 主要系公司二季度加大了酱香系列酒的市场建设工作, 促销费用有所提升; 管理费用率为 7.82%, 同比增加 0.59pct, 主要系职工薪酬、商标许可使用费的增加。据公司招聘公告显示, 今年初, 公司录用了 30 余名 985/211 高校毕业生, 员工素质水平进一步提升。上半年公司商标许可使用费为 6.11 亿元, 同比增长 9.7%, 增速呈放缓趋势。由于销售费用、管理费用的提升, 21Q2 公司整体期间费用率为 10.08%, 同比增加 0.63pct。
- **系列酒推进 100 个样板市场建设, 有望成为公司另一增长极。**21Q2, 茅台酒实现收入 183.57 亿元, 同比增长 7.74%, 增速有所放缓; 系列酒实现收入 34.17 亿元, 同比增长 37.73%, 增速连续三季度有所提升。一方面, 茅台带动了整个酱酒品类的热潮, 系列酒作为茅系工艺的代表, 直接受益。公司也在股东大会上表明了系列酒的战略地位, 3 万吨酱香系列酒技改项目的逐步建成, 将进一步推动系列酒成为公司的又一增长极。另一方面, 近两年系列酒渠道梳理基本到位, 2020 年系列酒已实现全面顺价, 经销商代理意愿增强, 今年二季度系列酒新招商 56 家, 加快推进“百千万”市场基础工程。据酒说报道, 5 月 17 -27 日, 茅台酱香酒营销公司领导班子成员分别带队分组调研上海、江苏、河南、山东、北京等全国 25 个省份市场, 指导 42 个省区启动推进 100 个样板市场建设, 以区域聚焦、产品聚焦、投入聚焦的原则, 继续加大品牌推广力度, 继续强化消费者培育, 继续夯实市场基础。21Q2, 公司销售费用也更多向系列酒倾斜, 促进系列酒的市场建设工作。
- **直销比重持续提升, 推动吨价上行。**21Q2 公司茅台酒经销商减少 4 家, 上半年总共减少 12 家, 自 2018 年以来的大刀阔斧渠道改革基本到位。

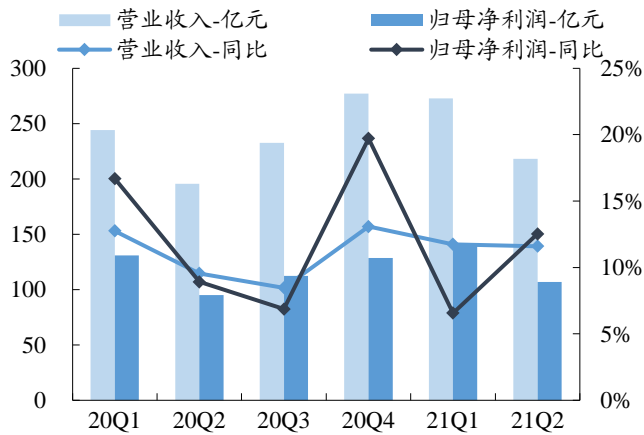
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

21H1 公司直销渠道实现收入 95.04 亿元，同比增长 84.44%；批发代理渠道实现收入 395.05 亿元，同比增长 1.92%。其中 21Q1 直销渠道收入增长 47%，远高于批发代理渠道的 4.55% 收入增长水平。总体看，公司的渠道变革已取得一定成效，21Q2 直销收入占比提升至 21.71%，同比增加 5.24pct，上半年直销收入占比 19.39%，同比增加 7.66pct。随着公司直销收入占比的持续提升，公司产品吨价有望继续上行，或进一步促进利润释放。

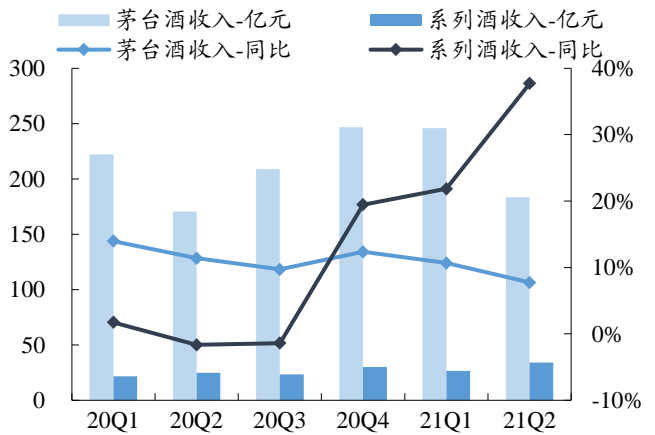
- **产能有序释放，为十四五发展保驾护航。**2021 年上半年，公司生产茅台酒基酒 3.78 万吨，系列酒基酒 1.25 万吨，预计全年或生产茅台酒基酒 5.53 万吨，系列酒基酒 2.9 万吨。目前公司茅台酒“十三五”中华片区的建设工作接近尾声，系列酒 3 万吨技改工程进度过半，十四五发展基酒具备供应保障。仁怀市“十四五”规划及 2035 年远景目标提出，“要推动茅台‘两个 10 万吨’早日实现”，我们认为茅台产能有继续扩张的可能性，为公司长期持续高质量发展提供基酒保障。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年摊薄每股收益分别为 42.88 元、49.89 元、57.10 元，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济不确定性风险；批价上涨过快导致政治舆论风险

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	88,854	97,993	110,821	127,477	144,072
增长率 YoY %	15.1%	10.3%	13.1%	15.0%	13.0%
归属母公司净利润 (百万元)	41,206	46,697	53,869	62,674	71,734
增长率 YoY%	17.1%	13.3%	15.4%	16.3%	14.5%
毛利率%	91.5%	91.6%	91.8%	92.1%	92.3%
净资产收益率 ROE%	30.3%	28.9%	28.9%	29.0%	28.8%
EPS(摊薄)(元)	32.80	37.17	42.88	49.89	57.10
市盈率 P/E(倍)	36.06	53.75	39.15	33.65	29.40
市净率 P/B(倍)	10.93	15.56	11.30	9.76	8.46

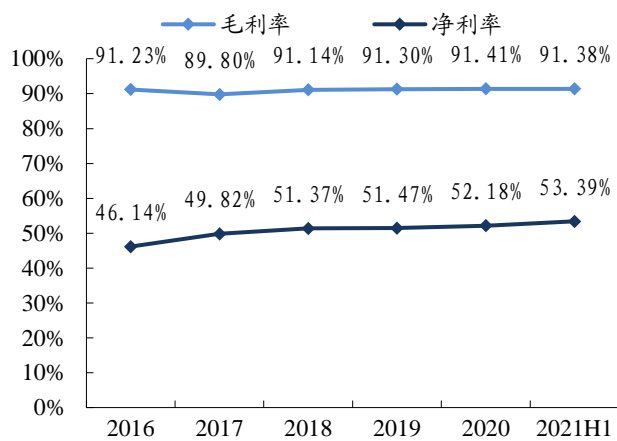
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 07 月 30 日收盘价

图 1: 21Q2 营收稳定增长, 税金对利润影响消退


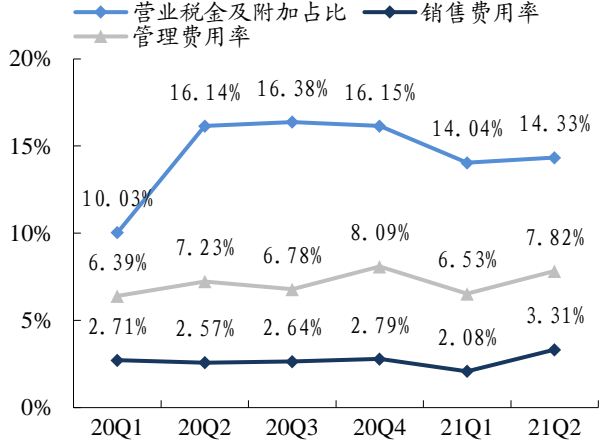
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 系列酒或成为公司另一增长极


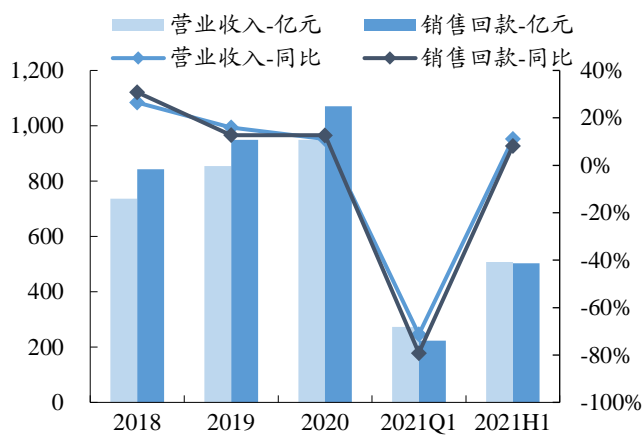
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 毛利率相对持平, 净利率持续提升


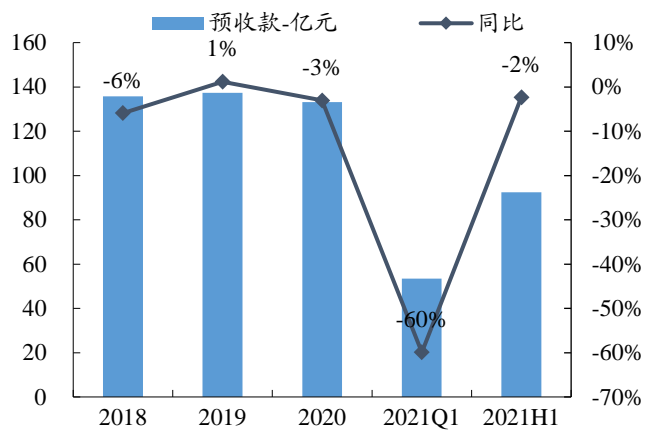
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 21Q2 销售费用率、管理费用率提升


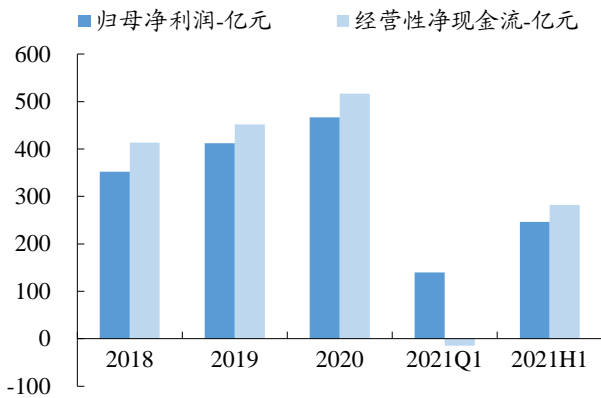
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 21H1 销售回款与营收匹配


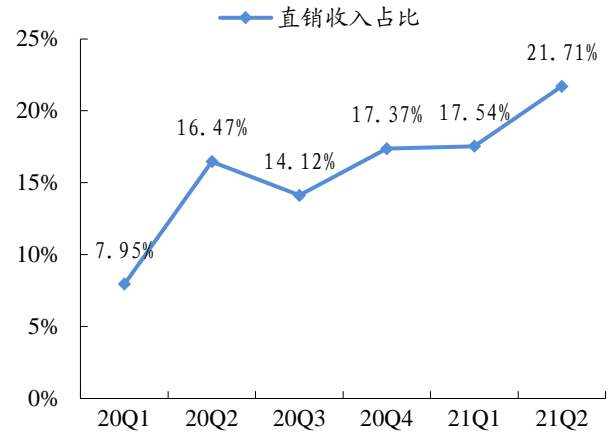
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 21H1 预收款与往年基本持平


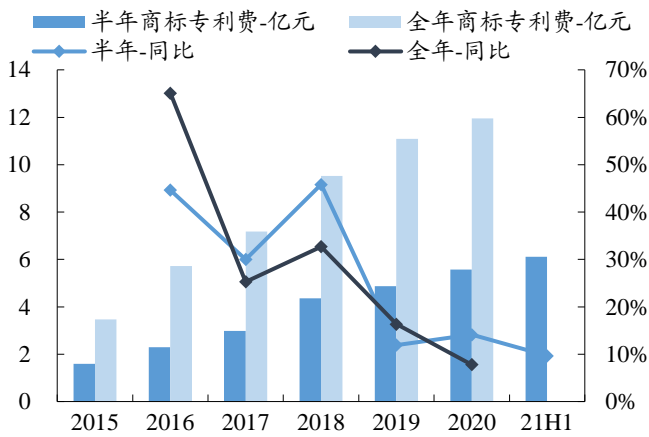
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 21H1 经营性净现金流恢复正常水平


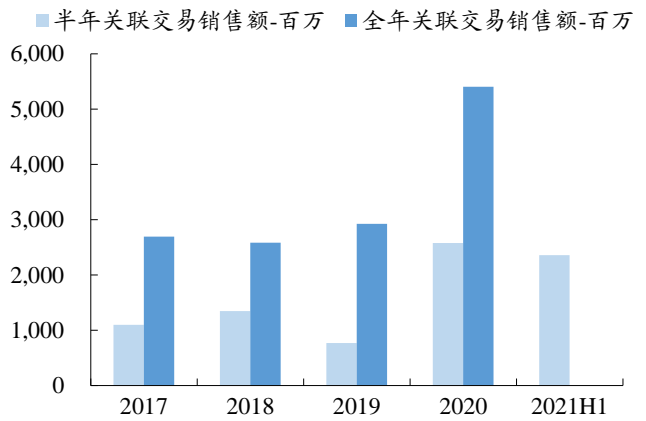
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 直销渠道占比持续提升


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 商标专利费涨幅逐年收窄


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10: 21H1 关联交易销售额略有下降


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	159,024	185,652	215,620	251,399	291,185
货币资金	13,252	36,091	63,032	96,336	132,019
应收票据	1,463	1,533	1,761	2,026	2,289
应收账款	0	0	0	0	0
预付账款	1,549	898	1,085	1,204	1,326
存货	25,285	28,869	31,455	33,537	37,246
其他	117,475	118,261	118,287	118,296	118,305
非流动资产	24,018	27,744	28,389	29,034	29,679
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	15,144	16,225	16,975	17,725	18,475
无形资产	4,728	4,817	4,822	4,827	4,832
其他	4,146	6,701	6,591	6,481	6,371
资产总计	183,042	213,396	244,009	280,433	320,864
流动负债	41,093	45,674	47,662	50,923	53,884
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	1,514	1,342	1,486	1,649	1,817
其他	39,580	44,331	46,176	49,274	52,067
非流动负债	73	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他	73	1	1	1	1
负债合计	41,166	45,675	47,663	50,924	53,886
少数股东权益	5,866	6,398	9,654	13,442	17,778
归属母公司	136,010	161,323	186,692	216,066	249,200
负债和股东权益	183,042	213,396	244,009	280,433	320,864

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	88,854	97,993	110,821	127,477	144,072
同比	15.1%	10.3%	13.1%	15.0%	13.0%
归属母公司净利润	41,206	46,697	53,869	62,674	71,734
同比	17.1%	13.3%	15.4%	16.3%	14.5%
毛利率(%)	91.5%	91.6%	91.8%	92.1%	92.3%
ROE%	30.3%	28.9%	28.9%	29.0%	28.8%
EPS(摊薄)(元)	32.80	37.17	42.88	49.89	57.10
P/E	36.06	53.75	39.15	33.65	29.40
P/B	10.93	15.56	11.30	9.76	8.46
EV/EBITDA	24.43	36.50	26.48	22.51	19.40

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	88,854	97,993	110,821	127,477	144,072
营业成本	7,576	8,265	9,040	10,034	11,053
营业税金及附加	12,733	13,887	15,626	17,974	20,314
销售费用	3,279	2,548	2,660	2,804	2,881
管理费用	6,168	6,790	7,536	8,541	9,221
研发费用	49	50	55	64	72
财务费用	7	-235	-496	-797	-1,142
减值损失合	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	-1	-53	22	25	29
营业利润	59,041	66,635	76,422	88,882	101,701
营业外收支	-259	-438	-255	-265	-275
利润总额	58,783	66,197	76,167	88,617	101,426
所得税	14,813	16,674	19,042	22,154	25,357
净利润	43,970	49,523	57,125	66,463	76,070
少数股东损	2,764	2,826	3,256	3,788	4,336
归属母公司	41,206	46,697	53,869	62,674	71,734
EBITDA	60,293	67,770	77,269	89,425	101,896
EPS(当年)(元)	32.80	37.17	42.88	49.89	57.10

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	45,211	51,669	57,706	68,879	76,568
净利润	43,970	49,523	57,125	66,463	76,070
折旧摊销	1,243	1,317	1,365	1,365	1,365
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变	32	857	-1,039	786	-1,142
其它	-35	-28	255	265	275
投资活动现金流	-3,166	-1,805	-2,265	-2,275	-2,285
资本支出	-3,149	-2,089	-2,275	-2,285	-2,295
长期投资	0	295	0	0	0
其他	-17	-11	10	10	10
筹资活动现金流	-19,284	-24,128	-28,500	-33,300	-38,600
吸收投资	833	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-20,117	-24,091	-28,500	-33,300	-38,600
现金流净增加额	22,761	25,737	26,941	33,304	35,683

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。