

贵州茅台 (600519.SH)

系列酒表现亮眼，直销渠道持续落地

事件：

2021H1实现营收490.87亿元，同比+11.68%；归母净利润246.54亿元，同比+9.08%；扣非归母净利润246.49亿元，同比+8.72%。2021Q2实现营收218.16亿元，同比+11.61%；归母净利润107.00亿元，同比+12.53%；扣非归母净利润106.80亿元，同比+12.20%。符合预期。

投资要点：

➢ **2021Q1税金及其附加对公司利润的影响逐渐被平滑，公司盈利能力在线。**公司2021H1/2021Q2毛利率为91.38%/91.01%，同比-0.08/-0.19pcts，毛利略微下滑的主要原因是系列酒收入占比提升。2021H1/2021Q2销售费用率为2.54%/3.19%，同比-0.01/+0.72pcts，2021Q2销售费用增加主要是系列酒促销费用增加。2021H1/2021Q2管理费用率为6.88%/7.58%，同比+0.36/+0.57pcts，管理费用率增长主要是职工薪酬费用、商标许可使用费等费用增加。2021H1/2021Q2/2021Q1税金及附加/营业总收入为13.71%/13.80%/13.65%，同比+1.43/-1.72/+3.96pcts，2021Q2的税金及附加减少，上半年税金及附加对利润的影响逐渐减小。2021H1/2020Q1/2021Q1净利率为53.39%/52.41%/54.17%，同比-1.05/+0.92/-2.63pcts，公司的盈利能力稳健。

➢ **系列酒在“双轮驱动”中发力迅速，渠道改革持续落地。**按产品档次分，2021H1茅台酒/系列酒分别实现收入429.49/60.60亿元，同比+9.39/+30.32%；2021Q2茅台酒/系列酒分别实现收入183.57/34.18亿元，同比+7.74/37.71%，系列酒占比提升至15.70%，同比+2.99pct。系列酒的提价及促销带动业绩增长，预计酱香热将带动“双轮驱动”持续实现。按渠道分，2021H1直销/经销分别实现收入95.04/395.05亿元，同比+84.45/+1.93%；2021Q2直销/经销分别实现收入47.27/170.48亿元，同比+74.07/+1.42%，直销占比21.71%，同比+5.24pct。配合经销商整治，直销比重持续提高，收入结构、质量不断优化。

➢ **消费需求持续高涨，回款表现良好。**在当前的白酒淡季，飞天茅台酒整箱批价上涨至3770元，散瓶批价维持3000元左右，终端动销处于供不应求的状态。2021H1/2021Q2销售回款502.70/279.69亿元，同比+8.23/13.79%，验证经销商基本按月打款的节奏，回款略好于实际营收增速。中秋国庆将近，预计高端白酒消费需求仍将旺盛。

➢ **盈利预测：**考虑经济恢复速度对飞天调价的影响，我们下调公司目标价为2215元。我们预计公司2021-2023年收入同增13.08%/22.28%/19.38%；归母净利润同增13.40%/23.46%/20.01%；对应PE为41.63/33.72/28.10倍。

➢ **风险提示：**市场资金偏好发生转变；公司经营不善；酱酒热度退散。

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	88,854	97,993	110,807	135,490	161,745
增长率(%)	15.10	10.29	13.08	22.28	19.38
归母净利润(百万)	41,206	46,697	52,953	65,373	78,451
增长率(%)	17.05	13.33	13.40	23.46	20.01
EPS(元/股)	32.80	37.17	42.15	52.04	62.45
市盈率(P/E)	35.32	53.75	41.63	33.72	28.10
市净率(P/B)	10.70	15.41	11.66	9.71	8.12

数据来源：公司公告、华福证券研究所

审慎推荐(维持评级)

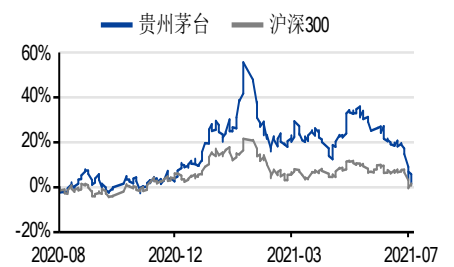
当前价格：1755元

目标价格：2215元

基本数据(以2021-08-02为准)

总股本/流通股本(百万股)	1,256/1,256
流通A股市值(百万元)	2,109,144
每股净资产(元)	128.75
资产负债率(%)	21.28
一年内最高/最低(元)	2,627.88/1,598.

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 赖靖瑜

执业证书编号：S0210520080004

电话：021-20655283

邮箱：lly2652@hfzq.com.cn

相关报告

1、季报点评：《贵州茅台(600519.SH)：直营与系列酒持续改善经营，全年看税金影响小》—2021.04.29

2、年报点评：《贵州茅台(600519.SH)：2020年圆满收官，2021年稳中求进》—2021.04.01

3、深度报告：《贵州茅台(600519.SH)：“国酒”地位当仁不让，确定性上仍有惊喜》—2020.11.20

图表 1：财务预测摘要

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金及拆出资金	154,291	186,824	231,986	285,721	营业总收入	97,993	110,807	135,490	161,745
应收票据	1,533	1,733	2,119	2,530	营业成本	8,154	9,791	11,448	13,162
应收账款	0	0	0	0	税金及附加	13,887	14,405	17,614	21,027
预付账款	898	1,079	1,261	1,450	销售费用	2,548	3,324	4,065	4,852
存货	28,869	31,332	34,343	36,854	管理费用	6,790	7,756	9,213	10,999
合同资产	0	0	0	0	研发费用	50	57	70	83
其他流动资产	61	69	85	102	财务费用	-235	-16	-14	-12
流动资产合计	185,652	221,037	269,794	326,657	信用减值损失	-71	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	5	0	0	0
固定资产	16,225	17,488	18,654	19,732	投资收益	0	0	0	0
在建工程	2,447	2,947	2,947	2,747	其他收益	13	13	13	13
无形资产	4,817	4,335	3,902	3,512	营业利润	66,635	75,503	93,109	111,648
商誉	0	0	0	0	营业外收入	11	10	11	11
其他非流动资产	4,255	4,226	4,202	4,182	营业外支出	449	449	449	449
非流动资产合计	27,744	28,996	29,705	30,173	利润总额	66,197	75,064	92,671	111,210
资产合计	213,396	250,033	299,499	356,830	所得税	16,674	18,907	23,342	28,012
短期借款	0	0	0	0	净利润	49,523	56,157	69,329	83,198
应付票据	0	0	0	0	少数股东损益	2,826	3,205	3,956	4,748
应付账款	1,342	1,792	2,104	2,331	归属母公司净利润	46,697	52,952	65,373	78,450
预收款项	0	0	0	0	NOPLAT	47,128	56,145	69,318	83,189
合同负债	13,322	15,064	18,419	21,988	EPS (摊薄)	37.17	42.15	52.04	62.45
其他应付款	3,257	3,254	3,218	3,243					
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	27,753	31,202	35,187	39,423					
流动负债合计	45,674	51,312	58,928	66,985					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1	1	1	1					
非流动负债合计	1	1	1	1					
负债合计	45,675	51,313	58,929	66,986					
归属母公司所有者权益	161,323	189,117	227,011	271,537					
少数股东权益	6,398	9,603	13,559	18,307					
所有者权益合计	167,721	198,720	240,570	289,844					
负债和股东权益	213,396	250,033	299,499	356,830					

现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	51,669	58,670	71,042	85,451
现金收益	47,639	57,890	71,105	85,017
存货影响	-3,584	-2,463	-3,011	-2,511
经营性应收影响	581	-381	-569	-600
经营性应付影响	-13,797	446	276	253
其他影响	20,830	3,178	3,240	3,292
投资活动现金流	-1,805	-3,000	-2,500	-2,300
资本支出	-2,309	-3,030	-2,524	-2,319
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	504	30	24	19
融资活动现金流	-24,128	-5,803	-23,381	-29,415
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-24,091	-29,142	-35,978	-43,175
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-37	23,339	12,597	13,760

主要财务比率				
	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	10.3%	13.1%	22.3%	19.4%
EBIT增长率	13.5%	19.1%	23.5%	20.0%
归母净利润增长率	13.3%	13.4%	23.5%	20.0%
获利能力				
毛利率	91.7%	91.2%	91.6%	91.9%
净利率	50.5%	50.7%	51.2%	51.4%
ROE	27.8%	26.6%	27.2%	27.1%
ROIC	33.0%	33.5%	34.3%	34.4%
偿债能力				
资产负债率	21.4%	20.5%	19.7%	18.8%
债务权益比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	406.5%	430.8%	457.8%	487.7%
速动比率	343.3%	369.7%	399.6%	432.6%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	不适用	不适用	不适用	不适用
应付账款周转天数	63	58	61	61
存货周转天数	1,195	1,107	1,033	974
每股指标 (元)				
每股收益	37.17	42.15	52.04	62.45
每股经营现金流	41.13	46.70	56.55	68.02
每股净资产	128.42	150.55	180.71	216.16
估值比率				
P/E	54	42	34	28
P/B	15	12	10	8
EV/EBITDA	43	36	30	25

数据来源：wind，华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn