

买入

2021年8月6日

渠道建设稳步推进，系列酒表现可圈可点

► **业绩符合预期：**公司上半年收入 490.87 亿元，同比增长 11.7%；归母净利润 246.53 亿元，同比增长 9.1%。其中，二季度收入 226.57 亿元，同比增长 11.4%；净利润 106.99 亿元，同比增长 12.5%。上半年现金回款 502.70 亿元，同比增长 8.2%；二季度现金回款 279.7 亿元，同比增长 13.8%。上半年公司合同负债 92.44 亿元，同比减少 2.3%。

► **二季度毛利率保持稳定，销售管理费用有所增加：**二季度公司毛利率 91.3%，同比下降 0.2pct，预计由系列酒的占比提升所致。税金及附加率 13.8%，同比下降 1.7pct，主要受季节性的产销节奏变动影响，一季度税金及附加费用大幅增加导致利润增速不及收入的情况已得到改善。此外，销售费用率 3.2%，同比提升 0.7pct，主要由于去年疫情导致较低的业绩基数和本季度酱香系列酒销售费用的增加。管理费用率 7.5%，同比提升 0.6pct，主要由于薪酬费用，商标使用许可费用增加所致。

► **直销比例大幅提升，系列酒增长势头强劲：**产量方面，上半年公司基酒产量 5.03 万吨，其中，茅台酒 3.78 万吨，系列酒 1.25 万吨。按产品收入划分，茅台酒 429.49 亿元，同比增长 9.4%。系列酒 60.61 亿元，同比增长 30.3%。二季度系列酒收入同比增长 37.7%，增长势头强劲。渠道方面，上半年直销收入 95.04 亿元，占比 19.39%，同比提升 7.66pct，环比提升 1.85pct。下半年公司将持续深化营销渠道改革，经销商渠道无增量，将通过持续增加直销比例增厚利润。上半年国内经销商数量 2096 家，增加 62 家经销商（酱香系列酒经销商），减少 12 家经销商（茅台酒经销商）。渠道反馈显示飞天茅台一批价已站稳 3000 元，并保持上行趋势。

► **维持目标价 2500 元，买入评级：**我们认为今年茅台酒提价依旧是小概率事件，中短期则持续依靠提升直营比例和非标酒的提价来实现吨价的增长。公司持续优化投放结构，在茅台酒强大品牌力的影响下，茅台系列酒表现可圈可点。综上所述，我们认为公司将稳步完成全年收入增长 10.5% 的目标。考虑到当前白酒板块资金流出明显，公司当前估值对应 2022 年市盈率约 34 倍。长期来看，量价齐升的逻辑对公司业绩的增长形成强有力的支撑。维持目标价 2500 元，买入评级。

► **风险因素：**宏观经济疲软导致白酒行业景气度不足；出厂价提升不及预期；终端销售价格低于预期；管理层更换导致业务风险；税率等政策风险对业绩有较大影响。

黄博涵

852-25321539

Bohan.huang@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	白酒
股价	1676.98 元
目标价	2,500 元 (+49.16%)
股票代码	600519
已发行股本	12.56 亿股
总市值	21,006 亿元
52 周高/低	2,608.59 元/1,580.71 元
每股净资产	128.42 元
主要股东	中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司 58.00%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	19年历史	20年历史	21年预测	22年预测	23年预测
总营业收入（人民币百万元）	88,854	97,993	112,033	131,488	148,602
变动	16.01%	11.21%	14.67%	15.32%	13.16%
毛利润	78,000	86,761	101,217	116,728	132,088
归属母公司股东的净利润	41,206	46,697	55,382	65,144	73,612
摊薄每股收益	32.8	37.2	44.1	51.9	58.6
变动	17.06%	13.32%	18.60%	17.63%	13.00%
每股派息（元）	17.0	19.3	22.9	27.0	30.5
股息现价比	1.02%	1.15%	1.37%	1.61%	1.82%
市盈率@1676.98元（倍）	51.13	45.12	38.04	32.34	28.62

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

主要财务报表

损益表					财务能力分析					
单位: 百万美元, 财务年度: 3月31日	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
营业总收入	88,854	97,993	112,033	131,488	148,602	盈利能力				
营业收入	85,345	94,915	108,835	125,514	142,031	毛利率(%)	91.39%	91.41%	93.00%	93.00%
其他类金融业务收入	3,510	3,078	3,197	5,974	6,572	净利率(%)	49.49%	50.54%	53.15%	53.27%
毛利(不包含其他收入)	78,000	86,761	101,217	116,728	132,088	净资产收益率	30.99%	29.53%	30.15%	30.12%
营业总成本	29,812	31,305	32,919	38,480	43,501	总资产收益率	24.02%	23.21%	24.10%	24.39%
营业成本	7,430	8,154	7,618	8,786	9,942	资产负债率	22.49%	21.40%	20.07%	19.00%
税金及附加	12,733	13,887	15,876	18,633	21,058	茅台酒产销情况				
销售费用	3,279	2,548	2,913	3,419	3,864	生产量	49,923	50,235	56,000	56,000
管理费用	6,168	6,790	6,722	7,889	8,916	YoY	1%	1%	11%	0%
研发费用	49	50	58	68	76	销售量	34,562	34,313	38,117	39,986
财务费用	7	-235	-268	-315	-356	YoY	6%	-1%	11%	5%
营业利润	59,041	66,635	79,114	93,008	105,101	出厂价				
加: 营业外收入	9	11	13	15	17	茅台酒(含税)	969	969	1,056	1,151
减: 营业外支出	268	449	514	603	681	茅台酒(不含税)	858	858	935	1,019
利润总额	58,783	66,197	78,613	92,420	104,437	YoY	0%	0%	9%	9%
减: 所得税	14,813	16,674	19,062	22,373	25,285	增值税率	13%	13%	13%	13%
净利润	43,970	49,523	59,551	70,048	79,152	茅台酒平均售价(倒推)				
归属于母公司所有者的净利润	41,206	46,697	55,382	65,144	73,612	ASP	1,033	1,164	1,222	1,332
基本每股收益	32.80	37.17	44.08	51.85	58.59	YoY	9%	13%	5%	9%
资产负债表					现金流量表					
	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
货币资金	13,252	36,091	47,379	67,125	90,268	净利润	43,970	49,523	59,551	70,048
应收票据及应收账款	1,463	1,533	1,533	1,533	1,533	加: 资产减值准备	5	-	-	-
预付款项	1,549	898	988	1,087	1,196	固定资产折旧、油气资产折耗、				
其他应收款(合计)	77	34	34	34	34	生产性生物资产折旧	1,150	1,196	1,100	1,100
存货	25,285	28,869	30,735	30,513	33,897	无形资产摊销	83	110	-	-
固定资产(合计)	15,144	16,225	16,725	17,125	17,525	长期待摊费用摊销	10	11	-	-
在建工程(合计)	2,519	2,447	2,447	2,447	2,447	固定资产报废损失	0	0	-	-
无形资产	4,728	4,817	4,817	4,817	4,817	递延所得税资产减少	-51	-23	-	-
递延所得税资产	1,100	1,123	1,123	1,123	1,123	存货的减少	-1,778	-3,584	-1,866	222
资产总计	183,042	213,396	247,140	287,162	334,197	经营性应收项目的减少	3,425	-504	-	-
应付票据及应付账款	1,514	1,342	1,342	1,342	1,342	经营性应付项目的增加	-1,615	4,945	3,935	4,960
预收款项	-	13,322	17,256	22,216	29,630	间接法-经营活动产生的现金流量净额	45,211	51,669	62,630	76,231
应付职工薪酬	2,445	2,981	2,981	2,981	2,981	投资活动产生的现金流量:	-	-	-	-
应交税费	8,756	8,920	8,920	8,920	8,920	购建固定资产、无形资产和其他长期				
其他应付款(合计)	3,590	3,257	3,257	3,257	3,257	资产支付的现金	3,149	2,090	1,600	1,500
其他金融类流动负债	11,049	14,242	14,242	14,242	14,242	支付其他与投资活动有关的现金	24	18	-	-
负债合计	41,166	45,675	49,610	54,570	61,984	投资活动产生的现金流量净额	-3,166	-1,805	-1,600	-1,500
实收资本(或股本)	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	筹资活动产生的现金流量:	-	-	-	-
资本公积金	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375	分配股利、利润或偿付利息支付的现	20,117	24,091	25,865	30,424
盈余公积金	16,596	20,175	20,175	20,175	20,175	其中: 子公司支付给少数股东的股利	1,854	2,704	3,877	4,560
未分配利润	115,892	137,594	167,403	202,467	242,087	筹资活动产生的现金流量净额	-19,284	-24,128	-29,742	-34,984
归属于母公司所有者权益合计	136,010	161,323	191,132	226,195	265,816	现金及现金等价物净增加额	22,761	25,737	31,288	39,746
少数股东权益	5,866	6,398	6,398	6,398	6,398	期初现金及现金等价物余额	98,243	121,004	146,741	178,028
所有者权益合计	141,876	167,721	197,530	232,593	272,214	期末现金及现金等价物余额	121,004	146,741	178,028	217,775
负债和所有者权益总计	183,042	213,396	247,140	287,162	334,197					

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」),「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。