

推荐 (维持)

## 上半年业绩略低于预期，直销渠道加速推进

风险评级：中风险

贵州茅台 (600519) 2021 年半年度业绩点评

2021 年 8 月 1 日

### 投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

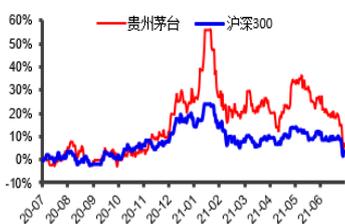
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

### 主要数据

2021 年 7 月 30 日

收盘价(元)	1,678.99
总市值(亿元)	21,091.44
总股本(亿股)	12.56
流通股本(亿股)	12.56
ROE(TTM)	27.13%
12 月最高价(元)	2,576.74
12 月最低价(元)	1,583.59

### 股价走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 相关报告

**事件：**公司发布2021年半年度报告。公司2021H1分别实现营业总收入与归属于上市公司股东的净利润507.22亿元与246.54亿元，分别同比增长11.15%与9.08%。公司2021H1营业总收入增速符合市场预期，归母净利润增速不及市场预期。

**点评：**

■ **有望完成全年10.5%的增长目标。**公司2021Q2实现营业总收入226.57亿元，同比增长11.41%，与2019Q2相比，公司营业总收入年均复合增速为10.10%。公司2021Q2实现归母净利润107.00亿元，同比增长12.54%，与2019Q2相比，公司归母净利润年均复合增速为10.71%。公司此前披露2021年经营目标，力争营业总收入较上年度同比增长10.5%左右。截止2021H1，公司实现营业总收入507.22亿元，营业总收入的实施进度已完成全年目标的约46.84%。考虑到二季度为白酒传统的销售淡季，步入三季度后，经销商打款积极性将有所提高。在中秋与国庆双节的催化下，公司产品销量将进一步释放，全年10.5%的营收增长目标有望达成。

■ **茅台酒稳增，系列酒持续放量。**分品类看，公司在发展高端茅台酒的同时，逐步完善系列酒的发展路径。在系列酒方面，公司致力于将茅台王子酒打造成50亿元的超级单品，将汉酱、赖茅培育成20亿元的超级单品，以实现茅台酒与系列酒的双轮驱动。2021年上半年，公司茅台酒保持稳增态势，系列酒持续放量。茅台酒2021H1实现营收429.49亿元，同比增长9.39%；系列酒实现营业收入60.60亿元，同比增长30.32%。单季度看，2021Q2茅台酒实现营收183.57亿元，同比增长7.74%；系列酒实现营收34.17亿元，同比增长37.67%，营收实现快增。随着系列酒不断发力，系列酒业务或成为公司未来发展的新增长点。

■ **直销渠道加速推进，改革成效显著。**自2018年以来，公司开始进行渠道改革，大力发展直营渠道，加大直营渠道的占比。近几年，公司的直营渠道实现快速发展，渠道逐步向扁平化迈进。2021H1，公司批发代理实现营收395.05亿元，同比增长1.92%，营收占比为80.61%；直销渠道实现营收95.04亿元，同比增长84.44%，营收占比为19.39%。其中，直销渠道在Q2实现营业收入47.27亿元，同比增长47.03%，营收占比为21.71%。公司渠道改革成效显著。

■ **Q2净利率有所提高，产能逐步释放。**公司2021Q2实现毛利率91.01%，同比下降0.19个百分点；实现净利率52.41%，同比增加0.92个百分点。其中，销售费用率与管理费用率有所上升，财务费用率有所下降。产能方面，公司茅台酒制酒新投产车间将于2021年10月17日全面投产。工程竣工后，茅台酒基酒年产能将达到5.6万吨规模。与此同

时，公司2018年实施的系列酒制酒技改工程及配套设施项目计划将在今年全面建成，预计扩大3万吨产能，届时系列酒也将有每年5.6万吨产能。在茅台酒与系列酒产能逐步释放的背景下，公司业绩有望增厚。

- **维持推荐评级。**预计公司2021-2022年EPS分别为42.71元和49.84元，对应PE分别为39.31倍和33.69倍。2021年是公司“十四五”的开局之年，作为白酒行业龙头，公司茅台酒与系列酒双轮驱动的策略明确，直营渠道的扩张有望提升产品吨价，公司产品量价有进一步提升的空间。维持对公司的“推荐”评级。
- **风险提示。**系列酒推广不及预期，直营渠道扩张不及预期，行业竞争加剧，食品安全问题。

图 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>97,993</b>	<b>110664</b>	<b>127,252</b>	<b>144279</b>
<b>营业总成本</b>	<b>31,305</b>	<b>34277</b>	<b>38,752</b>	<b>42971</b>
营业成本	8,154	8,410	9,391	10,532
营业税金及附加	13887	15471	17790	19622
销售费用	2548	2767	2927	3174
管理费用	6790	7525	8526	9522
财务费用	-235	-79	-69	-62
研发费用	50	53	51	44
公允价值变动净收益	5	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>66635</b>	<b>76386</b>	<b>88501</b>	<b>101308</b>
加：营业外收入	11	11	11	11
减：营业外支出	449	440	351	301
<b>利润总额</b>	<b>66197</b>	<b>75957</b>	<b>88161</b>	<b>101018</b>
减：所得税	16674	19065	21802	24244
<b>净利润</b>	<b>49523</b>	<b>56892</b>	<b>66359</b>	<b>76774</b>
减：少数股东损益	2826	3243	3749	4760
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>46697</b>	<b>53649</b>	<b>62609</b>	<b>72014</b>
<b>摊薄每股收益(元)</b>	<b>37.17</b>	<b>42.71</b>	<b>49.84</b>	<b>57.33</b>
<b>PE（倍）</b>	<b>45.17</b>	<b>39.31</b>	<b>33.69</b>	<b>29.29</b>

数据来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：[www.dgzq.com.cn](http://www.dgzq.com.cn)