

直营渠道建设稳步推进，系列酒有望持续创造增量



——贵州茅台（600519）2021年半年报点评

事件：贵州茅台发布 2021 年半年报，上半年实现营收 507.22 亿元，同比增长 11.15%；实现归属于母公司净利润 246.54 亿元，同比增长 9.08%。

点评

❖ 上半年业绩基本符合预期，盈利能力保持稳定

上半年实现营收和归属于母公司净利润 507.22、246.54 亿元，分别同比增长 11.15%、9.08%，其中二季度实现营收和归属于母公司净利润 226.57、107.00 亿元，分别同比增长 11.41%、12.53%。上半年净利润增速略低于营收增速预计主要系一季度消费税及附加提升与直销节奏错配所致，2021 年上半年税金及附加为 69.55 亿元，同比提升 13.51 亿元。毛利率基本持平，同比下滑 0.08 个百分点至 91.38%。费用率方面公司掌控能力较强，期间费用率同比下滑 0.21 个百分点至 8.74%，其中销售费用率同比下滑 0.01 个百分点至 2.54%，管理费用率同比微增 0.36 个百分点至 6.92%，销售费用和管理费用同比增长 10.94%、17.31%，主要系酱香系列酒促销费增加和职工薪酬费用、商标许可使用费等增加，净利率同比下滑 0.51 个百分点至 53.39%。现金流方面，上半年公司经营活动现金净流量为 217.19 亿元，同比增长 72.09%，主要系本期客户存款和同业存放款项净增加额增加；现金回款 502.70 亿元，回款状况较好。预收款方面，上半年预收款（合同负债+其他流动负债）为 103.68 亿元，同比下滑 1.97%，环比增加 43.56 亿元，二季度经销商备货积极性较高。

❖ 系列酒实现较大增长，直营渠道建设稳步推进

分产品来看，茅台酒及系列酒收入分别为 429.49、60.60 亿元，分别同比增长 9.39%、30.32%，茅台酒和系列酒产量分别为 3.78、1.25 万吨，茅台酒平稳增长，二季度发货约 7000 吨，系列酒实现较快增长，预计主要系结构调整叠加系列酒提价，系列酒后续有望持续创造增量。渠道方面，公司渠道结构进一步优化，直销及批发销售收入分别为 95.04、395.05 亿元，分别同比增长 82.52%、1.92%，自营渠道占营收比重从 11.73% 提升至 19.39%，直营渠道持续加大投放力度；经销商方面，报告期末国内经销商数量 2096 家，二季度净增加 50 家经销商，其中主要系酱香系列酒经销商增加，减少茅台酒经销商，预计传统渠道配额或持续萎缩，直营渠道加大投放力度有助于增强渠道把控力。在公司保持总量适度增长，渠道和产品结构持续优化的背景下，2021 上半年公司盈利能力稳定提升。

❖ 公司将以“稳”为主，全年收入目标 10.5%

2021 年公司收入目标为 10.5% 左右，并完成基本建设投资 68.21 亿元，稳步推进 3 万吨酱香系列酒及配套项目建设。2021 年茅台酒基酒产能目标为 5.53 万吨，新增 0.51 万吨产能，系列酒产能目标为 2.9 万吨。据渠道反馈，茅台散瓶批价提升至 3700 元/瓶，整箱一批价在 3000 元/瓶，库存维持低位，目

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	食品饮料
报告时间	2021/07/31
前收盘价	1678.99
公司评级	增持评级

👤 分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002
ouyangyujian@cczq.com

👤 联系人

何宇航

证书编号：S1100120090004
heyuhang@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

前 8 月配额已经打款，预计接下来直营渠道占比将进一步提升。中长期看，茅台在量上整体供需关系稳定，在价上随着直营投放加大以及产品结构优化，整体均价有望稳步提升。随着中秋国庆旺季到来，下半年公司有望保持较高增速，全年 10.5% 增长目标有望顺利完成。

❖ 维持公司“增持”评级

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 1082.26、1204.84、1336.99 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 516.36、577.54、645.51 亿元，EPS 分别为 41.10、45.98、51.39 元/股，对应当前 PE 分别为 40.85、36.52、32.67 倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济下行风险、食品安全风险、疫情持续超预期。

盈利预测与估值

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	97993.24	108226.26	120483.61	133698.63
+/-%	10.29	10.44	11.33	10.97
归属母公司股东 净利润(百万)	46697.29	51635.75	57754.32	64550.77
+/-%	13.33	10.58	11.85	11.77
EPS(元)	37.17	41.10	45.98	51.39
PE	45.17	40.85	36.52	32.67

资料来源：公司公告，川财证券研究所，盈利预测截止日期 2021/7/31

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399