

完成全年过半任务，“稳”字当头结构增长

贵州茅台（600519.SH）

推荐 维持评级

核心观点：

- **事件** 2021上半年公司完成基酒产量5.03万吨，其中茅台酒基酒产量3.78万吨、系列酒基酒产量1.25万吨；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%；实现归母净利润246.54亿元，同比增长9.08%，扣非归母净利润246.49亿元，同比增长8.72%。
- **21H1茅台酒收入增速近10%，系列酒增长超30%** 2021一、二季度公司合计酒类销售收入272.35、217.75亿元，同比增长11.66、11.55%。其中，茅台酒实现销售收入245.92、183.57亿元，同比增长10.66、7.74%；系列酒实现销售收入26.43、34.18亿元，同比增长21.86、37.71%。系列酒H1增速30.32%，实现较高增长，占酒类整体销售比例达到12.37%，相比20H1提升1.78PCT。“酱香酒热”亦利好系列酒销售表现。按地区来划分，H1国内、国外销售收入478.10、12.00亿元，同比增长11.68、8.96%，Q2国外销售下降23.51%。
- **21H1直销渠道收入增速84.45%，直销占比同比提升超5PCT，较21Q1提升超4PCT** 2021H1，公司直销、批发代理分别实现销售收入95.04、395.05亿元，同比增速84.45、1.93%，占经销总收入比例为19.39、80.61%。其中，第二季度公司直销、批发代理分别实现销售收入47.27、170.48亿元，同比增速47.06、4.55%，占经销总收入比例为21.71、78.29%；直销渠道占整体收入比例相比2020中报的16.47%再度提升5.24PCT；对比21Q1直销渠道占比17.54%再提升4.17PCT。
- **毛利率稳定，税金影响主要在Q1，Q2净利率同比提升** 2021H1毛利率为91.38%，同比微降0.08PCT；销售费率2.54%，同比不变，三项费用率8.70%，同比下降0.21PCT。其中，第二季度单季毛利率为91.01%，同比下降0.20PCT；销售费率3.19%，同比增加0.72PCT，三项费用率9.71%，同比增加0.63PCT。21H1营业税金及附加/总收入比率同比增加1.43PCT，影响主要体现在第一季度。21H1净利率同比降低1.05PCT至53.39%，Q2净利率52.41%，提升0.92PCT。
- **做优做强品牌文化，直销比例持续提升，“六稳”贯穿营销体系** 2021全年经营目标：营业总收入较上年度增长10.5%左右。2021年“稳”字当头的情况下，我们预计直营有望继续放量，3月非标定制产品、生肖酒及精品提价有望逐步体现业绩贡献。
- **投资建议** 预计公司2021-2023年度营业收入分别为1091.55、1228.32、1420.30亿元，同比增长11.39、12.53、15.63%，归母净利润531.37、604.17、692.26亿元，同比增长13.79、13.70、14.63%，对应EPS42.30、48.09、55.13元，目前价格对应PE倍数为41、36、32，“推荐”评级。
- **风险提示** 食品安全的风险；直营投放及结构升级不及预期的风险。

分析师

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

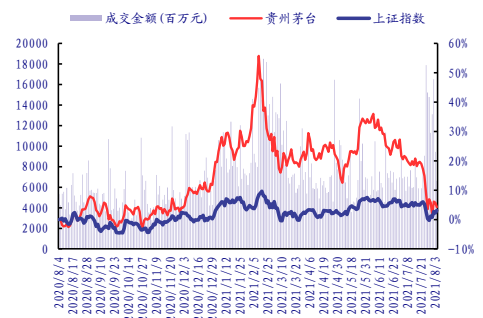
分析师登记编码: S0130511090001

市场数据

2021-08-03

A股收盘价(元)	1749.30
A股一年内最高价(元)	2627.88
A股一年内最低价(元)	1620.72
上证指数	3,447.99
市盈率	45.08
总股本(百万股)	1256.20
实际流通A股(百万股)	1256.20
限售的流通A股(百万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	21974.67

相对上证表现图



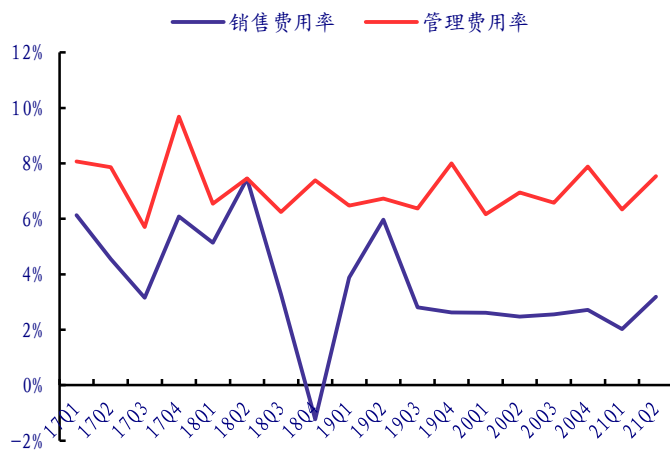
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

附录

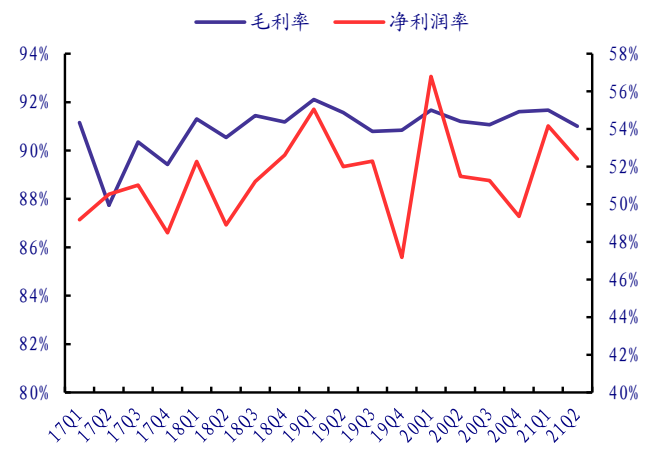
表 1: 公司主要财务指标及盈利预测

主要财务指标	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	77,199.38	88,854.34	97,993.24	109,154.67	122,831.75	142,030.35
营业收入增长率	26.43%	15.10%	10.29%	11.39%	12.53%	15.63%
归属净利润 (百万元)	35,203.63	41,206.47	46,697.29	53,136.84	60,416.59	69,255.54
利润增长率	30.00%	17.05%	13.33%	13.79%	13.70%	14.63%
EPS (元) (摊薄)	28.02	32.80	37.17	42.30	48.09	55.13
P/E	62	53	47	41	36	32

资料来源: 公司定期财务报告, 中国银河证券研究院 (PE 对应 2021 年 8 月 3 日收盘价)

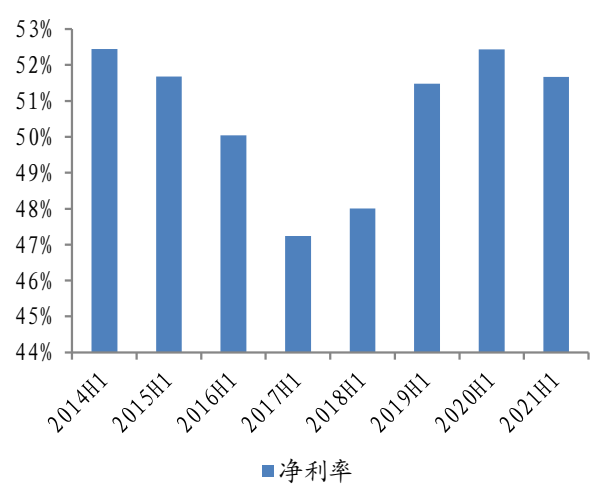
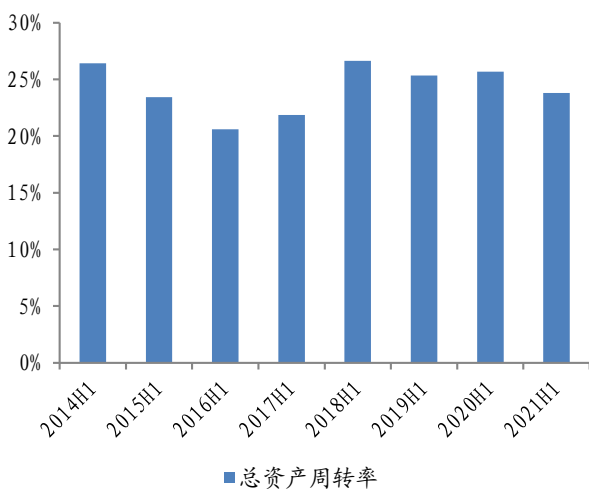
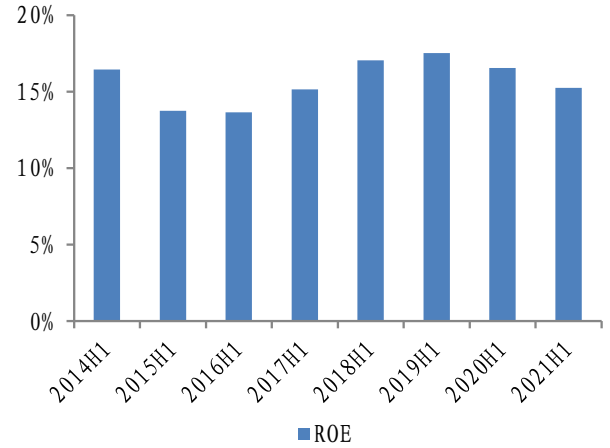
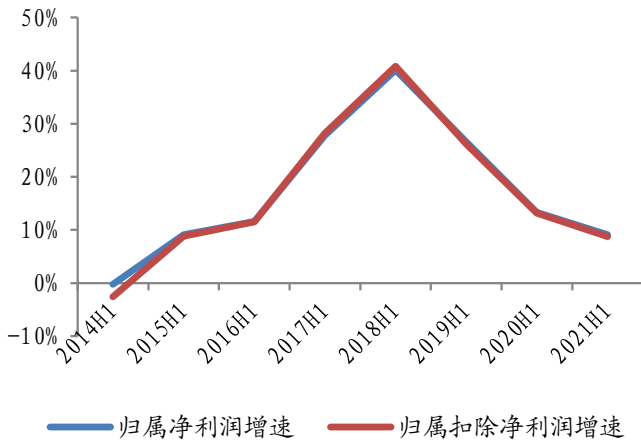
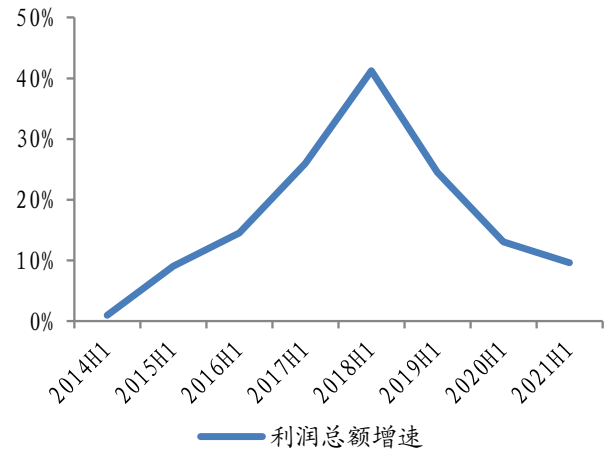
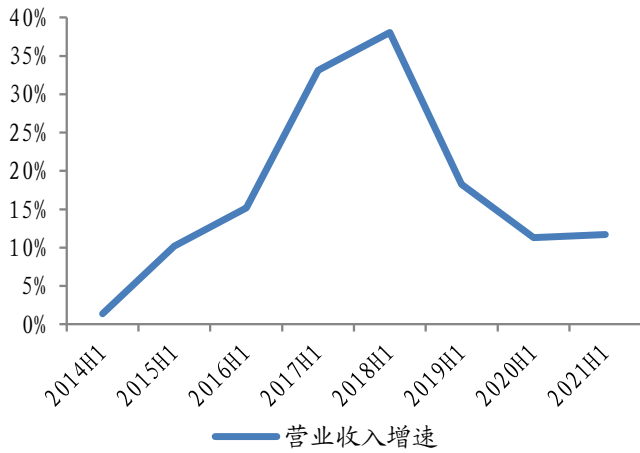
图 1: 公司 2017 年至今单季度销售和管理费用率变动


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2: 公司 2017 年至今单季度毛利率和净利率变动


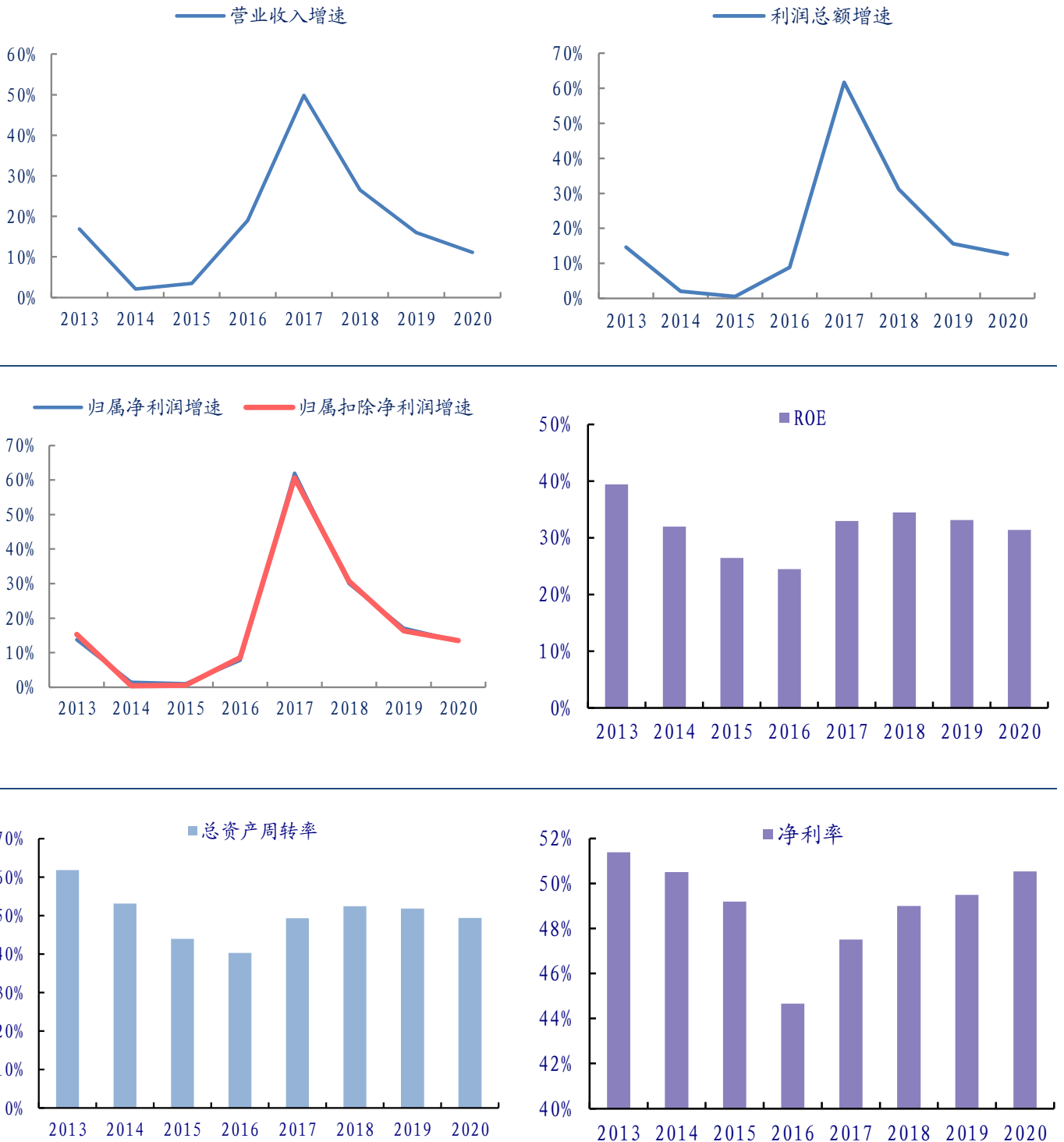
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (半年报)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (年度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：周颖，清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn