



国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 贵州茅台 (600519): 产品结构上移, 利润如期释放

2021年8月3日

### 分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

### 公司评级

当前价格: 1749.3元

上次评级: 推荐

本次评级: 推荐

### 公司基本数据

总股本(百万股): 12.56

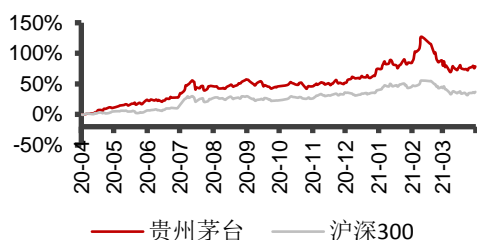
流通股本(百万股): 12.56

流通A股市值(亿元): 21975

每股净资产(元): 128.75

资产负债率(%): 21.28

### 贵州茅台与沪深300涨跌幅走势图



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

### 相关报告

- 1、茅关注高端、次高端白酒扩容, 把握啤酒龙头利润释放-食品饮料 2021 年中期策略
- 2、五粮液 (000858): 持续稳增长, 未来高质量发展可期 20210429
- 3、贵州茅台 (600519): 2020 年圆满完成目标, 稀缺性带动后续成长 20210402

贵州茅台发布2021年半年报, 公司上半年实现营业收入507.22亿元, 同比增长11.15%; 归母净利246.54亿元, 同比增长9.08%。

**产品结构上移, 渠道持续调整。**上半年, 公司实现稳健增长, 业绩符合预期, 其中二季度实现营业收入218.2亿元, 同比增长11.6%, 实现归母净利润107.0亿元, 同比增长12.5%。分产品来看, 茅台酒实现收入429.5亿元, 同比增长9.4%, 我们估计超高端产品涨价及非经销商渠道占比提升带来的吨价上涨贡献主要增长; 系列酒收入60.6亿元, 同比增长30.3%。渠道方面, 上半年公司直销渠道收入达95.0亿元, 同比增长84.5%, 占比提升7.7个百分点至19.4%。

**利润如期释放。**2021年上半年, 公司酒类销售毛利率达91.7%, 同比下降0.1个百分点, 主要由于基酒生产增加、系列酒营收高速增长所致。公司税金及附加率为13.7%, 同比增长1.4个百分点, 主要由于一季度向子公司销售增加且对超高端产品提价所致。费用率方面, 公司销售费用率同比持平; 管理费用率6.9%, 同比增加0.7个百分点、财务费用率同比下降0.6个百分点。上半年归母净利率为48.6%, 同比下降0.9个百分点, 但二季度归母净利率为47.2%, 同比上升0.5个百分点, 缴税影响逐渐减小, 利润如期释放。

**投资建议:** 短期来看, 公司大概率高质量完成年初制定目标, 中长期来看, 公司品牌力、渠道力将持续巩固“稀缺”属性, 未来增长仍具有较高确定性。近期, 白酒板块因部分公司业绩不及预期及资金调仓等原因出现较大幅度波动, 茅台配置价值显著提升。我们预计公司2021-23年EPS分别为41.90、47.03、52.66元, 对应PE为42、37、33倍, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期; 食品安全问题; 行业竞争加剧; 消费税征收政策变动导致行业税率上升; 相关行业政策出现重大调整影响公司业绩; 公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期; 国内外二级市场系统性风险; 国内外宏观经济形势急剧恶化; 其他黑天鹅事件。

**事件：**贵州茅台发布2021年半年报，公司上半年实现营业收入507.22亿元，同比增长11.15%；归母净利246.54亿元，同比增长9.08%。

**产品结构上移，渠道持续调整。**上半年，公司实现稳健增长，业绩符合预期，其中二季度实现营业收入218.2亿元，同比增长11.6%，实现归母净利润107.0亿元，同比增长12.5%。分产品来看，茅台酒实现收入429.5亿元，同比增长9.4%，我们估计在成品酒放量有限的情况下，超高端产品涨价及非经销商渠道占比提升带来的吨价上涨贡献主要增长；系列酒收入60.6亿元，同比增长30.3%，低基数下实现快速增长，我们认为原因有二：一是系列酒的调整基本结束，包括明晰产品结构、建立独立销售渠道（不再通过茅台酒搭售）、进一步筛选经销商等，二是产品提价及产品结构上移提升了吨价。

渠道方面，上半年公司直销渠道收入达95.0亿元，同比增长84.5%，占比提升7.7个百分点至19.4%。公司的直销渠道及类直营渠道持续保持快速增长，经销商渠道销售占比或降至1/3左右，预计在成品投放量有限的情况下，直营及类直营渠道销售占比提升将保证利润的增长。经销商数量方面，2021年上半年末，公司国内经销商数量为2096个，其中减少12个，主要为茅台酒经销商，增加62个，主要为系列酒经销商。一方面，经过2019、2020两年对经销商的清理和淘汰，酱香系列酒渠道基本调整完毕，推动力与执行力明显提升，去年已经实现顺价销售；另一方面，茅台酒的经销商数量进一步下降，渠道调整持续，公司进一步强化对渠道的管控能力。

产量方面，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，同比增长3.0%，系列酒基酒产量1.25万吨，同比增长9.7%，随着扩产项目的落地，新产能开始释放。

**利润如期释放。**2021年上半年，公司酒类销售毛利率达91.7%，同比下降0.1个百分点，主要由于基酒生产增加、系列酒营收高速增长所致。公司税金及附加率为13.7%，同比增长1.4个百分点，其中一季度增长4.0个百分点，二季度下降1.7个百分点，主要是由于一季度向子公司销售增加且对超高端产品提价所致。费用率方面，公司销售费用率为2.5%，继续维持低水平；管理费用率6.9%，同比增加0.7个百分点，主要由于职工薪酬费用、商标许可使用费等增加；财务费用率同比下降0.6个百分点，主要因上半年商业银行存款利息收入增加。由于税金及附加一季度大幅增加而收入未全部确认，上半年归母净利率为48.6%，同比下降0.9个百

分点，但二季度归母净利率为47.2%，同比上升0.5个百分点，缴税影响逐渐减小，利润如期释放。

图 1：茅台直销收入及增速

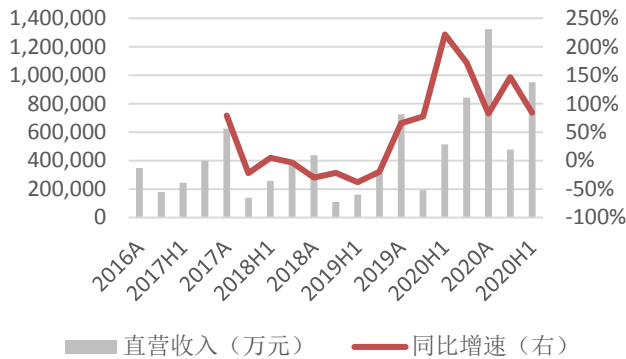
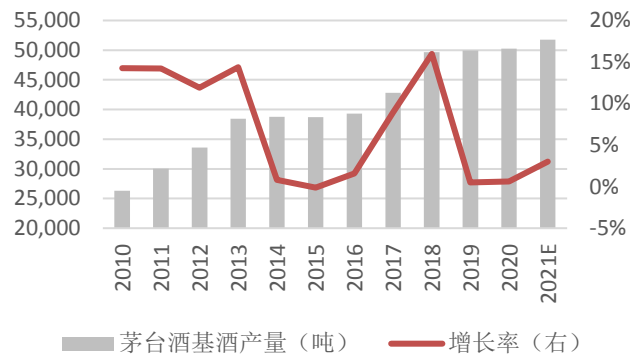


图 2：茅台酒基酒产量



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

**超高端+系列酒发展确保未来业绩增长空间。**虽然普飞年内提价概率较小，但公司可以在以下三个方面实现吨价稳步上涨。一是产品端积极发展超高端。今年年初公司对生肖酒、精品茅台分别提价54%、17%，市场接受度较高。同时，上半年公司推出约400吨香溢五洲，团购价1999元/500ml，供不应求，市场反馈良好。我们认为公司在超高端有望逐渐放量。二是渠道端不断增加直营占比，二季度直营销量增长84.5%，该渠道较经销商渠道单瓶飞天出厂价提升近45%，且直营渠道以飞天为主。三是系列酒经过渠道及产品矩阵调整后步入正轨，“双轮驱动”战略效果逐步显现，系列酒有望进入快速成长期，并成为公司的增长引擎。因此，我们认为2021年，茅台有望实现高质量发展，且未来有足够持续增长动能。

**投资建议：**短期来看，公司大概率能完成总收入10%的增长目标，且利润有望实现更高增速，中长期来看，公司品牌力、渠道力将持续巩固“稀缺”属性，未来增长仍具有较高确定性。近期，白酒板块因部分公司业绩不及预期及资金调仓等原因出现较大幅度波动，茅台股价自5月以来高点下跌超20%，PE(ttm)为45倍，配置价值显著提升。我们预计公司2021-23年EPS分别为41.90、47.03、52.66元，对应PE为42、37、33倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧；消费税征收政策变动导致行业税率上升；相关行业政策出现重大调整影响公司业绩；公司因销售增速下降、改革推进不顺利等

导致业绩增长低于预期；国内外二级市场系统性风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；其他黑天鹅事件。

**表 1：重点指标预测**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	97993	108576	121606	136198
增长率	10%	11%	12%	12%
归母净利（百万元）	46697	52630	59082	66154
增长率	13%	13%	12%	12%
每股收益（元）	37.17	41.90	47.03	52.66
PE	53.75	41.75	37.19	33.22

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

注：收盘价格日期为2021年8月3日，2021-2023年业绩为作者预测值。

**表2: 盈利预测**

报表预测		单位: 百万元			
<b>资产负债表</b>					
	2020A	2021E	2022E	2023E	
货币资金	36091	61912	89138	116577	
应收账款及票据	1533	1696	1899	2127	
存货	28869	29936	32910	39045	
其他流动资产	118261	119186	120093	121001	
流动资产合计	185652	213700	245155	279985	
固定资产合计	16225	17130	18035	18940	
递延所得税资产	1123	1123	1123	1123	
其他非流动资产	5578	4568	5058	5548	
<b>资产总计</b>	<b>213396</b>	<b>241259</b>	<b>274028</b>	<b>310174</b>	
应付票据及应付账款	1342	1441	1645	1822	
应付职工薪酬	2981	2995	3260	3705	
应交税费	8920	9229	10336	11577	
<b>负债合计</b>	<b>45675</b>	<b>46353</b>	<b>49628</b>	<b>53860</b>	
归属于母公司的所有者权益	161323	185444	211500	239565	
少数股东权益	6398	9461	12900	16750	
<b>股东权益</b>	<b>167721</b>	<b>194906</b>	<b>224400</b>	<b>256314</b>	
<b>负债及股东权益</b>	<b>213396</b>	<b>241259</b>	<b>274028</b>	<b>310174</b>	
<b>现金流量表</b>					
	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流净额	51669	54509	61932	67209	
投资活动现金流净额	-1805	-180	-1680	-1680	
筹资活动现金流净额	-24128	-28508	-33026	-38090	
<b>现金净流量</b>	<b>25737</b>	<b>25821</b>	<b>27226</b>	<b>27440</b>	

利润表		单位: 百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业收入</b>	<b>97993</b>	<b>108576</b>	<b>121606</b>	<b>136198</b>	
营业成本	10%	11%	12%	12%	
毛利	8265	8094	8580	9501	
税金及附加	89728	100482	113026	126697	
税金及附加/营业收入	92%	93%	93%	93%	
销售费用	13887	15472	17390	19544	
销售费用率	14%	14%	14%	14%	
管理费用	2548	2714	3162	3541	
管理费用率	3%	3%	3%	3%	
研发费用	6790	7492	8366	9330	
研发费用率	7%	7%	7%	7%	
财务费用	50	54	61	68	
财务费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
<b>营业利润</b>	<b>66635</b>	<b>74646</b>	<b>83774</b>	<b>93778</b>	
营业利润/营业收入	68%	69%	69%	69%	
<b>利润总额</b>	<b>66197</b>	<b>74456</b>	<b>83584</b>	<b>93588</b>	
利润总额/营业收入	68%	69%	69%	69%	
所得税费用	16674	18763	21063	23584	
<b>净利润</b>	<b>49523</b>	<b>55693</b>	<b>62521</b>	<b>70004</b>	
<b>归母净利润</b>	<b>46697</b>	<b>52630</b>	<b>59082</b>	<b>66154</b>	

基本指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>EPS (元)</b>	37.17	41.90	47.03	52.66
<b>BVPS (元)</b>	128.42	147.62	168.37	190.71
<b>PE (倍)</b>	53.75	41.75	37.19	33.22
<b>PEG</b>	4.03	3.29	3.03	2.78
<b>PB (倍)</b>	15.56	11.85	10.39	9.17
<b>EV/EBITDA</b>	36.50	29.79	26.16	23.03
<b>ROE</b>	29%	28%	28%	28%

数据来源: wind, 国开证券研究与发展部

注: 收盘价格日期为 2021 年 8 月 3 日, 2021-2023 年业绩为作者预测值。

## 分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。  
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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；  
推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；  
B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；  
C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。  
本报告仅供国开证券股份有限公司（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。  
本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和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。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。  
报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。  
本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层