

贵州茅台 (600519)

报告日期: 2022年07月21日

有序改革, 全年锚定 20% 利润增速

——贵州茅台 22H1 经营数据点评

✍️ 分析师: 杨骥 执业证书号: S1230522030003
☎️ 分析师: 张潇倩 执业证书号: S1230520090001
✉️ zhangxiaoqian@stocke.com.cn;

事件

公司发布《2022年上半年主要经营数据公告》: ① 2022H1 公司预计实现营业总收入 594 亿元左右 (+17%), 预计实现归属于上市公司股东的净利润 297 亿元左右 (+20%); ② 2022Q2 公司预计实现营业总收入 262.13 亿元左右 (+15.70%), 预计实现归属于上市公司股东的净利润 124.55 亿元左右 (+16.40%)。

投资要点

□ 2022Q2 业绩表现优异, 系列酒延续高增表现

据公司公告, 22Q2 单季度茅台酒/系列酒收入分别为 210.40/40.72 亿元, 预计同比变动+14.62%/+19.14%, 增速环比变动-2.73%/-10.57%; 系列酒收入占比提升 0.52 个百分点至 16.22%, 环比变动+5.60 个百分点, 系列酒表现优异。具体来看——

茅台酒: 22Q2 飞天茅台回款进度约 60%, 在飞天茅台投放总量较去年微增背景下, 茅台酒收入保持优异增长或主因原有非标产品量价齐升 (22 年 1 月公司对精品酒及年份酒等产品均实现提价+i 茅台主要投放高价位精品酒);

系列酒: 受益于系列酒提价红利释放 (22 年 1 月公司对 6 个 200 元以下低价产品进行清理, 并对金王子、王子酱香系列经典等 6 款产品提价 10-15%, 旨在将主力产品价格提升至 200 元以上)+疫情影响下中档酒表现优异实现量增, 22Q2 系列酒延续高增发展态势;

新品: 22Q1 公司推出了归属于系列酒类别的 1935, 同时茅台酒推出高价位珍品茅台等新品, 以增厚全年业绩。

□ i 茅台推进渠道改革, 保障利润端稳定表现

i 茅台收入表现超预期+直营店占比提升推动渠道改革加速。i 茅台官微显示: i 茅台上线百日, 酒类产品累计销售 1232 吨 (已投放虎茅、珍品茅台、茅台 1935 四款产品预计超 200 万瓶, 100ml 小茅预计超 120 万瓶), 实现营收 46 亿元 (其中茅台 1935 累计实现销售额近 9 亿元, 100ml 小茅实现销售额近 5 亿元); 另外, 由于 i 茅台平台产品均为高毛利高价位非标品叠加公司通过推出 100ml 飞天茅台推动飞天茅台吨价上行, i 茅台的推出极大的增厚公司利润, 为全年不提价也能实现 20% 的利润奠定基础。

□ 短期看营销改革红利持续释放, 中长期看“五线”为茅台保驾护航

1) 短期看: 茅台酒系列酒双轮驱动, 营销改革红利将持续释放, 看好全年公司利润端近 20% 的增长。1) 从量角度看, 考虑到 2021 年茅台酒投放量仅约 3.6 万吨, 十四五末预计或 5 万吨, 2022 年往回溯的 4 年为茅台酒基酒产量大年, 预计 2022 年茅台酒量增或超预期; 2) 从价角度看, 非标量价双升叠加直营渠道占比进一步提升将为主方向, 营销改革红利或将持续释放。

2) 中长期看: 迈入十四五, 走好茅台之路, “五线”发展道路。考虑到需求端表现强劲、公司不断加大监管力度、产量稳步提升 (2021 年茅台酒制酒车间/系列酒制酒车间实际产能分别同比提升 6237、3324 吨至 56472、28249 吨, 31660 吨系列酒基酒设计产能中, 6400 吨系列酒基酒设计产能可在 2021 年 11 月投产, 实际产能将在 2022 年

评级 买入

上次评级 买入

当前价格 1939.00

单季度业绩 元/股

2Q/2021 8.52

3Q/2021 10.04

4Q/2021 12.10

1Q/2022 13.73



公司简介

贵州茅台白酒行业龙头企业, 其中飞天茅台为公司主要大单品。

相关报告

《贵州茅台事件点评: 高质量加速度, 量价齐升逻辑持续演绎》(20220619)

《贵州茅台事件点评: i 茅台正式上线, 营销改革加速赋能》(20220523)

《贵州茅台 22Q1 业绩点评: 飞天茅台未提价下业绩增速仍超 20%, 显示强潜力》(20220426)

《贵州茅台 22Q1 经营情况点评: “i 茅台”如期上线, 22Q1 业绩符合预期》(20220328)

《贵州茅台 2022 年 1-2 月经营数据点评: 符合预期, 继续看好营销改革超预期表现》(20220308)

释放；十四五期间规划茅台酒系列酒实现双 5.6 万吨产能)、技改项目稳步推进、渠道改革加速落地，预计 2022 年茅台酒量价或超预期，推动报表端加速，在迈入十四五，公司将走好茅台之路，“五线”发展道路，坚持“双打造”、“双巩固”，聚主业，调结构，强配套，构生态，未来业绩确定性强。

□ 盈利预测及估值

公司在股东大会上再次提出 15% 的年度业绩目标，可达度高，预计 2022~2024 年公司收入增速分别为 17.9%、16.2%、14.4%；净利润增速分别为 18.8%、17.2%、16.1%；EPS 分别为 49.6、58.1、67.5 元/股；对应 PE 分别为 39、33、29 倍。考虑到公司具有较强成长性及业绩确定性，给予买入评级。

风险提示：1、宏观经济下行；2、疫情影响超预期。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	106190	124813	145064	165913
(+/-)	11.9%	17.5%	16.2%	14.4%
净利润	52460	62321	73012	84772
(+/-)	12.3%	18.8%	17.2%	16.1%
每股收益 (元)	41.8	49.6	58.1	67.5
P/E	46.4	39.1	33.4	28.7

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	220766	273297	352224	438720
现金	51810	115745	185907	267288
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	0	1382	1313	1109
其它应收款	33	65	58	68
预付账款	389	1068	972	967
存货	33394	31449	38323	41163
其他	135139	123588	125651	128126
非流动资产	34403	31671	33422	34784
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	17472	18038	18413	18619
无形资产	6208	7006	7687	8602
在建工程	2322	1858	1486	1189
其他	8400	4770	5837	6375
资产总计	255168	304968	385646	473504
流动负债	57914	44911	51947	54232
短期借款	0	0	0	0
应付款项	2010	1747	2076	2333
预收账款	0	0	0	0
其他	55904	43164	49871	51899
非流动负债	296	124	140	187
长期借款	0	0	0	0
其他	296	124	140	187
负债合计	58211	45035	52087	54419
少数股东权益	7418	10837	14841	19491
归属母公司股东权	189539	249097	318717	399594
负债和股东权益	255168	304968	385646	473504
现金流量表				
单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	64029	68224	75087	86501
净利润	55721	65740	77016	89421
折旧摊销	1480	1262	1368	1463
财务费用	(935)	(640)	(446)	(983)
投资损失	(58)	(60)	(62)	(64)
营运资金变动	(2733)	(3478)	5132	(9)
其它	10554	5401	(7922)	(3328)
投资活动现金流	(5562)	(2097)	(1991)	(2224)
资本支出	(1122)	(1247)	(1247)	(1247)
长期投资	(5)	3	(1)	(1)
其他	(4436)	(854)	(743)	(977)
筹资活动现金流	(26564)	(2193)	(2934)	(2896)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(26564)	(2193)	(2934)	(2896)
现金净增加额	31902	63934	70162	81381

利润表				
单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	106190	124813	145064	165913
营业成本	8983	8850	10634	11356
营业税金及附加	15304	17474	20309	23228
营业费用	2737	3994	4279	4811
管理费用	8450	7489	8704	9955
研发费用	62	73	85	97
财务费用	(935)	(640)	(446)	(983)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	(2)	(2)	(2)	(2)
投资净收益	58	60	62	64
其他经营收益	21	17	19	18
营业利润	74751	88210	103320	119882
营业外收支	(223)	(281)	(308)	(278)
利润总额	74528	87929	103012	119604
所得税	18808	22189	25996	30183
净利润	55721	65740	77016	89421
少数股东损益	3260	3418	4005	4650
归属母公司净利润	52460	62321	73012	84772
EBITDA	75230	87941	102124	117675
EPS (最新摊薄)	41.8	49.6	58.1	67.5
主要财务比率				
	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	11.9%	17.5%	16.2%	14.4%
营业利润	12.2%	18.0%	17.1%	16.0%
归属母公司净利润	12.3%	18.8%	17.2%	16.1%
获利能力				
毛利率	91.5%	92.9%	92.7%	93.2%
净利率	52.5%	52.7%	53.1%	53.9%
ROE	28.8%	27.3%	24.6%	22.5%
ROIC	29.0%	26.0%	23.6%	21.7%
偿债能力				
资产负债率	22.8%	14.8%	13.5%	11.5%
净负债比率	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	3.8	6.1	6.8	8.1
速动比率	3.2	5.4	6.0	7.3
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
应收帐款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款周转率	5.4	4.7	5.6	5.2
每股指标(元)				
每股收益	41.8	49.6	58.1	67.5
每股经营现金	51.0	54.3	59.8	68.9
每股净资产	150.9	198.3	253.7	318.1
估值比率				
P/E	46.4	39.1	33.4	28.7
P/B	12.9	9.8	7.6	6.1
EV/EBITDA	33.6	26.5	22.2	18.6

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>