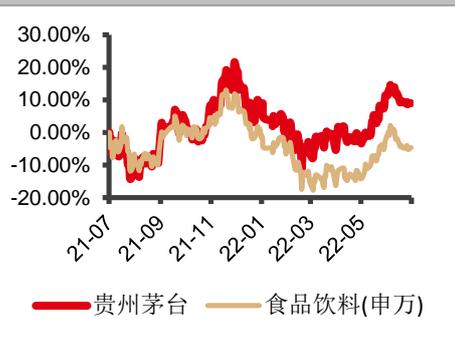


股票投资评级

推荐

个股表现



资料来源：wind，中邮证券研究所

公司基本情况

52周内高	2193.29
52周内低	1531.48
总市值(亿元)	24428.65
流通市值(亿元)	24428.65
总股本(亿股)	12.56
A股(亿股)	12.56
—已流通(亿股)	12.56
—限售股(亿股)	0

研究所

分析师：蔡雪昱

SAC 登记编号：S1340522070001

Email: caixueyu@cnpsec.com

贵州茅台 (600519.SH):

品牌力再提升，改革全面提速

● 事件

公司发布 2022 年上半年主要经营数据，预计实现营业总收入 594 亿元左右，预计实现归母净利润 297 亿元左右，分别同比增长 17.11%、20.47%。上半年白酒主营、茅台酒、系列酒收入为 574、499、75 亿元左右，分别同增 17.12%、16.18%、23.75%。上半年业绩完美实现时间过半、任务过半。

● 核心观点：

二季度需求韧性凸显，预计新品、新渠道、直营比例提升贡献主要增量。单二季度收入、归母净利润分别为 262.13、124.55 亿元，分别同比增长 15.69%、16.40%，茅台酒、系列酒收入分别为 210.40、40.72 亿元，分别同增 14.62%、19.14%，二季度行业受疫情影响较大的背景下，公司业绩呈现出强劲韧性、维持较好双位数增长。增量贡献主要来自于：1) 今年茅台及以上的产品投放量增仍主要增加在直营/类直营渠道、而从结构上看更偏重于非标产品；2) 数字化营销平台“i 茅台”Q1 末试行、Q2 上线，承接高端酒的销售、线上成交线下自营/专卖店提货、经销商留有 100 元利润模式，间接提高出厂结算吨价；3) 新款珍品和茅台 1935 带来增量；4) i 茅台投放的新规格 100ml 小茅台（换算成 500ml 同口径，零售指导价提高 33%、经销出厂价增长接近翻倍）+年初陆续非标、系列酒提价等提高吨酒价格。

系统性改革进行时：Q2 数字营销成功落地。可以看到新任管理层在营销体制、价格体系、产品体系改革上进行高效、高质量的落地推进。12 月取消拆箱政策、飞天市场成交价格理性平稳回落；1 月上市珍品（填补 15 年茅台和精品之间的价格空缺）、茅台 1935（定位千元价格带大单品），非标陆续提价，高端产品矩阵更加完善。

3 月底全新数字营销平台“i 茅台”试运行、5 月 19 日成功上线。跟踪看至 4 月 28 日、6 月 14 日、7 月 22 日，销售收入分别达到 11.88 亿、超 30 亿、逾 56 亿元，注册用户超 2 千万、日活 400 万，反响热烈。试运行期，通过快速迭代，完善系统稳定性，通过数据分析应用使得供需上投放精准度持续提升，尝试茅台文化 IP 的打造，通过服务前端化、更加快速直接听到消费者的诉求，从而形成收集消费者反馈、

诉求落地活动推出的互动闭环。5月29日茅台冰淇淋上线，是品牌对话年轻人以及未来潜在的消费者，营销思路年轻化和时尚化的尝试。

“i茅台”正在成为茅台文化和品牌宣传窗口。

此外“i茅台”的成功落地，作为新渠道的突破，是促成营销体制改革的关键步骤。新规格小茅台的上线，在最小试错成本、最快速得到消费者反馈的方式下，进行更多销售价格可能性的探索，也将为更多新品推出所需的科学市场决策提供数据支持。

● 盈利预测与投资建议

十四五期间，随着习酒剥离，茅台集团达成世界500强目标，年复合增速需提高至14.33%，2021年股份公司占比集团收入(除去习酒)高达93.5%，作为集团旗下最优质的资产和品牌，预计股份公司将承担更多任务指标、复合增速要快于集团。

从今年公司的高效落地推进改革来看，公司未来增长点除却投放量增加外，将继续受益于改革红利。1) 预计未来随着产品体系改革、产品结构优化的持续推进，将在两千元以上、千元、五百到千元、二百到五百各个价格带布局茅台及系列酒，构建出品价匹配、城市清晰、梯度合理的品牌结构，同时新品贡献增量。从今年两款新品的市场反响来看，强大品牌力+合理科学的市场投放+严格渠道管理+市场营销落地确保新品成功上市，渠道反馈新品价盘较为稳定、库存合理。2) i茅台另一重要定位，是将来要成为茅台现存诸多渠道的整合者和协同者，我们认为随着技术升级、平台运行效率进一步提升、影响力进一步扩大，存在更多样化的方式实现出厂吨价的提升，以同时达成“让茅台酒回归商品属性，价格能够真实反映消费的需求”两个维度的诉求。

我们预计公司2022年~2024年收入增速为16.60%、15.59%、15.35%，归母净利润增速为19.15%、16.92%、16.57%，EPS为49.76、58.18、67.82元/股，考虑到改革红利持续释放，给与公司2500元目标价、对应明年43倍PE，推荐评级。

● 风险提示

疫情出现反复；市场销售不及预期；产能扩张不及预期。

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入: 亿元	1094.64	1276.37	1475.40	1701.86
同比增速%	11.71%	16.60%	15.59%	15.35%
归属于母公司净利润: 亿元	524.60	625.08	730.84	851.95
同比增速%	12.34%	19.15%	16.92%	16.57%
EPS 元/股	41.76	49.76	58.18	67.82
PE	46.57	39.08	33.43	28.67

资料来源: 公司公告, Wind, 中邮证券研究所预测

注: 股价为 2022 年 7 月 25 日收盘价

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。