

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

贵州茅台(600519)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

贵州茅台(600519): 五合营销下,跑起来的速度 2022.07.22

贵州茅台(600519): 以美之名发展,万众一心提速 2022.06.18

贵州茅台(600519): 业绩多点开花,提速发展确立 2022.04.26

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

茅台的新供给与新需求

2022年08月03日

事件: 公司公告, 2022年上半年营业总收入 594.44 亿元, 同比增长 17.2%; 归母净利润 297.94 亿元, 同比增长 20.85%。

点评:

➤ **直销渠道持续突破, i 茅台增收亮眼。**上半年, 茅台酒/系列酒分别收入 499.65 亿元/75.98 亿元, 同比+16.34%/+25.38%, 系列酒占比同比提升 0.83pct 至 13.2%。直销/经销分别收入 209.49 亿元/366.14 亿元, 同比+120.42%/-7.32%, i 茅台实现酒类不含税收入 44.16 亿元, 直销占比同比提升 17pct 至 36.39%。截至报告期末, 公司合同负债 96.69 亿元, 环比增加 13.47 亿元, 与去年同期水平基本持平。

其中 22Q2, 公司营业总收入 262.56 亿元, 同比增长 15.89%; 归母净利润 125.49 亿元, 同比增长 17.29%。茅台酒/系列酒分别收入 211.05 亿元/41.7 亿元, 同比+14.97%/+22.04%, 系列酒占比同比提升 0.81pct 至 16.5%。直销/经销分别收入 100.62 亿元/152.14 亿元, 同比+112.86%/-10.76%, 经销收入连续三个季度下降, 营销改革效果显著, 直销占比同比提升 18.1pct 至 39.81%。

在超高端、系列酒新品推出及直销渠道的突破增长的组合拳带动下, 上半年公司毛利率同比提升 0.73pct 至 92.11%, 其中 22Q2 毛利率同比提升 0.77pct 至 91.78%。

➤ **产量加快释放, 影响当期盈利能力。**上半年, 茅台酒/系列酒基酒产量 4.25 万吨/1.7 万吨, 同比增长 12.4%/36%, 3 万吨酱香系列酒项目及习水同民坝一期项目均有序推进。我们认为, 由于生产节奏的推进, 公司 22Q2 营业税金及附加占比明显提升, 同比增加 2.94pct 至 17.28%。在品牌文化宣传方面, 公司也加大了费用投入, 开展了节气活动, 传播“家”、“友”、“喜”等美好情感, 并在各省区成功举办“茅粉节”, 由此使得 22Q2 销售费用率同比提 0.54pct 至 3.85%, 为 2020 年以来的单季新高, 体现出公司对品牌文化的重视。二季度, 管理费用率同比减少 1.9pct, 整体期间费用率减少 1.62pct, 而受税金影响, 毛利率同比减少 0.47pct 至 51.95%。

➤ **在保障茅台酒品质的基础上扩大文化影响力, 新供给创造新需求。**从生产条件看, 虽然公司 15.03 平方公里的核心产区尚未充分利用, 但生态环境仍对茅台酒有着产能限制, 为了使更多的消费群体能够接触茅台酒, 公司今年通过在茅台 1935 产品中增加茅台酒基酒勾调、推出 2%茅台酒含量的茅台冰淇淋、利用更高价位非标产品的拔高产品价值, 茅台酒正在布局实现更大收益的新供给、新应用。而茅台冰淇淋销售及 i 茅台平台的运营, 也吸引了一批尚未接触过茅台酒的年轻消费群体, 并培养其成为潜在消费人群, 创造新的消费需求。

- **盈利预测与投资评级:** 上半年公司业绩实现高质量增长，不仅系列酒稳定贡献，销售结构改善也显著加快，全年目标有望超预期完成。我们预计，公司 **2022-2024** 年摊薄每股收益分别为 **50.1 元、58.76 元、68.63 元**，维持对公司的“**买入**”评级。

- **风险因素:** 宏观经济不确定性风险；疫情反复风险

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	97,993	109,464	128,431	148,815	171,530
增长率 YoY %	10.3%	11.7%	17.3%	15.9%	15.3%
归属母公司净利润(百万元)	46,697	52,460	62,931	73,814	86,214
增长率 YoY%	13.3%	12.3%	20.0%	17.3%	16.8%
毛利率%	91.6%	91.6%	92.3%	92.6%	93.0%
净资产收益率 ROE%	28.9%	27.7%	28.6%	28.9%	29.1%
EPS(摊薄)(元)	37.17	41.76	50.10	58.76	68.63
市盈率 P/E(倍)	53.75	49.09	37.53	31.99	27.39
市净率 P/B(倍)	15.56	13.59	10.75	9.25	7.97

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 月 02 日收盘价



资产负债表						利润表						
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	185,652	220,766	256,177	299,751	349,977	营业收入	97,993	109,46	128,431	148,815	171,530	
货币资金	36,091	51,810	83,495	123,990	169,843	营业成本	8,265	9,157	9,844	11,026	12,085	
应收票据	1,533	0	2,041	2,365	2,726	营业税金及附加	13,887	15,304	17,338	20,090	23,157	
应收账款	0	0	0	0	0	销售费用	2,548	2,737	2,954	3,274	3,431	
预付账款	898	389	1,181	1,323	1,450	管理费用	6,790	8,450	9,375	10,417	11,664	
存货	28,869	33,394	34,250	36,853	40,725	研发费用	50	62	64	74	86	
其他	118,261	135,172	135,209	135,220	135,233	财务费用	-235	-935	-677	-1,037	-1,469	
非流动资产	27,744	34,403	34,783	35,103	35,363	减值损失合	0	0	0	0	0	
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	58	0	0	0	
固定资产	16,225	17,472	17,972	18,422	18,822	其他	-53	5	26	30	34	
无形资产	4,817	6,208	6,198	6,178	6,148	营业利润	66,635	74,751	89,558	105,001	122,612	
其他	6,701	10,722	10,612	10,502	10,392	营业外收支	-438	-223	-340	-355	-385	
资产总计	213,396	255,168	290,959	334,854	385,339	利润总额	66,197	74,528	89,218	104,646	122,227	
流动负债	45,674	57,914	59,670	63,690	67,649	所得税	16,674	18,808	22,483	26,371	30,801	
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	49,523	55,721	66,735	78,275	91,426	
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损	2,826	3,260	3,804	4,462	5,211	
应付账款	1,342	2,010	1,618	1,812	1,987	归属母公司	46,697	52,460	62,931	73,814	86,214	
其他	44,331	55,904	58,052	61,877	65,663	EBITDA	67,770	75,334	90,485	105,624	122,858	
非流动负债	1	296	296	296	296	EPS (当年)(元)	37.17	41.76	50.10	58.76	68.63	
长期借款	0	0	0	0	0							
其他	1	296	296	296	296							
负债合计	45,675	58,211	59,967	63,986	67,946							
少数股东权益	6,398	7,418	11,222	15,684	20,895							
归属母公司	161,323	189,539	219,770	255,184	296,498							
负债和股东权益	213,396	255,168	290,959	334,854	385,339							
重要财务指标						单位:百万元	现金流量表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		经营活动现金流	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	97,993	109,464	128,431	148,815	171,530		经营现金流	51,669	64,029	66,735	81,260	93,148
同比	10.3%	11.7%	17.3%	15.9%	15.3%		净利润	49,523	55,721	66,735	78,275	91,426
归属母公司净利润	46,697	52,460	62,931	73,814	86,214		折旧摊销	1,317	1,581	1,630	1,690	1,750
同比	13.3%	12.3%	20.0%	17.3%	16.8%		财务费用	0	14	0	0	0
毛利率 (%)	91.6%	91.6%	92.3%	92.6%	93.0%		投资损失	0	-58	0	0	0
ROE%	28.9%	27.7%	28.6%	28.9%	29.1%		营运资金变动	857	7,860	-1,970	940	-413
EPS(摊薄)(元)	37.17	41.76	50.10	58.76	68.63		其它	-28	-1,088	340	355	385
P/E	53.75	49.09	37.53	31.99	27.39		投资活动现金流	-1,805	-5,562	-2,350	-2,365	-2,395
P/B	15.56	13.59	10.75	9.25	7.97		资本支出	-2,089	-3,406	-2,360	-2,375	-2,405
EV/EBITDA	36.50	33.50	25.18	21.19	17.84		长期投资	295	-2,144	0	0	0
							其他	-11	-12	10	10	10
							筹资活动现金流	-24,128	-26,564	-32,700	-38,400	-44,900
							吸收投资	0	0	0	0	0
							借款	0	0	0	0	0
							支付利息或股息	-24,091	-26,476	-32,700	-38,400	-44,900
							现金流净增加额	25,737	31,900	31,685	40,495	45,853



研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。个人公众号：走出来的食品饮料研究。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。