

食品饮料

2022年08月02日

贵州茅台 (600519)

——点评：直营占比跃升 业绩后劲仍足 维持买入

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2022年08月02日

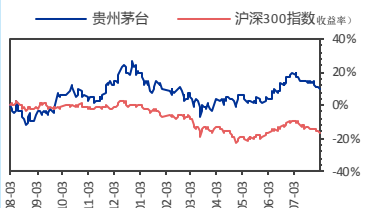
收盘价 (元)	1879.98
一年内最高/最低 (元)	2216.96/1525.5
市净率	12.3
息率 (分红/股价)	1.15
流通 A 股市值 (百万元)	2361627
上证指数/深证成指	3186.27/12120.02

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022年06月30日

每股净资产 (元)	152.92
资产负债率%	17.26
总股本/流通 A 股 (百万)	1256/1256
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《贵州茅台 (600519) 点评：高质量加速度发展，坚定看好，维持买入》2022/06/17
 《贵州茅台 (600519) 点评：22Q1 业绩超预期，上调盈利预测，维持买入评级》2022/04/26

证券分析师

周缘 A0230519090004
 zhuyuan@swsresearch.com
 吕昌 A0230516010001
 lvchang@swsresearch.com

联系人

周缘
 (8621)23297818x
 zhuyuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司发布 22 年半年度报告，22H1 实现营收 576.17 亿，同比增长 17.38%，归母净利润 297.94 亿，同比增长 20.85%。其中 22Q2 实现营收 253.21 亿，同比增长 16.06% 归母净利润 125.49 亿，同比增长 17.29%。此前公司发布 2022 年上半年主要经营数据，预计 22 年上半年营收同比增长 17% 左右，归母净利润同比增长 20% 左右，公司业绩符合预告及市场预期。
- **投资评级与估值：**维持盈利预测，预测 2022-2024 年 EPS 分别为 50.58 元、61.53 元、71.28 元，分别同比增长 21%、22%、16%，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 37x、31x、26x，维持买入评级。我们看好茅台的核心逻辑不变：1、茅台需求端持续景气，供给端持续稀缺，茅台的供需矛盾长期存在，量价齐升的长期趋势强，具备长期稳定增长能力。2、茅台的品牌壁垒很高，强大的品牌壁垒和丰厚的渠道利润构建了牢固的护城河。3、茅台商业模式优秀，长期盈利能力强，现金流质量与 ROE 水平高，创造长期可持续的回报。
- **22Q2 茅台酒收入同比增长 15%，直销占比接近 40%。**22H1 茅台营收 576.17 亿，同比增长 17.38%，其中，茅台酒营收 499.65 亿，同比增长 16.33%，系列酒营收 75.98 亿，同比增长 25.37%。22H1 茅台酒收入增长主因销量增加以及销售渠道优化带来吨价提升，分渠道看，22H1 茅台直销渠道营收 209.49 亿（其中，i 茅台实现不含税收入 44 亿），同比增长 120%，占比 36.39%，同比提升 17 个百分点，我们测算茅台直销渠道放量拉动吨价提升 10% 左右，叠加非标产品计划外占比提升拉动吨价提升，预计 22H1 茅台酒收入实现双位数增长，销量实现个位数增长。22H1 批发代理营收 366.14 亿，同比下降 7%。22Q2 茅台酒收入 211.05 亿，同比增长 14.97%，直销营收 100.62 亿，同比增长 113%，占比 39.81%，提升 18 个百分点，直销占比进一步提升，主因 i 茅台放量。22Q2 批发代理营收 152.13 亿，同比下降 11%，主因受疫情影响，部分区域发货进度放缓。22H1 系列酒营收 75.98 亿，同比增长 25.37%，其中 22Q2 系列酒收入 41.70 亿，同比增长 22%。报告期末国内经销商数量 2084 家，报告期内增加 0 家经销商，减少 5 家经销商。22 年茅台在产品与营销方面均加快改革，治理明显改善，茅台收入与业绩加速增长趋势确定。
- **22Q2 净利率 50.10%，同比下降 0.37 个百分点，净利率下降主因税率提升。**22Q2 毛利率 92.07%，同比提升 0.74 个百分点，毛利率提升主因 i 茅台放量以及非标产品计划外占比提升拉动吨价提升。22Q2 税率 16.66%，同比提升 2.86 个百分点，税率偏高，预计全年看税率仍然维持稳定，因此下半年税率有望下降。销售费用率 3.72%，同比提升 0.53 个百分点，销售费用率提升主因广告及市场拓展费增加。管理费用率（含研发费用）5.86%，同比下降 1.72 个百分点。（注：此处比率计算均以营业总收入为分母）。22Q2 净利率下降，但归母净利润增速仍然快于收入增速，主因少数股东损益同比下降 17.8%。

财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	109,464	59,444	128,724	153,627	175,325
同比增长率 (%)	11.7	17.2	17.6	19.3	14.1
归母净利润 (百万元)	52,460	29,794	63,537	77,289	89,542
同比增长率 (%)	12.3	20.9	21.1	21.6	15.9
每股收益 (元/股)	41.76	23.72	50.58	61.53	71.28
毛利率 (%)	91.5	92.1	92.1	92.9	93.2
ROE (%)	27.7	15.5	28.9	30.1	29.8
市盈率	45		37	31	26

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

- 若剔除金融类业务，22Q2 经营活动现金流净额 95.53 亿，同比下降 32%，主因支付的税费同比大幅增加。22Q2 销售商品提供劳务收到的现金 296.69 亿，同比增长 6%，现金流增速慢于收入增速，主因释放预收账款。22Q2 末预收款（合同负债+其他流动负债）108.35 亿，环比 22Q1 末增加 15.74 亿，21Q2 末预收款环比 21Q1 末增加 43.56 亿。22Q2 支付的各项税费 156 亿元，同比增加了 49.85 亿。
- **股价表现的催化剂：**出厂价调整
- **核心假设风险：**经济下行影响高端酒整体需求

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	97,993	109,464	128,724	153,627	175,325
其中: 营业收入	94,915	106,190	125,233	149,996	171,513
减: 营业成本	8,154	8,983	9,873	10,693	11,655
减: 税金及附加	13,887	15,304	18,021	21,508	24,546
主营业务利润	72,875	81,902	97,339	117,795	135,312
减: 销售费用	2,548	2,737	2,703	2,765	2,805
减: 管理费用	6,790	8,450	8,496	9,678	10,520
减: 研发费用	50	62	70	83	96
减: 财务费用	-235	-935	-1,068	-1,276	-1,547
经营性利润	63,721	71,587	87,138	106,545	123,438
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-71	-13	-4	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	-93	-97	76	75	77
营业利润	66,635	74,751	90,572	110,097	127,152
加: 营业外净收入	-438	-223	-303	-286	70
利润总额	66,197	74,528	90,269	109,811	127,222
减: 所得税	16,674	18,808	22,783	27,718	32,116
净利润	49,523	55,721	67,486	82,093	95,107
少数股东损益	2,826	3,260	3,949	4,804	5,565
归属于母公司所有者的净利润	46,697	52,460	63,537	77,289	89,542
全面摊薄总股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
每股收益 (元)	37.17	41.76	50.58	61.53	71.28

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。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，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波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。