

2022年08月02日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

贵州茅台(600519): 直营表现优异, 加速释放势能

推荐 (维持)

事件

分析师: 孙山山
执业证书编号: S1050521110005
邮箱: sunss@cfsc.com.cn

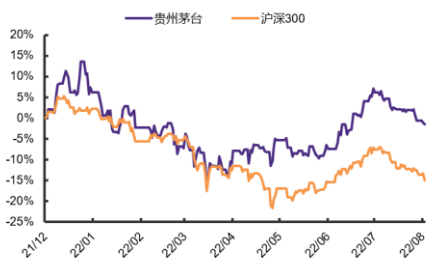
2022年08月02日, 公司发布2022年中报: 2022H1总营收594.44亿元(同增17.2%), 营收576.17亿元(同增17.38%), 归母净利润297.94亿元(同增20.85%)。

基本数据

2022-08-02

当前股价(元)	1,879.98
总市值(亿元)	23,616.3
总股本(百万股)	1,256.2
流通股本(百万股)	1,256.2
52周价格范围(元)	1525.5-2216.96
日均成交额(百万元)	6,671.2

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

《贵州茅台(600519)事件点评报告: 业绩符合预期, 上半年可圈可点》—2022-07-21

《贵州茅台(600519)事件点评报告: 五线思路清晰, 高质量加速发展》—2022-06-17

《贵州茅台(600519)事件点评报告: 一季度业绩超预期, 直营占比继续提升》—2022-04-26

《贵州茅台(600519)事件点评报告: 2021年如期收官, 2022年业绩加速》—2022-03-31

《贵州茅台(600519)事件点评报告: 如期开门红, 改革望加速》—2022-03-29

《贵州茅台(600519)事件点评报告: 2021年顺利收官, 2022年可期》—2021-12-31

《贵州茅台(600519)动态研究报告: 行稳致远, 改革加速, 正在路上》—2021-12-24

投资要点

业绩符合预期, 盈利能力持续提升

公司2022Q2营收262.56亿元(同增16%), 归母净利润125.49亿元(同增17%), 与此前预告基本一致。毛利率2022H1为92.11%(同增0.7pct), 其中2022Q2为91.78%(同增0.8pct); 净利率2022H1为53.99%(同增0.6pct), 其中2022Q2为51.95%(同增0.5pct)。2022H1末合同负债96.69亿元, 环增13.47亿元; 2022H1经营活动现金流净额为-0.11亿元, 系茅台集团财务客户存款和同业存放款项净增加额减少及存放中央银行和同业款项净增加额增加所致。

直营占比继续提升, i茅台表现优异

产品方面, 2022H1茅台酒营收499.65亿元(同增16.3%), 系列酒营收75.98亿元(同增25.4%); 其中2022Q2茅台酒营收211.05亿元(同增15%); 系列酒营收41.70亿元(同增22%)。渠道方面, 2022H1直营营收209.49亿元(同增307%), 占比36.4%(同增17pct), 其中i茅台营收44.16亿元; 经销渠道366.14亿元(同减5.5%); 2022Q2直营营收100.62亿元(同增113%); 经销渠道366.14亿元(同减11%)。2022H1国内营收554.97亿元, 国外营收20.66亿元。2022H1茅台基酒产量4.25万吨(+12.4%), 系列酒产量1.7万吨(+36%)。

盈利预测

根据半年报, 我们略调整公司2022-2024年EPS分别为50.29/59.12/68.82元(前值分别为49.62/58.00/67.41元), 当前股价对应PE分别为37/32/27倍, 维持“推荐”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、产能扩张不及预期、直营增长不及预期、改革进程不及预期、批价快速上行等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	109,464	127,865	147,882	169,182
增长率(%)	11.7%	16.8%	15.7%	14.4%
归母净利润(百万元)	52,460	63,175	74,263	86,457
增长率(%)	12.3%	20.4%	17.6%	16.4%
摊薄每股收益(元)	41.76	50.29	59.12	68.82
ROE(%)	26.6%	27.2%	27.2%	26.9%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:					营业收入	109,464	127,865	147,882	169,182
现金及现金等价物	51,810	85,140	125,954	174,110	营业成本	8,983	9,942	11,171	12,018
应收款	33	175	122	93	营业税金及附加	15,304	18,285	20,999	23,855
存货	33,394	35,574	37,018	38,330	销售费用	2,737	3,248	3,741	4,263
其他流动资产	135,528	136,579	137,429	138,159	管理费用	8,450	9,078	10,204	11,504
流动资产合计	220,766	257,468	300,522	350,692	财务费用	-935	-2,384	-3,527	-4,875
非流动资产:					研发费用	62	72	84	96
金融类资产	135,067	136,067	136,867	137,567	费用合计	10,315	10,015	10,502	10,988
固定资产	17,472	17,701	17,078	16,162	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	2,322	929	372	149	公允价值变动	-2	0	0	0
无形资产	6,208	5,898	5,588	5,293	投资收益	58	60	65	70
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	74,751	89,684	105,275	122,391
其他非流动资产	8,400	8,400	8,400	8,400	加: 营业外收入	69	50	40	30
非流动资产合计	34,403	32,927	31,437	30,003	减: 营业外支出	292	100	90	80
资产总计	255,168	290,395	331,959	380,696	利润总额	74,528	89,634	105,225	122,341
流动负债:					所得税费用	18,808	22,498	26,306	30,463
短期借款	0	0	0	0	净利润	55,721	67,136	78,919	91,878
应付账款、票据	2,010	2,320	2,468	2,555	少数股东损益	3,260	3,961	4,656	5,421
其他流动负债	55,904	55,904	55,904	55,904	归母净利润	52,460	63,175	74,263	86,457
流动负债合计	57,914	58,224	58,372	58,460					
非流动负债:					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	296	296	296	296	营业收入增长率	11.7%	16.8%	15.7%	14.4%
非流动负债合计	296	296	296	296	归母净利润增长率	12.3%	20.4%	17.6%	16.4%
负债合计	58,211	58,521	58,669	58,756	盈利能力				
所有者权益					毛利率	91.8%	92.2%	92.4%	92.9%
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	四项费用/营收	9.4%	7.8%	7.1%	6.5%
股东权益	196,958	231,874	273,290	321,940	净利率	50.9%	52.5%	53.4%	54.3%
负债和所有者权益	255,168	290,395	331,959	380,696	ROE	26.6%	27.2%	27.2%	26.9%
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
净利润	55721	67136	78919	91878	资产负债率	22.8%	20.2%	17.7%	15.4%
少数股东权益	3260	3961	4656	5421	营运能力				
折旧摊销	1469	1475	1475	1418	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
公允价值变动	-2	0	0	0	应收账款周转率	3301.2	730.0	1216.7	1825.0
营运资金变动	3581	-2062	-1293	-1226	存货周转率	0.3	0.8	0.9	0.9
经营活动现金净流量	64029	70510	83757	97491	每股数据 (元/股)				
投资活动现金净流量	-5562	165	380	439	EPS	41.76	50.29	59.12	68.82
筹资活动现金净流量	-25137	-32219	-37503	-43229	P/E	45.0	37.4	31.8	27.3
现金流量净额	33,330	38,455	46,635	54,700	P/S	21.6	18.5	16.0	14.0
					P/B	12.5	10.7	9.2	7.9

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，1年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

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。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。