

# 贵州茅台 (600519.SH)

## 营销改革红利持续释放，龙头业绩确定性彰显

买入

### 核心观点

**2022Q2 业绩稳健增长，产品和渠道结构优化升级推动利润率稳步提升。** 2022H1 公司实现营收 576.2 亿元(+17.4%)，归母净利润 297.9 亿元(+20.8%)；其中 2022Q2 实现营收 253.2 亿元(+16.1%)，归母净利润 125.5 亿元(+17.3%)，疫情扰动下茅台延续旺销态势，需求韧性凸显，终端动销稳中向好。2022H1 公司毛利率/净利率为 92.1%/54.0% (+0.7pct/+1.4pct)；2022Q2 公司毛利率/净利率为 91.8%/52.0% (+0.7pct/+1.4pct)；利润率提升主要得益于产品结构升级和直销占比提升，其中 Q2 销售费用率 3.7% (+0.5pct) 基本稳定，营业税金率 17.3% (+2.9pct) 因季度间税费缴纳节奏影响短期提升。2022H1 末预收款 108.3 亿元 (同比+4.5%/环比+17.0%) 维持高位，报表留有余力。

**茅台酒和系列酒提价推新贡献增量，直营销售拉动收入增长，占比继续提升。** 2022H1 茅台酒/系列酒收入为 500/76 亿元 (+16%/+25%)，系列酒占比 13% (+0.8pct)；2022Q2 茅台酒/系列酒收入为 211/42 亿元 (+15%/+22%)，系列酒占比 16% (+0.8pct)；其中，非标酒提价增量贡献茅台酒主要增长（飞天投放量微增，非标酒全线提价并加大投放）；系列酒亦量价齐升，新品茅台 1935 销量稳步增长（预计目前投放约 1200 吨，或贡献增量收入约 20 亿元）。2022H1 茅台酒/系列酒基酒产量 4.3/1.7 万吨 (+12%/+36%)。渠道方面，2022H1 批发/直销渠道收入为 366/209 亿元 (-7%/+120%)，直销占比 36% (+17pct)；2022Q2 批发/直销渠道收入为 152/101 亿元 (-11%/+113%)，直销占比 40% (+18pct)，主要得益于 i 茅台上线以及自营店供货量增加。

**营销改革步步推进，电商平台表现突出，龙头成长性和业绩确定性持续彰显。** “i 茅台”数字营销平台 3 月 31 日上线标志着公司直营体系构建更进一步，Q2 贡献酒类不含税收入 44.2 亿元；据测算，预计其中珍品茅台/虎年生肖酒/茅台 1935 收入占比约为 10%/70%/20%，后续随着上线产品的不断丰富，有望持续增厚业绩。短期看，2022 年公司计划营业总收入同比增长 15% 左右，当前公司任务完成进度良好，预计目前回款进度约 60%，全年营收目标实现无忧。中长期看，公司积极推进营销体系改革，产能稳步提升、产品结构升级和直营体系构建不断强化内生增长动力，保障公司业绩持续稳健增长。

**风险提示：**宏观经济波动；疫情大面积反复；高端酒需求不及预期。

**投资建议：**营销改革红利不断释放，长线价值持续突出，维持“买入”评级。看好公司产品结构升级和直营渠道优化拉动业绩稳健增长，维持盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 628.9/744.5/863.5 亿元，EPS 为 50.07/59.26/68.74 元，当前股价对应 PE 为 38/32/27x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	97,993	109,464	126,844	145,864	167,298
(+/-%)	10.3%	11.7%	15.9%	15.0%	14.7%
净利润(百万元)	46,697	52,460	62,892	74,446	86,346
(+/-%)	13.3%	12.3%	19.9%	18.4%	16.0%
每股收益(元)	37.17	41.76	50.07	59.26	68.74
EBIT Margin	67.9%	67.5%	67.8%	68.4%	69.1%
净资产收益率 (ROE)	28.9%	27.7%	28.5%	28.8%	28.6%
市盈率 (PE)	50.6	45.0	37.6	31.7	27.4
EV/EBITDA	35.5	32.1	27.5	23.8	20.6
市净率 (PB)	14.64	12.46	10.69	9.15	7.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·白酒 II

证券分析师：陈青青 0755-22940855  
0755-81983057  
chenqingq@guosen.com.cn  
S0980520110001

证券分析师：李依琳 010-88005029  
liyilin1@guosen.com.cn  
S0980521070002

#### 基础数据

投资评级 合理估值 买入(维持)  
收盘价 1879.98 元  
总市值/流通市值 2361255/2361255 百万元  
52 周最高价/最低价 2216.96/1525.50 元  
近 3 个月日均成交额 5303.49 百万元

#### 市场走势



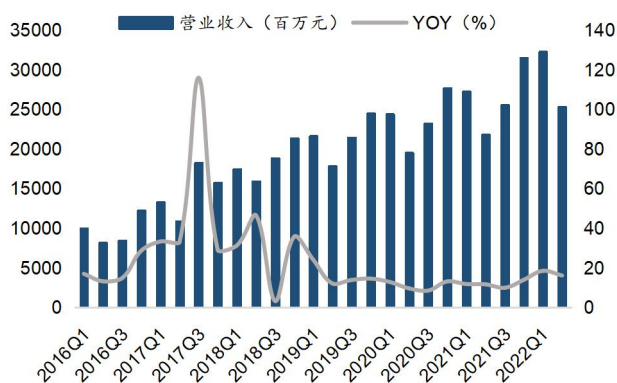
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《贵州茅台 (600519.SH) - 中报业绩显韧性，直营体系构建和系列酒增长亮点》——2022-07-22
- 《贵州茅台 (600519.SH) - 直销占比提升至 34%，营销改革效果初显》——2022-04-27
- 《贵州茅台 (600519.SH) - 1-2 月业绩亮眼，改革新周期迈出新步伐》——2022-03-09
- 《贵州茅台-600519-2021 年三季度点评：经营稳健，面貌一新成长可期》——2021-10-25
- 《贵州茅台-600519-2021 年中报点评：21Q2 业绩稳中有进，中长期确定性无虑》——2021-08-01

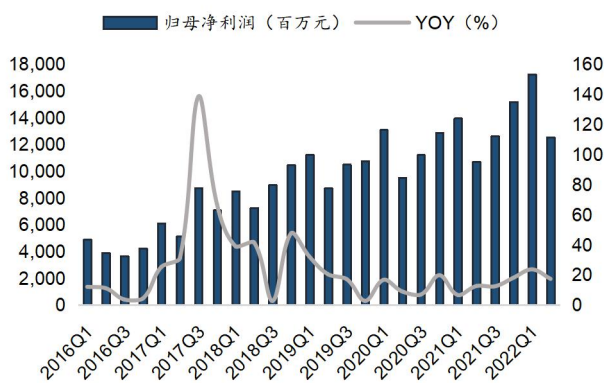
**2022Q2 业绩稳健增长，产品和渠道结构优化升级推动利润率稳步提升。**2022H1 公司实现营收 576.2 亿元 (+17.4%)，归母净利润 297.9 亿元 (+20.8%)；其中 2022Q2 实现营收 253.2 亿元 (+16.1%)，归母净利润 125.5 亿元 (+17.3%)，疫情扰动下茅台延续旺销态势，需求韧性凸显，终端动销稳中向好。2022H1 公司毛利率/净利率为 92.1%/54.0% (+0.7pct/+1.4pct)；2022Q2 公司毛利率/净利率为 91.8%/52.0% (+0.7pct/+1.4pct)；利润率提升主要得益于产品结构升级和直销占比提升，其中 Q2 销售费用率 3.7% (+0.5pct) 基本稳定，营业税金率 17.3% (+2.9pct) 因季度间税费缴纳节奏影响短期提升。2022H1 末预收款 108.3 亿元 (同比+4.5%/环比+17.0%) 维持高位，报表留有余力。

图1：贵州茅台单季度营业收入及增速（单位：百万元、%）



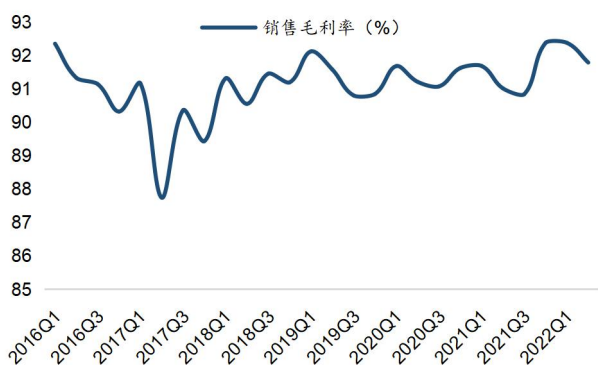
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：贵州茅台单季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



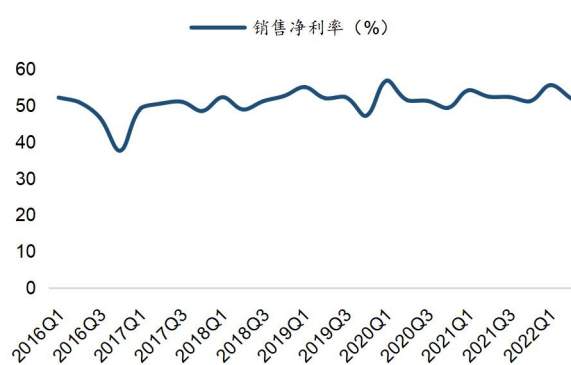
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：贵州茅台单季度销售毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：贵州茅台单季度销售净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 贵州茅台单季度销售费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 贵州茅台单季度管理费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**茅台酒和系列酒提价推新贡献增量，直营销售拉动收入增长，占比继续提升。** 2022H1 茅台酒/系列酒收入为 500/76 亿元 (+16%/+25%)，系列酒占比 13% (+0.8pct)；2022Q2 茅台酒/系列酒收入为 211/42 亿元 (+15%/+22%)，系列酒占比 16% (+0.8pct)；其中，非标酒提价增量贡献茅台酒主要增长（飞天投放量微增，非标酒全线提价并加大投放）；系列酒亦量价齐升，新品茅台 1935 销量稳步增长（预计目前投放约 1200 吨，或贡献增量收入约 20 亿元）。2022H1 茅台酒/系列酒基酒产量 4.3/1.7 万吨 (+12%/+36%)。渠道方面，2022H1 批发/直销渠道收入为 366/209 亿元 (-7%/+120%)，直销占比 36% (+17pct)；2022Q2 批发/直销渠道收入为 152/101 亿元 (-11%/+113%)，直销占比 40% (+18pct)，主要得益于 i 茅台上线以及自营店供货量增加。

表1: 2022H1 公司收入结构拆分

项目	按产品档次		按销售渠道	
	茅台酒	系列酒	直销	批发代理
收入 (亿元)	499.7	76.0	209.5	366.1
同比增速 (%)	16.3%	25.4%	120.4%	-7.3%
收入占比 (%)	86.8%	13.2%	36.4%	63.6%
占比 yoy	-0.8%	0.8%	17.0%	-17.0%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**营销改革步步推进，电商平台表现突出，龙头成长性和业绩确定性持续彰显。**“i 茅台”数字营销平台 3 月 31 日上线标志着公司直营体系构建更进一步，Q2 贡献酒类不含税收入 44.2 亿元；据测算，预计其中珍品茅台/虎年生肖酒/茅台 1935 收入占比约为 10%/70%/20%，后续随着上线产品的不断丰富，有望持续增厚业绩。短期看，2022 年公司计划营业总收入同比增长 15%左右，当前公司任务完成进度良好，预计目前回款进度约 60%，全年营收目标实现无忧。中长期看，公司积极推进营销体系改革，产能稳步提升、产品结构升级和直营体系构建不断强化内生增长动力，保障公司业绩持续稳健增长。

**投资建议：**公司营销体系改革步步推进，改革红利不断释放，看好公司产品结构升级和直营渠道优化拉动业绩稳健增长，龙头成长性和业绩确定性持续彰显。维持此前盈利预测，预计公司 2022-2024 年营业收入为 1268.4/1458.6/1673.0 亿元 (+15.9%/+15.0%/+14.7%)，归母净利润为 628.9/744.5/863.5 亿元

(+19.9%/+18.4%/+16.0%)，EPS 为 50.07/59.26/68.74 元，当前股价对应 PE 为 38/32/27x，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	36091	51810	215959	256793	304140	<b>营业收入</b>	<b>97993</b>	<b>109464</b>	<b>126844</b>	<b>145864</b>	<b>167298</b>
应收款项	1567	33	1422	1635	1875	营业成本	8154	8983	10150	11184	12286
存货净额	28869	33394	36121	40841	46185	营业税金及附加	13887	15304	17758	20421	23422
其他流动资产	925	461	1324	1171	1265	销售费用	2548	2737	3108	3501	3848
<b>流动资产合计</b>	<b>185652</b>	<b>220766</b>	<b>254826</b>	<b>300440</b>	<b>353464</b>	管理费用	6790	8450	9762	10896	12127
固定资产	18673	19794	21616	23516	25154	研发费用	50	62	69	79	92
无形资产及其他	4817	6208	5961	5714	5466	财务费用	(235)	(935)	(3344)	(5908)	(7009)
投资性房地产	4254	8400	8400	8400	8400	投资收益	0	58	20	26	35
						资产减值及公允价值变					
长期股权投资	0	0	0	0	0	动	5	(2)	(4)	(0)	(2)
<b>资产总计</b>	<b>213396</b>	<b>255168</b>	<b>290804</b>	<b>338070</b>	<b>392485</b>	其他收入	(220)	(228)	(69)	(79)	(92)
短期借款及交易性金融						营业利润	66635	74751	89357	105717	122566
负债	0	104	35	46	62	营业外净收支	(438)	(223)	(307)	(307)	(307)
应付款项	1342	2010	2006	2245	2671	<b>利润总额</b>	<b>66197</b>	<b>74528</b>	<b>89051</b>	<b>105410</b>	<b>122259</b>
其他流动负债	44331	55800	58034	65435	73585	所得税费用	16674	18808	22263	26353	30565
<b>流动负债合计</b>	<b>45674</b>	<b>57914</b>	<b>60075</b>	<b>67726</b>	<b>76318</b>	少数股东损益	2826	3260	3896	4611	5348
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>46697</b>	<b>52460</b>	<b>62892</b>	<b>74446</b>	<b>86346</b>
其他长期负债	1	296	395	503	504	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1</b>	<b>296</b>	<b>395</b>	<b>503</b>	<b>504</b>	<b>净利润</b>	46697	52460	62892	74446	86346
<b>负债合计</b>	<b>45675</b>	<b>58211</b>	<b>60470</b>	<b>68229</b>	<b>76822</b>	资产减值准备	(5)	0	0	0	0
少数股东权益	6398	7418	9348	11632	14281	折旧摊销	1306	1469	2172	2473	2733
股东权益	161323	189539	220986	258209	301381	公允价值变动损失	(5)	2	4	0	2
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>213396</b>	<b>255168</b>	<b>290804</b>	<b>338070</b>	<b>392485</b>	财务费用	(235)	(935)	(3344)	(5908)	(7009)
						营运资本变动	(1090)	5759	(2650)	2967	2900
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	其它	1373	1615	1930	2284	2649
每股收益	37.17	41.76	50.07	59.26	68.74	<b>经营活动现金流</b>	<b>48277</b>	<b>61305</b>	<b>64348</b>	<b>82171</b>	<b>94630</b>
每股红利	19.18	21.08	25.03	29.63	34.37	资本开支	0	(2464)	(3751)	(4126)	(4126)
每股净资产	128.42	150.88	175.92	205.55	239.92	其它投资现金流	(822)	(16868)	135067	0	0
ROIC	135.25%	100.55%	105%	121%	144%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(822)</b>	<b>(19332)</b>	<b>131317</b>	<b>(4126)</b>	<b>(4126)</b>
ROE	28.95%	27.68%	28%	29%	29%	权益性融资	0	0	0	0	0
毛利率	92%	92%	92%	92%	93%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBIT Margin	68%	68%	68%	68%	69%	支付股利、利息	(24091)	(26476)	(31446)	(37223)	(43173)
EBITDA Margin	69%	69%	70%	70%	71%	其它融资现金流	23566	26698	(70)	12	15
收入增长	10%	12%	16%	15%	15%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(24616)</b>	<b>(26254)</b>	<b>(31516)</b>	<b>(37211)</b>	<b>(43157)</b>
净利润增长率	13%	12%	20%	18%	16%	<b>现金净变动</b>	<b>22839</b>	<b>15719</b>	<b>164149</b>	<b>40834</b>	<b>47347</b>
资产负债率	24%	26%	24%	24%	23%	货币资金的期初余额	13252	36091	51810	215959	256793
股息率	1.0%	1.1%	1.3%	1.6%	1.8%	货币资金的期末余额	36091	51810	215959	256793	304140
P/E	50.6	45.0	37.6	31.7	27.4						

P/B	14.6	12.5	10.7	9.1	7.8	企业自由现金流	0	60034	60270	76152	88150
EV/EBITDA	35.5	32.1	27.5	23.8	20.6	权益自由现金流	0	86733	62708	80594	93423

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032