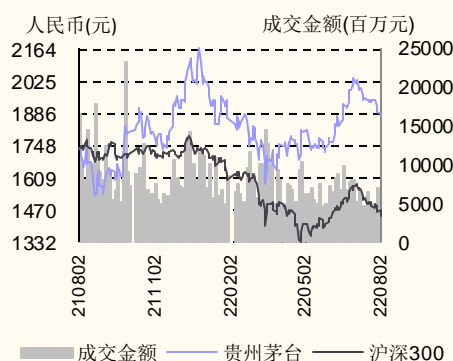


市场价格 (人民币): 1879.98 元

业绩稳步兑现, 品牌之势破竹前行

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	12.56
已上市流通 A 股(亿股)	12.56
总市值(亿元)	23,616.27
年内股价最高最低(元)	2170.66/1531.47
沪深 300 指数	4107
上证指数	3186



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	97,993	109,464	129,210	150,072	172,947
营业收入增长率	10.3%	11.7%	18.0%	16.1%	15.2%
归母净利润(百万元)	46,697	52,460	62,901	73,770	85,734
归母净利润增长率	13.3%	12.3%	19.9%	17.3%	16.2%
摊薄每股收益(元)	37.2	41.8	50.1	58.7	68.2
每股经营性现金流净额	41.1	51.0	50.8	55.8	64.6
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.9%	27.7%	28.1%	28.0%	27.7%
P/E	53.7	49.1	37.5	32.0	27.5
P/B	15.6	13.6	10.6	9.0	7.6

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 8月2日, 公司发布22年中报, 22H1实现总收入594.4亿元, 同比+17.2%; 实现归母净利297.9亿元, 同比+20.8%。

经营分析

- 分产品来看, 单Q2茅台酒实现收入211.1亿元, 同比+15.0%; 系列酒实现收入41.7亿元, 同比+22.0%。系列酒加速主要系茅台1935放量及内部存量产品结构更优化, 上半年茅台1935放量预计超1500吨。此外, 上半年茅台酒基酒产量4.25万吨, 较去年同期3.78万吨明显提升, 预计源于今年第五轮次生产时间较去年同期提前; 系列酒基酒产量1.70万吨, 较去年同期1.25万吨亦明显提升。
- 分渠道来看, 单Q2直销渠道实现收入100.6亿元, 同比+112.9%; 批发代理渠道实现收入152.1亿元, 同比-10.8%。批发代理渠道已连续3个季度负增, 且幅度明显提升, 预计系非标产品渠道提货方式变更(i茅台上半年表观非税收入44.2亿元), 单Q2直销渠道营收占比达39.8%。
- 从盈利能力看, 单Q2归母净利率为49.6%, 同比+0.5pct, 主要细项中税金及附加占比+2.9pct。此外, 单Q2毛利率为91.8%, 同比+0.8pct, 主要系直销加速、结构优化驱动; 销售费用率+0.5pct, 管理费用率-1.9pct; 单Q2研发费用同比+248%(Q1增速为71.0%), 预计为新品推出打基础。从表观质量看, 截至Q2末, 公司合同负债规模为96.7亿, 环比Q1末+13.5亿; 单Q2销售收现296.7亿, 同比+6.1%, 整体延续高质量发展。
- 第三代茅台专卖店已亮相, 整体面上超1300家专卖店将陆续体现“美时代、美生活”, 渠道端持续迭代打通专卖店链路。且根据近一轮小茅专场申购数据, 小茅运达到50点的C端用户已达263万人, i茅台推进成效斐然。我们认为逆势下公司消费侧韧性突出、市场化改革势能充沛。

投资建议

- 我们预计公司22-24年归母净利增速分别为19.9%/17.3%/16.2%, 对应归母净利629/738/857亿元; EPS为50.1/58.7/68.2元, 对应PE分别为38/32/28X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行风险, 疫情反复风险, 渠道改革不及预测, 食品安全问题。

相关报告

- 《盛夏之时, i茅台助力美文化-贵州茅台跟踪点评》, 2022.6.26
- 《一季度业绩超预期, 直销建设再加速-贵州茅台一季报点评》, 2022.4.26
- 《i茅台意义几何?-贵州茅台专题报告》, 2022.4.23
- 《量价齐升行稳致远, 改革红利加速释放-21年年报点评》, 2022.3.31
- 《一季度业绩开门红, 市场化改革再推进-业绩公告点评》, 2022.3.29

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

叶韬 联系人
yetao@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	88,854	97,993	109,464	129,210	150,072	172,947	货币资金	13,252	36,091	51,810	83,614	116,822	154,406
增长率		10.3%	11.7%	18.0%	16.1%	15.2%	应收款项	1,540	1,567	33	36	42	48
主营业务成本	-7,576	-8,265	-9,157	-10,220	-11,771	-13,505	存货	25,285	28,869	33,394	35,001	40,633	46,991
%销售收入	8.5%	8.4%	8.4%	7.9%	7.8%	7.8%	其他流动资产	118,997	122,078	138,953	147,238	159,071	171,854
毛利	81,278	89,728	100,307	118,990	138,301	159,442	流动资产	159,073	188,605	224,191	265,888	316,567	373,300
%销售收入	91.5%	91.6%	91.6%	92.1%	92.2%	92.2%	%总资产	86.9%	88.4%	87.9%	89.2%	90.4%	91.5%
营业税金及附加	-12,733	-13,887	-15,304	-17,960	-20,785	-23,867	长期投资	320	30	176	176	176	176
%销售收入	14.3%	14.2%	14.0%	13.9%	13.9%	13.8%	固定资产	17,663	18,673	19,794	20,528	21,210	22,112
销售费用	-3,279	-2,548	-2,737	-3,191	-3,677	-4,185	%总资产	9.6%	8.8%	7.8%	6.9%	6.1%	5.4%
%销售收入	3.7%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	无形资产	4,886	4,965	6,348	6,524	6,700	6,874
管理费用	-6,168	-6,790	-8,450	-9,949	-11,511	-13,230	非流动资产	23,969	24,791	30,977	32,318	33,508	34,839
%销售收入	6.9%	6.9%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	%总资产	13.1%	11.6%	12.1%	10.8%	9.6%	8.5%
研发费用	-49	-50	-62	-78	-90	-104	资产总计	183,042	213,396	255,168	298,206	350,075	408,139
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	0	0	104	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	59,049	66,453	73,753	87,812	102,239	118,056	应付款项	5,103	4,600	6,134	6,067	6,991	8,012
%销售收入	66.5%	67.8%	67.4%	68.0%	68.1%	68.3%	其他流动负债	35,990	41,074	51,676	57,340	64,489	71,780
财务费用	-7	235	935	1,313	1,852	2,506	流动负债	41,093	45,674	57,914	63,407	71,480	79,792
%销售收入	0.0%	-0.2%	-0.9%	-1.0%	-1.2%	-1.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	73	1	296	233	186	153
公允价值变动收益	-14	5	-2	0	0	0	负债	41,166	45,675	58,211	63,640	71,666	79,945
投资收益	0	0	58	1	1	1	普通股股东权益	136,010	161,323	189,539	223,586	263,539	309,074
%税前利润	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
营业利润	59,041	66,635	74,751	89,146	104,113	120,586	未分配利润	115,892	137,594	160,717	194,725	234,578	280,113
营业利润率	66.4%	68.0%	68.3%	69.0%	69.4%	69.7%	少数股东权益	5,866	6,398	7,418	10,980	14,870	19,120
营业外收支	-259	-438	-223	-250	-240	-230	负债股东权益合计	183,042	213,396	255,168	298,206	350,075	408,139
税前利润	58,783	66,197	74,528	88,896	103,873	120,356	比率分析						
利润率	66.2%	67.6%	68.1%	68.8%	69.2%	69.6%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-14,813	-16,674	-18,808	-22,433	-26,213	-30,372	每股指标						
所得税率	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	每股收益	32.803	37.174	41.761	50.073	58.725	68.248
净利润	43,970	49,523	55,721	66,463	77,660	89,983	每股净资产	108.271	128.421	150.883	177.987	209.791	246.040
少数股东损益	2,764	2,826	3,260	3,561	3,890	4,250	每股经营现金净流	35.990	41.131	50.970	50.765	55.769	64.601
归属于母公司的净利润	41,206	46,697	52,460	62,901	73,770	85,734	每股股利	14.539	17.025	19.293	23.000	27.000	32.000
净利率	46.4%	47.7%	47.9%	48.7%	49.2%	49.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	30.30%	28.95%	27.68%	28.13%	27.99%	27.74%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	22.51%	21.88%	20.56%	21.09%	21.07%	21.01%
净利润	43,970	49,523	55,721	66,463	77,660	89,983	投入资本收益率	31.12%	29.64%	27.98%	27.99%	27.46%	26.89%
少数股东损益	2,764	2,826	3,260	3,561	3,890	4,250	增长率						
非现金支出	1,249	1,388	1,594	1,561	1,714	1,896	主营业务收入增长率	15.10%	10.29%	11.71%	18.04%	16.15%	15.24%
非经营收益	-40	-100	-1,146	44	81	109	EBIT增长率	15.04%	12.54%	10.98%	19.06%	16.43%	15.47%
营运资金变动	32	857	7,860	-4,296	-9,399	-10,836	净利润增长率	17.05%	13.33%	12.34%	19.90%	17.28%	16.22%
经营活动现金净流	45,211	51,669	64,029	63,771	70,057	81,152	总资产增长率	14.51%	16.58%	19.58%	16.87%	17.39%	16.59%
资本开支	-3,149	-2,089	-3,406	-2,908	-2,952	-3,305	资产管理能力						
投资	0	295	-2,144	0	0	0	应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-17	-11	-12	1	1	1	存货周转天数	1,175.4	1,195.7	1,240.9	1,250.0	1,260.0	1,270.0
投资活动现金净流	-3,166	-1,805	-5,562	-2,907	-2,950	-3,304	应付账款周转天数	64.8	63.1	66.8	66.0	65.8	65.6
股权募资	833	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	62.2	60.4	58.3	50.3	44.2	39.7
债权募资	0	0	0	-104	0	0	偿债能力						
其他	-20,117	-24,128	-26,564	-28,872	-33,832	-40,210	净负债/股东权益	-9.34%	-21.52%	-26.25%	-35.65%	-41.96%	-47.05%
筹资活动现金净流	-19,284	-24,128	-26,564	-28,977	-33,832	-40,210	EBIT利息保障倍数	7,917.6	-283.2	-78.9	-66.9	-55.2	-47.1
现金净流量	22,761	25,737	31,900	31,887	33,275	37,638	资产负债率	22.49%	21.40%	22.81%	21.34%	20.47%	19.59%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	7	60	108	150	344
增持	0	1	4	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.02	1.04	1.04	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

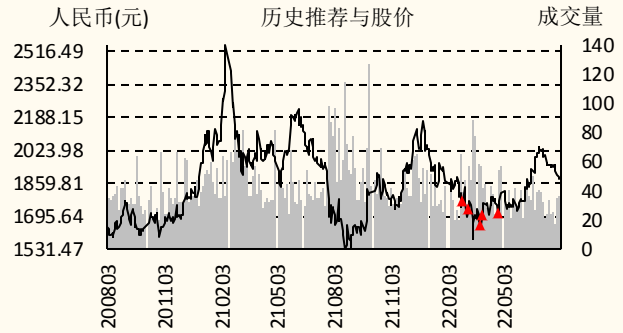
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-01-01	买入	2050.00	N/A
2	2022-02-28	买入	1799.06	2293.00 ~
3	2022-03-08	买入	1707.00	N/A
4	2022-03-29	买入	1660.80	N/A
5	2022-03-31	买入	1730.10	N/A
6	2022-04-23	买入	1773.00	2070.00 ~
7	2022-04-26	买入	1708.00	N/A
8	2022-06-26	买入	2009.01	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402