

## 贵州茅台(600519.SH)

## 直销渠道表现优异，公司经营持续向好

## 推荐（维持）

股价：1879.98元

## 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.moutaichina.com
大股东/持股	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司/54.00%
实际控制人	贵州省人民政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	1,256
流通A股(百万股)	1,256
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	23,616
流通A股市值(亿元)	23,616
每股净资产(元)	152.92
资产负债率(%)	17.3

## 行情走势图



## 证券分析师

**张晋溢** 投资咨询资格编号  
S1060521030001  
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

**王萌** 投资咨询资格编号  
S1060522030001  
WANGMENG917@pingan.com.cn

## 研究助理

**潘俊汝** 一般证券从业资格编号  
S1060121120048  
PANJUNRU787@pingan.com.cn



## 事项：

贵州茅台发布 2022 年半年报，22H1 实现营收 576.2 亿元，同比增长 17.4%；实现归母净利润 297.9 亿元，同比+20.9%；22Q2 实现营收 253.2 亿元，同比增长 16.1%；实现归母净利润 125.5 亿元，同比增长 17.3%。

## 平安观点：

- **Q2 业绩符合预期，全年业绩稳健。** 22Q2 公司实现营业收入 253.2 亿元，同比+16.1%，实现归母净利润 125.5 亿元，同比+17.3%，整体符合预期，为达成全年 15% 的营收增速目标奠定了良好基础。分产品看，22Q2 茅台酒收入同比增长 15.0% 至 211.1 亿，系列酒收入同比增长 22.0% 至 41.7 亿，保持了较快增速，占比环比 Q1 提升 5.9pct 至 16.5%，其中茅台 1935 放量贡献了较大增量。在疫情反复的背景下，茅台需求依然坚挺，保持了稳定增长态势，预计全年业绩增长持续稳健。
- **改革持续推进，营销渠道双发力。** 分渠道来看，22Q2 直销渠道销售收入达 100.6 亿元，同比+112.9%，占比环比 Q1 提升 6.1pct 至 39.8%；批发代理渠道销售收入 152.1 亿元，同比-10.8%。渠道建设方面，公司成功上线了“i 茅台”数字化营销平台，带动直营比例提升。“i 茅台”APP 上线百日，累计注册用户数达 1900 万，每日参与预约申购的用户超 280 万，日活跃用户近 400 万，酒类产品销量超 1000 万吨，极大地丰富了茅台的直销渠道，后续有望继续贡献增量。报告期内，公司围绕营销提出了“营销美时代”和“五合营销法”，打造了“小茅”IP，同时配合茅台文化建设，不断提升茅台文化属性，从单一产品营销转向特色生态建设。公司亦推出“茅台冰淇淋”，旨在向年轻消费者传递白酒文化，进一步增强品牌生命力。
- **直销放量结构优化，盈利能力稳步提升。** 22Q2 公司毛利率为 91.8%，同比+0.8pct，主要得益于渠道结构优化、直营占比提升。22Q2 销售费用率同比+0.5pct 至 3.7%，管理费用率同比-1.8pct 至 5.7%，研发费用同比+248%，为后续新品推广打下基础，税金及附加同比+2.9pct 至 17%。综合作用下公司归母净利率同比提升 0.6pct 至 47.8%，盈利能力进一步增强。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	94,915	106,190	124,978	143,678	167,316
YOY(%)	11.1	11.9	17.7	15.0	16.5
净利润(百万元)	46,697	52,460	62,959	73,206	86,386
YOY(%)	13.3	12.3	20.0	16.3	18.0
毛利率(%)	91.4	91.5	92.2	92.0	92.1
净利率(%)	49.2	49.4	50.4	51.0	51.6
ROE(%)	28.9	27.7	28.6	28.7	29.1
EPS(摊薄/元)	37.17	41.76	50.12	58.28	68.77
P/E(倍)	50.6	45.0	37.5	32.3	27.3
P/B(倍)	14.6	12.5	10.7	9.3	8.0

- **系统性改革成效显著，业绩取得新突破。**自丁雄军董事长上任以来，茅台启动了一系列改革，推动公司高质量发展。系统性改革有利于公司长期经营质量改善，更好地实现“双翻番、双巩固、双打造”的战略目标。上半年，公司落地了一系列营销活动与新渠道，愈加重视消费者需求、市场反馈，呈现出更加开放的茅台形象。
- **公司经营持续向好，维持“推荐”评级。**在公司管理体系改善、直营占比提升、产品矩阵丰富、营销渠道齐发力的作用下，茅台 22 年有望保持业绩高增。我们看好公司长期发展能力，调整 2022-2024 年 EPS 预测为 50.12、58.28、68.77 元（原 2022-2024 年 EPS 预测为 48.94、56.53、65.78 元），当前股价对应 PE37.5X、32.3X、27.3X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 宏观经济疲软的风险。经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓。2) 政策风险。白酒行业需求、税率受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。3) 白酒行业景气度下行风险。白酒行业景气度与价格走势相关度很高，如果白酒价格下降，可能导致企业营收增速大幅放缓。4) 疫情加剧风险。疫情加剧下白酒消费场景减少，可能对白酒行业景气度造成冲击。



## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 16 层  
邮编：100033