

贵州茅台 (600519)

证券研究报告

2022年08月03日

渠道改革彰显成效，量价齐升未来可期

事件：公司 2022H1 实现营收 594.44 亿元，同比+17.20%，实现归母净利润 297.94 亿元，同比+20.85%。其中，公司 2022Q2 实现营收 262.56 亿元，同比+15.89%，实现归母净利润 125.49 亿元，同比+17.29%。疫情反复中维持强势增长，业绩符合我们的预期。

公司经营效率提升，盈利能力稳中有增。2022H1，公司毛利率为 92.11%，同比+0.73pcts；销售净利率为 53.99%，同比+0.6pcts。期间费用率下降，其中，销售费用率为 2.54%，下降 0.01pct，管理费用率为 6.11%，下降 0.76pct。2022H1 在疫情反复的压力下通过毛利率的提高与期间费用的控制实现净利率的提高。2022H1，公司经营活动净现金流-0.11 亿元，主要是公司控股子公司贵州茅台集团财务有限公司本期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。合同负债 96.69 亿元，与去年同期基本持平，环比 22Q1 增加 13.47 亿元。

茅台酒/系列酒增速稳健，直销收入增长迅速。2022H1 茅台酒/系列酒营收 499.65/75.98 亿元，同比+16.34%/25.38%；2022Q2 实现营收 211.05/41.7 亿元，同比+14.97%/22.02%，其中系列酒占比 16.47%，同比+0.81pcts。渠道方面，公司 2022H1 实现直销收入 209.49 亿元，同比+120.42%，占比达到 36.36%，较 2021H1 直销占比提高 17pcts，主要系“i 茅台”贡献直营收入；批发渠道收入 366.14 亿元，同比下降 7.32%。基酒生产方面，2022H1 茅台酒基酒产量 4.25 万吨，系列酒基酒产量 1.70 万吨，基酒生产和质量保持稳定。项目建设有序进行，坛厂包装物流园、酱香习水同民坝一期项目已完成勘察、设计招标程序，3 万吨酱香系列酒项目有序推进；中华片区 15 栋酒库项目已建成 7 栋，剩余计划年底建成。

“i 茅台”表现亮眼，数字营销助力渠道改革。报告期内，公司通过“i 茅台”数字营销平台实现酒类不含税收入 44.16 亿元，占营业收入 7.66%，占直销渠道收入的 21.08%。自 3 月 31 日试运行至 7 月 22 日，注册用户已超 2000 万，日活 400 万，销售收入逾 56 亿元。有 6 款茅台酒和 3 款酱香系列酒，包括了 4 款预约申购产品和 5 款线上云购产品，覆盖了 218 元到 4599 元各个价格带。截止 7 月 8 日，“i 茅台”试运行 100 天，茅台 1935 累计实现销售额近 9 亿元，小茅 100ml 累计投放 120 万瓶、实现销售额近 5 亿元。

我们认为 22 年茅台有望实现量价齐升，短期来看受疫情冲击下业绩稳定性强，2022 全年同比增长 15%有望超预期。产品结构优化升级，叠加推出茅台冰淇淋，市场反响热烈。预计公司 22-24 年营收 1280.74/1485.64/1719.23 亿元，同比增长 17%/16%/15.72%，归母净利润 623.41/727.47/848.69 亿元，同比增长 18.84%/16.69%/16.66%，EPS 为 49.63/57.91/67.56 元/股，对应 PE 为 37.88/32.46/27.83X，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑，食品安全风险，疫情反复影响白酒正常消费等。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	97,993.24	109,464.28	128,074.03	148,564.01	171,922.71
增长率(%)	10.29	11.71	17.00	16.00	15.72
EBITDA(百万元)	67,926.64	75,513.72	88,289.60	102,779.75	119,301.91
净利润(百万元)	46,697.29	52,460.14	62,341.30	72,747.43	84,868.59
增长率(%)	13.33	12.34	18.84	16.69	16.66
EPS(元/股)	37.17	41.76	49.63	57.91	67.56
市盈率(P/E)	50.57	45.02	37.88	32.46	27.83
市净率(P/B)	14.64	12.46	10.70	9.19	7.89
市销率(P/S)	24.10	21.57	18.44	15.90	13.74
EV/EBITDA	36.45	33.40	25.90	21.96	18.55

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/白酒 II
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	1879.98 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股股本(百万股)	1,256.20
A 股总市值(百万元)	2,361,626.74
流通 A 股市值(百万元)	2,361,626.74
每股净资产(元)	152.92
资产负债率(%)	17.26
一年内最高/最低(元)	2216.96/1525.50

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《贵州茅台-季报点评:直营渠道助力开门红，营收再超预期》 2022-04-28
- 《贵州茅台-年报点评报告:量价齐升业绩稳增，策略营销双重发力》 2022-04-02
- 《贵州茅台-季报点评:税金确认导致利润波动，全年经营稳健长期价值不变》 2021-05-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	36,091.09	51,810.24	79,367.89	110,105.01	155,913.18
应收票据及应收账款	1,532.73	0.00	2,917.24	384.18	3,340.81
预付账款	898.44	389.11	2,486.46	419.15	2,598.04
存货	28,869.09	33,394.37	37,994.63	44,563.44	49,908.53
其他	118,260.81	135,171.97	126,950.19	131,012.20	128,943.44
流动资产合计	185,652.15	220,765.69	249,716.42	286,483.98	340,704.00
长期股权投资	0.00	0.00	50.00	80.00	105.00
固定资产	16,225.08	17,472.17	17,803.30	16,915.93	20,139.44
在建工程	2,447.44	2,321.99	4,458.24	5,235.29	1,504.46
无形资产	4,817.17	6,208.36	6,073.12	5,950.88	5,809.98
其他	4,253.96	8,399.98	4,744.24	5,781.06	6,287.67
非流动资产合计	27,743.66	34,402.50	33,128.91	33,963.16	33,846.56
资产总计	213,395.81	255,168.20	282,845.32	320,447.14	374,550.56
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,342.27	2,009.83	1,838.75	2,578.21	2,499.64
其他	31,009.85	43,185.92	51,208.86	49,745.20	59,195.61
流动负债合计	32,352.12	45,195.76	53,047.61	52,323.41	61,695.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.46	296.47	123.54	140.49	186.83
非流动负债合计	1.46	296.47	123.54	140.49	186.83
负债合计	45,675.13	58,210.69	53,171.15	52,463.90	61,882.09
少数股东权益	6,397.95	7,418.14	9,058.70	10,973.10	13,206.49
股本	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20
资本公积	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96
留存收益	157,769.33	185,859.69	217,030.35	253,404.06	295,838.36
其他	922.25	1,048.51	953.97	974.91	992.46
股东权益合计	167,720.68	196,957.51	229,674.18	267,983.24	312,668.47
负债和股东权益总计	213,395.81	255,168.20	282,845.32	320,447.14	374,550.56

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	49,523.33	55,720.53	62,341.30	72,747.43	84,868.59
折旧摊销	1,316.87	1,479.61	1,632.17	1,668.26	1,936.26
财务费用	0.00	13.53	(1,409.63)	(2,036.06)	(2,858.60)
投资损失	(0.31)	(58.26)	(19.52)	(26.03)	(34.60)
营运资金变动	5,727.62	(1,230.01)	(3,955.41)	(7,076.65)	462.10
其它	(4,898.45)	8,103.27	3,281.12	3,828.81	4,466.77
经营活动现金流	51,669.07	64,028.68	61,870.03	69,105.77	88,840.52
资本支出	2,476.09	3,686.73	4,187.24	1,448.75	1,266.70
长期投资	0.00	0.00	50.00	30.00	25.00
其他	(4,281.32)	(9,249.18)	(6,949.18)	(3,616.27)	(2,532.52)
投资活动现金流	(1,805.23)	(5,562.45)	(2,711.94)	(2,137.53)	(1,240.82)
债权融资	234.61	1,038.84	1,305.31	2,036.06	2,858.60
股权融资	(24,204.73)	(27,101.82)	(32,905.75)	(38,267.18)	(44,650.13)
其他	(157.42)	(501.16)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(24,127.54)	(26,564.14)	(31,600.45)	(36,231.12)	(41,791.52)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	25,736.30	31,902.09	27,557.65	30,737.12	45,808.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	97,993.24	109,464.28	128,074.03	148,564.01	171,922.71
营业成本	8,154.00	8,983.38	10,634.32	12,209.46	13,888.95
营业税金及附加	13,886.52	15,304.47	18,058.44	21,096.09	24,756.87
销售费用	2,547.75	2,737.37	3,201.85	3,714.10	4,126.14
管理费用	6,789.84	8,450.27	9,477.48	10,399.48	11,750.92
研发费用	50.40	61.92	64.04	59.43	68.77
财务费用	(234.61)	(934.52)	(1,409.63)	(2,036.06)	(2,858.60)
资产/信用减值损失	(71.37)	(13.02)	(29.90)	(38.10)	(27.01)
公允价值变动收益	4.90	(2.24)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.31	58.26	19.52	26.03	34.60
其他	230.43	67.52	0.00	0.00	0.00
营业利润	66,635.08	74,750.88	88,037.15	103,109.44	120,197.25
营业外收入	11.05	68.99	29.83	36.62	45.15
营业外支出	449.19	291.84	336.47	359.17	329.16
利润总额	66,196.94	74,528.03	87,730.51	102,786.90	119,913.24
所得税	16,673.61	18,807.50	22,108.09	26,210.66	30,577.88
净利润	49,523.33	55,720.53	65,622.42	76,576.24	89,335.36
少数股东损益	2,826.04	3,260.39	3,281.12	3,828.81	4,466.77
归属于母公司净利润	46,697.29	52,460.14	62,341.30	72,747.43	84,868.59
每股收益(元)	37.17	41.76	49.63	57.91	67.56

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	10.29%	11.71%	17.00%	16.00%	15.72%
营业利润	12.86%	12.18%	17.77%	17.12%	16.57%
归属于母公司净利润	13.33%	12.34%	18.84%	16.69%	16.66%
获利能力					
毛利率	91.68%	91.79%	91.70%	91.78%	91.92%
净利率	47.65%	47.92%	48.68%	48.97%	49.36%
ROE	28.95%	27.68%	28.26%	28.31%	28.34%
ROIC	39.12%	43.33%	47.35%	51.73%	57.47%
偿债能力					
资产负债率	21.40%	22.81%	18.80%	16.37%	16.52%
净负债率	-21.52%	-26.25%	-34.56%	-41.09%	-49.87%
流动比率	4.06	3.81	4.71	5.48	5.52
速动比率	3.43	3.24	3.99	4.62	4.71
营运能力					
应收账款周转率	65.42	142.84	87.80	90.00	92.31
存货周转率	3.62	3.52	3.59	3.60	3.64
总资产周转率	0.49	0.47	0.48	0.49	0.49
每股指标(元)					
每股收益	37.17	41.76	49.63	57.91	67.56
每股经营现金流	41.13	50.97	49.25	55.01	70.72
每股净资产	128.42	150.88	175.62	204.59	238.39
估值比率					
市盈率	50.57	45.02	37.88	32.46	27.83
市净率	14.64	12.46	10.70	9.19	7.89
EV/EBITDA	36.45	33.40	25.90	21.96	18.55
EV/EBIT	37.16	34.07	26.39	22.32	18.85

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com