

市场化改革发力，茅台盈利能力进一步提升

贵州茅台 (600519)

事件

公司发布 2022 年半年度报告。

2022 年上半年公司实现营业总收入 594.4 亿元，同比增长 17.2%；实现归母净利润 297.9 亿元，同比增长 20.9%；实现扣非后归母净利润 297.6 亿元，同比增长 20.8%；

其中 Q2 实现营业总收入 262.6 亿元，同比增长 15.9%；实现归母净利润 125.5 亿元，同比增长 17.3%；实现扣非后归母净利润 125.2 亿元，同比增长 17.2%。

简评

“i 茅台”打开渠道改革新突破口，直销渠道占比提升推动公司盈利能力再上新台阶。

分产品看：上半年酒类业务收入 575.6 亿元 (+17.45%)，其中茅台酒贡献营收 499.7 亿元 (+16.3%)，系列酒贡献营收 76.0 亿元 (+25.4%)；Q2 季度酒类业务收入 252.8 亿元 (+16.1%)，其中茅台酒贡献营收 211.1 亿元 (+15.0%)，系列酒贡献营收 41.7 亿元 (+22.0%)。

Q2 处于白酒消费淡季，公司业绩增速较 Q1 环比有所回落，但同比去年 Q2 来看，在市场化改革的持续推进下公司业绩仍处于加速轨道，22Q2 公司酒类业务营收增速较 21Q2 同比提升 4.53pcts，其中茅台酒加速明显，22Q2 茅台酒营收增速较 21Q2 提升 7.23pcts。结合公司上半年以来产品推新和渠道上的改革动作来看，我们认为茅台酒加速增长主要系：①公司加大在“i 茅台”和直营店直销渠道投放力度；②100ml 飞天、珍品茅台、虎年生肖茅台放量，优化产品结构，拉动茅台酒吨价提升。

分渠道看：上半年公司直销渠道贡献营收 209.5 亿元 (+120.4%)，直销占比大幅提升 17.0pcts 至 36.4%，批发渠道贡献营收 366.1 亿元 (-7.3%)。Q2 来看，直销渠道贡献营收 100.6 亿元 (+112.9%)，直销占比环比 Q1 进一步提升 6.1pcts 至 39.8%，批发渠道贡献营收 152.1 亿元 (-10.8%)，批发渠道占比较去年同期大幅降低 18.1pcts 至 60.2%。二季度公司直销占比的进一步提升预计主要与 i 茅台新电商平台的成功运营有关。据茅台时空报道，截至 7 月 8 日“i 茅台”注册用户数超过 1909 万，累计预约人数超过 7.6 亿，茅台 1935 线上销售额近 9 亿元，渠道和产品改革持续推动公司业绩进入一轮加速期。

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

SAC 执证编号：S1440518060003

SFC 中央编号：BOT242

张立

zhanglidcq@csc.com.cn

18217620123

SAC 执证编号：S1440521100002

发布日期：2022 年 08 月 03 日

当前股价：1879.98 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-7.35/-1.4	3.93/-0.64	13.18/19.39
12 月最高/最低价 (元)		2,216.96/1,525.5
总股本 (万股)		5
流通 A 股 (万股)		125,619.78
总市值 (亿元)		23,616.27
流通市值 (亿元)		23,616.27
近 3 月日均成交量 (万股)		281.54
主要股东		
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责 任公司		54.0%

股价表现



相关研究报告

毛利率提升与费用率下降共振，公司盈利能力进一步提升。

上半年公司毛利率 92.4%，同比提升 0.7pcts，其中 Q2 毛利率 92.1%，同比提升 0.7pcts。毛利率的提升预计主要系：①渠道结构优化，直销占比提升推动均吨价的提升；②产品结构优化，上半年茅台酒方面推出更高毛利的新品（虎年生肖茅台、珍品茅台以及 100ml 飞天），系列酒方面茅台 1935 的旺销亦推动系列酒毛利率的提升。

费用率方面，上半年公司销售费用率下降 0.01pcts 至 2.5%，管理费用率下降 0.76pcts 至 6.1%，费用率下降与毛利率提升共振，公司上半年归母净利率提升 1.51pcts 至 50.1%。单 Q2 来看，公司 Q2 销售费用率小幅提升 0.52pcts 至 3.7%，管理费用率降低 1.82pcts 至 5.7%，归母净利率提升 0.57pcts 至 47.8%，Q2 公司税金及附加率同比去年提升 2.86pcts 至 16.7%。上半年公司利息收入 6.76 亿元（+77.4%），公司资产管理改革推进效果明显。

22 年经营目标积极，市场化改革持续纵深，茅台加速可期。

22 年公司提出营业总收入同比增长 15%左右的经营目标，新的一年茅台业绩提速可期。22Q1 以来公司持续深化产品、渠道方面市场化改革，蓄力 22 年全年业绩加速增长。**价格体系方面**，直销渠道占比提升有望进一步拉动均吨价的提升。**产品结构方面**，公司持续优化茅台酒和系列酒产品结构，茅台酒推出虎年生肖、珍品、100ml 飞天新品，系列酒推出茅台 1935 有望持续推动产品结构升级。**渠道方面**，公司一方面推动直营店的建设，另一方面继非标转直营之后，5 月份公司正式上线新电商平台“i 茅台”，上线以来平台注册人数和销售额表现较为亮眼，新电商平台的成功运营释放了茅台渠道和营销改革的积极信号，未来市场化改革的持续推进有望带动公司经营持续向好。

盈利预测与投资建议。

我们认为白酒行业仍处于良性发展期，未来行业仍将向优质品牌集中。预计公司 2022-24 年实现收入 1285.58、1467.87、1659.24 亿元，同比+17.4%、14.2%、13.0%；实现归母净利润 630.00、725.71、826.66 亿元，同比+20.1%、15.2%、13.9%；对应 EPS 分别为 50.15、57.77、65.81 元；对应 2022~2024 年动态 PE（2022 年 08 月 02 日收盘价）分别为 37.5、32.5、28.6X。

风险提示：

疫情反复，食品安全风险等。

重要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	109,464	128,558	146,787	165,924
增长率（%）	11.7	17.4	14.2	13.0
净利润（百万元）	52,460	63,000	72,571	82,666
增长率（%）	12.3	20.1	15.2	13.9
EPS（摊薄/元）	41.76	50.15	57.77	65.81
P/E	50.6	45.0	37.5	32.5

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

安雅泽：食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

张立：同济大学工学学士、金融硕士，2021 年 9 月加入中信建投证券，具有 3 年证券从业经验，2020 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第一名核心团队成员，2020 年 wind 金牌分析师食品饮料行业第二名核心团队成员，曾任职于东北证券；专注于白酒行业研究，产业资源丰富，对产业发展规律有深刻理解。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk