

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

白酒

贵州茅台 (600519.SH)

买入-A(维持)

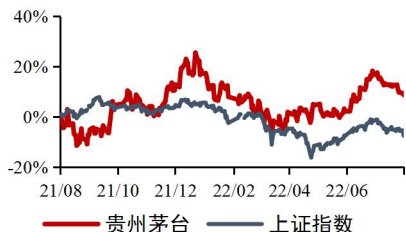
报告原因：中报点评

渠道改革红利释放，直营表现亮眼

2022年8月3日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022年8月2日

收盘价(元)：	1,879.98
总股本(亿股)：	12.56
流通股本(亿股)：	12.56
流通市值(亿元)：	23,616.27

基础数据：2022年6月30日

每股净资产(元)：	157.98
每股资本公积(元)：	1.09
每股未分配利润(元)：	125.34

分析师：

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

事件描述：

➤ 公司发布中报，上半年实现营业收入 576.17 亿元，同比增长 17.38%；归母净利润 297.94 亿元，同比增长 20.85%。

事件点评

➤ 业绩符合预期，直营占比加速提升。2022H1 公司实现营业收入 576.17 亿元，同比+17.38%，归母净利润 297.94 亿元，同比+20.85%，其中单 Q2 营业收入 262.56 亿元，同比+15.89%，归母净利润 125.49 亿元，同比+17.29%，主要在于本期销量增加及销售渠道优化。1) 分产品来看，系列酒增速较快，主要由茅台 1935 贡献。2022H1 年茅台酒/系列酒营收为 499.65/75.98 亿元，同比+16.33%/+25.37%，单 Q2 营收分别为 211.05/41.17 亿元，同比+15.0%/+22.0%；2) 分渠道来看，在“i 茅台”带动下，直营占比加速提升。2022H1 直销/批发实现收入 209.49/ 366.14 亿元，同比+ 120.42%/ -7.32%，直销占比为 36.36%，环比+2.64pct，Q2 单季度直销收入继续延续翻倍增长，占比为 39.8%。

➤ 加快产品结构优化，营销迈上新台阶。1) 产品上，开发推出虎年生肖茅台、珍品茅台、茅台 1935、100ml 飞天茅台等新品，产品带、价格带不断优化。2) 渠道上，3 月底上线“i 茅台”数字营销 APP，公司 Q2 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 Q2 营收比重 16.82%，这是公司进行数字融合，实施数字营销法，加快补齐新零售短板。3) 生产上，基酒生产和质量保持稳定，2022H1 生产茅台酒/系列酒基酒 4.25/1.70 万吨，同比+12.4%/+36.0%。4) 营销上，公司深入实施“五合营销法”，市场营销工作迈上新台阶。

➤ 产品、渠道结构优化助力毛利率提升，税金扰动净利率。2022H1 公司净利率为 53.99%，同比增加 0.6pct。具体来看，1) 毛利率为 92.11%，同比增加 0.73pct，主要在于非标产品量价齐升和直营渠道占比提升所致。2) 销售期间费用率为 7.87%，同比减少 1.16pct，其中销售费用率为 2.54%，同比持平；管理费用率为 6.92%，同比减少 0.71pct；财务费用率为-0.72%，同比减少 0.4pct；研发费用率为 0.05%，同比增加 0.05pct。3) 2022H1 税金及附加为 87.1 亿元，同比增加 25.26%，影响净利率的增加。此外，现金流方面，2022H1 末合同负债 96.69 亿元，同比增加 4.59%，环比增加 16.19%；2022H1 销售商品、提供劳务收到的现金为 611.57 亿元，同比增长 21.66%。

➤ 增长手段多样化，2022 业绩有望加速增长。2022 年经营目标：1) 营业总收入同增 15%左右，2) 完成基本建设投资 69.69 亿元。2022 年业绩有望加



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

速增长：一是贵州茅台市场营销改革预期较强；二是受产能供给约束，16-18年茅台基酒产量增速较慢，2022年量增瓶颈有望突破。三是直营渠道投放比例提升、新品投放以及非标产品提价效应凸显，助力茅台加速增长。

**盈利预测、估值分析和投资建议：**公司上半年顺利实现时间过半、任务过半，全年15%的收入增长目标完成无虞。中长期看，我们认为茅台的稀缺性、高渠道利润护城河构建的安全垫助力公司持续增长。预计2022-2024年公司归母净利润为618.84亿、726.95亿、852.96亿元，EPS分别为49.26元、57.87元、67.90元，对应8月2日股价，PE分别为38倍、32倍、28倍。维持“买入-A”评级。

**风险提示：**食品安全风险、宏观经济下行导致高端酒价格大幅下跌风险、疫情发展超预期。

**财务数据与估值：**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	97,993	109,464	128,314	148,203	171,174
YoY(%)	10.3	11.7	17.2	15.5	15.5
净利润(百万元)	46,697	52,460	61,884	72,695	85,296
YoY(%)	13.3	12.3	18.0	17.5	17.3
毛利率(%)	91.7	91.8	92.3	92.4	92.6
EPS(摊薄/元)	37.17	41.76	49.26	57.87	67.90
ROE(%)	29.5	28.3	28.0	26.6	25.4
P/E(倍)	50.6	45.0	38.2	32.5	27.7
P/B(倍)	14.6	12.5	10.5	8.6	7.0
净利率(%)	47.7	47.9	48.2	49.1	49.8

数据来源：聚源数据，山西证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	185652	220766	255788	309536	372455
现金	36091	51810	82601	130366	189512
应收票据及应收账款	1533	0	1797	278	2118
预付账款	898	389	1120	623	1390
存货	28869	33394	35085	43084	44235
其他流动资产	118261	135172	135185	135184	135199
<b>非流动资产</b>	27744	34403	37557	40506	43807
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	16225	17472	20316	22833	25522
无形资产	4817	6208	6601	7102	7710
其他非流动资产	6701	10722	10639	10571	10575
<b>资产总计</b>	213396	255168	293344	350042	416262
<b>流动负债</b>	45674	57914	57347	59480	58924
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1342	2010	1677	2532	2170
其他流动负债	44331	55904	55670	56949	56755
<b>非流动负债</b>	<b>1</b>	<b>296</b>	<b>296</b>	<b>296</b>	<b>296</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	296	296	296	296
<b>负债合计</b>	45675	58211	57643	59777	59221
少数股东权益	6398	7418	11506	16154	21541
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	157769	185860	217595	254797	298416
归属母公司股东权益	161323	189539	224195	274112	335500
<b>负债和股东权益</b>	213396	255168	293344	350042	416262

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	51669	64029	61446	72881	84595
净利润	49523	55721	65972	77343	90684
折旧摊销	1317	1480	1427	1708	2004
财务费用	-235	-935	-1246	-2305	-3741
投资损失	-0	-58	-15	-18	-23
营运资金变动	857	7860	-4694	-3850	-4329
其他经营现金流	207	-39	3	4	1
<b>投资活动现金流</b>	-1805	-5562	-4569	-4643	-5283
<b>筹资活动现金流</b>	-24128	-26564	-26086	-20473	-20166
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	37.17	41.76	49.26	57.87	67.90
每股经营现金流(最新摊薄)	41.13	50.97	48.91	58.02	67.34
每股净资产(最新摊薄)	128.42	150.88	178.47	218.21	267.08

**利润表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	97993	109464	128314	148203	171174
营业成本	8154	8983	9880	11278	12598
营业税金及附加	13887	15304	18319	21030	24229
营业费用	2548	2737	3080	3409	3766
管理费用	6790	8450	9559	10967	12623
研发费用	50	62	61	78	89
财务费用	-235	-935	-1246	-2305	-3741
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	-2	-3	-4	-1
投资净收益	0	58	15	18	23
<b>营业利润</b>	66635	74751	88673	103761	121631
营业外收入	11	69	25	29	34
营业外支出	449	292	384	348	368
<b>利润总额</b>	66197	74528	88314	103442	121296
所得税	16674	18808	22342	26099	30613
<b>税后利润</b>	49523	55721	65972	77343	90684
少数股东损益	2826	3260	4088	4648	5387
<b>归属母公司净利润</b>	46697	52460	61884	72695	85296
EBITDA	66431	74453	87725	101955	118502

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	10.3	11.7	17.2	15.5	15.5
营业利润(%)	12.9	12.2	18.6	17.0	17.2
归属于母公司净利润(%)	13.3	12.3	18.0	17.5	17.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	91.7	91.8	92.3	92.4	92.6
净利率(%)	47.7	47.9	48.2	49.1	49.8
ROE(%)	29.5	28.3	28.0	26.6	25.4
ROIC(%)	30.2	28.7	28.7	27.3	25.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	21.4	22.8	19.7	17.1	14.2
流动比率	4.1	3.8	4.5	5.2	6.3
速动比率	0.8	0.9	1.5	2.2	3.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	65.4	142.8	142.8	142.8	142.8
应付账款周转率	5.7	5.4	5.4	5.4	5.4
<b>估值比率</b>					
P/E	50.6	45.0	38.2	32.5	27.7
P/B	14.6	12.5	10.5	8.6	7.0
EV/EBITDA	35.1	31.1	26.1	22.0	18.5

数据来源：聚源数据、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

