

业绩稳扎稳打，改革成效凸显

2022 年 08 月 03 日

► **事件：**公司发布 2022 年半年度报告，2022 年上半年公司实现营收 576.2 亿元，同增 17.4%（其中茅台酒营收 499.7 亿元，同增 16.3%；系列酒营收 76 亿元，同增 25.4%）；实现归母净利润 297.9 亿元，同增 20.9%。**单二季度看，**公司实现营收 253.2 亿元，同增 16.1%；实现归母净利润 125.5 亿元，同增 17.3%。

► **结构优化保障盈利能力稳健，现金流保持健康状态。**公司产品结构升级，通过开发投放盈利能力更高的新品及提升直销渠道销售占比，22Q2 毛利率为 91.8%，同增 0.77pcts；税金及附加率 16.7%，同增 2.86pcts；期末合同负债 96.7 亿元，相较于去年同增 4.6%，环比 Q1 同增 13.5 亿元，现金流情况较为稳定；经营现金流量净额 68.6 亿元，下降 70.4%，主要由于本期客户存款和同业存放款项净增加额增加，与销售业务关联较小。Q2 管理费用率 5.7%，同减 1.82pcts；销售费用率 3.7%，同增 0.52pcts，系期间公司酱香系列酒促销费有所增加所致；Q2 净利率 47.8%，同增 0.57pcts，整体保持稳定增势。

► **分产品看，优化升级产品结构体系，系列酒表现略超预期。**公司加快优化升级产品矩阵，开发投放虎茅/珍品/茅台 1935/100ml 飞天茅台等新品，22H1 茅台酒实现营收 499.7 亿元，同增 16.3%，占比 86.8%；系列酒营收 76 亿元，同增 25.4%，占比 13.2%，其中茅台 1935 为系列酒收入增速主要来源；单季度看，Q2 茅台酒、系列酒收入分别为 211.1、41.7 亿元，同增 15%、22%。22H1 公司完成茅台酒基酒产量 4.25 万吨，同增 12.4%；系列酒基酒产量 1.7 万吨，同增 36%，公司持续推进技改扩能项目，为中长期发展提供保障。

► **分渠道看，营销体制改革成效凸显，直销渠道占比提升，i 茅台贡献增量。**22H1 公司直销渠道实现收入 209.5 亿元，同增 120.4%，占比 36.4%，i 茅台数字营销平台投放虎茅、茅台 1935 等产品贡献增量；批发代理实现收入 366.1 亿元，同减 7.3%，占比 63.6%，主要由于华东等区域市场受到疫情影响，发货节奏同比放缓。单季度看，Q2 直销渠道、批发渠道分别实现收入 100.6、152.1 亿元，同比+112.9%、-10.8%，公司通过渠道投放优化实现稳健增长。22H1 经销商数量较去年末减少 5 家。

► **投资建议：**公司 22H1 业绩符合预期，i 茅台持续稳健运营，直营渠道不断优化，同时升级产品结构，提升盈利能力，我们认为公司业绩具备较高确定性，伴随市场化改革新政逐步落地，量价提升潜力有望释放，基于上半年业绩，预计公司 2022~2024 年营收分别为 1267/1479/1673 亿元，归母净利润分别为 613/725/823 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 39/33/29X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 新政改革受阻风险，影响供需结构及产品供给节奏；2) 产能扩建、税收等产业政策面受限风险；3) 疫情影响超预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	109464	126709	147883	167345
增长率 (%)	11.7	15.8	16.7	13.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	52460	61321	72473	82302
增长率 (%)	12.3	16.9	18.2	13.6
每股收益 (元)	41.76	48.82	57.69	65.52
PE	45	39	33	29
PB	12.5	10.6	8.8	7.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 03 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

1,885.00 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

相关研究

1. 贵州茅台 (600519.SH) 2022H1 经营数据点评：业绩凸显确定性，产能扩建提供长期保障-2022/07/22
2. 贵州茅台 (600519.SH) 2022 年一季报点评：一季度直销占比快速提升，营销改革持续推进-2022/04/26
3. 贵州茅台 (600519.SH) 2021 年度报告点评：“十四五”顺利开局，推进数字化营销改革-2022/03/31
4. 贵州茅台 (600519.SH) 深度报告：聚焦营销改革，量价齐升仍可期-2022/03/24
5. 贵州茅台 (600519.SH) 2022 年 1-2 月经营数据点评：顺利实现“开门红”，市场化改革红利显现-2022/03/08

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	109464	126709	147883	167345
营业成本	9157	10087	11293	12890
营业税金及附加	15304	17715	20675	23396
销售费用	2737	3548	3401	3347
管理费用	8450	9123	10352	11714
研发费用	62	72	84	95
EBIT	73760	86164	102078	115903
财务费用	-935	-883	-757	-854
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	58	67	79	89
营业利润	74751	87132	102932	116869
营业外收支	-223	-152	-133	-129
利润总额	74528	86981	102799	116740
所得税	18808	21745	25700	29185
净利润	55721	65235	77099	87555
归属于母公司净利润	52460	61321	72473	82302
EBITDA	75342	87883	103915	117870

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	51810	86770	135093	191709
应收账款及票据	0	0	0	0
预付款项	389	829	879	870
存货	33394	36786	41183	47007
其他流动资产	135172	135203	135196	135205
流动资产合计	220766	259588	312350	374791
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	17472	17528	17965	18459
无形资产	6208	6867	7580	8633
非流动资产合计	34403	35070	36239	37833
资产合计	255168	294657	348589	412625
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2010	1956	2167	2601
其他流动负债	55904	57435	62306	68226
流动负债合计	57914	59391	64473	70826
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	296	296	296	296
非流动负债合计	296	296	296	296
负债合计	58211	59687	64770	71123
股本	1256	1256	1256	1256
少数股东权益	7418	11332	15958	21212
股东权益合计	196958	234970	283819	341502
负债和股东权益合计	255168	294657	348589	412625

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.71	15.75	16.71	13.16
EBIT 增长率	11.09	16.82	18.47	13.54
净利润增长率	12.34	16.89	18.19	13.56
盈利能力 (%)				
毛利率	91.63	92.04	92.36	92.30
净利润率	50.90	51.48	52.14	52.32
总资产收益率 ROA	20.56	20.81	20.79	19.95
净资产收益率 ROE	27.68	27.42	27.06	25.70
偿债能力				
流动比率	3.81	4.37	4.84	5.29
速动比率	3.23	3.74	4.19	4.62
现金比率	0.89	1.46	2.10	2.71
资产负债率 (%)	22.81	20.26	18.58	17.24
经营效率				
应收账款周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	1331.05	1331.05	1331.05	1331.05
总资产周转率	0.43	0.43	0.42	0.41
每股指标 (元)				
每股收益	41.76	48.82	57.69	65.52
每股净资产	150.88	178.03	213.23	254.97
每股经营现金流	50.97	51.49	63.42	71.74
每股股利	21.68	21.68	21.68	21.68
估值分析				
PE	45	39	33	29
PB	12.5	10.6	8.8	7.4
EV/EBITDA	30.75	25.96	21.49	18.47
股息收益率 (%)	1.15	1.15	1.15	1.15

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	55721	65235	77099	87555
折旧和摊销	1581	1718	1837	1967
营运资金变动	7860	-2386	643	528
经营活动现金流	64029	64681	79664	90120
资本开支	-3406	-2536	-3138	-3687
投资	-2144	-2	-2	-3
投资活动现金流	-5562	-2470	-3061	-3601
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-26564	-27252	-28280	-29903
现金净流量	31900	34960	48323	56616

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026