

系列酒升级成新引擎 直销占比提升助推业绩

——贵州茅台（600519.SH）半年报点评

食品饮料/白酒



申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

8月2日，公司发布2022年半年报，上半年实现营业收入576.17亿元（同比+17.38%），实现归母净利润297.94亿元（同比+20.85%）；22Q2单季度实现营收253.21亿元（同比+16.06%），实现归母净利润125.49亿元（同比+17.29%），与公司此前披露的经营情况一致，符合预期。

投资摘要：

系列酒高增，成为重要引擎；茅台酒稳增，确定性强。22H1公司完成茅台基酒产量4.25万吨（同比+12.43%），实现营收499.65亿元（同比+16.33%）；系列酒基酒产量1.7万吨（同比+36%），实现营收75.98亿元（同比+25.37%）。系列酒的收入占比同比提升0.83pct至13.2%，对公司收入增长贡献日益增加。

收入、利润增长的前提下，成本、费用占比微降，助力净利润率进一步提升。22H1公司营收/毛利润/归母净利润分别增长17.38%/18.31%/20.85%，推算22Q2营收/毛利润/归母净利润增速分别为16.06%/17.05%/17.29%，公司收入利润均实现较好增长。22H1毛利率达到91.78%（同比+0.77pct），其中22Q1/Q2的毛利率同比分别增0.69pct/0.77pct。预计毛利率的提升主要来自系列酒结构的优化（如茅台1935销售额放量增长）以及直销占比的提升。虽销售费用率同比微增0.52个pct，但毛销差/归母净利润率同比分别提升0.25pct/0.57pct。

回款良好，合同负债环比提升。现金流方面，22H1销售回款611.57亿元²，同比增21.66%，其中22Q1/Q2回款分别为314.88亿元/296.69亿元，同比分别增长41.2%/6.08%。22H1经营活动净现金流-11.16亿元，与净利润的差距主要来自公司并表子公司金融类项目现金流的影响³，公司自身现金流健康稳健。6月末合同负债96.69亿元，较3月末环比增加16.19%。

新品广受欢迎，i茅台等助力公司直销渠道占比大幅提升。公司推出虎茅、珍品茅台、茅台1935、100ml飞天茅台等新品，销售势头良好，提升了公司产品价格带。“i茅台”数字营销平台上线，22H1已实现酒类收入（不含税）44.16亿元，开辟了公司线上直销新渠道，成功开发茅台冰激凌，市场反响热烈。22H1公司直销渠道实现收入209.49亿元（同比+120.42%），批发代理渠道实现收入366.14亿元（同比-7.32%），直销渠道收入占比大幅提升17个百分点，达到36.4%。

投资建议：我们预计公司2022-2024年的营收分别为1275.46亿元、1490.46亿元和1755.12亿元，对应同比增长16.52%、16.86%、17.76%，归母净利润分别为613.37亿元、716.97亿元和842.92亿元，对应同比增长16.92%、16.89%、17.57%，EPS分别为48.83元、57.07元和67.1元，对应报告日股价的PE分别为38.61倍、33.03倍和28.09倍。参考高端白酒估值水平，考虑到公司较强的经营稳定性和业绩确定性，给予公司高于其他白酒企业的估值水平，对应公司22年预测净利润给予45倍PE，对应目标价格2197.24元，给予“增持”评级。

评级

买入

2022年08月04日

汪冰洁

分析师

SAC执业证书编号：S1660522030003

张弛

研究助理

SAC执业证书编号：S1660121120005

Zhangchi03@shgsec.com

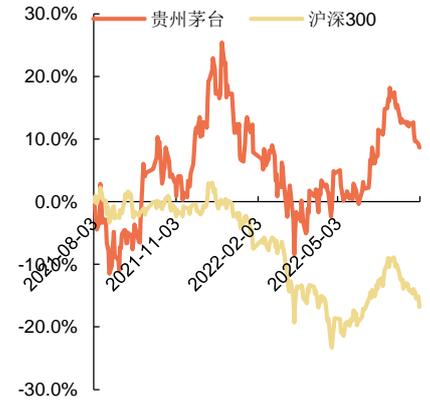
17621838100

交易数据

时间 2022年8月3日

总市值/流通市值（亿元）	23679/23679
总股本（万股）	125,619.78
资产负债率（%）	22.81
每股净资产（元）	139.53
收盘价（元）	1885
一年内最低价/最高价（元）	1509.22/2193.29

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

¹ 因公司营业总收入大于营业收入，为避免口径不统一导致的对比混乱，介绍本文计算口径如下：毛利润=营业收入-营业成本，毛利率=毛利润/营业收入，销售费用率=销售费用/营业收入，毛销差=销售毛利率-销售费用率，净利润率=净利润/营业收入，归母净利润率=归母净利润/营业收入。

² 为销售商品、提供劳务收到的现金口径，下同。

³ 公司旗下财务公司等并表金融主体在22H1客户存款、同业存放款项减少50.26亿元，存放央行和同业款项增加112.48亿元，对现金流影响较大。

敬请参阅最后一页免责声明

风险提示：宏观经济不确定性，白酒消费需求受损，生态环境保护风险，食品安全风险。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	97,993.2	109,464.28	127,546.11	149,045.97	175,511.79
增长率 (%)	10.29%	11.71%	16.52%	16.86%	17.76%
归母净利润 (百万元)	46,697.2	52,460.14	61,336.98	71,697.06	84,291.98
增长率 (%)	13.33%	12.34%	16.92%	16.89%	17.57%
净资产收益率 (%)	28.95%	27.68%	27.93%	28.22%	28.61%
每股收益(元)	37.17	41.76	48.83	57.07	67.10
PE	50.71	45.14	38.61	33.03	28.09
PB	14.68	12.49	10.78	9.32	8.04

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表					单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	97993	109464	127546	149046	175512	流动资产合计	185652	220766	255433	295763	343550				
营业成本	8154	8983	10772	12657	15186	货币资金	36091	51810	80388	112582	149587				
营业税金及附加	13887	15304	18112	21165	24923	应收账款	0	0	0	0	0				
营业费用	2548	2737	3189	3726	4388	其他应收款	34	33	39	45	53				
管理费用	6790	8450	8928	10433	12286	预付款项	898	389	-222	-939	-1800				
研发费用	50	62	0	0	0	存货	28869	33394	38281	44978	53966				
财务费用	-235	-935	-330	-482	-655	其他流动资产	27	72	1880	4030	6676				
资产减值损失	0	0	0	0	0	非流动资产合计	27744	34403	37812	41311	45130				
信用减值损失	-71	-13	-30	-30	-30	长期股权投资	0	0	0	0	0				
公允价值变动收益	5	-2	0	0	0	固定资产	16225	17472	18559	20251	22492				
投资净收益	0	58	20	20	20	无形资产	4817	6208	6519	6845	7187				
营业利润	66635	74751	86865	101537	119374	商誉	0	0	0	0	0				
营业外收入	11	69	0	0	0	其他非流动资产	0	2060	2060	2060	2060				
营业外支出	449	292	0	0	0	资产总计	213396	255168	293245	337074	388680				
利润总额	66197	74528	86865	101537	119374	流动负债合计	45674	57914	62108	66995	72819				
所得税	16674	18808	21716	25384	29844	短期借款	0	0	0	0	0				
净利润	49523	55721	65149	76153	89531	应付账款	1342	2010	2377	2793	3351				
少数股东损益	2826	3260	3812	4456	5239	预收账款	13322	12718	16545	21016	26282				
归属母公司净利润	46697	52460	61337	71697	84292	一年内到期的非流动负债	0	104	104	104	104				
EBITDA	72414	81370	88411	103161	120978	非流动负债合计	1	296	305	305	305				
EPS (元)	37.17	41.76	48.83	57.07	67.10	长期借款	0	0	0	0	0				
主要财务比率						应付债券	0	0	0	0	0				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	负债合计	45675	58211	62413	67300	73124				
成长能力						少数股东权益	6398	7418	11230	15686	20925				
营业收入增长	10.29%	11.71%	16.52%	16.86%	17.76%	实收资本(或股本)	1256	1256	1256	1256	1256				
营业利润增长	12.86%	12.18%	16.21%	16.89%	17.57%	资本公积	1375	1375	3206	3206	3206				
归属于母公司净利润增长	16.92%	16.89%	16.92%	16.89%	17.57%	未分配利润	137594	160717	163352	166433	170055				
获利能力						归属母公司股东权益合计	161323	189539	219615	254101	294644				
毛利率(%)	91.68%	91.79%	91.55%	91.51%	91.35%	负债和所有者权益	213396	255168	293245	337074	388680				
净利率(%)	50.54%	50.90%	51.08%	51.09%	51.01%										
总资产净利润(%)	21.88%	20.56%	20.92%	21.27%	21.69%	现金流量表									
ROE(%)	28.95%	27.68%	27.93%	28.22%	28.61%		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E				
偿债能力						经营活动现金流	51669	64029	64793	74522	86168				
资产负债率(%)	21%	23%	21%	20%	19%	净利润	49523	55721	65149	76153	89531				
流动比率	4.06	3.81	4.11	4.41	4.72	折旧摊销	6013.13	7553.19	0.00	1454.11	1574.97				
速动比率	3.43	3.24	3.50	3.74	3.98	财务费用	-235	-935	-330	-482	-655				
营运能力						应收账款减少	0	0	0	0	0				
总资产周转率	0.49	0.47	0.47	0.47	0.48	预收账款增加	0	0	3826	4471	5265				
应收账款周转率	-	-	-	-	-	投资活动现金流	-1805	-5562	-5280	-5598	-6070				
应付账款周转率	68.62	65.31	58.15	57.66	57.13	公允价值变动收益	5	-2	0	0	0				
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0				
每股收益(最新摊薄)	37.17	41.76	48.83	57.07	67.10	投资收益	0	58	20	20	20				
每股净现金流(最新摊薄)	20.49	25.40	22.75	25.63	29.46	筹资活动现金流	-24128	-26564	-30935	-36729	-43093				
每股净资产(最新摊薄)	128.42	150.88	174.83	202.28	234.55	应付债券增加	0	0	0	0	0				
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0				
P/E	50.71	45.14	38.61	33.03	28.09	普通股增加	0	0	0	0	0				
P/B	14.68	12.49	10.78	9.32	8.04	资本公积增加	0	0	1831	0	0				
EV/EBITDA	32.20	28.47	25.88	21.86	18.34	现金净增加额	25736	31902	28578	32194	37004				

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的6个月内，相对强于市场基准指数收益率5%以上
中性	报告日后的6个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的6个月内，相对弱于市场基准指数收益率5%以上

市场基准指数为沪深300指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的6个月内，相对强于市场基准指数收益率15%以上
增持	报告日后的6个月内，相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间
中性	报告日后的6个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的6个月内，相对弱于市场基准指数收益率5%以上