

投资评级：买入（维持）
报告日期：2022年8月3日
市场数据

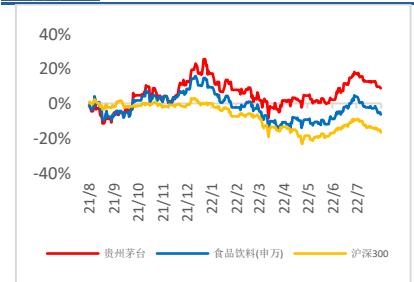
目前股价	1,885.00
总市值(亿元)	23,679.33
流通市值(亿元)	23,679.33
总股本(万股)	125,620
流通股本(万股)	125,620
12个月最高/最低	2170.67/1531.48

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

- <<发展提速，品牌蓄力>> 2022-06-19
- <<营销改革着眼当前矛盾，年轻化遐想未来蓝图>> 2022-05-21
- <<大力推进直销同比翻番，Q1高增速打下全年基础>> 2022-04-26

双过半顺利实现，重视战略核心 1935

——贵州茅台（600519）公司动态点评

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	97,993.24	109,464.28	127,525.88	147,292.40	169,533.55
(+/-%)	10.29%	11.71%	16.50%	15.50%	15.10%
归母净利润(百万元)	46,697.29	52,460.14	62,393.59	72,770.32	84,567.39
(+/-%)	13.33%	12.34%	18.94%	16.63%	16.21%
摊薄 EPS(元/股)	37.17	41.76	49.67	57.93	67.32
PE	50.7	45.1	38.0	32.5	28.0

资料来源：长城证券产业金融研究院

核心观点

- **事件：**8月3日，公司发布《半年度报告》，2022年1-6月实现营业收入576.17亿元，同比增长17.4%；实现归母净利润297.94亿元，同比增长20.9%；基本EPS 23.72元/股，同比增长20.9%。
- **疫情之下，行业龙头的韧性得到验证。**单二季度营收253.21亿元，同增16.1%；归母净利润125.49亿元，同增17.3%；一、二季度均好于2020年同期增速，既是对企业势能的验证，也是对今年疫情影响的验证，总体来说仍应对行业基本面和全国化高端名酒的韧性保持乐观。结合公司历史表现，以及半年工作会议上表示“双过半”的顺利实现来看，下半年仍保留了对一定或有风险的抵御能力，综合看全年完成15%的营收目标将较大概率实现。
- **做大系列酒和营销改革仍是重要引擎。**Q2茅台酒营收增长15.0%，系列酒营收增长22.0%，系列酒营收占比达到了16.5%。系列酒借助飞天茅台品牌势能迅速拓展，扩大酱香品类市场，也借助了i茅台的平台力量。i茅台自3月31日上线以来，Q2实现了超过44亿元的酒类不含税收入。这个成绩是i茅台在经历49天试运行阶段，并且仍未上架最核心的飞天茅台产品的状态下达成的，换句话说仍处于起步阶段；我们还可以看到其在试水新形象、新策略、新产品、新打法上的良好投放和反馈作用，是具备潜力在未来成为支柱的重要战略平台。在营销改革的持续进行下，公司Q2直销渠道实现营收100.62亿元，同比大增112.9%，营收占比逼近40%，但由于按照往年情况，Q2系列酒占比高于Q1，直销规模扩大带来的利润率提升并未在环比上得到直观体现。
- **战略新品茅台1935是重中之重，向外看是酱酒市场和千元高端白酒市场的交汇点，向内看是系列酒和i茅台的交汇点。**茅台1935是茅台重返千元价格带的台柱产品，能同时对酱酒和千元高端白酒市场形成影响，既能够规范市场，也能够强化飞天茅台的“第一高度”，加宽公司护城河，划出“战略缓冲区”。同时，茅台1935的放量也是延续系列酒结构升级和i茅台做大做强的重要驱动。因此我们认为茅台1935是当前公司延续动能的最强抓手，其成功打造将同时达成多项内外部优化目的，具有重要的战略意义。其价格经历了上市初期的热炒和疫情反复的降温，目前仍稳站1500元价格带，运行良好。半年报显示公司上半年生产茅台酒基酒4.25万吨、系列酒基酒1.70万吨，分别同

比增长 12.4%和 36.0%。在行业整体产量规模收缩的情况下，基酒生产提速体现十足发展信心，也将为未来持续的产品放量夯实物质基础。

- **投资建议：**公司 2021 年连续 6 年实现双位数增长，营收突破千亿，实现了“十四五”发展良好开局。新董事长上任改革力度强，针对价格问题展开一系列措施，有效遏止价格无序上涨，回归商品属性，为公司长期健康发展奠定基础。新产品完善价格矩阵，加宽公司护城河，战略产品茅台 1935 强势重返千元价格带。22 年 H1 顶住压力实现“双过半”展现龙头韧性，全年目标将很大概率实现并超额完成。作为高端名酒的代表，在行业进一步提质增效，产业集中度进一步提升，消费结构进一步升级的趋势下，公司长期受益确定性强。我们预测公司 2022-2024 年 EPS 为 49.67、57.93、67.32 元/股，当前股价对应 PE 倍数为 38.0x、32.5x、28.0x，**维持“买入”评级。**
- **风险提示：**局部地区疫情反复；价格走势不及预期；新品推广不及预期；销量不及预期；食品安全问题；市场波动风险；消费税政策可能发生变化。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	97,993.24	109,464.28	127,525.88	147,292.40	169,533.55	成长性					
营业成本	8,154.00	8,983.38	9,819.49	10,899.64	11,867.35	营业收入增长	10.29%	11.71%	16.50%	15.50%	15.10%
销售费用	2,547.75	2,737.37	3,188.15	3,608.66	4,068.81	营业成本增长	9.74%	10.17%	9.31%	11.00%	8.88%
管理费用	6,789.84	8,450.27	9,947.02	11,046.93	12,375.95	营业利润增长	12.86%	12.18%	16.87%	16.58%	16.17%
研发费用	50.40	61.92	63.76	73.65	84.77	利润总额增长	12.61%	12.59%	16.88%	16.63%	16.21%
财务费用	-234.61	-934.52	-637.63	-736.46	-847.67	归母净利润增长	13.33%	12.34%	18.94%	16.63%	16.21%
其他收益	13.14	20.52	20.00	20.00	20.00	盈利能力					
投资净收益	0.31	58.26	50.00	50.00	50.00	毛利率	91.68%	91.79%	92.30%	92.60%	93.00%
营业利润	66,635.08	74,750.88	87,361.47	101,849.05	118,319.65	销售净利率	47.65%	47.92%	48.93%	49.41%	49.88%
营业外收支	-438.14	-222.85	-250.00	-250.00	-250.00	ROE	29.53%	28.29%	28.55%	28.51%	28.39%
利润总额	66,196.94	74,528.03	87,111.47	101,599.05	118,069.65	ROIC	39.12%	43.33%	47.53%	57.09%	63.62%
所得税	16,673.61	18,807.50	21,777.87	25,399.76	29,517.41	营运效率					
少数股东损益	2,826.04	3,260.39	2,940.01	3,428.97	3,984.85	销售费用/营业收入	2.60%	2.50%	2.50%	2.45%	2.40%
归母净利润	46,697.29	52,460.14	62,393.59	72,770.32	84,567.39	管理费用/营业收入	6.93%	7.72%	7.80%	7.50%	7.30%
资产负债表 (百万)						研发费用/营业收入	0.05%	0.06%	0.05%	0.05%	0.05%
流动资产	185,652.15	220,765.69	249,723.74	293,536.84	334,508.58	财务费用/营业收入	-0.24%	-0.85%	-0.50%	-0.50%	-0.50%
货币资金	36,091.09	51,810.24	88,196.34	121,187.16	163,972.41	投资收益/营业利润	0.00%	0.08%	0.06%	0.05%	0.04%
应收票据应收账款合计	1,532.73	0.00	1,771.19	274.53	2,080.10	所得税/利润总额	25.19%	25.24%	25.00%	25.00%	25.00%
其他应收款	34.49	33.16	30.00	30.00	30.00	应收账款周转率	65.42	142.84	144.00	144.00	144.00
存货	28,869.09	33,394.37	32,068.92	40,595.33	38,520.33	存货周转率	0.30	0.29	0.30	0.30	0.30
非流动资产	27,743.66	34,402.50	34,877.08	35,493.72	36,005.06	流动资产周转率	0.57	0.54	0.54	0.54	0.54
固定资产	16,225.08	17,472.17	17,950.38	18,116.77	18,048.40	总资产周转率	0.49	0.47	0.47	0.48	0.48
资产总计	213,395.81	255,168.20	284,600.82	329,030.56	370,513.63	偿债能力					
流动负债	45,673.67	57,914.22	55,440.50	61,458.75	58,300.06	资产负债率	21.40%	22.81%	19.59%	18.76%	15.81%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	4.06	3.81	4.50	4.78	5.74
应付款项	4,599.51	6,134.24	5,340.50	6,267.29	7,200.06	速动比率	3.43	3.24	3.93	4.12	5.08
非流动负债	1.46	296.47	300.00	280.00	260.00	每股指标 (元)					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	37.17	41.76	49.67	57.93	67.32
负债合计	45,675.13	58,210.69	55,740.50	61,738.75	58,560.06	每股净资产	128.42	150.88	173.94	201.80	234.18
股东权益	167,720.68	196,957.51	228,860.32	267,291.81	311,953.58	每股经营现金流	41.13	50.97	56.69	57.69	70.27
股本	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20	每股经营现金/EPS	1.11	1.22	1.14	1.00	1.04
留存收益	159,144.29	187,234.66	217,245.98	252,248.50	292,925.41	估值					
少数股东权益	6,397.95	7,418.14	10,358.15	13,787.12	17,771.97	PE	50.71	45.14	37.95	32.54	28.00
负债和权益总计	213,395.81	255,168.20	284,600.82	329,030.56	370,513.63	PEG	3.28	2.70	2.69	2.11	1.68
现金流量表 (百万)						PB	14.68	12.49	10.84	9.34	8.05
经营活动现金流	45210.61	64028.68	71208.40	72472.15	88278.05	EV/EBITDA	36.47	33.42	25.85	21.92	18.57
其中营运资本减少	18124.25	-1833.09	5002.78	-4613.66	-1154.80	EV/SALES	25.27	23.04	17.90	15.30	13.06
投资活动现金流	-1757.00	-5562.45	-2024.83	-2450.00	-2450.00	EV/IC	19.44	18.43	17.18	16.27	15.75
其中资本支出	7.09	1257.35	2400.00	2400.00	2400.00	ROIC/WACC	3.22	3.56	3.91	4.69	5.23
融资活动现金流	438.89	-26564.14	-32797.47	-37031.33	-43042.81	REP	6.05	5.18	4.40	3.47	3.01
净现金总变化	43892.50	31902.09	36386.10	32990.82	42785.25						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券产业金融研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券产业金融研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>