

## 公司研究

## Q2 势能依旧，改革红利继续释放

## ——贵州茅台（600519.SH）2022 年半年报点评

## 要点

**事件：**贵州茅台发布 2022 年半年报，22H1 营业总收入 594.44 亿元，同比增长 17.20%，归母净利润 297.94 亿元，同比增长 20.85%。Q2 单季总营收 262.56 亿元，同比增长 15.89%，归母净利润 125.49 亿元，同比增长 17.29%。

**Q2 系列酒增幅较高，直销占比明显提升，电商平台贡献增量。**虽然二季度疫情有所反复，但茅台需求韧性较为突出，动销未受到太大影响，Q2 单季营收实现接近 16% 的同比增速，符合此前市场预期。1) 分产品看，22Q2 茅台酒/系列酒营收 211.05/41.70 亿元，同比增长 14.97%/22.02%，茅台酒表现稳健，系列酒增幅相对突出，估计茅台 1935 贡献较高增量。2) 分渠道看，22Q2 直销/批发渠道收入 100.62/152.13 亿元，同比增长 112.87%/减少 10.76%，销售渠道继续优化，直销渠道收入显著提升，占主营业务收入达到 39.81%，同比/环比提升 18.1/6.1pct，3 月底电商平台“i 茅台”上线试运营，Q2 贡献较高，实现酒类不含税收入 44.16 亿元，其中茅台 1935、小茅 100ML 在电商平台表现较好，传统批发渠道收入继 Q1 之后继续下滑。3) 截至 Q2 末公司经销商数量合计 2188 个，较 Q1 末减少 2 个。

**盈利能力稳中有升，现金流存在阶段性扰动。**1) 22Q2 毛利率 91.78%，同比小幅提升 0.77pct，渠道结构优化下估计均价有所提升，另外系列酒占比提升，或对毛利率存在一定影响。2) 22Q2 销售费用率 3.72%，同比小幅提升 0.53pct，管理及研发费用率 5.86%，同比下降 1.72pct，税金及附加项占总营收比重 16.66%，同比提升 2.86pct，综合看归母净利率 47.79%，同比提升 0.57pct。3) 22Q2 销售现金回款 296.69 亿元，同比增长 6.08%，结合 Q1 现金回款同比增长 41.20%，估计节奏有所调整。Q2 经营活动现金流净额 68.65 亿元，同比减少 70.42%，上半年经营活动净现金流为负，主要系控股子公司财务公司客户存款和同业存放款项净增加额减少以及存放中央银行和同业款项净增加额增加。截至 Q2 末合同负债 96.69 亿元，较 Q1 末增加 13.47 亿元。

**盈利预测、估值与评级：**Q2 疫情下公司经营韧性和业绩确定性较强，目前多数地区已完成 7 月回款并陆续到货，估计回款进度 60%+，飞天茅台散瓶批价 2750-2800 元/瓶，整箱批价 3100 元左右，相对稳定。公司将继续市场营销改革，后续“i 茅台”有利于丰富直营渠道，强化线上线下协同，另外去年底以来推出珍品茅台、虎年生肖酒、茅台 1935、100ML 飞天茅台等，优化产品结构。持续改革释放红利，22 年增长有望提速，维持 2022-24 年 EPS 预测为 49.21/57.29/65.84 元，当前股价对应 P/E 为 39/33/29 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**高端白酒需求疲软，渠道改革不及预期，国内疫情反复。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	97,993	109,464	128,001	147,648	168,864
营业收入增长率	10.29%	11.71%	16.93%	15.35%	14.37%
净利润(百万元)	46,697	52,460	61,811	71,971	82,713
净利润增长率	13.33%	12.34%	17.83%	16.44%	14.93%
EPS(元)	37.17	41.76	49.21	57.29	65.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.95%	27.68%	27.71%	27.33%	26.81%
P/E	51	46	39	33	29
P/B	14.9	12.7	10.8	9.1	7.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-09

## 买入（维持）

当前价：1,910.00 元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	12.56
总市值(亿元)	23993.42
一年最低/最高(元)	1509.22/2193.29
近 3 月换手率	14.47%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.82	1.83	29.40
绝对	-2.73	10.19	13.98

资料来源：Wind

## 相关研报

二季度显经营韧性，改革推动增长加速——贵州茅台（600519.SH）2022 年上半年经营数据点评（2022-07-22）

单季净利润增速创新高，龙头确定性凸显——贵州茅台（600519.SH）2022 年一季报点评（2022-04-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	97,993	109,464	128,001	147,648	168,864
营业成本	8,154	8,983	10,492	11,898	13,601
折旧和摊销	1,306	1,469	1,235	1,446	1,582
税金及附加	13,887	15,304	18,304	21,114	24,148
销售费用	2,548	2,737	3,712	4,134	4,728
管理费用	6,790	8,450	8,960	10,247	11,719
研发费用	50	62	64	74	84
财务费用	-235	-935	-50	-22	-23
投资收益	0	58	0	0	0
营业利润	66,635	74,751	86,539	100,218	114,623
利润总额	66,197	74,528	86,349	99,978	114,383
所得税	16,674	18,808	21,587	24,994	28,596
净利润	49,523	55,721	64,761	74,983	85,787
少数股东损益	2,826	3,260	2,950	3,012	3,074
归属母公司净利润	46,697	52,460	61,811	71,971	82,713
EPS(元)	37.17	41.76	49.21	57.29	65.84

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	51,669	64,029	66,998	76,182	85,779
净利润	46,697	52,460	61,811	71,971	82,713
折旧摊销	1,306	1,469	1,235	1,446	1,582
净营运资金增加	579	8,979	4,041	3,169	4,748
其他	3,087	1,121	-89	-404	-3,264
投资活动产生现金流	-1,805	-5,562	-4,986	-4,125	-4,100
净资本支出	-2,089	-3,406	-5,100	-4,050	-4,050
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	284	-2,156	114	-75	-50
融资活动现金流	-24,128	-26,564	-28,244	-31,711	-37,469
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	104	-4	0	0
无息负债变化	4,509	12,431	5,354	5,234	5,304
净现金流	25,737	31,900	33,769	40,346	44,211

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	91.7%	91.8%	91.8%	91.9%	91.9%
EBITDA 率	69.3%	68.9%	68.5%	68.8%	68.8%
EBIT 率	67.9%	67.6%	67.6%	67.9%	67.9%
税前净利润率	67.6%	68.1%	67.5%	67.7%	67.7%
归母净利润率	47.7%	47.9%	48.3%	48.7%	49.0%
ROA	23.2%	21.8%	21.8%	21.7%	21.5%
ROE (摊薄)	28.9%	27.7%	27.7%	27.3%	26.8%
经营性 ROIC	34.0%	34.2%	38.8%	43.4%	47.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	21%	23%	21%	20%	19%
流动比率	4.06	3.81	4.13	4.48	4.85
速动比率	3.43	3.24	3.55	3.87	4.21
归母权益/有息债务	-	1816.91	2230.61	2632.99	3085.21
有形资产/有息债务	-	2363.72	2907.45	3392.99	3929.70

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	213,396	255,168	296,990	345,474	399,074
货币资金	36,091	51,810	85,579	125,924	170,135
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收账款	0	0	0	0	0
应收票据	1,533	0	1,920	2,141	2,449
其他应收款 (合计)	34	33	0	0	0
存货	28,869	33,394	36,720	41,643	47,604
其他流动资产	118,226	135,139	135,602	136,093	136,624
流动资产合计	185,652	220,766	261,157	306,959	358,039
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	16,225	17,472	21,070	21,680	22,574
在建工程	2,447	2,322	2,116	3,387	4,641
无形资产	4,817	6,208	6,183	6,109	6,036
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2,953	5,848	5,848	5,848	5,848
非流动资产合计	27,744	34,403	35,833	38,516	41,036
总负债	45,675	58,211	63,561	68,795	74,099
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,342	2,010	2,413	2,975	3,400
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	19,200	22,147	25,330
其他流动负债	15,852	23,300	23,300	23,300	23,300
流动负债合计	45,674	57,914	63,262	68,496	73,801
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	296	296	296	296
非流动负债合计	1	296	298	298	298
股东权益	167,721	196,958	233,429	276,680	324,975
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
公积金	21,550	26,518	26,518	26,518	26,518
未分配利润	137,594	160,717	195,300	235,538	280,760
归属母公司权益	161,323	189,539	223,061	263,299	308,521
少数股东权益	6,398	7,418	10,368	13,380	16,454

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.60%	2.50%	2.90%	2.80%	2.80%
管理费用率	6.93%	7.72%	7.00%	6.94%	6.94%
财务费用率	-0.24%	-0.85%	-0.04%	-0.01%	-0.01%
研发费用率	0.05%	0.06%	0.05%	0.05%	0.05%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	19.29	21.68	25.26	29.85	34.15
每股经营现金流	41.13	50.97	53.33	60.64	68.28
每股净资产	128.42	150.88	177.57	209.60	245.60
每股销售收入	78.01	87.14	101.90	117.54	134.42

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	51	46	39	33	29
PB	14.9	12.7	10.8	9.1	7.8
EV/EBITDA	35.2	31.5	26.8	22.8	19.7
股息率	1.0%	1.1%	1.3%	1.6%	1.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE