

行稳致远，延续高质量增长

2023 年 04 月 01 日

► **事件：2023 年 3 月 30 日，公司发布 2022 年年报。**2022 年度，面对经济新的下行压力，公司逆势增长，实现营业总收入 1,275.54 亿元，同比增长 16.53%；实现归母净利润 627.16 亿元，同比增长 19.55%；销售商品及提供劳务收到的现金流 1406.92 亿元，同比增长 17.91%；22 年合同负债 154.7 亿元，同比/环比变动+27.5/+36.4 亿元。其中，4Q22 实现营业总收入 377.68 亿元，同比+16.53%；实现营业收入 369.40 亿元，同比+17.09%；实现归母净利润 183.17 亿元，同比+20.55%销售商品及提供劳务收到的现金流 446.64 亿元，同比增长 11.97%。

► **系列酒收入实现 27%高增，加快产品结构优化升级。**22 年公司酒类产品收入 1237.7 亿元，同比+16.7%，量/价同比增 2.6%/13.7%。分产品看，2022 年公司系列酒/茅台酒实现收入 159/1078 亿元，同比+27%/15%，系列酒/茅台酒销量分别为 3.03/3.79 吨，同比增长 0.3%/4.5%，销售均价分别为 52.7/284.5 万元/吨，同比+26.14%/10.38%。其中 22Q4 实现茅台酒/系列酒收入分别为 334/34 亿元，同比+17.42%/+11.24%。截至 2023 年 1 月 9 日，茅台 1935 自 2022 年 1 月 18 日推出已经实现了 52.14 亿元的营收，茅台 1935 在上市首年已经成为“千元核心价格带的 50 亿超级大单品”，系列酒产品结构优化推动价格带上移。

► **直销渠道占比加速提升，全渠道营销驱动增长。**2022 年公司实现直销收入 493.79 亿元，同比+105%，其中销量 1.12 万吨，同比+95%，销售均价 441.41 万元/吨，同比+5.36%；批发代理渠道实现收入 743.94 亿元，同比-9.31%，其中销量 5.70 万吨，同比-6.12%，销售均价 130.54 万元/吨，同比-3.40%。其中 22Q4 实现直销/批发代理收入分别为 174.97/193.35 亿元，同比+87.25%/-12.84%。2022 年直销收入占比同比提升 17.2pcts 至 39.9%，其中毛利率为 95.3%的 i 茅台贡献收入 118.8 亿元，全渠道营销驱动茅台长期高质量发展。

► **费用管控精细化，盈利能力稳中有升。**22 年毛利率/净利率提升 0.3/0.2 个百分点至 91.9%/52.7%，主因吨价上行叠加费用率下行，22 年期间费用率同比-0.76pct 至 8.67%，其中销售费用率/管理费用率分别为 2.6%/7.2%，同比变动+0.1/-0.6pcts，销售费用率略增主因系列酒广告市场费增加。22 年经营性现金流下降 42.7%至 367.0 亿元，主因习酒自茅台集团剥离后导致控股子公司贵州茅台集团财务有限公司吸收存款减少、存入不可提前支取的同业定期存款增加。

► **投资建议：**渠道加速优化、系列酒结构持续升级下，公司业绩展现高确定性。中长期看，随着茅台产能逐步扩产、茅台酒系列酒双轮驱动，营销改革红利将持续释放，股东回购彰显管理层信心。我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 744/874/1020 亿元，同比增长 18.7/17.5/16.7%，当前股价对应 P/E 分别为 31/26/22X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**渠道改革、产品结构升级不及预期，消费复苏进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	127554	149062	173472	200055
增长率 (%)	16.5	16.9	16.4	15.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	62716	74420	87445	102016
增长率 (%)	19.6	18.7	17.5	16.7
每股收益 (元)	49.93	59.24	69.61	81.21
PE	36	31	26	22
PB	11.6	9.6	7.9	6.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

1,820.00 元



分析师

王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师

张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

1.贵州茅台 (600519.SH) 事件点评：收入利润实现双位数增长，超额完成年度目标-2022/12/30

2.贵州茅台 (600519.SH) 事件点评：首次实施特别分红，大股东增持彰显信心-2022/11/29

3.贵州茅台 (600519.SH) 2022 年三季度报告点评：直销渠道延续高增，系列酒发展强劲-2022/10/17

4.贵州茅台 (600519.SH) 2022 年半年度报告点评：业绩稳扎稳打，改革成效凸显-2022/08/03

5.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	127554	149062	173472	200055
营业成本	10199	11217	12278	13516
营业税金及附加	18496	20869	25154	29009
销售费用	3298	3727	4337	5021
管理费用	9012	10583	12257	14135
研发费用	135	89	104	120
EBIT	86424	102599	119368	138282
财务费用	-1392	-1542	-2955	-4395
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	64	1	1	1
营业利润	87880	104142	122323	142678
营业外收支	-178	-152	-133	-129
利润总额	87701	103990	122190	142550
所得税	22326	26469	31101	36283
净利润	65375	77521	91089	106266
归属于母公司净利润	62716	74420	87445	102016
EBITDA	88112	104259	121029	139944

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	58274	111009	164919	225368
应收账款及票据	126	0	0	0
预付款项	897	914	946	904
存货	38824	40539	44336	48852
其他流动资产	118489	118532	116401	116413
流动资产合计	216611	270994	326602	391537
长期股权投资	0	1	2	3
固定资产	19743	21283	23302	25476
无形资产	7083	7838	8661	9831
非流动资产合计	37753	40168	43174	46735
资产合计	254365	311163	369776	438272
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2408	2155	2333	2703
其他流动负债	46657	58614	64417	71440
流动负债合计	49066	60769	66751	74143
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	334	452	613	828
非流动负债合计	334	452	613	828
负债合计	49400	61221	67364	74971
股本	1256	1256	1256	1256
少数股东权益	7458	10559	14202	18453
股东权益合计	204965	249941	302412	363301
负债和股东权益合计	254365	311163	369776	438272

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.53	16.86	16.38	15.32
EBIT 增长率	17.17	18.72	16.34	15.85
净利润增长率	19.55	18.66	17.50	16.66
盈利能力 (%)				
毛利率	91.87	92.54	92.99	93.30
净利润率	50.54	49.93	50.41	50.99
总资产收益率 ROA	24.66	23.92	23.65	23.28
净资产收益率 ROE	31.75	31.09	30.34	29.58
偿债能力				
流动比率	4.41	4.46	4.89	5.28
速动比率	1.19	1.83	2.47	3.04
现金比率	1.19	1.83	2.47	3.04
资产负债率 (%)	19.42	19.68	18.22	17.11
经营效率				
应收账款周转天数	0.06	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	1403.97	1331.05	1331.05	1331.05
总资产周转率	0.49	0.53	0.51	0.50
每股指标 (元)				
每股收益	49.93	59.24	69.61	81.21
每股净资产	157.23	190.56	229.43	274.52
每股经营现金流	29.21	71.19	75.79	88.38
每股股利	47.82	30.75	36.13	42.15
估值分析				
PE	36	31	26	22
PB	11.6	9.6	7.9	6.6
EV/EBITDA	25.29	20.87	17.53	14.73
股息收益率 (%)	2.63	1.69	1.99	2.32

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	65375	77521	91089	106266
折旧和摊销	1688	1660	1661	1662
营运资金变动	-29127	10055	2270	2906
经营活动现金流	36699	89424	95201	111026
资本开支	-5306	-4026	-4556	-5052
投资	-210	-2	-2	-3
投资活动现金流	-5537	-4027	-2434	-5055
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	-109	0
筹资活动现金流	-57425	-32662	-38857	-45522
现金净流量	-26262	52735	53910	60449

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。	公司评级	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