

贵州茅台 (600519.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

结构优化更进一步，业绩高质量兑现

业绩简评

3月30日，公司披露22年年报，22年实现营业总收入1275.5亿元，同比+16.5%；实现归母净利627.2亿元，同比+19.6%，略高于此前预告。其中单Q4营业总收入增长16.5%，归母净利增长20.6%。

经营分析

1) 茅台酒22年增长15.4%，其中销量3.79万吨（量增4.5%），较此前3.8-3.9万吨的预期略少；吨价284.5万元/吨（价增10.4%），价增贡献较预期更高。23年投放规划4.1万吨（量增8.2%），预计价增贡献5%（精品、24节气等非标放量，22年底专卖店升级，整体带动结构继续优化），整体增速预计近14%。

2) 系列酒22年增长26.5%，较前三季度趋缓，Q4增速仅11.2%。其中销量3.03万吨（量增0.3%），吨价52.6万元/吨（价增26.1%），主要由结构提升带动（茅台1935收入52.14亿元，23年目标100亿，茅台酒经销商每月有配额，新开系列酒体验馆等，23Q1在i茅台渠道投放环比明显增加）。

3) 直销进度超预期，22年直销占比达39.9%，其中Q4达47.5%，主要由传统渠道结构优化贡献（i茅台Q4贡献34.2亿，剔除i茅台增量贡献增速仍有50.6%，这对应批发代理渠道连续5个季度下滑，22Q4下滑12.8%）。截至3月19日i茅台注册用户累计达3721万人，覆盖线下门店1900家，渗透度持续提升（i茅台毛利率95.26%高于整体毛利率）。

4) 归母净利率稳步提升至49.2%（+1.2pct），其中毛利率91.9%（+0.3pct），管理费用率-0.7pct，营业税金及附加占比/销售费用率+0.5pct/+0.1pct。

5) 销售收现1406.9亿（同比+17.9%），现金流中支付的各项税费增长39%，我们预计系应交税费的节奏扰动。此外，22年末合同负债154.7亿，同比+27.5亿，整体业绩兑现质量较高。

公司业绩兑现质量始终如一，23年公司规划营业总收入增长15%左右，我们认为实现增长的路径丰富。中长期看18年/21年茅台酒基酒产量分别+16%/+12%，23年往后将逐步释放量增空间。

盈利预测、估值与评级

考虑到需求加速恢复，我们上调公司22/23年EPS预测至58.23/67.61元（原为58.09/67.29元），预计25年EPS为77.82元，公司股票现价对应PE估值为31/27/23倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；政策风险；全国化进展不及预期。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

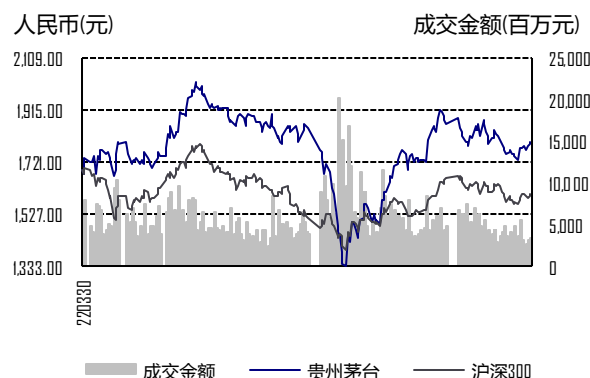
联系人：叶韬

yetao@gjzq.com.cn

市价（人民币）：1800.00元

相关报告：

- 《业绩超预期收官，景气上行配置优先-贵州茅台生产经营公告点评》，2022.12.30
- 《逆势中信比金坚，底部守望确定性-贵州茅台跟踪点评》，2022.10.26
- 《高质量业绩兑现，多维改革持续推进-贵州茅台22年三季报点评》，2022.10.16



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	109,464	127,554	147,324	169,263	193,306
营业收入增长率	11.7%	16.5%	15.5%	14.9%	14.2%
归母净利润(百万元)	52,460	62,716	73,147	84,925	97,762
归母净利润增长率	12.3%	19.6%	16.6%	16.1%	15.1%
摊薄每股收益(元)	41.76	49.93	58.23	67.61	77.82
每股经营性现金流净额	50.97	29.21	61.62	65.29	76.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.7%	31.8%	31.4%	31.0%	30.5%
P/E	49.09	34.59	30.91	26.63	23.13
P/B	13.59	10.98	9.72	8.27	7.05

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	97,993	109,464	127,554	147,324	169,263	193,306
增长率	11.7%	16.5%	15.5%	14.9%	14.2%	
主营业务成本	-8,265	-9,157	-10,199	-11,105	-12,463	-13,836
%销售收入	8.4%	8.4%	8.0%	7.5%	7.4%	7.2%
毛利	89,728	100,307	117,355	136,219	156,800	179,470
%销售收入	91.6%	91.6%	92.0%	92.5%	92.6%	92.8%
营业税金及附加	-13,887	-15,304	-18,496	-21,215	-24,205	-27,643
%销售收入	14.2%	14.0%	14.5%	14.4%	14.3%	14.3%
销售费用	-2,548	-2,737	-3,298	-3,757	-4,232	-4,736
%销售收入	2.6%	2.5%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%
管理费用	-6,790	-8,450	-9,012	-10,313	-11,764	-13,338
%销售收入	6.9%	7.7%	7.1%	7.0%	7.0%	6.9%
研发费用	-50	-62	-135	-156	-179	-205
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	66,453	73,753	86,414	100,779	116,420	133,548
%销售收入	67.8%	67.4%	67.7%	68.4%	68.8%	69.1%
财务费用	235	935	1,392	1,580	2,343	3,142
%销售收入	-0.2%	-0.9%	-1.1%	-1.1%	-1.4%	-1.6%
资产减值损失	-71	-13	-15	0	0	0
公允价值变动收益	5	-2	0	0	0	0
投资收益	0	58	64	70	72	73
%税前利润	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	66,635	74,751	87,880	102,429	118,835	136,763
营业利润率	68.0%	68.3%	68.9%	69.5%	70.2%	70.7%
营业外收支	-438	-223	-178	-200	-190	-190
税前利润	66,197	74,528	87,701	102,229	118,645	136,573
利润率	67.6%	68.1%	68.8%	69.4%	70.1%	70.7%
所得税	-16,674	-18,808	-22,326	-26,025	-30,204	-34,768
所得税率	25.2%	25.2%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%
净利润	49,523	55,721	65,375	76,204	88,442	101,805
少数股东损益	2,826	3,260	2,659	3,057	3,516	4,044
归属于母公司的净利润	46,697	52,460	62,716	73,147	84,925	97,762
净利率	47.7%	47.9%	49.2%	49.7%	50.2%	50.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	49,523	55,721	65,375	76,204	88,442	101,805
少数股东损益	2,826	3,260	2,659	3,057	3,516	4,044
非现金支出	1,388	1,594	1,703	1,712	1,864	2,039
非经营收益	-100	-1,146	-1,253	3,609	133	128
营运资金变动	857	7,860	-29,127	-4,118	-8,422	-7,845
经营活动现金净流	51,669	64,029	36,699	77,407	82,017	96,126
资本开支	-2,089	-3,406	-5,306	-691	-3,195	-3,295
投资	295	-2,144	-210	5	5	5
其他	-11	-12	-21	70	72	73
投资活动现金净流	-1,805	-5,562	-5,537	-615	-3,118	-3,217
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-109	0	0
其他	-24,128	-26,564	-57,425	-37,983	-44,091	-50,749
筹资活动现金净流	-24,128	-26,564	-57,425	-38,093	-44,091	-50,749
现金净流量	25,737	31,900	-26,262	38,699	34,808	42,161

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	36,091	51,810	58,274	96,882	131,623	173,736
应收款项	1,567	33	158	99	114	130
存货	28,869	33,394	38,824	39,553	44,731	50,037
其他流动资产	122,078	138,953	123,489	129,185	137,288	145,394
流动资产	188,605	224,191	220,746	265,718	313,756	369,297
%总资产	88.4%	87.9%	86.8%	89.5%	90.7%	91.7%
长期投资	30	176	386	381	375	370
固定资产	18,673	19,794	21,951	22,649	23,301	24,081
%总资产	8.8%	7.8%	8.6%	7.6%	6.7%	6.0%
无形资产	4,965	6,348	7,420	7,644	8,153	8,457
非流动资产	24,791	30,977	33,619	31,056	32,192	33,253
%总资产	11.6%	12.1%	13.2%	10.5%	9.3%	8.3%
资产总计	213,396	255,168	254,365	296,775	345,948	402,550
短期借款	0	104	109	0	0	0
应付款项	4,600	6,134	6,952	7,282	8,247	9,255
其他流动负债	41,074	51,676	42,004	46,044	49,953	54,528
流动负债	45,674	57,914	49,066	53,326	58,200	63,784
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	296	334	243	177	128
负债	45,675	58,211	49,400	53,569	58,377	63,912
普通股股东权益	161,323	189,539	197,507	232,690	273,539	320,563
其中：股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
未分配利润	137,594	160,717	161,302	196,485	237,335	284,358
少数股东权益	6,398	7,418	7,458	10,516	14,032	18,075
负债股东权益合计	213,396	255,168	254,365	296,775	345,948	402,550

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	37.174	41.761	49.926	58.229	67.605	77.824
每股净资产	128.421	150.883	157.226	185.234	217.752	255.185
每股经营现金净流	41.131	50.970	29.214	61.620	65.290	76.522
每股股利	19.293	21.675	47.821	30.221	35.087	40.390
回报率						
净资产收益率	28.95%	27.68%	31.75%	31.44%	31.05%	30.50%
总资产收益率	21.88%	20.56%	24.66%	24.65%	24.55%	24.29%
投入资本收益率	29.64%	27.98%	31.41%	30.89%	30.18%	29.40%
增长率						
主营业务收入增长率	10.29%	11.71%	16.53%	15.50%	14.89%	14.20%
EBIT 增长率	12.54%	10.98%	17.17%	16.62%	15.52%	14.71%
净利润增长率	13.33%	12.34%	19.55%	16.63%	16.10%	15.11%
总资产增长率	16.58%	19.58%	-0.31%	16.67%	16.57%	16.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	1,195.7	1,240.9	1,292.3	1,300.0	1,310.0	1,320.0
应付账款周转天数	63.1	66.8	79.1	80.0	81.0	82.0
固定资产周转天数	60.4	58.3	56.5	49.4	43.5	39.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.52%	-26.25%	-28.38%	-39.84%	-45.77%	-51.30%
EBIT 利息保障倍数	-283.2	-78.9	-62.1	-63.8	-49.7	-42.5
资产负债率	21.40%	22.81%	19.42%	18.05%	16.87%	15.88%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-23	买入	1773.00	2070.00~ 2070.00
2	2022-04-26	买入	1708.00	N/A
3	2022-06-26	买入	2009.01	N/A
4	2022-08-03	买入	1879.98	N/A
5	2022-10-13	买入	1760.00	N/A
6	2022-10-16	买入	1737.61	N/A
7	2022-10-26	买入	1479.75	N/A
8	2022-12-30	买入	1719.00	N/A

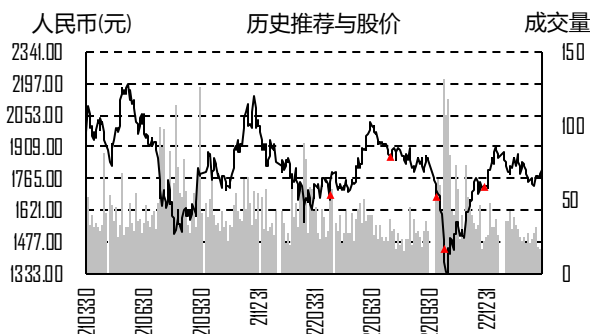
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402