

# 贵州茅台 (600519.SH) 买入 (维持评级)

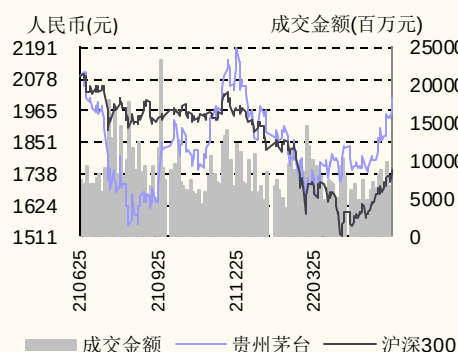
公司点评

市场价格 (人民币): 2009.01 元

## 盛夏之时，i 茅台助力美文化

### 市场数据 (人民币)

|               |                 |
|---------------|-----------------|
| 总股本(亿股)       | 12.56           |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 12.56           |
| 总市值(亿元)       | 25,237.14       |
| 年内股价最高最低(元)   | 2194.09/1548.00 |
| 沪深 300 指数     | 4395            |
| 上证指数          | 3350            |



### 公司基本情况 (人民币)

| 项目             | 2020   | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)      | 97,993 | 109,464 | 128,026 | 148,628 | 171,821 |
| 营业收入增长率        | 10.3%  | 11.7%   | 17.0%   | 16.1%   | 15.6%   |
| 归母净利润(百万元)     | 46,697 | 52,460  | 62,206  | 72,893  | 84,972  |
| 归母净利润增长率       | 13.3%  | 12.3%   | 18.6%   | 17.2%   | 16.6%   |
| 摊薄每股收益(元)      | 37.17  | 41.76   | 49.52   | 58.03   | 67.64   |
| 每股经营性现金流净额     | 41.13  | 50.97   | 49.91   | 54.95   | 63.89   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 28.95% | 27.68%  | 27.91%  | 27.83%  | 27.70%  |
| P/E            | 53.75  | 49.09   | 40.57   | 34.62   | 29.70   |
| P/B            | 15.56  | 13.59   | 11.32   | 9.63    | 8.23    |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 经营分析

- **区域拼图再完善，i 茅台光芒显现。**根据小茅 i 茅台披露，继 6 月 8 日 i 茅台覆盖吉林后，6 月 25 日再覆盖上海（首日预约申购投放 1199 瓶，预约人次约 9.2 万），区域拼图更完善。自 3 月 31 日试运行以来，预约申购板块 4 款产品预计贡献收入约 38 亿，二季度有望达 41 亿。其中，500ml 生肖茅台/茅台 1935/珍品茅台投放量企稳，日均投放约 1.2 万件/0.95 万件/400 件，生肖茅台（375ml\*2）投放量环比提升至约 1000 件。此外，从申购规模看，近期日均申购人数约 850 万人次，较上线前期日均 700 万人次提升明显，平台渗透程度再提升。基于数字化营销平台的定位，我们认为 i 茅台在茅台文化宣发、产品链路链接、渠道协同等层面的功能性将更凸显。
- **加码多维度创新，构建产品文化体系。**除平台维度，公司自 21 年下半程起加码在项目、产品端的创新。其中，产品端公司发布了珍品茅台、茅台 1935、100ml 飞天、茅台冰淇淋等。一方面，茅台酒价格体系已更完善，从飞天、生肖、精品、珍品到年份，满足各层级价格带消费需求。另一方面，公司将产品与文化属性相糅合，例如 100ml 飞天对应的友文化、43 度飞天对应的家文化。考虑到 100ml 飞天指导价 399 元较同规格下普飞提升幅度明显，且经销渠道普遍非标主要自直营通路拿货，我们认为价增逻辑&直销加速逻辑仍将稳健延续。
- **内外部改革持续推进，看好确定性下中长期成长突破。**除产品、渠道等外部改革，无论是集团营销公司改制，还是对于技开公司等酒业业务的整合，集团及公司内部治理亦不断完善。近期伴随需求端回暖、商务消费景气渐起，普飞批价环比明显改善，预计今年下半程仍将受益于需求环比改善，业绩确定性及质量均占优。中长期看，渠道利润回笼的长逻辑仍明确，我们看好未来 2~3 年公司业绩增长中枢上移。

### 投资建议

- 我们预计公司 22-24 年归母净利增速分别为 18.6%/17.2%/16.6%，对应归母净利 622/729/850 亿元；EPS 为 49.52/58.03/67.64 元，对应 PE 分别为 41/35/30X，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 宏观经济下行风险，疫情反复风险，渠道改革不及预测，食品安全问题。

### 相关报告

- 1.《一季度业绩超预期，直销建设再加速-贵州茅台一季报点评》，2022.4.26
- 2.《i 茅台意义几何？-贵州茅台专题报告》，2022.4.23
- 3.《量价齐升行稳致远，改革红利加速释放-21 年年报点评》，2022.3.31
- 4.《一季度业绩开门红，市场化改革再推进-业绩公告点评》，2022.3.29
- 5.《经营数据超预期，改革势能持续释放-经营公告点评》，2022.3.8

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005  
liuchenqian@gjzq.com.cn

叶韬 联系人  
yetao@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|              | 2019    | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入       | 88,854  | 97,993  | 109,464 | 128,026 | 148,628 | 171,821 |
| 增长率          |         | 10.3%   | 11.7%   | 17.0%   | 16.1%   | 15.6%   |
| 主营业务成本       | -7,576  | -8,265  | -9,157  | -10,240 | -11,814 | -13,615 |
| %销售收入        | 8.5%    | 8.4%    | 8.4%    | 8.0%    | 7.9%    | 7.9%    |
| 毛利           | 81,278  | 89,728  | 100,307 | 117,786 | 136,814 | 158,206 |
| %销售收入        | 91.5%   | 91.6%   | 91.6%   | 92.0%   | 92.1%   | 92.1%   |
| 营业税金及附加      | -12,733 | -13,887 | -15,304 | -17,796 | -20,585 | -23,711 |
| %销售收入        | 14.3%   | 14.2%   | 14.0%   | 13.9%   | 13.9%   | 13.8%   |
| 销售费用         | -3,279  | -2,548  | -2,737  | -3,162  | -3,641  | -4,158  |
| %销售收入        | 3.7%    | 2.6%    | 2.5%    | 2.5%    | 2.5%    | 2.4%    |
| 管理费用         | -6,168  | -6,790  | -8,450  | -9,858  | -11,400 | -13,144 |
| %销售收入        | 6.9%    | 6.9%    | 7.7%    | 7.7%    | 7.7%    | 7.7%    |
| 研发费用         | -49     | -50     | -62     | -77     | -89     | -103    |
| %销售收入        | 0.1%    | 0.1%    | 0.1%    | 0.1%    | 0.1%    | 0.1%    |
| 息税前利润 (EBIT) | 59,049  | 66,453  | 73,753  | 86,893  | 101,098 | 117,089 |
| %销售收入        | 66.5%   | 67.8%   | 67.4%   | 67.9%   | 68.0%   | 68.1%   |
| 财务费用         | -7      | 235     | 935     | 1,302   | 1,819   | 2,454   |
| %销售收入        | 0.0%    | -0.2%   | -0.9%   | -1.0%   | -1.2%   | -1.4%   |
| 资产减值损失       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 公允价值变动收益     | -14     | 5       | -2      | 0       | 0       | 0       |
| 投资收益         | 0       | 0       | 58      | 1       | 1       | 1       |
| %税前利润        | 0.0%    | 0.0%    | 0.1%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 营业利润         | 59,041  | 66,635  | 74,751  | 88,216  | 102,940 | 119,566 |
| 营业利润率        | 66.4%   | 68.0%   | 68.3%   | 68.9%   | 69.3%   | 69.6%   |
| 营业外收支        | -259    | -438    | -223    | -250    | -240    | -230    |
| 税前利润         | 58,783  | 66,197  | 74,528  | 87,966  | 102,700 | 119,336 |
| 利润率          | 66.2%   | 67.6%   | 68.1%   | 68.7%   | 69.1%   | 69.5%   |
| 所得税          | -14,813 | -16,674 | -18,808 | -22,199 | -25,917 | -30,115 |
| 所得税率         | 25.2%   | 25.2%   | 25.2%   | 25.2%   | 25.2%   | 25.2%   |
| 净利润          | 43,970  | 49,523  | 55,721  | 65,768  | 76,783  | 89,221  |
| 少数股东损益       | 2,764   | 2,826   | 3,260   | 3,561   | 3,890   | 4,250   |
| 归属于母公司的净利润   | 41,206  | 46,697  | 52,460  | 62,206  | 72,893  | 84,972  |
| 净利率          | 46.4%   | 47.7%   | 47.9%   | 48.6%   | 49.0%   | 49.5%   |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|          | 2019    | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润      | 43,970  | 49,523  | 55,721  | 65,768  | 76,783  | 89,221  |
| 少数股东损益   | 2,764   | 2,826   | 3,260   | 3,561   | 3,890   | 4,250   |
| 非现金支出    | 1,249   | 1,388   | 1,594   | 1,561   | 1,714   | 1,896   |
| 非经营收益    | -40     | -100    | -1,146  | 44      | 81      | 109     |
| 营运资金变动   | 32      | 857     | 7,860   | -4,669  | -9,544  | -10,968 |
| 经营活动现金净流 | 45,211  | 51,669  | 64,029  | 62,703  | 69,034  | 80,258  |
| 资本开支     | -3,149  | -2,089  | -3,406  | -2,908  | -2,952  | -3,305  |
| 投资       | 0       | 295     | -2,144  | 0       | 0       | 0       |
| 其他       | -17     | -11     | -12     | 1       | 1       | 1       |
| 投资活动现金净流 | -3,166  | -1,805  | -5,562  | -2,907  | -2,950  | -3,304  |
| 股权募资     | 833     | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 债权募资     | 0       | 0       | 0       | -104    | 0       | 0       |
| 其他       | -20,117 | -24,128 | -26,564 | -28,872 | -33,832 | -40,210 |
| 筹资活动现金净流 | -19,284 | -24,128 | -26,564 | -28,977 | -33,832 | -40,210 |
| 现金净流量    | 22,761  | 25,737  | 31,900  | 30,819  | 32,252  | 36,744  |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|          | 2019    | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金     | 13,252  | 36,091  | 51,810  | 82,546  | 114,731 | 151,422 |
| 应收款项     | 1,540   | 1,567   | 33      | 35      | 41      | 48      |
| 存货       | 25,285  | 28,869  | 33,394  | 35,070  | 40,783  | 47,374  |
| 其他流动资产   | 118,997 | 122,078 | 138,953 | 147,239 | 159,074 | 171,862 |
| 流动资产     | 159,073 | 188,605 | 224,191 | 264,890 | 314,629 | 370,705 |
| %总资产     | 86.9%   | 88.4%   | 87.9%   | 89.1%   | 90.4%   | 91.4%   |
| 长期投资     | 320     | 30      | 176     | 176     | 176     | 176     |
| 固定资产     | 17,663  | 18,673  | 19,794  | 20,528  | 21,210  | 22,112  |
| %总资产     | 9.6%    | 8.8%    | 7.8%    | 6.9%    | 6.1%    | 5.5%    |
| 无形资产     | 4,886   | 4,965   | 6,348   | 6,524   | 6,700   | 6,874   |
| 非流动资产    | 23,969  | 24,791  | 30,977  | 32,318  | 33,508  | 34,839  |
| %总资产     | 13.1%   | 11.6%   | 12.1%   | 10.9%   | 9.6%    | 8.6%    |
| 资产总计     | 183,042 | 213,396 | 255,168 | 297,209 | 348,137 | 405,544 |
| 短期借款     | 0       | 0       | 104     | 0       | 0       | 0       |
| 应付款项     | 5,103   | 4,600   | 6,134   | 6,052   | 6,980   | 8,031   |
| 其他流动负债   | 35,990  | 41,074  | 51,676  | 57,053  | 64,135  | 71,501  |
| 流动负债     | 41,093  | 45,674  | 57,914  | 63,105  | 71,114  | 79,531  |
| 长期贷款     | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 其他长期负债   | 73      | 1       | 296     | 233     | 186     | 153     |
| 负债       | 41,166  | 45,675  | 58,211  | 63,338  | 71,301  | 79,684  |
| 普通股股东权益  | 136,010 | 161,323 | 189,539 | 222,891 | 261,967 | 306,740 |
| 其中：股本    | 1,256   | 1,256   | 1,256   | 1,256   | 1,256   | 1,256   |
| 未分配利润    | 115,892 | 137,594 | 160,717 | 194,030 | 233,006 | 277,779 |
| 少数股东权益   | 5,866   | 6,398   | 7,418   | 10,980  | 14,870  | 19,120  |
| 负债股东权益合计 | 183,042 | 213,396 | 255,168 | 297,209 | 348,137 | 405,544 |

**比率分析**

|            | 2019    | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标       |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益       | 32.803  | 37.174  | 41.761  | 49.519  | 58.026  | 67.642  |
| 每股净资产      | 108.271 | 128.421 | 150.883 | 177.433 | 208.539 | 244.181 |
| 每股经营现金净流   | 35.990  | 41.131  | 50.970  | 49.915  | 54.955  | 63.890  |
| 每股股利       | 14.539  | 17.025  | 19.293  | 23.000  | 27.000  | 32.000  |
| 回报率        |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率     | 30.30%  | 28.95%  | 27.68%  | 27.91%  | 27.83%  | 27.70%  |
| 总资产收益率     | 22.51%  | 21.88%  | 20.56%  | 20.93%  | 20.94%  | 20.95%  |
| 投入资本收益率    | 31.12%  | 29.64%  | 27.98%  | 27.78%  | 27.30%  | 26.86%  |
| 增长率        |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率  | 15.10%  | 10.29%  | 11.71%  | 16.96%  | 16.09%  | 15.60%  |
| EBIT增长率    | 15.04%  | 12.54%  | 10.98%  | 17.82%  | 16.35%  | 15.82%  |
| 净利润增长率     | 17.05%  | 13.33%  | 12.34%  | 18.58%  | 17.18%  | 16.57%  |
| 总资产增长率     | 14.51%  | 16.58%  | 19.58%  | 16.48%  | 17.14%  | 16.49%  |
| 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     | 1,175.4 | 1,195.7 | 1,240.9 | 1,250.0 | 1,260.0 | 1,270.0 |
| 应付账款周转天数   | 64.8    | 63.1    | 66.8    | 66.0    | 65.8    | 65.6    |
| 固定资产周转天数   | 62.2    | 60.4    | 58.3    | 50.8    | 44.7    | 39.9    |
| 偿债能力       |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益   | -9.34%  | -21.52% | -26.25% | -35.30% | -41.44% | -46.47% |
| EBIT利息保障倍数 | 7,917.6 | -283.2  | -78.9   | -66.7   | -55.6   | -47.7   |
| 资产负债率      | 22.49%  | 21.40%  | 22.81%  | 21.31%  | 20.48%  | 19.65%  |

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  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 18   | 42   | 120  | 202  | 338  |
| 增持 | 1    | 3    | 11   | 20   | 1    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.05 | 1.07 | 1.08 | 1.09 | 1.01 |

来源：聚源数据

**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。

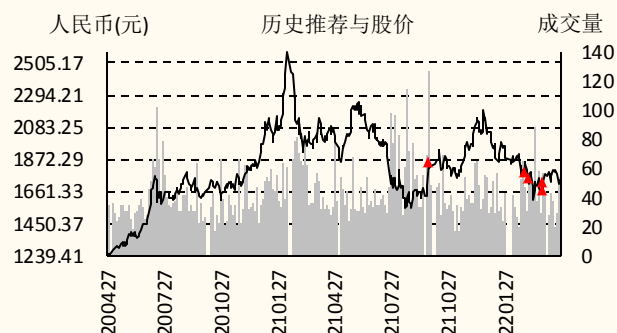
最终评分与平均投资建议对照：

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

**历史推荐和目标定价(人民币)**

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价      | 目标价       |
|----|------------|----|---------|-----------|
| 1  | 2021-10-23 | 买入 | 1901.00 | N/A       |
| 2  | 2022-01-01 | 买入 | 2050.00 | N/A       |
| 3  | 2022-02-28 | 买入 | 1799.06 | 2293.00 ~ |
| 4  | 2022-03-08 | 买入 | 1707.00 | N/A       |
| 5  | 2022-03-29 | 买入 | 1660.80 | N/A       |
| 6  | 2022-03-31 | 买入 | 1730.10 | N/A       |
| 7  | 2022-04-23 | 买入 | 1773.00 | 2070.00 ~ |
| 8  | 2022-04-26 | 买入 | 1708.00 | N/A       |

来源：国金证券研究所


**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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402