

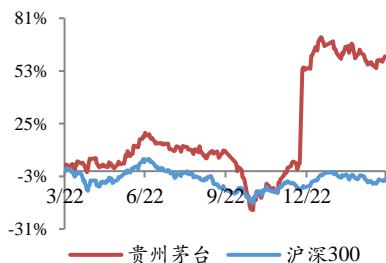
i 茅台首战大捷，22Q4 产品结构提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-31

收盘价(元)	1,800.00
近12个月最高/最低(元)	2077.00/1333.00
总股本(百万股)	1,256
流通股本(百万股)	1,256
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	22,612
流通市值(亿元)	22,612

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

3月31日，贵州茅台发布2022年年报。经公司核算，22Q4/全年公司实现营业总收入377.68亿元/1275.54亿元，同比变动+16.5%/+16.5%；22Q4/全年实现归母净利润183.17亿元/627.16亿元，同比变动20.6%/+19.6%左右。整体符合市场预期。

● Q4 产品结构边际改善，“i”茅台全年表现异常亮眼

母公司全年/22H2收入增速+90.9%/+60.6%，显著高于合并报表口径，结合税金及附加率变化判断，公司生产端快于销售端，2023年销售公司产品供给有保障。

分产品来看，茅台酒22Q4/全年分别实现收入334.34亿元/1078.34亿元，同比+17.4%/+15.4%；系列酒22Q4/全年分别实现收入33.98亿元/159.39亿元，同比+11.2%/+26.5%。茅台酒继续实现稳定量价齐升（销量+4.52%、吨价+10.38%）、系列酒保持销量基本稳定的情况下，吨价大幅提升（销量+0.32%、吨价+26.15%）。在疫情影响消费结构与茅台1935放量的影响下，茅台酒占酒类业务比例小幅下滑1.00pct至87.12%，符合我们此前判断与市场预期，其中单Q4季度茅台酒增速超系列酒，产品结构边际好转，预计与1935发货收敛有关，公司主动调结构能力依旧强大。

其他收入结构方面，批发代理/直销2022年分别同比变动-9.31%/+105.49%，渠道改革继续高歌猛进，其中“i茅台”数字营销平台实现营收118.83亿元，占直销收入比例24.06%，毛利率高达95.26%（超过茅台酒综合毛利率94.19%）。截止22年底，“i茅台”注册用户已超3000万，预计今年公司将在“i茅台”火力之下继续发力渠道改革。

截至22年底，国内经销商数量2084家，较年初减少5家；国外经销商105家，较年初增加1家。

● 收入质量优异，渠道打款意愿强

盈利能力方面，公司22Q4/全年毛利率分别为91.85%/91.87%，同比分别-0.52pct/+0.33pct，系列酒吨成本增加控制得当对毛利率有较大贡献。费用方面，公司期间费用率同比减少0.76pct，主要系管理费用增幅较小，销售费用率全年基本保持稳定。综合来看，公司全年归母净利率提升1.24pct至49.2%，盈利能力持续稳定提升。

其他方面，公司22年经营活动净现金流366.99亿元，同比减少42.68%，其中销售收现1406.92亿元，同比增加17.91%，收入质量较高；2022年末合同负债154.72亿元，环比三季度末增加36.35亿元，经销渠道受22Q4疫情影响不大，打款依旧积极。

● 投资建议

公司今年目标实现营业总收入较上年度增长 15%左右，此外基本建设投资 71.09 亿元。当前公司产品端茅台 1935 协同普飞发力，打造下一个超级大单品；渠道端“i 茅台”首战大捷，有望继续引导数字变革；品牌端依靠“巽风”、茅台冰淇淋深度培育年轻消费群体认可度，我们认为，短期来看公司经营稳定增长有保证，长期来看 3 万吨酱香系列酒技改工程竣工在即，茅台酒“十四五”技改建设项目有望实现茅台酒基酒产能 7.63 万吨/年，公司护城河依旧十分充足。我们预计公司 2023 年-2025 年营业总收入同比增长 15.7%、14.2%、13.9%，归母净利润同比增长 16.8%、15.3%、14.2%，对应 EPS 预测为 58.31、67.25、76.77 元，对应 PE 分别 31、27、23 倍。维持公司“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 宏观经济不确定性风险；
- (2) 消费复苏不及预期；
- (3) 政策限制与食品安全事件。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	127554	147525	168526	191892
收入同比（%）	16.5%	15.7%	14.2%	13.9%
归属母公司净利润	62716	73251	84483	96443
净利润同比（%）	19.6%	16.8%	15.3%	14.2%
毛利率（%）	91.9%	92.2%	92.3%	92.4%
ROE（%）	31.8%	31.3%	30.6%	29.7%
每股收益（元）	49.93	58.31	67.25	76.77
P/E	34.59	30.87	26.76	23.45
P/B	10.98	9.66	8.18	6.97
EV/EBITDA	23.97	20.70	17.84	15.24

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	216611	258741	310235	367669	营业收入	127554	147525	168526	191892
现金	58274	107979	143217	205783	营业成本	10199	11367	12724	14463
应收账款	21	0	0	0	营业税金及附加	18496	21447	24549	28004
其他应收款	32	44	43	56	销售费用	3298	2878	3294	3758
预付账款	897	1001	1122	1276	管理费用	9012	10073	11365	12965
存货	38824	31243	47273	42061	财务费用	-1392	-1038	-1933	-2567
其他流动资产	118563	118474	118580	118494	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	37753	43356	44166	44774	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	64	0	0	0
固定资产	19743	24672	24795	24702	营业利润	87880	102670	118377	135102
无形资产	7083	7933	8783	9633	营业外收入	71	11	11	11
其他非流动资产	10928	10751	10588	10439	营业外支出	249	249	249	249
资产总计	254365	302096	354401	412443	利润总额	87701	102432	118139	134864
流动负债	49066	57067	63549	69281	所得税	22326	26076	30075	34333
短期借款	0	0	0	0	净利润	65375	76356	88064	100531
应付账款	2408	1658	2899	2286	少数股东损益	2659	3105	3581	4088
其他流动负债	46657	55409	60650	66995	归属母公司净利润	62716	73251	84483	96443
非流动负债	334	334	334	334	EBITDA	88112	104030	118734	134926
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	49.93	58.31	67.25	76.77
其他非流动负债	334	334	334	334					
负债合计	49400	57401	63883	69616					
少数股东权益	7458	10563	14145	18233					
股本	1256	1256	1256	1256					
资本公积	1375	1375	1375	1375					
留存收益	194876	231501	273742	321964					
归属母公司股东权益	197507	234132	276373	324595					
负债和股东权益	254365	302096	354401	412443					

现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36699	94579	80828	114036	成长能力				
净利润	65375	76356	88064	100531	营业收入	16.5%	15.7%	14.2%	13.9%
折旧摊销	1688	2398	2290	2392	营业利润	17.6%	16.8%	15.3%	14.1%
财务费用	12	11	11	11	归属于母公司净利	19.6%	16.8%	15.3%	14.2%
投资损失	-64	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-29127	15577	-9775	10864	毛利率 (%)	91.9%	92.2%	92.3%	92.4%
其他经营现金流	93315	61017	98077	89905	净利率 (%)	50.5%	50.9%	51.3%	51.3%
投资活动现金流	-5537	-8238	-3338	-3238	ROE (%)	31.8%	31.3%	30.6%	29.7%
资本支出	-5306	-8238	-3338	-3238	ROIC (%)	31.4%	30.9%	29.8%	28.8%
长期投资	-210	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-21	0	0	0	资产负债率 (%)	19.4%	19.0%	18.0%	16.9%
筹资活动现金流	-57425	-36636	-42252	-48232	净负债比率 (%)	24.1%	23.5%	22.0%	20.3%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	4.41	4.53	4.88	5.31
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.19	1.89	2.26	2.97
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.49	0.52	0.50	0.49
其他筹资现金流	-57425	-36636	-42252	-48232	应收账款周转率	11854.51	—	—	—
现金净增加额	-26262	49705	35238	62566	应付账款周转率	4.57	5.54	5.54	5.54

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。