

贵州茅台(600519.SH)

改革成效兑现，直营渠道表现亮眼

推荐 (维持)

股价:1800元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.moutaichina.com
大股东/持股	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司/54.01%
实际控制人	贵州省人民政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	1,256
流通A股(百万股)	1,256
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	22,612
流通A股市值(亿元)	22,612
每股净资产(元)	157.23
资产负债率(%)	19.4

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】贵州茅台(600519.SH)*季报点评*公司经营稳健，直营渠道占比持续提升*推荐20221017

证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号
S1060521030001
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

王萌 投资咨询资格编号
S1060522030001
WANGMENG917@pingan.com.cn



事项:

公司发布2022年业绩报告，2022年公司实现营业总收入1275.54亿元，同比+16.53%；实现归母净利润627.16亿元，同比+19.55%；实现归母扣非净利润627.92亿元，同比+19.42%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利259.11元（含税）。

平安观点:

- 无惧疫情目标超额达成，蹄疾步稳持续发展。公司22年实现营收1241亿元，同比+16.8%；实现归母净利润627亿元，同比+19.6%。全年稳健收官，业绩优于年初发布的15%的目标指引。其中22Q4公司实现营业收入369亿元，同比+17.1%；实现归母净利润183亿元，同比+20.6%，主要与公司四季度直销渠道与非标茅台营收占比提升有关。尽管22年疫情等因素对居民消费需求端造成了冲击，公司仍超额完成目标，彰显了白酒龙头的需求端韧性。23年春节期间，随着线下消费场景的复苏，终端动销如期回暖，白酒行业迎来开门红。根据今日酒价统计显示，春节期间飞天茅台批价/散瓶价格分别为2980/2760元左右，整体价格盘稳定。线下消费场景的持续复苏叠加公司渠道和产品结构的优化，公司23年营收指引目标为同比增长15%左右。
- 技改突破茅台酒产能上限，系列酒迸发新活力。22年公司茅台酒/系列酒营收分别为1078/159亿元，同比增长15.4%/26.6%。其中茅台酒/系列酒销量分别为3.79/3.03万吨，同比+4.5%/+0.3%，茅台酒/系列酒吨价分别为284.5/52.6万元/吨，同比+10.38%/+26.05%，茅台酒吨价与产能的稳定增长为公司发展提供了坚实的基础，系列酒的快速放量与价格的爬升则为业绩催化剂，22年茅台酒/系列酒基酒产量分别为5.68/3.51万吨，同比+0.6%/+24.2%。随着消费端的持续复苏，公司有望引来量价齐升局面，同时“十四五”技改项目将为茅台酒的构建更好的长期增长空间。
- 渠道改革成效显著，股东回购彰显信心。公司22年成功上线运行i茅台数

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	106,190	124,100	144,204	166,556	191,706
YOY(%)	11.9	16.9	16.2	15.5	15.1
净利润(百万元)	52,460	62,716	73,049	84,426	97,350
YOY(%)	12.3	19.6	16.5	15.6	15.3
毛利率(%)	91.5	91.9	92.4	92.7	93.0
净利率(%)	49.4	50.5	50.7	50.7	50.8
ROE(%)	27.7	31.8	31.1	30.4	29.8
EPS(摊薄/元)	41.76	49.93	58.15	67.21	77.50
P/E(倍)	43.1	36.1	31.0	26.8	23.2
P/B(倍)	11.9	11.4	9.6	8.1	6.9

字营销平台，截至2022年末注册用户超3000万，实现销售收入118.83亿

元，成功助力公司打通线上直营渠道，致使公司直营占比稳步提升，22年公司直销渠道收入493.8亿，同比增长105.49%，占比也提升至39.9%。2023年2月10日茅台集团公司与茅台技术开发公司对公司股票进行增持，当前持有占总股本比例分别为54.007%/2.215%。控股股东增持公司股票表示出了对于公司长足发展的信心。

- **毛利率稳中有升，合同负债凸显业绩韧性。**公司22年销售毛利率为91.87%，同比小幅提升。期间销售费用率同比增加0.09%至2.59%，管理费用率同比-0.65%至7.07%，公司销售净利率同比+0.21%至52.68%。公司22年合同负债154.7亿元，同比增长21.6%，合同负债的稳步提升彰显了渠道对于23年需求端具备信心，积极的打款为公司23年稳健发展奠定基础。
- **改革成效逐步兑现，稳健经营穿越周期，维持“推荐”评级。**我们认为，茅台作为高端白酒代表将充分受益经济复苏，技改项目大幅提升了茅台酒的产能为公司长足发展提供了坚实的基础，同时系列酒有望持续放量并成长出新的大单品，我们看好公司的长期竞争力，调整2023-2025年EPS预测为58.15、67.21、77.50元（原2023-2024年预测为58.28、68.77元），维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1)白酒行业景气度下行风险。白酒行业景气度与价格走势相关度很高，如果白酒价格下降，可能导致企业营收增速大幅放缓。2)政策风险。白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。3)宏观经济疲软风险。若经济增速下滑，消费升级不达预期，可能导致消费端增速放缓。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	216,611	266,508	321,467	384,628
现金	58,274	98,898	148,692	206,618
应收票据及应收账款	126	825	953	1,097
其他应收款	32	45	52	60
预付账款	897	979	1,130	1,301
存货	38,824	41,684	46,419	51,168
其他流动资产	118,457	124,077	124,222	124,384
非流动资产	37,753	36,232	34,351	32,055
长期投资	0	0	0	0
固定资产	20,145	20,251	20,004	19,273
无形资产	7,083	5,929	4,770	3,605
其他非流动资产	10,525	10,051	9,578	9,177
资产总计	254,365	302,740	355,819	416,683
流动负债	49,066	56,416	62,073	68,244
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,408	2,290	2,541	2,804
其他流动负债	46,657	54,126	59,532	65,440
非流动负债	334	258	178	96
长期借款	334	258	178	96
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	49,400	56,674	62,251	68,340
少数股东权益	7,458	11,472	16,110	21,459
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	194,876	231,963	274,826	324,252
归属母公司股东权益	197,507	234,594	277,458	326,883
负债和股东权益	254,365	302,740	355,819	416,683

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36,621	86,802	94,740	109,245
净利润	65,375	77,062	89,064	102,699
折旧摊销	1,611	5,022	5,680	6,297
财务费用	-1,392	-261	-423	-615
投资损失	-64	-41	-41	-41
营运资金变动	-29,127	5,052	491	937
其他经营现金流	217	-33	-31	-32
投资活动现金流	-5,537	-10,400	-3,728	-3,927
资本支出	5,307	3,500	3,800	4,000
长期投资	-210	0	0	0
其他投资现金流	-10,633	-13,900	-7,528	-7,927
筹资活动现金流	-57,425	-35,777	-41,219	-47,392
短期借款	0	0	0	0
长期借款	38	-77	-79	-82
其他筹资现金流	-57,463	-35,700	-41,139	-47,310
现金净增加额	-26,339	40,624	49,794	57,926

利润表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	124,100	144,204	166,556	191,706
营业成本	10,093	10,960	12,159	13,419
税金及附加	18,496	21,256	24,641	28,327
营业费用	3,298	3,172	3,664	4,218
管理费用	9,012	8,941	10,326	11,886
研发费用	135	72	83	96
财务费用	-1,392	-261	-423	-615
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-15	-48	-55	-63
其他收益	25	23	24	23
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	64	41	41	41
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	87,880	103,346	119,407	137,660
营业外收入	71	70	70	70
营业外支出	249	263	258	260
利润总额	87,701	103,153	119,219	137,470
所得税	22,326	26,091	30,155	34,771
净利润	65,375	77,062	89,064	102,699
少数股东损益	2,659	4,014	4,639	5,349
归属母公司净利润	62,716	73,049	84,426	97,350
EBITDA	87,921	107,914	124,476	143,151
EPS (元)	49.93	58.15	67.21	77.50

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入(%)	16.9	16.2	15.5	15.1
营业利润(%)	17.6	17.6	15.5	15.3
归属于母公司净利润(%)	19.6	16.5	15.6	15.3
获利能力				
毛利率(%)	91.9	92.4	92.7	93.0
净利率(%)	50.5	50.7	50.7	50.8
ROE(%)	31.8	31.1	30.4	29.8
ROIC(%)	42.3	49.7	56.5	65.2
偿债能力				
资产负债率(%)	19.4	18.7	17.5	16.4
净负债比率(%)	-28.3	-40.1	-50.6	-59.3
流动比率	4.4	4.7	5.2	5.6
速动比率	1.2	1.8	2.4	3.0
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	5927.3	17781.8	17781.8	17781.8
应付账款周转率	4.2	4.8	4.8	4.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	49.93	58.15	67.21	77.50
每股经营现金流(最新摊薄)	29.15	69.10	75.42	86.96
每股净资产(最新摊薄)	157.23	186.75	220.87	260.22
估值比率				
P/E	36.1	31.0	26.8	23.2
P/B	11.4	9.6	8.1	6.9
EV/EBITDA	24.2	20.2	17.2	14.6

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐 (预计6个月内, 股价表现强于市场表现20%以上)

推荐 (预计6个月内, 股价表现强于市场表现10%至20%之间)

中性 (预计6个月内, 股价表现相对市场表现在±10%之间)

回避 (预计6个月内, 股价表现弱于市场表现10%以上)

行业投资评级:

强于大市 (预计6个月内, 行业指数表现强于市场表现5%以上)

中性 (预计6个月内, 行业指数表现相对市场表现在±5%之间)

弱于大市 (预计6个月内, 行业指数表现弱于市场表现5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023号平安金融中心B座25层
邮编:518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333号平安金融大厦26楼
邮编:200120

北京

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层
邮编:100033