

2023年3月31日

22年顺利收官，预计中长期目标稳健增长

贵州茅台(600519)

评级:	买入	股票代码:	600519
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	2216.96/1593.0
目标价格:		总市值(亿)	22,611.56
最新收盘价:	1800	自由流通市值(亿)	22,611.56
		自由流通股数(百万)	1,256.20

事件概述

公司发布年报，2022年营业总收入1275.5亿元，同比+16.5%，归母净利润627.2亿元，同比+19.6%；22Q4营业总收入377.7亿元，同比+16.5%，归母净利润183.2亿元，同比+20.6%。业绩略超预期业绩预告。

分析判断：

▶ 直销翻倍增长，茅台酒量价稳定上升

分产品来看，22年茅台酒/系列酒分别实现收入1078.3/149.4亿元，分别同比+15.4%/+26.5%；其中，茅台酒量价分别贡献+4.5%/+10.4%，系列酒量价分别贡献+0.3%/+26.1%。分渠道来看，22年批发代理/直销分别实现收入743.9/493.8亿元，分别同比-9.3%/+105.5%，直营占比39.9%（同比+17.2pct），i茅台收入118.8亿元（占比9.6%）；22Q4批发代理/直销分别实现收入193.3/175.0亿元，分别同比-12.8%/+87.2%。我们认为茅台酒吨价提升主因1）生肖、精品、年份等超高端价位产品放量；2）直营占比大幅提高。我们预计系列酒吨价提升主因茅台1935全年放量拉动，预计其他系列酒全年收入下滑。线下专卖店和i茅台构筑线上线下完备的直营渠道体系，预计23年超高端价格带产品有望持续放量，直营收入占比维持高速增长。

▶ 毛利率和费用率基本稳定，现金流净额减少主因客户存款减少及税费支出增加

22年毛利率92.1%，同比+0.3pct；其中茅台酒/系列酒毛利率分别94.2%/77.2%，分别同比+0.2/+3.5pct，直营占比提升拉动整体毛利略有增长。22FY/22Q4税金及附加占收入比分别14.5%/12.9%，分别同比-1.6/+0.5pct，预计主因税金缴纳节奏差异，全年占比维持稳定。22FY销售费用率/管理费用率分别同比+0.1/-0.7pct，22Q4销售费用率/管理费用率分别同比-0.2/-0.2pct，基本维持稳定。所得税有所增加预计主因利润总额同比+17.7%。22FY/22Q4净利率分别同比+0.3/+0.7pct，达到51.3%/50.5%。

22年末公司合同负债环比+36.3亿元，22FY销售收现同比+17.9%，与营业总收入增速基本一致。22FY经营活动现金流净额同比-42.7%，主因1）客户存款和同业存放款项净增加额减少，2）各项税费支出增加。

▶ 23年锚定收入增速15%左右，预计中长期目标稳健增长

根据年报，公司锚定23年收入增速15%左右的全年目标，结合近几年公司财务数据情况，我们预计公司中长期目标将会维持稳健增长。收入上，22年茅台酒销量3.8万吨占18年产量5.0万吨的76%，根据前3年产销比加权算术平均值81%计算23年茅台酒销量有望同比+6.7%，预计茅台1935等系列酒持续放量维持22年增速；价格方面有望通过直营渠道占比提升、24节气非标新产品等贡献。利润上，我们认为直营占比和产品结构均在升级路径中，结合茅台多样化营销手段和更完备的数字化系统支持，有望持续进行品牌露出和消费者教育，产生新的利润增长点。

投资建议

根据公司年报调整盈利预测，预计23-24年营业总收入由1458.1/1648.3亿元上调至1476.4/1705.1亿元分别同比+15.7%/+15.5%，新增25年营业收入1963.7亿元，同比+15.2%；22-24年归母净利润由706.4/803.3亿元上调至728.2/843.4亿元，分别同比+16.1%/+15.8%，新增25年归母净利润976.3亿元，同

比+15.8%；22-24 年 EPS 由 56.23/63.95 元上调至 57.96/67.14 元，新增 25 年 EPS 77.72 元，2023 年 3 月 30 日收盘价 1800 元对应估值分别为 31/27/23 倍。维持“买入”评级。

风险提示

① 疫情反复影响产品动销；② 行业需求减弱；③ 食品安全问题等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	109,464	127,554	147,643	170,514	196,370
YoY (%)	11.7%	16.5%	15.7%	15.5%	15.2%
归母净利润(百万元)	52,460	62,716	72,815	84,341	97,629
YoY (%)	12.3%	19.6%	16.1%	15.8%	15.8%
毛利率 (%)	91.5%	91.9%	92.2%	92.6%	92.7%
每股收益 (元)	41.76	49.93	57.96	67.14	77.72
ROE	27.7%	31.8%	30.8%	29.9%	29.2%
市盈率	43.10	36.05	31.05	26.81	23.16

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	127,554	147,643	170,514	196,370	净利润	65,375	75,849	87,855	101,696
YoY (%)	16.5%	15.7%	15.5%	15.2%	折旧和摊销	1,688	2,671	2,726	3,025
营业成本	10,199	11,547	12,675	14,314	营运资金变动	-29,127	-1,896	-2,543	-673
营业税金及附加	18,496	21,703	24,895	28,474	经营活动现金流	36,699	76,786	88,168	104,167
销售费用	3,298	3,691	4,178	4,713	资本开支	-5,306	-9,584	-7,048	-7,399
管理费用	9,012	10,630	12,106	13,746	投资	-210	-2	-3	-2
财务费用	-1,392	-1,748	-1,374	-1,473	投资活动现金流	-5,537	-9,512	-6,966	-7,303
研发费用	135	148	171	196	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	64	74	85	98	筹资活动现金流	-57,425	-33,917	-38,942	-45,223
营业利润	87,880	101,774	117,983	136,538	现金净流量	-26,262	33,356	42,260	51,640
营业外收支	-178	-236	-215	-216					
利润总额	87,701	101,538	117,768	136,322	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	22,326	25,689	29,913	34,626	成长能力				
净利润	65,375	75,849	87,855	101,696	营业收入增长率	16.5%	15.7%	15.5%	15.2%
归属于母公司净利润	62,716	72,815	84,341	97,629	净利润增长率	19.6%	16.1%	15.8%	15.8%
YoY (%)	19.6%	16.1%	15.8%	15.8%	盈利能力				
每股收益	49.93	57.96	67.14	77.72	毛利率	91.9%	92.2%	92.6%	92.7%
					净利率	50.5%	49.3%	49.5%	49.7%
					总资产收益率 ROA	24.7%	24.3%	23.9%	23.6%
					净资产收益率 ROE	31.8%	30.8%	29.9%	29.2%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
货币资金	58,274	91,631	133,890	185,530	流动比率	4.41	4.83	5.38	5.93
预付款项	897	1,039	1,268	1,431	速动比率	1.19	1.73	2.37	3.05
存货	38,824	44,570	50,495	55,266	现金比率	1.19	1.73	2.37	3.05
其他流动资产	118,615	118,519	118,528	118,539	资产负债率	19.4%	17.8%	16.1%	14.8%
流动资产合计	216,611	255,759	304,181	360,767	经营效率				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	0.49	0.53	0.52	0.51
固定资产	19,743	25,211	28,159	30,901	每股指标 (元)				
无形资产	7,083	9,444	10,987	12,579	每股收益	49.93	57.96	67.14	77.72
非流动资产合计	37,753	44,432	48,543	52,703	每股净资产	157.23	188.19	224.33	266.05
资产合计	254,365	300,192	352,723	413,470	每股经营现金流	29.21	61.13	70.19	82.92
短期借款	0	0	0	0	每股股利	21.91	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	2,408	2,724	3,051	3,311	估值分析				
其他流动负债	46,657	50,237	53,529	57,543	PE	36.05	31.05	26.81	23.16
流动负债合计	49,066	52,961	56,580	60,854	PB	10.98	9.56	8.02	6.77
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	334	334	334	334					
非流动负债合计	334	334	334	334					
负债合计	49,400	53,295	56,914	61,188					
股本	1,256	1,256	1,256	1,256					
少数股东权益	7,458	10,492	14,006	18,074					
股东权益合计	204,965	246,896	295,809	352,282					
负债和股东权益合计	254,365	300,192	352,723	413,470					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。