



买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

丰毅 S0630522030001

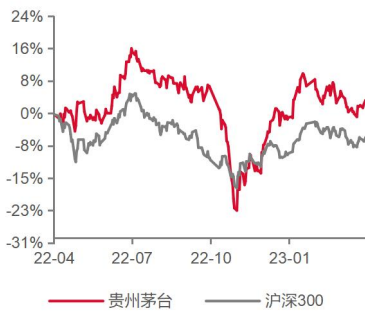
fengyi@longone.com.cn

证券分析师：

任晓帆 S0630522070001

rxf@longone.com.cn

| | |
|-------------|-----------|
| 总股本(万股) | 125,620 |
| 流通A股/B股(万股) | 125,620/0 |
| 资产负债率(%) | 19.42% |
| 市净率(倍) | 11.58 |
| 净资产收益率(加权) | 30.26 |
| 12个月内最高/最低价 | 2051/1316 |



相关研究

1. 贵州茅台（600519）：公司深度报告：行稳致远，价格闯关-20221123
2. 贵州茅台（600519）：公司深度报告（下篇）：白酒巨擘，架海擎天-20221124
3. 贵州茅台（600519）：公司深度报告（上下篇完整版）：行稳致远，价格闯关，白酒巨擘，架海擎天-20221201

再创佳绩，稳步攀升

——贵州茅台（600519）公司简评报告

投资要点

➤ **事件：**（1）3月30日，公司发布年度报告，2022年公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别达1275.54、627.16、627.92亿元，分别同比增长16.53%、19.55%、19.42%；2022年Q4公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别达377.68、183.17、183.99亿元，分别同比增长16.53%、20.55%、20.85%。

（2）同时，公司发布年度利润分配预案，每10股派发现金红利259.11元（含税），合计325.49亿元，归母净利润分配比例达51.9%。

➤ 点评：

➤ **营收：茅台1935放量优化产品结构，直营渠道茅台增长强劲，吨价进一步提升**

（1）**整体：**①**全年业绩方面**，受益于i茅台放量（贡献年度收入增量接近7成）、高单价产品（非标、茅台1935）及直营占比提升，营收增速、盈利能力均较去年提升，且超出年初15%的增长目标。②**Q4业绩方面**，总营收、茅台酒、系列酒营收分别增长16.53%、17.4%、11.2%，除系列酒环比上季放缓（Q4茅台1935完成全年任务后控货），茅台酒、整体营收环比上季提速。

（2）**分量价：**2022年酒类营收达1237.72亿（+16.70%），销量6.82万吨（+2.62%），吨价181.55万元/吨（+13.73%）。因非标投放增加及直营化加速，价增为主要驱动因素。

（3）**分产品：**①**茅台酒：**2022年茅台酒营收达1078.34亿（同比+15.37%，营收占比84.54%），实现销量3.79万吨（+4.52%），吨价284.51万元/吨（+10.38%），非标提价（2022年初15年茅台、珍品茅台）、非标直营渠道投放、直营化加速，带动吨价快速提升。②**系列酒：**2022年系列酒营收达159.39亿（同比+26.55%，营收占比12.50%），实现销量3.03万吨（+0.32%），吨价52.65万元/吨（+26.14%），茅台1935在i茅台放量成为推升系列酒吨价主因（此外，2022年初茅台王子酒金王子、酱香经典也有提价贡献）。

（4）**分销售模式：**①**直销：**2022年直销营收达493.79亿（同比+105.49%，占比38.71%），实现销量1.12万吨（+95.03%），吨价441.41万元/吨（+5.36%）。直营量价齐升，销量实现翻倍增长主因i茅台上线后增长强劲，注册用户超3000万。i茅台2022年实现销售收入118.83亿元，贡献全年营收增长接近7成。其中生肖酒及茅台1935贡献主要增量，保守预计，其中生肖酒、茅台1935预计分别1000吨+、2500吨+，茅台1935预计收入规模约50亿。i茅台销售的高吨价的生肖酒、茅台1935分别成为带动茅台、系列酒吨价提升主要因素。②**批发代理：**2022年批发代理营收达743.94亿（同比-9.31%，占比58.32%），实现销量5.70万吨（-6.12%），吨价130.54万元/吨（-3.40%）。经销商数量2189家，较年初减少4家，平均经销商规模3398.52万元（-9.14%）。

（5）**分地区：**①**国内：**2022年国内营收达1195.33亿（同比+15.56%，营收占比93.71%），实现销量6.62万吨（+1.98%），吨价180.67万元/吨（+13.31%），业绩主要由吨价提升驱动。②**国外：**2022年国外营收达42.40亿（同比+61.91%，营收占比3.32%），实

现销量 2013.91 吨 (+29.02%)，吨价 210.51 万元/吨 (+25.49%)，量价实现双位数增长。

- **毛利率：系列酒毛利率提升较快，直营毛利率优越。**2022年毛利率达91.87% (+0.33pct)，小幅提升。拆分来看，2022年茅台酒、系列酒、国内、国外、批发代理、直销毛利率分别达94.19% (+0.16pct)、77.22% (+3.53pct)、92.00% (+0.36pct)、92.04% (+1.27pct)、89.22% (-1.08pct)、96.20% (+0.08pct)。整体看，茅台酒茅台直营加速、非标投放为公司毛利率提升主因（2022年i茅台毛利率为95.26%，高于公司毛利率）。其中系列酒受益于茅台1935放量（i茅台1935零售价超过系列酒2022年平均吨价325%），毛利率提升较快。
- **费用：整体费率回落。**2022公司三费费率达8.91% (-0.80pct)，销售、管理、财务费用分别达2.59% (+0.09pct)、7.28% (-0.56pct)、-1.09% (-0.24pct)。其中销售费用因酱香系列酒广告及市场拓展费（广告宣传及市场拓展费用28.87亿，+22.21%）同比增长20.47%，因收入增速较快，销售费率表现为小幅提升；管理费用小幅下降，规模效应进一步凸显；财务费率因商业银行存款利息收入增加而持续下降。
- **现金流及合同负债：合同负债、销售收现增长稳健。**①**合同负债：**合同负债154.72亿 (+21.65%)，同比增速、环比增量均好于去年同期。②**现金流：第一，**2022年公司销售收现同比提升17.91%，高于报表收入增速，好于去年同期。**第二，**经营活动产生的现金流量净额同比下降42.68%，主因集团公司划转贵州习酒股份有限公司股权引发吸收存款减少，贵州茅台集团财务有限公司存入不可提前支取的同业定期存款增加。
- **展望：产品借助渠道势能继续释放，短期可供销量供给充足，长期目标稳健**

(1) 产品借助渠道势能继续释放。①**产品端，**1935放量、新品珍酒于去年上线、24节气产品推出，进一步完善品牌矩阵同时推升茅台酒、系列酒吨价。②**渠道端，**一方面，i茅台渠道势能释放谨慎，空间仍大，直营非标、茅台1935将继续带动吨价向上，同时，巽风数字世界本年初上线同样有望贡献增量；另一方面，线下直营店布局扩张，预计在苏州、宁波等地继续增加直营店贡献直营增量。线上线下载直营化加速望进一步提升整体盈利。

(2) 短期可供销量供给充足，长期目标稳健。①**销量预期方面，**茅台酒基于N-4年以前连续产量增长较快，在疫情期间量增有限情况下，短期可供销量充足，预计2023年达5-8%；系列酒3万吨产能持续投产，叠加茅台1935需求释放，2023年销量值得期待。②**目标方面，**短期，茅台股份公司2023年目标收入增长15%；长期，集团预计，十四五末，集团营收达2000亿；此外《遵义市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二零三五年远景目标纲要》提到，2035年远景目标方面，“支持茅台集团形成茅台酒产能达10万吨”。长短期目标及相关政策均对茅台业绩稳定性形成一定支撑。

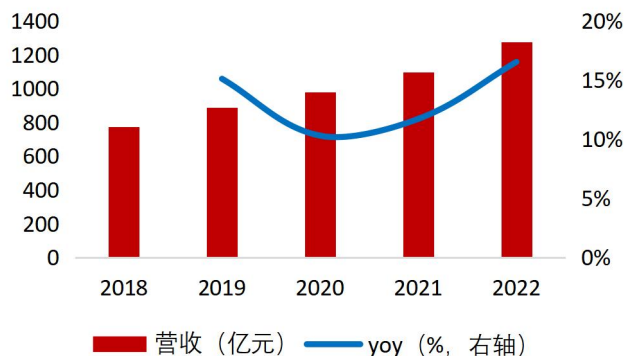
- **投资建议：**在行业模式优、公司龙头地位明确，主业（茅台酒）优势强，第二曲线（系列酒）增长快的背景下，随着直营占比持续提升，我们对未来公司业绩长期看好。我们预计2023/2024/2025年公司归母净利润分别为743.25/864.82/995.49亿元，同比增速为18.51%/16.36%/15.11%，对应EPS为元59.17/68.84/79.25元，对应P/E为31/26/23倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策管控的风险；产量提升可能不及预期的风险；食品安全的风险；品牌声誉的风险。

盈利预测与估值

| 单位: 百万元 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入 | 127553.96 | 149501.97 | 173710.06 | 200765.26 |
| (+/-)(%) | 16.53 | 17.21 | 16.19 | 15.57 |
| 净利润 | 62716.44 | 74324.79 | 86481.85 | 99549.27 |
| (+/-)(%) | 19.55 | 18.51 | 16.36 | 15.11 |
| EPS(元) | 49.93 | 59.17 | 68.84 | 79.25 |
| P/E | 36.45 | 30.76 | 26.44 | 22.97 |

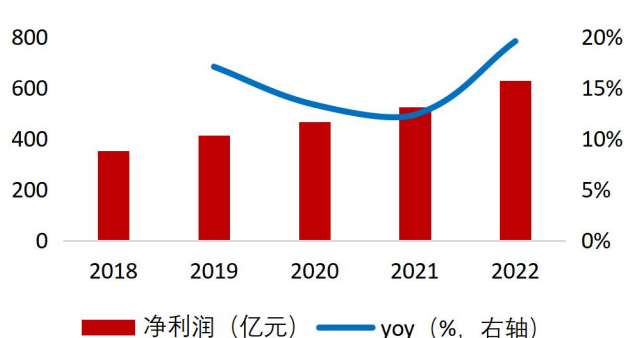
资料来源: wind, 东海证券研究所, 2023年3月31日

图 1 2018-2022 公司营收及增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

图 2 2018-2022 公司净利润及增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

表 1 贵州茅台酒类按产品和渠道收入、同比增速以及毛利率

| 大类 | 小类 | 项目 | 2021 | 2022 |
|-----|---------|---------|--------|---------|
| 按产品 | 茅台酒 | 收入 (亿元) | 935 | 1,078 |
| | | 同比增速 | 10.18% | 15.37% |
| | | 毛利率 | 94.03% | 94.19% |
| | 系列酒 | 收入 (亿元) | 126 | 159 |
| | | 同比增速 | 26.06% | 26.55% |
| | | 毛利率 | 73.69% | 77.22% |
| 按渠道 | 直销 | 收入 (亿元) | 240 | 494 |
| | | 同比增速 | 81.49% | 105.49% |
| | | 毛利率 | 96.12% | 96.20% |
| | 批发代理 | 收入 (亿元) | 820 | 744 |
| | | 同比增速 | 0.55% | -9.31% |
| | | 毛利率 | 90.30% | 89.22% |
| 合计 | 收入 (亿元) | 1,061 | 1,238 | |
| | 同比增速 | 11.85% | 16.70% | |
| | 毛利率 | 91.62% | 92.00% | |

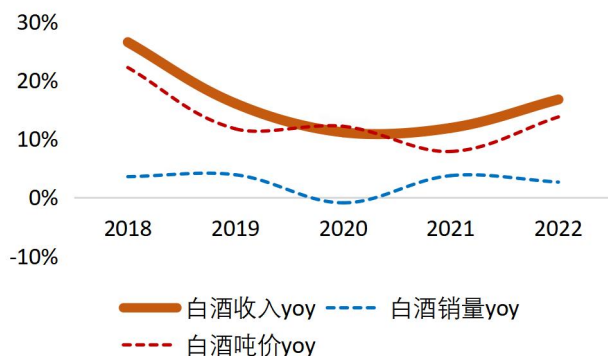
资料来源: wind, 东海证券研究所

表 2 贵州茅台酒类按产品和渠道收入、同比增速以及毛利率

| 项目 | 白酒业务 | | | 茅台酒 | | | 系列酒 | | | 直销 | | | 批发代理 | | |
|---------------|------|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|-----|-----|------|-----|-----|
| | 收入 | 销量 | 吨价 | 收入 | 销量 | 吨价 | 收入 | 销量 | 吨价 | 收入 | 销量 | 吨价 | 收入 | 销量 | 吨价 |
| 2022 年同比 | 17% | 3% | 14% | 15% | 5% | 10% | 27% | 0% | 26% | 105% | 95% | 5% | -9% | -6% | -3% |
| 2022 年占比 | 100% | 100% | / | 87% | 56% | / | 13% | 44% | / | 40% | 16% | / | 60% | 84% | / |
| 2017-2022CAGR | 16% | 3% | 13% | 16% | 5% | 10% | 23% | 0% | 22% | 51% | 25% | 21% | 7% | 0% | 7% |
| 2019-2022CAGR | 13% | 2% | 11% | 12% | 3% | 9% | 19% | 0% | 18% | 90% | 62% | 17% | -2% | -3% | 1% |

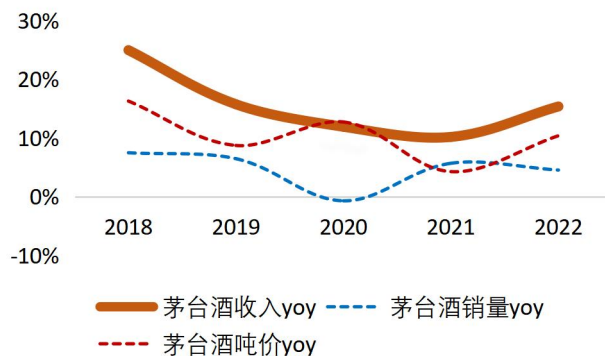
资料来源: wind, 东海证券研究所

图3 2018-2022 公司白酒收入、销量、吨价同比



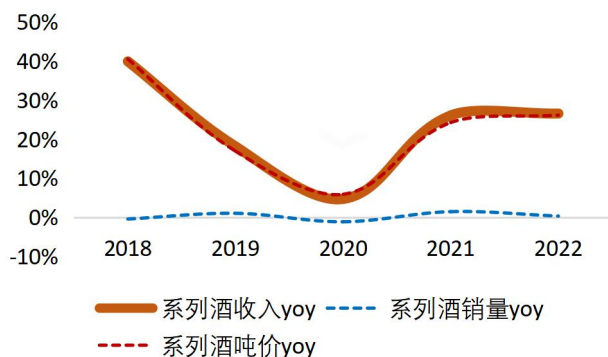
资料来源: wind, 东海证券研究所

图4 2018-2022 公司茅台酒收入、销量、吨价同比



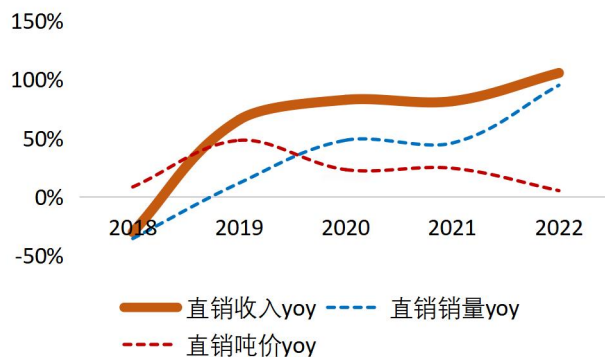
资料来源: wind, 东海证券研究所

图5 2018-2022 公司系列酒收入、销量、吨价同比



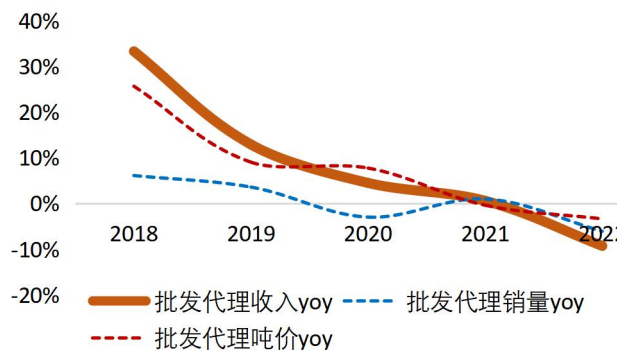
资料来源: wind, 东海证券研究所

图6 2018-2022 公司直销收入、销量、吨价同比



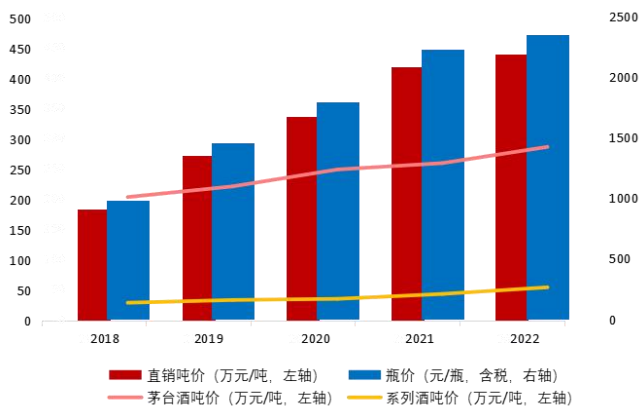
资料来源: wind, 东海证券研究所

图7 2018-2022 公司批发代理收入、销量、吨价同比



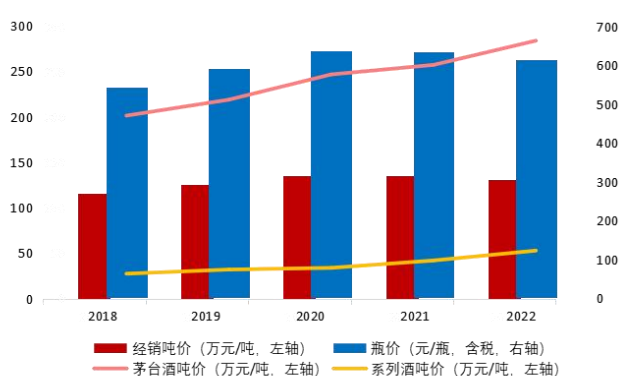
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 8 公司直销吨价情况



资料来源：wind，东海证券研究所

图 9 公司经销吨价情况



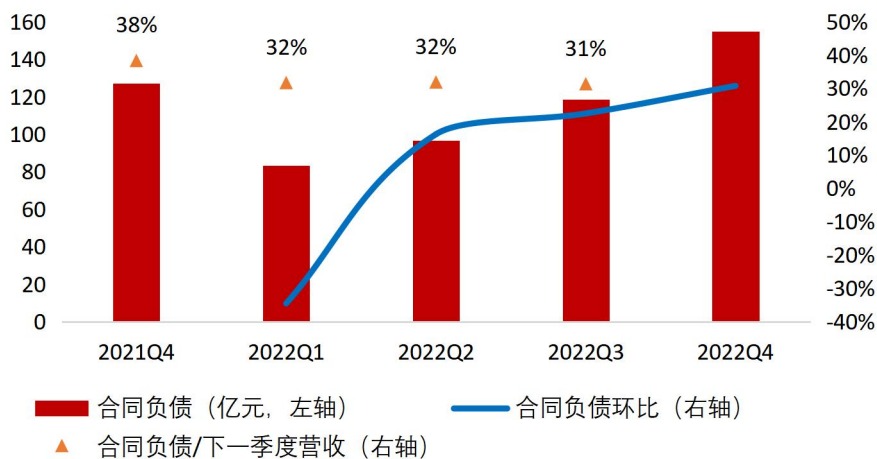
资料来源：wind，东海证券研究所

表 3 公司经销商情况

| | 2021 年 | 2022 年 |
|--------------|--------|--------|
| 期初经销商 | 2150 | 2193 |
| 新增 | 63 | 1 |
| 减少 | 20 | 5 |
| 期末经销商 | 2193 | 2189 |
| 平均经销商规模 (万元) | 3,741 | 3,399 |

资料来源：公司年报，东海证券研究所

图 10 公司合同负债情况



资料来源：wind，东海证券研究所

附录：三大报表预测值

资产负债表

| 单位：百万元 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 流动资产 | 216611.44 | 260068.69 | 304325.19 | 360445.31 |
| 现金 | 58274.32 | 97497.05 | 135832.67 | 180885.99 |
| 应收账款 | 52.76 | 47.94 | 69.06 | 66.17 |
| 应收票据 | 105.45 | 143.72 | 145.80 | 188.81 |
| 预付账款 | 897.38 | 539.65 | 607.34 | 750.31 |
| 存货 | 38824.37 | 42824.74 | 48933.94 | 59678.05 |
| 非流动资产 | 37753.37 | 39467.34 | 40805.91 | 41989.77 |
| 固定资产 | 19742.62 | 21704.45 | 22510.32 | 280.21 |
| 无形资产 | 7273.71 | 7814.24 | 8144.77 | 8465.29 |
| 资产总计 | 254364.80 | 299536.04 | 345131.10 | 402435.08 |
| 流动负债 | 49065.67 | 54996.91 | 53673.88 | 56961.11 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 2408.37 | 2490.58 | 2862.01 | 3473.69 |
| 非流动负债 | 334.45 | 312.00 | 323.00 | 345.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 334.45 | 312.00 | 323.00 | 345.00 |
| 负债合计 | 49400.12 | 55308.91 | 53996.88 | 57306.11 |
| 少数股东权益 | 7458.02 | 10608.81 | 14274.98 | 18495.10 |
| 股本 | 1256.20 | 1256.20 | 1256.20 | 1256.20 |
| 资本公积 | 1374.96 | 1374.96 | 1374.96 | 1374.96 |
| 留存收益 | 193824.76 | 230987.15 | 274228.08 | 324002.71 |
| 归属母公司股东权益 | 197506.67 | 233618.32 | 276859.24 | 326633.87 |
| 负债和股东权益 | 254364.80 | 299536.04 | 345131.10 | 402435.08 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 经营活动现金流 | 36698.60 | 78987.55 | 82726.69 | 95894.05 |
| 净利润 | 65375.14 | 74324.79 | 86481.85 | 99549.27 |
| 折旧摊销 | 1611.08 | 1301.81 | 1294.85 | 1402.45 |
| 财务费用 | 12.02 | -1399.00 | -1412.00 | -1450.00 |
| 投资损失 | -63.84 | -64.00 | -63.92 | -63.96 |
| 营运资金变动 | -19366.97 | 1673.15 | -7240.25 | -7763.82 |
| 其他 | -10868.83 | 3150.80 | 3666.16 | 4220.12 |
| 投资活动现金流 | -5536.83 | -2954.32 | -2572.14 | -2525.10 |
| 资本支出 | -1065.36 | -3700.00 | -2500.00 | -2500.00 |
| 其他 | -4471.47 | 745.68 | -77.39 | -30.44 |
| 筹资活动现金流 | -57424.53 | -36810.50 | -41818.92 | -48315.63 |
| 其他 | -57444.65 | -37278.83 | -41818.92 | -48315.63 |
| 现金净增加额 | 6464.08 | 39222.73 | 38335.62 | 45053.32 |

利润表

| 单位：百万元 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入 | 127553.96 | 149501.97 | 173710.06 | 200765.26 |
| 营业成本 | 10093.47 | 11757.47 | 13763.80 | 16291.80 |
| 营业税金及附加 | 18495.82 | 21229.28 | 24286.83 | 28069.48 |
| 营业费用 | 3297.72 | 3842.20 | 4342.75 | 5019.13 |
| 管理费用 | 9012.19 | 10016.63 | 11638.57 | 13451.27 |
| 财务费用 | -1391.81 | -1399.00 | -1412.00 | -1450.00 |
| 投资净收益 | 63.84 | 64.00 | 63.92 | 63.96 |
| 营业利润 | 87879.52 | 104119.38 | 121154.02 | 139447.53 |
| 营业外收入 | 70.85 | 65.00 | 30.00 | 10.00 |
| 营业外支出 | 248.88 | 250.00 | 249.44 | 249.72 |
| 利润总额 | 87701.49 | 103934.38 | 120934.58 | 139207.81 |
| 所得税 | 22326.35 | 26458.80 | 30786.57 | 35438.43 |
| 净利润 | 62716.44 | 74324.79 | 86481.85 | 99549.27 |
| 归属母公司净利润 | 62716.44 | 74324.79 | 86481.85 | 99549.27 |
| EBITDA | 88318.19 | 782.51 | 967.89 | 1127.73 |
| EPS(元) | 49.93 | 59.17 | 68.84 | 79.25 |

主要财务比率

| 单位：百万元 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 0.17 | 0.17 | 0.16 | 0.16 |
| 营业利润 | 0.18 | 0.18 | 0.16 | 0.15 |
| 归属母公司净利润 | 0.20 | 0.19 | 0.16 | 0.15 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 0.92 | 0.92 | 0.92 | 0.92 |
| 净利率 | 0.49 | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| ROE | 0.32 | 0.32 | 0.31 | 0.30 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 4.41 | 4.73 | 5.67 | 6.33 |
| 速动比率 | 3.62 | 3.95 | 4.76 | 5.28 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.50 | 0.54 | 0.54 | 0.54 |
| 应收账款周转率 | 2969.31 | 2969.31 | 2969.31 | 2969.31 |
| 应付账款周转率 | 57.74 | 61.03 | 64.91 | 63.38 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 49.93 | 59.17 | 68.84 | 79.25 |
| 每股经营现金 | 29.21 | 62.88 | 65.85 | 76.34 |
| 每股净资产 | 157.23 | 185.97 | 220.39 | 260.02 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 36.45 | 30.76 | 26.44 | 22.97 |
| P/B | 11.58 | 9.79 | 8.26 | 7.00 |
| EV/EBITDA | 23.87 | 21.05 | 17.80 | 15.16 |

资料来源：wind，东海证券研究所，2023年3月31日

一、评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--------|----|------------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20% |
| | 看平 | 未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间 |
| | 看空 | 未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20% |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间 |
| | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15% |

二、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并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：（8621）20333619
 传真：（8621）50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：（8610）59707105
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089