

业绩再创新高，产品、渠道结构升级优化

增持(维持)

——贵州茅台(600519)点评报告

2023年04月03日

报告关键要素:

3月30日,公司发布2022年年度报告。报告期内,公司实现营业收入1,275.54亿元(YoY+16.53%),实现归母净利润627.16亿元(YoY+19.55%),扣非归母净利润627.92亿元(YoY+19.42%)。其中,Q4实现营业收入369.40亿元(YoY+17.09%),实现归母净利润183.17亿元(YoY+20.55%)。2022年利润分配方案为每10股派发现金红利259.11元(含税)。

投资要点:

系列酒收入增长发力,吨价提升为主要动力。从结构来看,22年茅台酒与系列酒收入占比为87.12%和12.88%,系列酒收入占比较去年同期提升了1个pcts。**从增速来看**,22年/22Q4茅台酒收入分别为1,078.34亿元/334.34亿元,同比增长15.37%/17.42%,22年/22Q4系列酒收入分别为159.39亿元/33.98亿元,同比增长26.55%/11.23%,系列酒22年收入增速超过茅台酒,但Q4茅台酒收入增速反超系列酒,判断主要与茅台1935年度销售目标达成后公司主动调整产品结构有关。**拆分量价来看**,22年茅台酒销量/吨价分别同比增长4.52%/10.38%,系列酒销量/吨价分别同比增长0.32%/26.14%,均实现量价齐升,其中吨价提升是收入提升的主要动力,尤其是系列酒吨价提升显著,判断主要是茅台1935,以及精品、珍品、生肖酒、100ml飞天茅台等产品贡献。

直销收入翻倍,“i茅台”表现亮眼。22年公司直销/批发代理收入分别为493.79/743.94亿元,直销收入同比大幅增长105.49%,占比39.89%(YoY+17.23pcts),毛利率为96.20%,同比增加0.08pcts,直销收入占比显著提升,实现增长翻倍的亮眼成绩。其中,官方营销数字APP“i茅台”虽然22年才上线,但截止到22年末,注册用户数已超3000万户,22年实现销售收入113.83亿元,占公司直销收入的23.05%,线上自营渠道的拓展预计未来将继续成为直营收入的重要增量贡献点。

公司毛利率和净利率整体上升,销售和研发费用略有增长。22年公司毛利率增长至91.87%(YoY+0.33pcts),其中茅台酒/系列酒毛利率分别为94.19%/77.22%(YoY+0.16pcts/YoY+3.53pcts),净利率增长至52.68%(YoY+0.21pcts)。销售/管理/研发/财务费用率分别同比增长

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	127553.96	146424.70	167989.48	192838.91
增长比率(%)	17	15	15	15
净利润(百万元)	62716.44	72849.79	83819.58	97221.82
增长比率(%)	20	16	15	16
每股收益(元)	49.93	57.99	66.72	77.39
市盈率(倍)	36.10	31.07	27.01	23.28
市净率(倍)	11.46	9.74	8.30	7.09

数据来源:携宁科技云估值,万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	1,256.20
流通A股(百万股)	1,256.20
收盘价(元)	1,802.07
总市值(亿元)	22,637.56
流通A股市值(亿元)	22,637.56

个股相对沪深300指数表现



数据来源:聚源,万联证券研究所

相关研究

线上自营渠道建设初见成效,直营收入增长翻倍
渠道改革成绩亮眼,直营单季收入突破百亿
营收规模首次突破千亿,产品渠道改革增厚业绩

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

分析师:

李滢

执业证书编号: S0270522030002

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

0.09/-0.65/0.05/-0.24 个 pcts，期间费用控制得当。销售费用增加主要由于报告期内酱香系列酒广告及市场拓展费增加，研发费用增加主要由于报告期内研发项目增加。

坚持稳重求进总基调，23 年锚定营收增速 15%。公司确定 23 年的经营目标：一是营业总收入较上年度增长 15%左右；二是基本建设投资 71.09 亿元。公司经营稳健，加上 23 年为经济发展和消费复苏之年，我们判断公司能顺利完成预定目标。

盈利预测与投资建议：公司 2022 年业绩亮眼，超额完成全年目标，持续推动产品和渠道创新，产品吨价和直销渠道收入占比均明显提升，增强了公司的盈利能力，彰显公司强大的实力，极深的护城河是公司增长确定性的强大支撑。公司 23 年营收指引目标为同比增长 15%左右，我们判断公司能顺利完成预定目标，根据最新数据更新盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 728.50/838.20/972.22 亿元（更新前为 2023-2024 年归母净利润为 715.79/826.24 亿元），同比增长 16%/15%/16%，对应 EPS 为 57.99/66.72/77.39 元/股，3 月 31 日股价对应 PE 为 31/27/23 倍，维持“增持”评级。

风险因素：宏观经济下行风险，直销推进不及预期风险，疫情反复风险，食品安全风险。

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	127554	146425	167989	192839
%同比增速	17%	15%	15%	15%
营业成本	10199	10900	11944	13131
毛利	117355	135525	156046	179708
%营业收入	92%	93%	93%	93%
税金及附加	18496	20818	23910	27609
%营业收入	15%	14%	14%	14%
销售费用	3298	3751	4283	4947
%营业收入	3%	3%	3%	3%
管理费用	9012	10250	11759	13541
%营业收入	7%	7%	7%	7%
研发费用	135	104	131	164
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	-1392	-1183	-1874	-2691
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-15	0	0	0
其他收益	25	25	31	35
投资收益	64	73	86	97
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	87880	101883	117954	136271
%营业收入	69%	70%	70%	71%
营业外收支	-178	-200	-200	-193
利润总额	87701	101684	117754	136078
%营业收入	69%	69%	70%	71%
所得税费用	22326	25719	29826	34509
净利润	65375	75964	87928	101569
%营业收入	51%	52%	52%	53%
归属于母公司的净利润	62716	72850	83820	97222
%同比增速	20%	16%	15%	16%
少数股东损益	2659	3115	4109	4347
EPS (元/股)	49.93	57.99	66.72	77.39

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	49.93	57.99	66.72	77.39
BVPS	157.23	185.06	217.09	254.24
PE	36.10	31.07	27.01	23.28
PEG	1.85	1.92	1.79	1.46
PB	11.46	9.74	8.30	7.09
EV/EBITDA	23.97	21.05	17.84	15.08
ROE	32%	31%	31%	30%
ROIC	31%	31%	30%	29%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	58274	99512	150399	208434
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	126	442	300	393
存货	38824	40339	44516	49001
预付款项	897	1090	956	788
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	118489	118498	118501	118509
流动资产合计	216611	259881	314672	377125
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	19743	22808	25788	28817
在建工程	2208	6981	6951	7532
无形资产	7083	7868	8885	9778
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	3459	3459	3459	3459
其他非流动资产	5260	5324	5413	5434
资产总计	254365	306322	365168	432144
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2408	2245	2634	2901
预收账款	0	0	0	0
合同负债	15472	16069	17778	19483
应付职工薪酬	4782	4670	5225	5774
应交税费	6897	11521	12701	14085
其他流动负债	19507	28435	39106	51164
流动负债合计	49066	62940	77444	93407
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	334	334	334	334
负债合计	49400	63275	77779	93742
归属于母公司的所有者权益	197507	232475	272708	319374
少数股东权益	7458	10573	14681	19028
股东权益	204965	243047	287389	338403
负债及股东权益	254365	306322	365168	432144

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	36699	90190	101179	116068
投资	-210	-2	-2	-1
资本性支出	-5306	-11151	-6797	-7581
其他	-21	82	94	105
投资活动现金流净额	-5537	-11071	-6706	-7477
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-57370	-37882	-43586	-50555
其他	-54	0	0	0
筹资活动现金流净额	-57425	-37882	-43586	-50555
现金净流量	-26262	41237	50887	58036

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场