

## 开门红圆满收官，强改革稳增长可期

### 贵州茅台点评

#### 事件

贵州茅台于2022年3月7日晚间发布2022年1至2月主要经营数据公告，2022年春节期间公司产品销售势头向好，顺利实现“开门红”。经公司初步核算，2022年1至2月，公司实现营业总收入202亿元左右，同比增长20%左右；净利润1至2月同比高增20%左右超越2020年及2021年疫情后同期水平。

#### 点评

本次业绩超预期，一季度顺利实现开门红。茅台2020/2021年一季度营收及净利润分别同比增长12.54%/16.34%、10.93%/6.56%，2022年前两月经营数据略超预期。自2022年起白酒板块PE(TTM)持续走低，前期受白酒行业政策扰动及疫情反复影响，近期主要系地缘政治因素及消费税预期的影响，白酒PE(TTM)已由2021年初的53X调整到41X，估值已基本落入合理区间，中长期来看，白酒行业基本面无忧，行业仍处于景气周期。公司稀缺的商业模式及深厚的品牌护城河支撑其独坐白酒第一大交椅。此次披露1~2月经营数据，为其历史上首次发布此类数据，扎实的基本面彰显行业景气度。

管理层风格务实，市场改革决心强。公司先后取消生肖、精品、普飞(1\*6)的拆箱政策，增加500ml\*12的茅台酒用于拆箱销售，为防止批价过热，春节期间价格管控在2800元附近。同时恢复数字化销售系统，探寻渠道与市场化定价的平衡点。渠道方面，公司将进一步加大对于直营渠道的建设，公司对于渠道终端的掌控能力以及盈利能力将进一步增强。产能方面，公司“十四五”酱香酒习水同民一期建设项目已于2月27日启动，该项目投资41.1亿元，建设周期为24个月，建成后将进一步增强公司的白酒生产能力。渠道优化以及产能建设双管齐下，业绩稳增长确定性较强。

优化产品结构以及渠道结构，业绩稳增长可期。公司在2021年年底推出虎年生肖茅台和珍品茅台酒等新品，2022年春节期间公司推出定位千元价位带的系列酒大单品茅台1935，预计2022年投放总量可达3000吨左右。从渠道结构上来看，2019年以来茅台一直在优化渠道结构，增加直营渠道占比，随着直营渠道占比提升，盈利能力不断提升。

#### 投资建议

茅台作为高端名酒韧性足，其在数字化、产能、公司治理、产品结构、渠道等多重改革下，短期基酒产能供给充足，通过产品结构优化、渠道倾斜等方式吨价提升可期，业绩稳增长确定性强。经历前期调整，目前估值已至合理配置区间，公司长期投资价值进一步凸显。

#### 风险提示

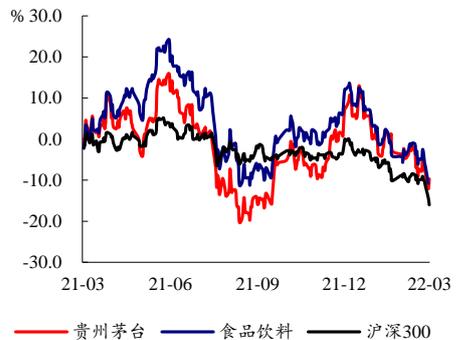
地缘政治因素、食品安全问题。

评级 强烈推荐(维持)

#### 报告作者

作者姓名 汪玲  
 资格证书 S1710521070001  
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

#### 股价走势



#### 基础数据

总股本(百万股)	1256.20
流通A股/B股(百万股)	1256.20/0.00
资产负债率(%)	19.53
每股净资产(元)	128.75
市净率(倍)	13.62
净资产收益率(加权)	14.20
12个月内最高/最低价	2271.00/1548.00
	0

#### 相关研究

《贵州茅台：经营保持稳健，改革保障长期活力》2022.01.04  
 《渠道变革成为茅台未来业绩新增长点，龙头地位保障成长确定性》2021.11.30  
 《双轮驱动效应明显，白酒龙头不改英雄本色》2021.08.06  
 《逆流奋楫，愈久弥香》2021.05.27  
 《名列前茅业绩长牛，酱香绕台国酒恒强》2021.05.09

## 盈利预测

项目(单位:百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	97993.24	108690.37	125865.23	143353.89
增长率(%)	10.29	10.92	15.80	13.89
归母净利润	46697.29	51671.60	60311.68	68500.53
增长率(%)	13.33	10.65	16.72	13.58
EPS(元/股)	37.17	41.13	48.01	54.53
市盈率(P/E)	47.17	42.63	36.52	32.15
市净率(P/B)	13.65	11.90	10.11	8.73

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

注: 以上数据基于2022年3月8日收盘价1753.20元计算所得

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>97993</b>	<b>108690</b>	<b>125865</b>	<b>143354</b>
%同比增速	10%	11%	16%	14%
营业成本	8265	9130	10069	11755
毛利	89728	99560	115796	131599
%营业收入	92%	92%	92%	92%
税金及附加	13887	15542	17951	20441
%营业收入	14%	14%	14%	14%
销售费用	2548	2826	3272	3727
%营业收入	3%	3%	3%	3%
管理费用	6790	7530	8723	9934
%营业收入	7%	7%	7%	7%
研发费用	50	53	64	72
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	-235	0	0	0
%营业收入	-0%	0%	0%	0%
资产减值损失	0	-0	0	-0
信用减值损失	-71	0	0	0
其他收益	13	17	20	22
投资收益	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	0	0	0
资产处置收益	0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	<b>66635</b>	<b>73626</b>	<b>85806</b>	<b>97447</b>
%营业收入	68%	68%	68%	68%
营业外收支	-438	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>66197</b>	<b>73626</b>	<b>85806</b>	<b>97447</b>
%营业收入	68%	68%	68%	68%
所得税费用	16674	18595	21643	24584
净利润	49523	55031	64163	72863
%营业收入	51%	51%	51%	51%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>46697</b>	<b>51672</b>	<b>60312</b>	<b>68501</b>
%同比增速	13%	11%	17%	14%
少数股东损益	2826	3360	3851	4363
EPS (元/股)	37.17	41.13	48.01	54.53

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	37.17	41.13	48.01	54.53
BVPS	128.42	147.37	173.38	200.90
PE	47.17	42.63	36.52	32.15
PEG	4.03	4.68	2.56	2.77
PB	13.65	11.90	10.11	8.73
EV/EBITDA	36.50	32.72	28.20	24.42
ROE	29%	28%	28%	27%
ROIC	30%	28%	28%	27%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	36091	67118	104340	146568
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	1533	1489	1724	1964
存货	28869	30869	32869	34869
预付账款	898	1494	1600	1690
其他流动资产	118261	118369	118342	118363
流动资产合计	185652	219339	258876	303454
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	16225	14893	15085	14910
无形资产	4817	4906	4995	5085
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	1123	1123	1123	1123
其他非流动资产	5578	6394	6830	7224
<b>资产总计</b>	<b>213396</b>	<b>246656</b>	<b>286910</b>	<b>331796</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1342	1619	1773	2048
预收账款	0	8788	8332	8609
应付职工薪酬	2981	3094	3458	4053
应交税费	8920	11044	12281	14024
其他流动负债	32430	27228	29653	32720
流动负债合计	45674	51773	55497	61453
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1	1	1	1
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>45675</b>	<b>51775</b>	<b>55499</b>	<b>61455</b>
归属于母公司的所有者权益	161323	185123	217802	252370
少数股东权益	6398	9758	13609	17971
<b>股东权益</b>	<b>167721</b>	<b>194881</b>	<b>231411</b>	<b>270341</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>213396</b>	<b>246656</b>	<b>286910</b>	<b>331796</b>

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>51669</b>	<b>61569</b>	<b>67456</b>	<b>78564</b>
投资	295	0	0	0
资本性支出	-2089	-2671	-2601	-2403
其他	-11	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1805</b>	<b>-2670</b>	<b>-2601</b>	<b>-2403</b>
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	-24091	0	0	0
其他	-37	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-24128</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>25737</b>	<b>58898</b>	<b>64855</b>	<b>76161</b>

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**汪玲**，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>