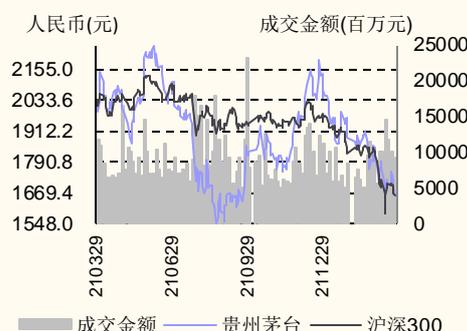


市场价格 (人民币): 1660.80 元

市场数据 (人民币)

| | |
|----------------|-----------------|
| 总股本 (亿股) | 12.56 |
| 已上市流通 A 股 (亿股) | 12.56 |
| 总市值 (亿元) | 20,862.93 |
| 年内股价最高最低 (元) | 2249.81/1548.00 |
| 沪深 300 指数 | 4148 |
| 上证指数 | 3215 |



相关报告

- 1.《经营数据超预期，改革势能持续释放-经营公告点评》，2022.3.8
- 2.《从量价维度剖析茅台的成长空间-贵州茅台深度报告》，2022.2.28
- 3.《21年圆满收官，静待22年多维度改革加速-21年生产经营公告...》，2022.1.1
- 4.《行稳致远，关注改革新气象-贵州茅台 Q3 业绩点评》，2021.10.23
- 5.《股东大会释放积极信号，新管理层焕发新活力-贵州茅台股东大会调...》，2021.9.27

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

yetao@gjzq.com.cn

一季度业绩开门红，市场化改革再推进

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 88,854 | 97,993 | 109,464 | 128,074 | 148,709 |
| 营业收入增长率 | 14.89% | 10.29% | 11.71% | 17.00% | 16.11% |
| 归母净利润 (百万元) | 41,206 | 46,697 | 52,460 | 61,994 | 73,089 |
| 归母净利润增长率 | 17.05% | 13.33% | 12.34% | 18.17% | 17.90% |
| 摊薄每股收益 (元) | 32.80 | 37.17 | 41.76 | 49.35 | 58.18 |
| 每股经营性现金流净额 | 35.99 | 41.07 | 50.78 | 45.61 | 54.58 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 30.30% | 28.95% | 28.32% | 28.89% | 29.24% |
| P/E | 36.06 | 53.75 | 39.77 | 33.65 | 28.54 |
| P/B | 10.93 | 15.56 | 11.26 | 9.72 | 8.35 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 3月28日，公司披露21年主要财务数据及22年一季度主要经营情况。21年公司实现营收1095亿元，同比+11.7%；实现归母净利润525亿元，同比+12.3%。22年一季度公司实现营收331亿元，同比+17.9%；实现归母净利润166亿元，同比+19.0%，顺利实现开门红。

经营分析

- 一季度顺利收官，改革红利持续释放。公司21年业绩在此前预告基础上略有所增，而22年一季度业绩依旧亮眼。在1-2月的基础上，公司单3月实现营收129亿元，同比+14.9%；实现归母净利润64亿元，同比+17.3%，在节后仍取得不俗业绩，标志着自21年下半年起推进的市场化改革持续释能。从产品端来看，飞天稳健放量，短期虽受供需错位扰动批价有所下行，但中长期供需较高缺口下支撑力仍较强；非标一季度释放节奏有所提速，且直销放量占比有所提升，我们预计新品珍品茅台贡献增量收入约25亿；系列酒公司缩减SKU，打法更加聚焦。整体市场化改革下，产品结构+渠道架构加速优化，利润端更具弹性。
- 中长期量价齐升确定性强，建议关注体外利润回笼逻辑。当前公司电商平台“i茅台”已上线，平台核心人员由股份公司把控，首批上线茅台1935等四款产品，定价与指导价一致。我们认为公司此次电商端的尝试有望更从容，在供给调配、终端消费刻画等方面有望实现新突破。可以看到公司市场化改革至今，通过新品上市及非标/系列酒价格提升，产品价格矩阵自上而下已更成熟，渠道端预计直营占比有望稳步提升，量价齐升确定性仍极高。当前一线城市在内多地虽受疫情扰动，致使飞天及非标批价有所承压，但体外利润仍然可观，当前渠道库存较低，后续伴随情绪端回暖批价有望企稳回升。

盈利预测与投资建议

- 我们预计，公司21-23年归母净利润增速分别为12.3%/18.2%/17.9%，对应归母净利润525/620/731亿元；EPS为41.76/49.35/58.18元，对应PE分别为40/34/29X，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行风险，疫情反复风险，渠道改革不及预测，食品安全问题。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入 | 77,336 | 88,854 | 97,993 | 109,464 | 128,074 | 148,709 | 货币资金 | 112,075 | 13,252 | 36,091 | 66,070 | 88,150 | 116,581 |
| 增长率 | | 14.9% | 10.3% | 11.7% | 17.0% | 16.1% | 应收款项 | 958 | 1,540 | 1,567 | 607 | 711 | 825 |
| 营业成本 | -6,796 | -7,576 | -8,265 | -9,180 | -10,674 | -12,051 | 存货 | 23,507 | 25,285 | 28,869 | 30,127 | 34,799 | 39,123 |
| %销售收入 | 8.8% | 8.5% | 8.4% | 8.4% | 8.3% | 8.1% | 其他流动资产 | 1,359 | 118,997 | 122,078 | 130,101 | 140,564 | 151,836 |
| 毛利 | 70,540 | 81,278 | 89,728 | 100,284 | 117,400 | 136,658 | 流动资产 | 137,898 | 159,073 | 188,605 | 226,905 | 264,224 | 308,366 |
| %销售收入 | 91.2% | 91.5% | 91.6% | 91.6% | 91.7% | 91.9% | %总资产 | 86.3% | 86.9% | 88.4% | 88.9% | 90.0% | 91.2% |
| 营业税金及附加 | -11,289 | -12,733 | -13,887 | -15,807 | -18,494 | -21,340 | 长期投资 | 29 | 320 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| %销售收入 | 14.6% | 14.3% | 14.2% | 14.4% | 14.4% | 14.4% | 固定资产 | 17,203 | 17,663 | 18,673 | 19,763 | 20,314 | 20,731 |
| 销售费用 | -2,572 | -3,279 | -2,548 | -2,868 | -3,330 | -3,747 | %总资产 | 10.8% | 9.6% | 8.8% | 7.7% | 6.9% | 6.1% |
| %销售收入 | 3.3% | 3.7% | 2.6% | 2.6% | 2.6% | 2.5% | 无形资产 | 3,668 | 4,886 | 4,965 | 5,455 | 5,692 | 5,876 |
| 管理费用 | -5,326 | -6,168 | -6,790 | -8,100 | -9,439 | -10,856 | 非流动资产 | 21,949 | 23,969 | 24,791 | 28,418 | 29,206 | 29,808 |
| %销售收入 | 6.9% | 6.9% | 6.9% | 7.4% | 7.4% | 7.3% | %总资产 | 13.7% | 13.1% | 11.6% | 11.1% | 10.0% | 8.8% |
| 研发费用 | -22 | -49 | -50 | -59 | -64 | -74 | 资产总计 | 159,847 | 183,042 | 213,396 | 255,323 | 293,429 | 338,174 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 息税前利润 (EBIT) | 51,331 | 59,049 | 66,453 | 73,450 | 86,073 | 100,641 | 应付款项 | 4,583 | 5,103 | 4,600 | 6,082 | 6,589 | 6,929 |
| %销售收入 | 66.4% | 66.5% | 67.8% | 67.1% | 67.2% | 67.7% | 其他流动负债 | 37,855 | 35,990 | 41,074 | 54,592 | 59,528 | 64,980 |
| 财务费用 | 4 | -7 | 235 | 974 | 1,494 | 2,000 | 流动负债 | 42,438 | 41,093 | 45,674 | 60,674 | 66,118 | 71,909 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | -0.2% | -0.9% | -1.2% | -1.3% | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 0 | 73 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 公允价值变动收益 | 0 | -14 | 5 | 1 | 2 | 4 | 负债 | 42,438 | 41,166 | 45,675 | 60,675 | 66,119 | 71,911 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 普通股股东权益 | 112,839 | 136,010 | 161,323 | 185,219 | 214,552 | 249,955 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 其中：股本 | 1,256 | 1,256 | 1,256 | 1,256 | 1,256 | 1,256 |
| 营业利润 | 51,343 | 59,041 | 66,635 | 74,425 | 87,570 | 102,645 | 未分配利润 | 95,982 | 115,892 | 137,594 | 162,418 | 191,751 | 227,155 |
| 营业利润率 | 66.4% | 66.4% | 68.0% | 68.0% | 68.4% | 69.0% | 少数股东权益 | 4,570 | 5,866 | 6,398 | 9,428 | 12,758 | 16,308 |
| 营业外收支 | -515 | -259 | -438 | -250 | -250 | -200 | 负债股东权益合计 | 159,847 | 183,042 | 213,396 | 255,323 | 293,429 | 338,174 |
| 税前利润 | 50,828 | 58,783 | 66,197 | 74,175 | 87,320 | 102,445 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 65.7% | 66.2% | 67.6% | 67.8% | 68.2% | 68.9% | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税 | -12,998 | -14,813 | -16,674 | -18,685 | -21,996 | -25,806 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 25.6% | 25.2% | 25.2% | 25.2% | 25.2% | 25.2% | 每股收益 | 28.02 | 32.80 | 37.17 | 41.76 | 49.35 | 58.18 |
| 净利润 | 37,830 | 43,970 | 49,523 | 55,490 | 65,324 | 76,639 | 每股净资产 | 89.83 | 108.27 | 128.42 | 147.44 | 170.79 | 198.98 |
| 少数股东损益 | 2,626 | 2,764 | 2,826 | 3,030 | 3,330 | 3,550 | 每股经营现金净流 | 32.94 | 35.99 | 41.07 | 50.78 | 45.61 | 54.58 |
| 归属于母公司的净利润 | 35,204 | 41,206 | 46,697 | 52,460 | 61,994 | 73,089 | 每股股利 | 14.54 | 17.03 | 19.29 | 22.00 | 26.00 | 30.00 |
| 净利率 | 45.5% | 46.4% | 47.7% | 47.9% | 48.4% | 49.1% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 31.20% | 30.30% | 28.95% | 28.32% | 28.89% | 29.24% |
| 净利润 | 37,830 | 43,970 | 49,523 | 55,490 | 65,324 | 76,639 | 总资产收益率 | 22.02% | 22.51% | 21.88% | 20.55% | 21.13% | 21.61% |
| 少数股东损益 | 2,626 | 2,764 | 2,826 | 3,030 | 3,330 | 3,550 | 投入资本收益率 | 32.54% | 31.12% | 29.64% | 28.23% | 28.33% | 28.28% |
| 非现金支出 | 1,177 | 1,243 | 1,317 | 1,370 | 1,514 | 1,649 | 增长率 | | | | | | |
| 非经营收益 | 354 | -40 | -100 | 251 | 250 | 198 | 主营业务收入增长率 | 26.65% | 14.89% | 10.29% | 11.71% | 17.00% | 16.11% |
| 营运资金变动 | 2,025 | 32 | 857 | 6,679 | -9,795 | -9,919 | EBIT增长率 | 32.04% | 15.04% | 12.54% | 10.53% | 17.19% | 16.93% |
| 经营活动现金净流 | 41,385 | 45,205 | 51,598 | 63,790 | 57,293 | 68,568 | 净利润增长率 | 30.00% | 17.05% | 13.33% | 12.34% | 18.17% | 17.90% |
| 资本开支 | -1,607 | -3,149 | -2,089 | -5,245 | -2,551 | -2,451 | 总资产增长率 | 28.76% | 14.51% | 16.58% | 19.65% | 14.92% | 15.25% |
| 投资 | 0 | 0 | 295 | 1 | 2 | 4 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 其他 | -22 | -17 | -11 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 投资活动现金净流 | -1,629 | -3,166 | -1,805 | -5,243 | -2,549 | -2,447 | 存货周转天数 | 1,223.6 | 1,175.4 | 1,195.7 | 1,200.0 | 1,190.0 | 1,185.0 |
| 股权募资 | 0 | 833 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 58.3 | 64.8 | 63.1 | 53.0 | 52.5 | 52.0 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 72.0 | 62.2 | 60.4 | 56.4 | 48.9 | 42.7 |
| 其他 | -16,441 | -20,117 | -24,127 | -28,568 | -32,665 | -37,690 | 偿债能力 | | | | | | |
| 筹资活动现金净流 | -16,441 | -19,284 | -24,127 | -28,568 | -32,665 | -37,690 | 净负债/股东权益 | -95.46% | -9.34% | -21.52% | -33.94% | -38.78% | -43.78% |
| 现金净流量 | 23,315 | 22,755 | 25,665 | 29,979 | 22,080 | 28,431 | EBIT利息保障倍数 | -14,577.7 | 7,917.6 | -283.2 | -75.4 | -57.6 | -50.3 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 26.55% | 22.49% | 21.40% | 23.76% | 22.53% | 21.26% |

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
- 中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402