

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

贵州茅台(600519)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

贵州茅台(600519): 直销创新高, 系列共成长 2022.03.31

贵州茅台(600519): 以“台”之名, “奔”向未来 2022.01.03

贵州茅台(600519): 系列酒发展强劲, 直销促进利润释放

2021.10.24

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

业绩多点开花, 提速发展确立

2022年04月26日

事件: 公司公布 2022 年一季报, 22Q1 实现营业总收入 331.87 亿元, 同比+18.25%; 营业收入 322.96 亿元, 同比+18.43%; 归母净利润 172.45 亿元, 同比+23.58%。

点评:

- **直销释放利润弹性, 强化盈利能力。**一季度, 公司经销渠道收入 214 亿元, 同比-4.71%, 直销渠道收入 108.87 亿元, 同比+127.9%, 直销收入占比大幅提升, 同比+16.18pct 至 33.72%, 环比+4.08pct。茅台酒今年新增投放量均在直销、商超、电商等渠道, 传统经销商不再增量, 虽然飞天暂未提价, 但飞天平均出厂价仍有一定提升。公司电商平台 i 茅台于 3.31 上线, 虎年生肖酒平均每天投放一万余瓶, 彩釉珍品平均每天投放 1000 余瓶, 该部分货源目前由茅台专卖店提供, 我们认为 i 茅台前期投放量应该由酒厂提前发货至专卖店, 4 月份的投放大部分算入一季度出货量, 虽然非标整体销量占比不高, 但对直销占比提升仍有一定贡献。
- **茅台酒增长稳健, 系列酒势头不减。**一季度, 茅台酒收入 288.6 亿元, 同比+17.36%, 收入占比 89.38%; 系列酒收入 34.28 亿元, 同比+29.7%, 收入占比 10.62%, 同比+0.92pct。虽然今年宏观环境变化较大, 但茅台酒营收增长稳健, 需求端不必过度担忧; 系列酒在 1935 带动下保持强劲发展势头, i 茅台近期每天投放一万瓶左右茅台 1935, 其批价稳定在 1400 元以上, 且厂家对其宣传推广支持力度较大, 消费者培育有序推进, 市场接受度高。我们认为, 茅台酒的稳定增长将为市场注入更多对高端酒消费的信心, 且在库存较低的情况下, 头部酒企应对宏观风险的韧性更强。
- **费用率持续收缩, 盈利能力进一步增强。**一季度, 公司毛利率为 92.37%, 同比+0.69pct, 一方面直营投放增加, 茅台酒平均吨价有提升, 另一方面 1935 上市后对系列酒吨价拉动明显。税金占比 13.43%, 同比-0.61pct; 销售费用率为 1.64%, 同比-0.44pct; 管理费用率为 6.6%, 同比+0.07pct; 财务费用率为-1.03%, 同比-0.53%, 主要系利息收入大幅增加 137%; 整体期间费用率减少 0.9pct 至 7.21%, 其品牌力已深深印刻在消费者心中, 费用规模化越发明显; 净利率同比+1.42pct 至 55.59%, 盈利能力持续增强。22Q1 公司预收款 83.22 亿元, 环比减少 43.96 亿元, 主要系二季度为销售淡季, 经销商配额在全年中占比较小, 与历年情况一致。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2022-2024 年摊薄每股收益分别为 50.1 元、58.76 元、68.63 元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 宏观经济不确定性风险; 疫情反复风险

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	97,993	109,464	128,431	148,815	171,530
增长率 YoY %	10.3%	11.7%	17.3%	15.9%	15.3%
归属母公司净利润 (百万元)	46,697	52,460	62,930	73,811	86,209
增长率 YoY%	13.3%	12.3%	20.0%	17.3%	16.8%
毛利率%	91.6%	91.6%	92.3%	92.6%	93.0%
净资产收益率ROE%	28.9%	27.7%	28.6%	28.9%	29.1%
EPS(摊薄)(元)	37.17	41.76	50.10	58.76	68.63
市盈率 P/E(倍)	53.75	49.09	34.58	29.49	25.24
市净率 P/B(倍)	15.56	13.59	9.90	8.53	7.34

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 04 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	185,652	220,766	255,911	299,157	348,991	
货币资金	36,091	51,810	83,229	123,396	168,858	
应收票据	1,533	0	2,041	2,365	2,726	
应收账款	0	0	0	0	0	
预付账款	898	389	1,181	1,323	1,450	
存货	28,869	33,394	34,250	36,853	40,725	
其他	118,261	135,172	135,209	135,220	135,233	
非流动资产	27,744	34,403	35,048	35,693	36,338	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	16,225	17,472	18,222	18,972	19,722	
无形资产	4,817	6,208	6,213	6,218	6,223	
其他	6,701	10,722	10,612	10,502	10,392	
资产总计	213,396	255,168	290,958	334,850	385,329	
流动负债	45,674	57,914	59,670	63,690	67,649	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	1,342	2,010	1,618	1,812	1,987	
其他	44,331	55,904	58,052	61,877	65,663	
非流动负债	1	296	296	296	296	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	1	296	296	296	296	
负债合计	45,675	58,211	59,967	63,986	67,946	
少数股东权益	6,398	7,418	11,222	15,683	20,894	
归属母公司	161,323	189,539	219,769	255,180	296,489	
负债和股东权益	213,396	255,168	290,958	334,850	385,329	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	97,993	109,464	128,431	148,815	171,530	
同比	10.3%	11.7%	17.3%	15.9%	15.3%	
归属母公司净利润	46,697	52,460	62,930	73,811	86,209	
同比	13.3%	12.3%	20.0%	17.3%	16.8%	
毛利率(%)	91.6%	91.6%	92.3%	92.6%	93.0%	
ROE%	28.9%	27.7%	28.6%	28.9%	29.1%	
EPS(摊薄)(元)	37.17	41.76	50.10	58.76	68.63	
P/E	53.75	49.09	34.58	29.49	25.24	
P/B	15.56	13.59	9.90	8.53	7.34	
EV/EBITDA	36.50	33.50	23.20	19.50	16.39	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	97,993	109,464	128,431	148,815	171,530	
营业成本	8,265	9,157	9,844	11,026	12,085	
营业税金及附加	13,887	15,304	17,338	20,090	23,157	
销售费用	2,548	2,737	2,954	3,274	3,431	
管理费用	6,790	8,450	9,375	10,417	11,664	
研发费用	50	62	64	74	86	
财务费用	-235	-935	-675	-1,033	-1,461	
减值损失合	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	58	0	0	0	
其他	-53	5	26	30	34	
营业利润	66,635	74,751	89,556	104,997	122,604	
营业外收支	-438	-223	-340	-355	-385	
利润总额	66,197	74,528	89,216	104,642	122,219	
所得税	16,674	18,808	22,483	26,370	30,799	
净利润	49,523	55,721	66,734	78,272	91,420	
少数股东损	2,826	3,260	3,804	4,462	5,211	
归属母公司	46,697	52,460	62,930	73,811	86,209	
EBITDA	67,770	75,334	90,220	105,299	122,473	
EPS(当年)(元)	37.17	41.76	50.10	58.76	68.63	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	51,669	64,029	66,469	80,932	92,757	
净利润	49,523	55,721	66,734	78,272	91,420	
折旧摊销	1,317	1,581	1,365	1,365	1,365	
财务费用	0	14	0	0	0	
投资损失	0	-58	0	0	0	
营运资金变	857	7,860	-1,970	940	-413	
其它	-28	-1,088	340	355	385	
投资活动现金流	-1,805	-5,562	-2,350	-2,365	-2,395	
资本支出	-2,089	-3,406	-2,360	-2,375	-2,405	
长期投资	295	-2,144	0	0	0	
其他	-11	-12	10	10	10	
筹资活动现金流	-24,128	-26,564	-32,700	-38,400	-44,900	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-24,091	-26,476	-32,700	-38,400	-44,900	
现金流净增加额	25,737	31,900	31,419	40,167	45,462	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。