

贵州茅台 (600519.SH)

直销占比提升至 34%，营销改革效果初显

核心观点

业绩增速达近两年来新高，利润率和费效比稳步提升。2022Q1 公司营收 323.0 亿元 (+18.4%)，归母净利润 172.5 亿元 (+23.6%)，业绩超此前预告指引（此前预告业绩同增~19%）。2022Q1 公司毛利率 92.4% (+0.7pct)，净利率 55.6% (+1.4pct)；利润率提升一方面得益于产品结构升级和直销占比提升，另一方面也与费用投放效率提升和税金率下降有关，其中销售费用率 1.6% (-0.4pct)，营业税金率 13.4% (-0.6pct)。2022Q1 末预收款 92.6 亿元 (+54.0%) 维持高位，为 2022Q2 奠基。

茅台酒和系列酒提价放量，直销占比快速提升。分产品看，2022Q1 茅台酒收入 288.6 亿元 (+17.4%)，占比 89.4% (-0.9pct)，飞天投放量微增，主要受益非标酒显著提价增量，2021 年 3 月以来飞天之外茅台酒全线提价；系列酒收入 34.3 亿元 (+29.7%)，受益 2021 年 1 月几大系列酒单品提价约 10-15%，和 2022 年茅台 1935 上市带来增量（预计目前投放约 800 吨）。分渠道看，2022Q1 批发渠道收入 214.0 亿元 (-4.7%)；直销渠道收入 108.9 亿元 (+127.9%)，占比 33.7% (+16.2pct)，得益于营销改革推进，例如 2022 年 1 月起非标部分经销商配额改从直营店提货。

需求韧性支撑基本面，新电商平台上线有望贡献业绩增量。疫情反复背景下茅台需求展现强韧性，渠道反馈 4 月回款顺利完成（预计占比 6%），当前回款进度达 40%+。i 茅台平台 3 月 31 日上线以来，每日供酒稳定在 25000-26000 瓶，其中珍品茅台占比约 20%、虎年生肖 500ml 占比约 57%、虎年生肖 375ml*2 占比约 3%、茅台 1935 占比约 20%，以出厂价口径测算得当前含税收入约 12 亿元。当下茅台酒和系列酒势头不减，营销体系改革步步推进，未来改革红利有望逐步释放，龙头成长空间和业绩确定性彰显。

风险提示：宏观经济波动；疫情大面积反复；营销改革推进不及预期。

投资建议：看好公司长期成长性和确定性，维持“买入”评级

考虑公司直营占比快速提升拉动整体利润率增长，略上调 2022-2023 年盈利预测并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年 EPS 为 50.07/59.26/68.74 元（2022-2023 年 EPS 前值为 48.77/56.38 元），当前股价对应 PE 为 35/29/25x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	97,993	109,464	126,844	145,864	167,298
(+/-%)	10.3%	11.7%	15.9%	15.0%	14.7%
净利润(百万元)	46697	52460	62892	74446	86346
(+/-%)	13.3%	12.3%	19.9%	18.4%	16.0%
每股收益(元)	37.17	41.76	50.07	59.26	68.74
EBIT Margin	67.9%	67.5%	67.8%	68.4%	69.1%
净资产收益率 (ROE)	28.9%	27.7%	28.5%	28.8%	28.6%
市盈率 (PE)	46.6	41.5	34.6	29.2	25.2
EV/EBITDA	32.7	29.6	25.4	22.0	19.1
市净率 (PB)	13.49	11.48	9.85	8.43	7.22

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

食品饮料 · 白酒 II

证券分析师：陈青青 证券分析师：李依琳
 0755-22940855/0755-81983010-88005029
 057
 chenqingq@guosen.com.cn liyilin1@guosen.com.cn
 S0980520110001 S0980521070002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	1732.48 元
总市值/流通市值	2175995/2175995 百万元
52 周最高价/最低价	2320.00/1525.50 元
近 3 个月日均成交额	6561.65 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《贵州茅台 (600519.SH) -1-2 月业绩亮眼，改革新周期迈出新步伐》——2022-03-09
- 《贵州茅台-600519-2021 年三季报点评：经营稳健，面貌一新成长可期》——2021-10-25
- 《贵州茅台-600519-2021 年中报点评：21Q2 业绩稳中有进，中长期确定性无虑》——2021-08-01
- 《国信证券-600519-贵州茅台 2021 年一季报点评：消费税拉低一季度业绩，21 年前低后高仍值得期待》——2021-04-28
- 《贵州茅台年报点评：20 年业绩略超预期，21 年有望继续快速增长》——2021-03-31

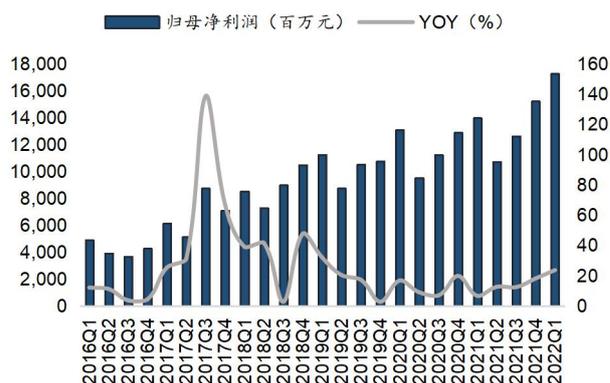
业绩增速达近两年来新高，利润率和费效比稳步提升。2022Q1 公司营收 323.0 亿元 (+18.4%)，归母净利润 172.5 亿元 (+23.6%)，业绩超此前预告指引（此前预告业绩同增~19%）。2022Q1 公司毛利率 92.4% (+0.7pct)，净利率 55.6% (+1.4pct)；利润率提升一方面得益于产品结构升级和直销占比提升，另一方面也与费用投放效率提升和税金率下降有关，其中销售费用率 1.6% (-0.4pct)，营业税金率 13.4% (-0.6pct)。2022Q1 末预收款 92.6 亿元 (+54.0%) 维持高位，为 2022Q2 奠基。

图1：贵州茅台单季度营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：贵州茅台单季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



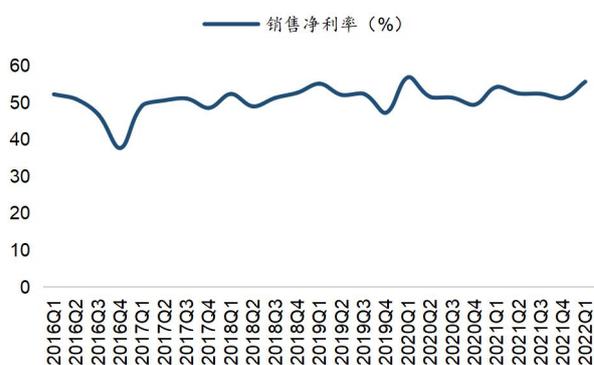
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：贵州茅台单季度销售毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：贵州茅台单季度销售净利率（单位：%）



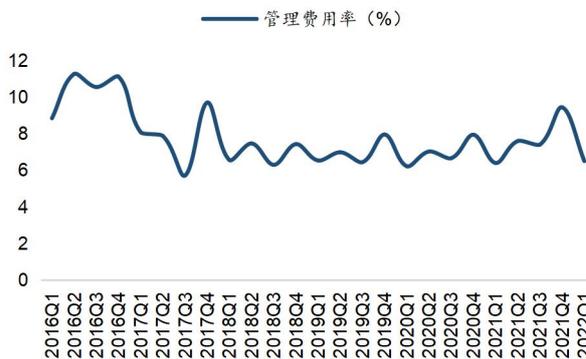
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 贵州茅台单季度销售费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 贵州茅台单季度管理费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

茅台酒和系列酒提价放量, 直销占比快速提升。分产品看, 2022Q1 茅台酒收入 288.6 亿元 (+17.4%), 占比 89.4% (-0.9pct), 飞天投放量微增, 主要受益非标酒显著提价增量, 2021 年 3 月以来飞天之外茅台酒全线提价; 系列酒收入 34.3 亿元 (+29.7%), 受益 2021 年 1 月几大系列酒单品提价约 10-15%, 和 2022 年茅台 1935 上市带来增量 (预计目前投放约 800 吨)。分渠道看, 2022Q1 批发渠道收入 214.0 亿元 (-4.7%); 直销渠道收入 108.9 亿元 (+127.9%), 占比 33.7% (+16.2pct), 得益于营销改革推进, 例如 2022 年 1 月起非标部分经销商配额改从直营店提货。

表1: 2022Q1 公司收入结构拆分

项目	按产品档次		按销售渠道	
	茅台酒	系列酒	直销	批发代理
收入 (亿元)	288.6	34.3	108.9	214.0
同比增速 (%)	17.4%	29.7%	127.9%	-4.7%
收入占比 (%)	89.4%	10.6%	33.7%	66.3%
占比 yoy	-0.9%	0.9%	16.2%	-16.2%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

需求韧性支撑基本面, 新电商平台上线有望贡献业绩增量。疫情反复背景下茅台需求展现强韧性, 渠道反馈 4 月回款顺利完成 (预计占比 6%), 当前回款进度达 40%+。i 茅台平台 3 月 31 日上线以来, 每日供酒稳定在 25000-26000 瓶, 其中珍品茅台占比约 20%、虎年生肖 500ml 占比约 57%、虎年生肖 375ml*2 占比约 3%、茅台 1935 占比约 20%, 以出厂价口径测算得当前含税收入约 12 亿元, 未来有望为公司持续带来业绩增量。

表2：2022Q1 公司收入结构拆分

	产品	价格（元/瓶）	收入（亿元）	收入占比（%）
经销商提货价口径	茅台珍品	4299	2.4	20.0%
	虎年生肖茅台 500ml	2299	6.9	57.4%
	虎年生肖礼盒 375ml*2	3299	0.4	3.1%
	茅台 1935	798	2.3	19.4%
	总计		12.0	100.0%
终端零售价口径	茅台珍品	4599	2.6	18.4%
	虎年生肖茅台 500ml	2499	7.5	53.7%
	虎年生肖礼盒 375ml*2	3599	0.4	3.0%
	茅台 1935	1188	3.5	24.9%
	总计		13.9	100.0%

资料来源：i 茅台 App、国信证券经济研究所整理

投资建议：当下茅台酒和系列酒势头不减，营销体系改革步步推进，未来改革红利有望逐步释放，龙头成长空间和业绩确定性彰显。看好公司长期成长性和确定性，考虑公司直营占比快速提升拉动整体利润率增长，略上调 2022-2023 年盈利预测并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年 EPS 为 50.07/59.26/68.74 元（2022-2023 年 EPS 前值为 48.77/56.38 元），当前股价对应 PE 为 35/29/25x，维持“买入”评级。

表1：可比公司盈利预测及估值（更新至 2022 年 4 月 26 日）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,732.5	21,763.4	41.8	50.1	59.3	41.5	34.6	29.2
000858.SZ	五粮液	买入	158.5	6,152.3	6.0	7.3	8.6	26.3	21.7	18.4
000568.SZ	泸州老窖	买入	200.9	2,955.9	5.4	6.8	8.5	37.5	29.5	23.6
600809.SH	山西汾酒	买入	257.5	3,141.9	4.4	6.3	8.2	58.1	41.1	31.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	36091	51810	215959	256793	304140	营业收入	97993	109464	126844	145864	167298
应收款项	1567	33	1422	1635	1875	营业成本	8154	8983	10150	11184	12286
存货净额	28869	33394	36121	40841	46185	营业税金及附加	13887	15304	17758	20421	23422
其他流动资产	925	461	1324	1171	1265	销售费用	2548	2737	3108	3501	3848
流动资产合计	185652	220766	254826	300440	353464	管理费用	6790	8450	9762	10896	12127
固定资产	18673	19794	21616	23516	25154	研发费用	50	62	69	79	92
无形资产及其他	4817	6208	5961	5714	5466	财务费用	(235)	(935)	(3344)	(5908)	(7009)
投资性房地产	4254	8400	8400	8400	8400	投资收益	0	58	20	26	35
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	5	(2)	(4)	(0)	(2)
资产总计	213396	255168	290804	338070	392485	其他收入	(220)	(228)	(69)	(79)	(92)
短期借款及交易性金融负债	0	104	35	46	62	营业利润	66635	74751	89357	105717	122566
应付款项	1342	2010	2006	2245	2671	营业外净收支	(438)	(223)	(307)	(307)	(307)
其他流动负债	44331	55800	58034	65435	73585	利润总额	66197	74528	89051	105410	122259
流动负债合计	45674	57914	60075	67726	76318	所得税费用	16674	18808	22263	26353	30565
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2826	3260	3896	4611	5348
其他长期负债	1	296	395	503	504	归属于母公司净利润	46697	52460	62892	74446	86346
长期负债合计	1	296	395	503	504	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	45675	58211	60470	68229	76822	净利润	46697	52460	62892	74446	86346
少数股东权益	6398	7418	9348	11632	14281	资产减值准备	(5)	0	0	0	0
股东权益	161323	189539	220986	258209	301381	折旧摊销	1306	1469	2172	2473	2733
负债和股东权益总计	213396	255168	290804	338070	392485	公允价值变动损失	(5)	2	4	0	2
						财务费用	(235)	(935)	(3344)	(5908)	(7009)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(1090)	5759	(2650)	2967	2900
每股收益	37.17	41.76	50.07	59.26	68.74	其它	1373	1615	1930	2284	2649
每股红利	19.18	21.08	25.03	29.63	34.37	经营活动现金流	48277	61305	64348	82171	94630
每股净资产	128.42	150.88	175.92	205.55	239.92	资本开支	0	(2464)	(3751)	(4126)	(4126)
ROIC	135.25%	100.55%	105%	121%	144%	其它投资现金流	(822)	(16868)	135067	0	0
ROE	28.95%	27.68%	28%	29%	29%	投资活动现金流	(822)	(19332)	131317	(4126)	(4126)
毛利率	92%	92%	92%	92%	93%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	68%	68%	68%	68%	69%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	69%	69%	70%	70%	71%	支付股利、利息	(24091)	(26476)	(31446)	(37223)	(43173)
收入增长	10%	12%	16%	15%	15%	其它融资现金流	23566	26698	(70)	12	15
净利润增长率	13%	12%	20%	18%	16%	融资活动现金流	(24616)	(26254)	(31516)	(37211)	(43157)
资产负债率	24%	26%	24%	24%	23%	现金净变动	22839	15719	164149	40834	47347
股息率	1.1%	1.2%	1.4%	1.7%	2.0%	货币资金的期初余额	13252	36091	51810	215959	256793
P/E	46.6	41.5	34.6	29.2	25.2	货币资金的期末余额	36091	51810	215959	256793	304140
P/B	13.5	11.5	9.8	8.4	7.2	企业自由现金流	0	60034	60270	76152	88150
EV/EBITDA	32.7	29.6	25.4	22.0	19.1	权益自由现金流	0	86733	62708	80594	93423

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032