

# 贵州茅台 (600519.SH)

## 直销量翻倍亮眼，非标酒放量及直销拓展仍将是增长源动力

买入

### 核心观点

**业绩总结：2022 年收入和净利润同比增长 17%/20%，预收款同比增长 22%。**22 年公司总营收 1276 亿元 (+16.5%)，归母净利润 627 亿元 (+20.0%)；22Q4 总营收 378 亿元 (+16.5%)，归母净利润 183 亿元 (+20.6%)。22 年末合同负债 155 亿元，同增 28 亿/环增 36 亿，主要系 23 年春节较早使得备货多于 22 年末完成，与之匹配的是 22 年消费税率 11.8%，同增 0.4pct。

**产品拆解：2022 年茅台酒/系列酒收入同比增长 15%/27%，价增是主要贡献。**22 年酒类营收 1238 亿元 (+17%)，其中茅台酒/系列酒 1078/159 亿元 (+15%/+27%)。22 年酒类销量+2.6%/吨价+14%；其中茅台酒销量 3.8 万吨 (+4.5%) /吨价+10%；系列酒销量 3 万吨 (+0.3%) /吨价+26%。22 年非标茅台酒有所提价且投放增加。22 年茅台 1935 投放预计 2000 吨左右 (i 茅台上预计 1151 吨)，显著拉升系列酒吨价和毛利率。

**渠道拆解：2022 年经销和直销收入同比-9%/+105%，直销量翻倍的同时且吨价微升是亮点。**22 年公司经销/直销收入 744/494 亿元 (-9%/+105%)，直销收入占比提升 17pct 至 40%。拆解直销，22 年 i 茅台收入 119 亿元 (其中虎年生肖/1935/珍品茅台预计贡献 79/27/10 亿元)，毛利率 95%；自营收入 375 亿元，同增 56%。22 年公司直销量同增 95%至 1.1 万吨，吨价同增 5%；我们预计 22 年 5450 吨的直销增量中，1640 吨是茅台酒销量增量，1200 吨是茅台 1935，剩下 2600 吨茅台酒存量销量中或约 2000+吨是由非标茅台贡献 (例如 i 茅台上生肖及珍品茅台就有约 1713 吨)，另有少量系列酒增量。

**经营展望：2023 年目标总营收增长 15%左右，产品升级和直销放量依然是增长源动力。**22 年茅台酒销量/4 年前基酒产量比为 76%低于均值 85% (18 年基酒产量+16%)，预计主要系茅台 21-22 年实际产能卡在短期天花板 5.6 万吨，公司调节投放量所致。考虑对应的 19 年基酒产量同增 0.5%，结合 22 年底公司启动的茅台酒十四五扩产计划或会在 23 年投产几千吨产能，预计 23 年茅台酒投放量同比微增，收入增长更多的依靠非标茅台放量和直销渠道放量。

**风险提示：**宏观经济波动；疫情大面积反复；高端酒需求不及预期。

**投资建议：**营销改革红利不断释放，长线价值持续突出，维持“买入”评级。看好公司产品结构升级和直营渠道优化拉动业绩稳健增长，我们上调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 为 58.94/68.79/78.45 元 (2023-2024 年前值为 57.14/65.51 元，上调幅度约 3%/5%)，当前股价对应 PE 为 31/26/23x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	109,464	127,554	147,229	167,877	189,826
(+/-%)	11.7%	16.5%	15.4%	14.0%	13.1%
净利润(百万元)	52460	62716	74045	86418	98551
(+/-%)	12.3%	19.6%	18.1%	16.7%	14.0%
每股收益(元)	41.76	49.93	58.94	68.79	78.45
EBIT Margin	67.5%	67.8%	68.1%	68.5%	68.9%
净资产收益率 (ROE)	27.7%	31.8%	31.6%	31.1%	30.1%
市盈率 (PE)	43.1	36.1	30.5	26.2	22.9
EV/EBITDA	30.8	26.2	22.6	19.8	17.5
市净率 (PB)	11.93	11.45	9.64	8.14	6.91

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

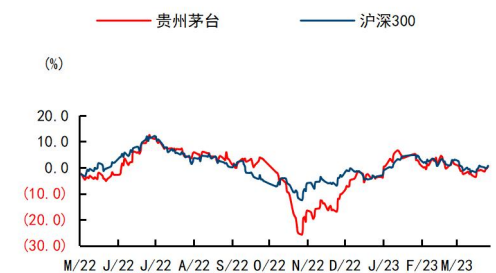
证券分析师：陈青青 0755-22940855  
0755-81983057  
chenqingq@guosen.com.cn  
S0980520110001

证券分析师：李依琳 010-88005029  
liyilin1@guosen.com.cn  
S0980521070002

#### 基础数据

投资评级	合理	买入(维持)
合理估值		
收盘价		1800.00 元
总市值/流通市值	2261156/2261156 百万元	
52 周最高价/最低价	2077.00/1333.00 元	
近 3 个月日均成交额	4421.06 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) - 渠道视角剖析成长：渠道变革史回顾暨未来直销发展贡献展望》——2022-12-28
- 《贵州茅台 (600519.SH) - 直销量稳步推进，龙头业绩确定性和成长性持续突出》——2022-10-17
- 《贵州茅台 (600519.SH) - 3 季度稳健增长，龙头保持业绩定力》——2022-10-13
- 《贵州茅台 (600519.SH) - 营销改革红利持续释放，龙头业绩确定性彰显》——2022-08-03
- 《贵州茅台 (600519.SH) - 中报业绩显韧性，直营体系构建和系列酒增长显亮点》——2022-07-22

**业绩总结：2022 年公司收入和利润同增 16.5%/20%，业绩略超此前预告，预收款同增 22%。**22 年公司总营收 1276 亿元（+16.5%），归母净利润 627 亿元（+20.0%）；22Q4 总营收 378 亿元（+16.5%），归母净利润 183 亿元（+20.6%）。22 年末合同负债 155 亿元，同增 28 亿，环增 36 亿，主要系 23 年春节较早使得备货多于 22 年末完成，与之匹配的是 22 年消费税率 11.8%（卡在 12%标准线），同增 0.4pct。22 年经营净现金流同比-43%，一系习酒剥离茅台集团，茅台财务子公司吸收存款减少；二系财务子公司同业定期存款增加 125 亿/+2232%。

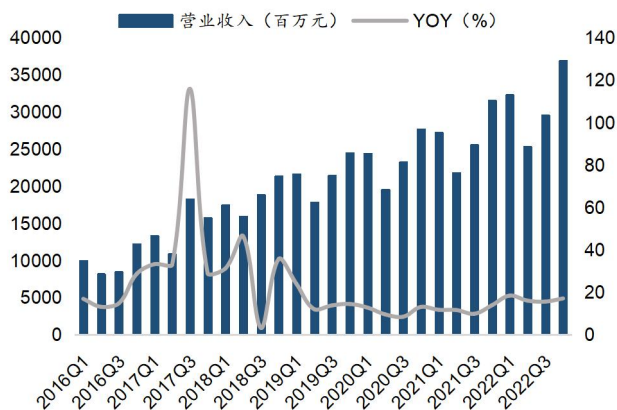
**盈利水平：2022 年公司毛利率/净利率为 91.9%/52.7%，同增 0.3pct/0.2pct。**22 年销售费用率同比+0.1pct，主要因系列酒广告及市场拓展费增加；管理费用率同比-0.6pct，体现经营效率提升；营业税金率同比+0.5pct 波动不大。22 年茅台酒/系列酒毛利率为 94.2%/77.2%，同增 0.2/3.5pct；批发代理/直销渠道毛利率 89.2%/96.2%，同增-1.1/0.1pct。

**产品拆解：2022 年茅台酒/系列酒收入同增 15%/27%，量微增，价增是主要贡献。**22 年酒类营收 1238 亿元（+17%），其中茅台酒/系列酒 1078/159 亿元（+15%/+27%）。22 年酒类销量+2.6%/吨价+14%；其中茅台酒销量 3.8 万吨（+4.5%）/吨价+10%；系列酒销量 3 万吨（+0.3%）/吨价+26%。22 年非标茅台酒有所提价且投放增加。22 年茅台 1935 投放预计 2000 吨左右（i 茅台上预计 1151 吨），显著拉升系列酒吨价和毛利率。

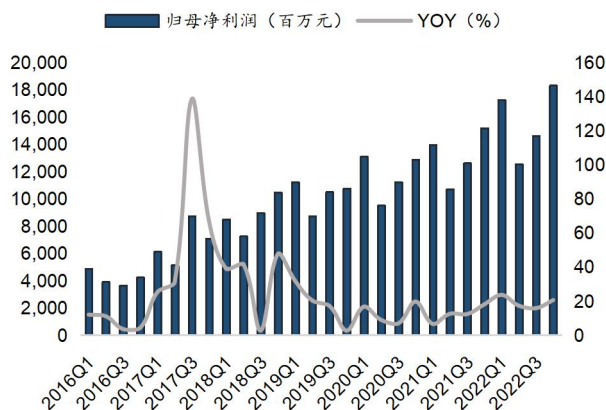
**渠道拆解：2022 年经销/直销收入同比-9%/+105%，直销量翻倍的同时且吨价微升是亮点。**22 年公司经销/直销收入 744/494 亿元（-9%/+105%），经销量价同增，直销收入占比提升 17pct 至 40%。拆解直销，22 年 i 茅台收入 119 亿元（其中虎年生肖/1935/珍品茅台预计贡献 79/27/10 亿元），毛利率 95%；自营收入 375 亿元，同增 56%（21 年 240 亿直销收入基本均为自营）。22 年公司直销量同增 95%至 1.1 万吨，吨价同增 5%；公司直销拓展进度略超我们预期（我们 22 年底发布报告保守估计 22 年直销量 0.84 万吨，依据茅台酒销量增量 1640 吨的 95%和 1200 吨茅台 1935 投放给直销测算），由此我们预计 22 年 5450 吨的直销增量中，1640 吨是茅台酒销量增量，1200 吨是茅台 1935，剩下 2600 吨茅台酒存量销量中或约 2000+吨是由非标茅台贡献（例如 i 茅台上生肖及珍品茅台就有约 1713 吨），另有少量系列酒增量。

**经营展望：2023 年目标总营收增长 15%左右，产品升级和直销放量依然是增长源动力。**22 年茅台酒销量/4 年前基酒产量比为 76%低于均值 85%（18 年基酒产量+16%是大年），预计主要系茅台 21-22 年实际产能卡在短期的天花板 5.6 万吨，公司调节投放量所致。考虑对应的 19 年基酒产量仅同增 0.5%，结合 22 年底公司启动的茅台酒十四五扩产计划或会在 23 年投产几千吨产能，预计 23 年茅台酒投放量同比微增，收入增长更多的依靠非标茅台放量和直销渠道放量。

**投资建议：营销改革红利不断释放，长线价值持续突出，维持“买入”评级。**看好公司产品结构升级和直营渠道优化拉动业绩稳健增长，我们上调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 为 58.94/68.79/78.45 元（2023-2024 年前值为 57.14/65.51 元，上调幅度约 3%/5%），当前股价对应 PE 为 31/26/23x，维持“买入”评级。

**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

**表1：可比公司盈利预测及估值（更新至2023年3月30日）**

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,800.0	22,611.6	49.9	58.9	68.8	36.1	30.5	26.2
000858.SZ	五粮液	买入	198.4	7,700.7	6.9	8.1	9.2	28.7	24.6	21.5
000568.SZ	泸州老窖	买入	256.5	3,776.2	7.1	8.8	11.0	36.3	29.0	23.4
600809.SH	山西汾酒	买入	275.0	3,355.2	6.5	8.4	10.6	42.4	32.7	26.1

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）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	51810	58274	221893	264828	313677	<b>营业收入</b>	<b>109464</b>	<b>127554</b>	<b>147229</b>	<b>167877</b>	<b>189826</b>
应收款项	33	158	114	130	146	营业成本	8983	10093	11634	13001	14311
存货净额	33394	38824	43812	49422	55256	营业税金及附加	15304	18496	21349	24343	27525
其他流动资产	461	1058	1077	1109	1406	销售费用	2737	3298	3806	4197	4556
<b>流动资产合计</b>	<b>220766</b>	<b>216611</b>	<b>267604</b>	<b>316197</b>	<b>371193</b>	管理费用	8450	9012	10000	11195	12432
固定资产	19794	21951	25582	29376	32776	研发费用	62	135	156	150	191
无形资产及其他	6208	7083	6801	6519	6236	财务费用	(935)	(1392)	(3498)	(6080)	(7227)
投资性房地产	8400	8719	8719	8719	8719	投资收益	58	64	41	54	53
						资产减值及公允价值变					
长期股权投资	0	0	0	0	0	动	(2)	0	1	(0)	0
<b>资产总计</b>	<b>255168</b>	<b>254365</b>	<b>308706</b>	<b>360810</b>	<b>418924</b>	其他收入	(228)	(231)	(156)	(150)	(191)
短期借款及交易性金融						营业利润	74751	87880	103823	121125	138091
负债	104	109	71	95	92	营业外净收支	(223)	(178)	(280)	(280)	(280)
应付款项	2010	2408	2469	2969	3293	<b>利润总额</b>	<b>74528</b>	<b>87701</b>	<b>103543</b>	<b>120845</b>	<b>137811</b>
其他流动负债	55800	46548	63488	71408	79569	所得税费用	18808	22326	26359	30764	35083
<b>流动负债合计</b>	<b>57914</b>	<b>49066</b>	<b>66029</b>	<b>74472</b>	<b>82953</b>	少数股东损益	3260	2659	3139	3663	4178
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>52460</b>	<b>62716</b>	<b>74045</b>	<b>86418</b>	<b>98551</b>
其他长期负债	296	334	422	562	563	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>296</b>	<b>334</b>	<b>422</b>	<b>562</b>	<b>563</b>	<b>净利润</b>	52460	62716	74045	86418	98551
<b>负债合计</b>	<b>58211</b>	<b>49400</b>	<b>66451</b>	<b>75034</b>	<b>83517</b>	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	7418	7458	7726	8038	8394	折旧摊销	1469	1600	2490	2910	3304
股东权益	189539	197507	234529	277738	327014	公允价值变动损失	2	0	(1)	0	(0)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>255168</b>	<b>254365</b>	<b>308706</b>	<b>360810</b>	<b>418924</b>	财务费用	(935)	(1392)	(3498)	(6080)	(7227)
						营运资本变动	5759	(15288)	12127	2902	2338
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	其它	1615	227	268	312	356
每股收益	41.76	49.93	58.94	68.79	78.45	<b>经营活动现金流</b>	<b>61305</b>	<b>49255</b>	<b>88929</b>	<b>92543</b>	<b>104548</b>
每股红利	21.08	45.67	29.47	34.40	39.23	资本开支	0	(3600)	(5838)	(6422)	(6422)
每股净资产	150.88	157.23	186.70	221.09	260.32	其它投资现金流	(16868)	16771	117588	0	0
ROIC	100.55%	88.25%	94%	116%	131%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(16868)</b>	<b>13171</b>	<b>111750</b>	<b>(6422)</b>	<b>(6422)</b>
ROE	27.68%	31.75%	32%	31%	30%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
毛利率	92%	92%	92%	92%	92%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBIT Margin	68%	68%	68%	68%	69%	支付股利、利息	(26476)	(57370)	(37022)	(43209)	(49275)
EBITDA Margin	69%	69%	70%	70%	71%	其它融资现金流	24236	58779	(38)	24	(3)
收入增长	12%	17%	15%	14%	13%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(28718)</b>	<b>(55962)</b>	<b>(37061)</b>	<b>(43185)</b>	<b>(49278)</b>
净利润增长率	12%	20%	18%	17%	14%	<b>现金净变动</b>	<b>15719</b>	<b>6464</b>	<b>163619</b>	<b>42935</b>	<b>48848</b>
资产负债率	26%	22%	24%	23%	22%	货币资金的期初余额	36091	51810	58274	221893	264828
股息率	1.2%	2.5%	1.6%	1.9%	2.2%	货币资金的期末余额	51810	58274	221893	264828	313677
P/E	43.1	36.1	30.5	26.2	22.9						

P/B	11.9	11.4	9.6	8.1	6.9	企业自由现金流	0	47206	83533	85107	96730
EV/EBITDA	30.8	26.2	22.6	19.8	17.5	权益自由现金流	0	105985	86102	89663	102114

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