

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): 熨滑行业周期, 超额完成目标 2022.12.30

贵州茅台(600519): 扩产靴子落地, 业绩空间可期 2022.12.15

贵州茅台(600519): 直销占比近四成, 系列酒高增长 2022.10.17

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

多效并举, 高质前行

2023年03月31日

事件: 公司发布 2022 年年报, 全年实现营业总收入 1275.54 亿元, 同比增长 16.53%; 归母净利润 627.16 亿元左右, 同比增长 19.55% 左右。

点评:

- **盈利能力持续提升, 资金实力仍然雄厚。** 22Q4, 公司实现营业总收入 377.68 亿元, 同比增长 16.53%, 归母净利润 183.17 亿元, 同比增长 20.55%, 其中毛利率同比-0.52pct、税金及附加占比同比-1.75pct、销售费用率同比-0.17pct、管理费用率同比-0.3pct、归母净利率同比+1.43pct。全年来看, 公司毛利率同比+0.33pct 至 91.87%, 税金及附加占比同比+0.49pct、销售费用率同比+0.08pct、管理费用率同比-0.7pct, 归母净利率同比+1.14pct 至 50.54%, 盈利能力稳步上行。此外, 全年销售收现 1406.92 亿元, 同比增长 17.91%; 经营活动净现金流 366.99 亿元, 同比减少 42.68%, 主要系贵州习酒股权划转, 公司吸收存款减少, 并且控股子公司贵州茅台集团财务有限公司存入不可提前支取的同业定期存款增加。截至 2022 年末, 公司账面合同负债 154.72 亿元, 同比增加 27.54 亿元, 随销售规模的提升而提升。
- **销量齐升高质增长, 直销占比已近 40%。** 1) 分产品看, 全年茅台酒收入 1078.34 亿元, 同比增长 15.37%, 其中量增 5%、价增 10%, 毛利率同比+0.16pct 至 94.19%, 年实际产量 5.68 万吨; 系列酒收入 159.39 亿元, 同比增长 26.55%, 其中量增 0%、价增 26%, 主要系茅台 1935 放量以及公司对低价位产品的清理, 结构性升级明显, 茅台 1935 上市首年便突破 50 亿收入规模, 2023 年更是目标百亿级大单品。系列酒年实际产量同比提升 0.69 万吨至 3.51 万吨, 按照生产规划, 2023 年还有 0.64 万吨的设计产能待释放, 随着 3 万吨酱香系列酒技改工程的推进, 系列酒产量正在有序提升中。2) 分渠道看, 公司全年经销收入 743.94 亿元, 同比减少 9.31%, 量减 6%、价减 3%; 直销收入 493.79 亿元, 同比增长 105.5%, 量增 95%、价增 5%, 销售占比同比+17.23pct 至 39.89%, 其中 i 茅台首年销售收入达到 118.83 亿元, 成为直销体系中的重要一环。
- **全年目标 15% 增长, 持续推进品牌建设。** 根据年报中经营规划, 2023 年目标实现营业总收入增长 15% 左右, 我们认为, 随着在产品结构升级、渠道结构调整以及多项扩产工作的推进, 公司有望进一步加快十四五“双翻番”战略目标的达成。此外我们认为, 23Q1 非标产品的放量、茅台酒价格体系的稳定, 也将对公司一季度业绩形成支撑, 有望实现开门红。在近一年以来, 茅台紧抓年轻消费群体, 不仅在茅台冰淇淋上实现了近 3 亿营收, 还通过巽风 App 实现了数字世界中的酿酒交互, 推出多款文创产品, 持续加深新一代消费群体对茅台酒的认知。在文化方面, 公司不断加深二十四节气名片打造, 除文化论坛外, 进一步上线二十四节气酒, 我们认为, 这些都将有望持续促进公司文化软实力的提升。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计，公司 2023-2025 年摊薄每股收益分别为 59.50 元、69.95 元、82.05 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；技改建设项目进度不及预期风险

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	109,464	127,554	149,231	173,172	200,917
增长率 YoY %	11.7%	16.5%	17.0%	16.0%	16.0%
归属母公司净利润 (百万元)	52,460	62,716	74,748	87,876	103,068
增长率 YoY%	12.3%	19.6%	19.2%	17.6%	17.3%
毛利率%	91.6%	92.0%	92.3%	92.6%	92.7%
净资产收益率ROE%	27.7%	31.8%	31.2%	30.4%	29.7%
EPS(摊薄)(元)	41.76	49.93	59.50	69.95	82.05
市盈率 P/E(倍)	49.09	34.59	30.25	25.73	21.94
市净率 P/B(倍)	13.59	10.98	9.44	7.82	6.51

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 3 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	220,766	216,611	269,042	326,404	394,603	
货币资金	51,810	58,274	109,488	163,820	224,891	
应收票据	0	105	82	95	110	
应收账款	0	21	41	47	55	
预付账款	389	897	1,144	1,276	1,471	
存货	33,394	38,824	39,790	42,661	49,563	
其他	135,172	118,489	118,498	118,505	118,512	
非流动资产	34,403	37,753	39,833	42,043	44,193	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	17,472	19,743	21,243	22,693	24,093	
无形资产	6,208	7,083	7,953	8,813	9,663	
其他	10,722	10,928	10,637	10,537	10,437	
资产总计	255,168	254,365	308,875	368,447	438,796	
流动负债	57,914	49,066	58,414	64,847	72,733	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	2,010	2,408	2,506	2,797	3,224	
其他	55,904	46,657	55,907	62,050	69,510	
非流动负债	296	334	334	334	334	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	296	334	334	334	334	
负债合计	58,211	49,400	58,748	65,182	73,068	
少数股东权益	7,418	7,458	10,573	14,234	18,529	
归属母公司股东权益	189,539	197,507	239,555	289,031	347,199	
负债和股东权益	255,168	254,365	308,875	368,447	438,796	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	109,464	127,554	149,231	173,172	200,917	
同比 (%)	11.7%	16.5%	17.0%	16.0%	16.0%	
归属母公司净利润	52,460	62,716	74,748	87,876	103,068	
同比 (%)	12.3%	19.6%	19.2%	17.6%	17.3%	
毛利率 (%)	91.6%	92.0%	92.3%	92.6%	92.7%	
ROE%	27.7%	31.8%	31.2%	30.4%	29.7%	
EPS (摊薄)(元)	41.76	49.93	59.50	69.95	82.05	
P/E	49.09	34.59	30.25	25.73	21.94	
P/B	13.59	10.98	9.44	7.82	6.51	
EV/EBITDA	33.50	23.97	20.64	17.25	14.38	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	109,46	127,55	149,231	173,172	200,917	
营业成本	9,157	10,199	11,436	12,763	14,708	
营业税金及附加	15,304	18,496	20,892	24,244	28,128	
销售费用	2,737	3,298	3,656	3,983	4,320	
管理费用	8,450	9,012	10,446	12,122	13,662	
研发费用	62	135	149	173	201	
财务费用	-935	-1,392	-1,678	-2,733	-3,887	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	58	64	75	87	100	
其他	5	10	30	35	40	
营业利润	74,751	87,880	104,433	122,741	143,925	
营业外收支	-223	-178	-200	-200	-200	
利润总额	74,528	87,701	104,233	122,541	143,725	
所得税	18,808	22,326	26,371	31,003	36,362	
净利润	55,721	65,375	77,862	91,538	107,363	
少数股东损益	3,260	2,659	3,114	3,662	4,295	
归属母公司净利润	52,460	62,716	74,748	87,876	103,068	
EBITDA	75,334	88,102	104,281	121,576	141,647	
EPS (当年)(元)	41.76	49.93	59.50	69.95	82.05	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	64,029	36,699	87,749	96,745	109,971	
净利润	55,721	65,375	77,862	91,538	107,363	
折旧摊销	1,581	1,688	1,630	1,690	1,750	
财务费用	14	12	0	0	0	
投资损失	-58	-64	-75	-87	-100	
营运资金变动	7,860	-29,127	8,131	3,404	759	
其它	-1,088	-1,186	200	200	200	
投资活动现金流	-5,562	-5,537	-3,835	-4,013	-4,000	
资本支出	-3,406	-5,306	-3,909	-4,100	-4,100	
长期投资	-2,144	-210	0	0	0	
其他	-12	-21	75	87	100	
筹资活动现金流	-26,564	-57,425	-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	-26,476	-57,370	-32,700	-38,400	-44,900	
现金流净增加额	31,900	-26,262	51,214	54,332	61,071	

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，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。产业理解接地气，挖掘牛股能力突出，立足长期，重视估值和安全边际的思考。

娄青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

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	hanqiyue@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
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@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	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	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@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	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@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。