

**600519.SH**

# 买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 1,820.00

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 贵州茅台 2022 年年报点评

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	5.2	0.3	5.4	5.9
相对上证综指	0.2	0.6	(0.6)	5.2

发行股数 (百万)	1,256.20
流通股 (百万)	1,256.20
总市值 (人民币 百万)	2,286,280.00
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	4,431.29
主要股东	
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	54.0074

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以 2023 年 3 月 31 日收市价为标准

**相关研究报告**

- 《贵州茅台》20221017
- 《贵州茅台》20220803
- 《贵州茅台》20220722

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒II

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

## 贵州茅台

### 公司业绩维持较快增速, 渠道改革成效显著

贵州茅台公布 22 年报。2022 年实现营收 1241 亿元, 同比增长 16.9%, 归母净利 627 亿元, 同比增长 19.6%, 每股收益 49.93 元。2022 年公司拟 10 股派发现金 259.11 元 (含税)。4Q22 营收和归母净利分别为 369 亿元和 183 亿元, 营收同比增 17.1%, 归母净利增 20.6%。2022 年公司圆满收官, 茅台酒量价齐升, 渠道改革成效显著, 维持“买入”评级。

**支撑评级的要点**

- 2022 年圆满收官, 4Q22 业绩环比提速, 合同负债维持高位水平。2022 年公司营收及归母净利增速分别为 16.9%、19.6%, 其中 4Q22 营收 369.4 亿元, 同比增 17.1%, 归母净利 183.2 亿元, 同比增 20.6%, 业绩环比 3Q22 明显提速。4Q22 公司净利率同比提升 1.4pct 至 49.6%, 营业税金及附加比率 13.1%, 同比减少 1.8pct, 毛利率 91.8%, 同比减少 0.5pct, 期间费用率基本持平。2022 年公司合同负债 154.7 亿元, 环比 1-3Q22 增加 36.7 亿元, 维持高位水平。公司经营活动现金流净额 367.0 亿元, 同比降 42.7%, 主要由于控股子公司贵州茅台集团财务公司的存款变化。
- 2022 年茅台酒量价齐升, 系列酒收入贡献主要来自吨价提升及结构优化。(1) 产品端来看, 茅台酒 22 年营收 1078.3 亿元, 同比增长 15.4%, 系列酒营收 159.4 亿元, 同比增 26.6%。量价拆分来看, 茅台酒销量 3.79 万吨, 同比增 4.5%, 吨价 284.5 万元/吨, 同比增 10.4%。我们判断, 茅台酒吨价提升主要系 2022 年 1 月非标茅台提价及收入占比提升所致。系列酒销量 3.03 万吨, 同比基本持平(+0.3%)吨价 52.6 万元/吨, 同比增 26.1%, 系列酒收入贡献主要来自吨价提升, 销量增幅较小, 预计茅台 1935 带动系列酒整体产品结构优化, 结合渠道占比情况, 我们推算茅台 1935 全年营收贡献为 45 亿元+。(2) 生产端来看, 2022 年茅台基酒 5.68 万吨, 同比增 0.6%, 系列酒基酒 3.51 万吨, 同比增 24.2%, 茅台产能短期已无后顾之忧, 系列酒产能实现突破, 未来有望实现量价齐升。
- 渠道改革成效显著, 直营渠道大放异彩。(1) 直营渠道, 2022 年公司直销收入 493.8 亿元, 同比增 105.5%, 收入占比 39.9%, 同比 2021 年上升 17.2pct。公司 2018 年以来加大与商超及垂直电商业务、增加直营店配额, 2022 年 3 月份推出 i 茅台数字营销平台, 根据公司年报披露, 2022 年 i 茅台实现营收 118.8 亿元, 截止 2022 年末注册用户超过 3000 万。公司直营体系不断优化, 带动吨价提升, 2019 至 2022 年, 直营渠道吨价 CAGR 为 17.3%。(2) 传统渠道, 2022 年公司传统渠道营收 743.9 亿元, 同比降 9.3%。2022 年国内经销商减少 5 家至 2084 家, 国外经销商增加 1 家至 105 家。预计未来传统渠道占比将继续下降。

**估值**

- 2023 年公司规划营业总收入同比增长 15%, 完成基建投资 71.09 亿元。在产品及渠道结构不断优化的背景下, 预计公司可超额完成全年规划。我们调整此前盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 58.7、68.5、79.3 元, 同比增 17.6%、16.6%、15.8%, 维持“买入”评级。

**评级面临的主要风险**

- 渠道库存超预期。经济恢复不及预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	106,190	124,100	145,313	167,853	193,418
增长率(%)	11.9	16.9	17.1	15.5	15.2
EBITDA(人民币 百万)	72,222	84,740	99,174	115,288	133,167
归母净利润(人民币 百万)	52,460	62,716	73,774	86,036	99,595
增长率(%)	12.3	19.6	17.6	16.6	15.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	41.76	49.93	58.73	68.49	79.28
原先股本摊薄每股收益(人民币)			58.04	67.42	
增幅(%)			1.2	1.6	
市盈率(倍)	43.6	36.5	31.0	26.6	23.0
市净率(倍)	12.1	11.6	9.6	7.8	6.4
EV/EBITDA(倍)	34.9	24.8	21.9	18.4	15.4
每股股息(人民币)	21.7	25.9	25.9	25.9	25.9
股息率(%)	1.1	1.5	1.4	1.4	1.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2022 年年报业绩概览

(人民币, 百万元)	4Q21	4Q22	同比 (%)	FY2021	FY2022	同比 (%)
营业收入	31,548	36,940	17.1	106,190	124,100	16.9
营业成本	2,408	3,011	25.0	8,983	10,093	12.4
<b>毛利率(%)</b>	<b>92.4</b>	<b>91.8</b>	<b>(0.5)</b>	<b>91.5</b>	<b>91.9</b>	<b>0.3</b>
毛利	29,140	33,928	16.4	97,207	114,006	17.3
税金及附加	4,699	4,855	3.3	15,304	18,496	20.9
销售费用	814	892	9.5	2,737	3,298	20.5
管理费用	3,036	3,443	13.4	8,450	9,012	6.6
研发费用	20	20	2.2	62	135	118.3
财务费用	(321)	(386)	20.3	(935)	(1,392)	48.9
资产减值损失	0	0	-	0	0	-
公允价值变动收益	0	0	-	(2)	0	(100.0)
投资收益	14	16	10.4	58	64	9.6
营业利润	21,728	25,918	19.3	74,751	87,880	17.6
<b>营业利润率(%)</b>	<b>68.9</b>	<b>70.2</b>	<b>1.3</b>	<b>70.4</b>	<b>70.8</b>	<b>0.4</b>
营业外收入	64	22	(66.0)	69	71	2.7
营业外支出	120	155	29.0	292	249	(14.7)
利润总额	21,672	25,785	19.0	74,528	87,701	17.7
所得税	5,526	6,724	21.7	18,808	22,326	18.7
<b>所得税率(剔除非经常性影响)(%)</b>	<b>25.0</b>	<b>26.0</b>	<b>0.5</b>	<b>25.0</b>	<b>25.0</b>	<b>0.2</b>
少数股东权益	952	745	(21.8)	3,260	2,659	(18.5)
归属于母公司净利润	15,194	18,317	20.6	52,460	62,716	19.6
<b>净利率(%)</b>	<b>48.2</b>	<b>49.6</b>	<b>1.4</b>	<b>49.4</b>	<b>50.5</b>	<b>1.1</b>
EPS	12	15	20.6	42	50	19.6

资料来源: 万得, 中银证券

## 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	109,464	127,554	148,940	171,661	197,417
营业收入	106,190	124,100	145,313	167,853	193,418
营业成本	8,983	10,093	11,540	12,828	15,112
营业税金及附加	15,304	18,496	21,657	25,017	28,827
销售费用	2,737	3,298	4,054	4,515	4,835
管理费用	8,450	9,012	10,608	12,015	13,539
研发费用	62	135	102	117	135
财务费用	(935)	(1,392)	(1,149)	(1,917)	(2,866)
其他收益	21	25	25	25	25
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	(13)	(15)	(10)	(10)	(5)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	(2)	0	0	0	0
投资收益	58	64	64	64	64
汇兑收益	0	0	2	2	2
营业利润	74,751	87,880	102,208	119,166	137,919
营业外收入	69	71	71	71	71
营业外支出	292	249	249	249	249
利润总额	74,528	87,701	102,030	118,988	137,741
所得税	18,808	22,326	25,974	30,291	35,065
净利润	55,721	65,375	76,056	88,697	102,676
少数股东损益	3,260	2,659	2,282	2,661	3,080
归母净利润	52,460	62,716	73,774	86,036	99,595
EBITDA	72,222	84,740	99,174	115,288	133,167
EPS(最新股本摊薄, 元)	41.76	49.93	58.73	68.49	79.28

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>220,766</b>	<b>216,611</b>	<b>277,314</b>	<b>332,571</b>	<b>418,440</b>
货币资金	51,810	58,274	106,130	160,649	232,667
应收账款	0	21	4	25	8
应收票据	0	105	18	125	40
存货	33,394	38,824	43,746	48,040	60,089
预付账款	389	897	574	1,062	865
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	135,172	118,489	126,842	122,671	124,770
<b>非流动资产</b>	<b>34,403</b>	<b>37,753</b>	<b>36,300</b>	<b>34,847</b>	<b>34,970</b>
长期投资	170	381	381	381	381
固定资产	17,472	19,743	19,360	18,532	18,898
无形资产	6,208	7,083	7,048	6,988	6,910
其他长期资产	10,552	10,547	9,511	8,946	8,782
<b>资产合计</b>	<b>255,168</b>	<b>254,365</b>	<b>313,614</b>	<b>367,418</b>	<b>453,410</b>
<b>流动负债</b>	<b>57,914</b>	<b>49,066</b>	<b>64,827</b>	<b>62,474</b>	<b>78,344</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,010	2,408	2,643	2,972	3,643
其他流动负债	55,904	46,657	62,184	59,502	74,701
<b>非流动负债</b>	<b>296</b>	<b>334</b>	<b>315</b>	<b>325</b>	<b>320</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	296	334	315	325	320
<b>负债合计</b>	<b>58,211</b>	<b>49,400</b>	<b>65,143</b>	<b>62,799</b>	<b>78,665</b>
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
少数股东权益	7,418	7,458	9,740	12,401	15,481
归属母公司股东权益	189,539	197,507	238,732	292,218	359,265
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>255,168</b>	<b>254,365</b>	<b>313,614</b>	<b>367,418</b>	<b>453,410</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	55,721	65,375	76,056	88,697	102,676
折旧摊销	1,582	1,689	1,832	1,938	2,204
营运资金变动	(7,258)	3,888	1,856	(2,562)	1,755
其他	13,984	(34,254)	(216)	(2,480)	(2,681)
<b>经营活动现金流</b>	<b>64,029</b>	<b>36,699</b>	<b>79,529</b>	<b>85,593</b>	<b>103,954</b>
资本支出	(3,409)	(5,307)	(225)	(425)	(2,220)
投资变动	(148)	(210)	(90)	(90)	(90)
其他	(2,006)	(20)	64	62	62
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,562)</b>	<b>(5,537)</b>	<b>(251)</b>	<b>(452)</b>	<b>(2,247)</b>
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(27,899)	(58,859)	(32,549)	(32,549)	(32,549)
其他	1,335	1,435	1,128	1,928	2,861
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(26,564)</b>	<b>(57,425)</b>	<b>(31,422)</b>	<b>(30,622)</b>	<b>(29,689)</b>
<b>净现金流</b>	<b>31,902</b>	<b>(26,263)</b>	<b>47,856</b>	<b>54,519</b>	<b>72,018</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	11.9	16.9	17.1	15.5	15.2
营业利润增长率(%)	12.2	17.6	16.3	16.6	15.7
归属于母公司净利润增长率(%)	12.3	19.6	17.6	16.6	15.8
息税前利润增长率(%)	11.4	17.6	17.2	16.4	15.5
息税折旧前利润增长率(%)	11.6	17.3	17.0	16.2	15.5
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	12.3	19.6	17.6	16.6	15.8
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	66.5	66.9	67.0	67.5	67.7
营业利润率(%)	68.3	68.9	68.6	69.4	69.9
毛利率(%)	91.5	91.9	92.1	92.4	92.2
归母净利润率(%)	47.9	49.2	49.5	50.1	50.4
ROE(%)	27.7	31.8	30.9	29.4	27.7
ROIC(%)	37.6	43.9	53.0	61.1	71.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.6)
流动比率	3.8	4.4	4.3	5.3	5.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	11,854.5	11,854.5	11,854.5	11,854.5	11,854.5
应付账款周转率	63.4	56.2	57.5	59.8	58.5
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	2.6	2.7	2.8	2.7	2.5
管理费用率(%)	8.0	7.3	7.3	7.2	7.0
研发费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
财务费用率(%)	(0.9)	(1.1)	(0.8)	(1.1)	(1.5)
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	41.8	49.9	58.7	68.5	79.3
每股经营现金流(最新摊薄)	51.0	29.2	63.3	68.1	82.8
每股净资产(最新摊薄)	150.9	157.2	190.0	232.6	286.0
每股股息	21.7	25.9	25.9	25.9	25.9
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	43.6	36.5	31.0	26.6	23.0
P/B(最新摊薄)	12.1	11.6	9.6	7.8	6.4
EV/EBITDA	34.9	24.8	21.9	18.4	15.4
价格/现金流(倍)	35.7	62.3	28.7	26.7	22.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371