

## 盈利能力不断提升，数字营销有亮点

■事件：公司发布公告，2021年实现营业收入1094.64亿元，同比+11.71%，归母净利润524.60亿元，同比+12.34%。2022年第一季度，公司预计实现营业总收入331亿元左右，同比+18%左右；预计实现归母净利润166亿元左右，同比+19%左右。

■新电商平台推进数字化，数字营销迈出重要一步。3月31日，由茅台酒股份公司倾力打造的数字营销APP——“i茅台”将正式上线启动试运行。“i茅台”预计将上线4款产品：53度500ml贵州茅台酒(壬寅虎年)、53度500ml茅台1935、53度375ml\*2(壬寅虎年)、53度500ml贵州茅台酒(珍品)。“i茅台”目前不直接销售500ml飞天茅台酒，将整合接入12家第三方电商平台，为消费者提供购买飞天茅台酒的抢购信息。董事长丁雄军在2月14日召开的2022年市场工作会上提出“五合营销法”，分别是资源整合、数字融合、文化相合、品牌聚合及管服结合。“i茅台”是数字融合的重要举措，通过线上平台的注册、预约、下单的方式积累各渠道用户的偏好信息，整合推动新营销体系的建成。

■近两周茅台系列产品价格回调较多，目前价格已反弹。根据今日酒价，截至2022年3月27日，2022年飞天茅台整箱/散装和2021年飞天茅台整箱/散装相比2022年3月1日批价分别下跌450/255、440/230元，达到2700/2500、2720/2530元，批价快速调整。批价下降的原因主要系1)全国多地爆发疫情减少消费需求，2)“i茅台”上线导致经销商恐慌抛售，3)茅台供应量充裕，叠加渠道改革后出货通道通畅，社会供应量逐步增加。目前渠道情绪有所恢复，3月28日价格已回升，3月29日已回升至2810/2600、2830/2630元。

■盈利能力不断提升。2021Q4实现营业收入324.11亿元，同比+14.05%，归母净利润151.94亿元，同比+18.06%，归母净利率47.92%，同比+0.27pct，归母净利率创近5年新高。2022Q1营收/归母净利润同比+18%/+19%左右，一季度归母净利率约50.15%，主要系结构持续升级所致。新单品茅台1935渠道利润丰厚推力足，有望为茅台贡献新增长极。

■投资建议：公司新任管理层上台后积极进取，持续向市场传递茅台发展的积极信号。渠道层面，公司以更加市场化的手段维护市场，价格得到管控实现理性回归。继续维持买入-A评级，预计公司2021-2023年的每股收益预测为41.78/49.70/58.06元，6个月目标价为2,400元，相当于2023年41x市盈率。

■风险提示：政策和消费税风险，茅台渠道管控效果不达预期风险，提价预期落空风险

摘要(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	88,854.34	97,993.24	109,007.78	126,077.40	144,534.28
净利润	41,206.47	46,697.29	52,486.02	62,429.77	72,936.87
每股收益(元)	32.80	37.17	41.78	49.70	58.06
每股净资产(元)	108.27	128.42	147.74	171.60	199.47

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	50.6	44.7	39.7	33.4	28.6
市净率(倍)	15.3	12.9	11.2	9.7	8.3
净利率	46.4%	47.7%	48.1%	49.5%	50.5%
净资产收益率	30.3%	28.9%	28.3%	29.0%	29.1%
股息收益率	1.0%	1.1%	1.3%	1.6%	1.8%
ROIC	1090.4%	39.1%	43.6%	44.6%	49.9%

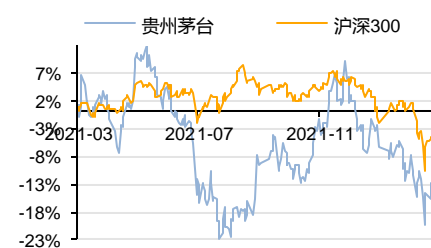
数据来源：Wind资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**2400元**  
股价(2022-03-28) **1,660.80元**

交易数据	
总市值(百万元)	2,086,293.31
流通市值(百万元)	2,086,293.31
总股本(百万股)	1,256.20
流通股本(百万股)	1,256.20
12个月价格区间	1548.00/2271.00元

### 股价表现



资料来源：Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.82	-10.88	-10.76
绝对收益	-7.69	-22.33	-16.72

**赵国防** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450521120008  
zhaogf1@essence.com.cn

**邢乐涵** 报告联系人  
xinglh@essence.com.cn

### 相关报告

- 贵州茅台：2022年顺利实现“开门红”，业绩加速可期/赵国防 2022-03-08
- 贵州茅台：2021年完美收官，业绩加速可期/赵国防 2022-01-03
- 贵州茅台：探明U形底，新气象已来/苏毓 2021-10-23
- 贵州茅台：茅台酒受限于量，系列酒增长突出/苏毓 2021-08-01
- 贵州茅台：生产恢复良好，税金率提升拖累利润表现/苏毓 2021-04-28

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	88,854.3	97,993.2	109,007.8	126,077.4	144,534.3	成长性					
减:营业成本	7,430.0	8,154.0	9,974.2	9,741.3	10,399.5	营业收入增长率	15.1%	10.3%	11.2%	15.7%	14.6%
营业税费	12,733.3	13,886.5	14,999.5	17,434.9	19,983.8	营业利润增长率	15.0%	12.9%	11.4%	18.1%	16.5%
销售费用	3,279.0	2,547.7	2,801.5	3,053.2	3,265.9	净利润增长率	17.1%	13.3%	12.4%	18.9%	16.8%
管理费用	6,168.0	6,789.8	7,630.5	8,837.7	9,643.5	EBITDA 增长率	14.8%	12.3%	10.5%	18.1%	16.2%
财务费用	7.5	(234.6)	(614.6)	(649.5)	(852.8)	EBIT 增长率	15.0%	12.5%	10.5%	18.2%	16.4%
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NOPLAT 增长率	15.6%	12.5%	11.0%	18.2%	16.4%
加:公允价值变动收益	(14.0)	4.9	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	3035.0%	-0.5%	15.5%	4.1%	17.5%
投资和汇兑收益	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	20.8%	18.2%	16.1%	16.9%	16.7%
营业利润	59,041.5	66,635.1	74,216.6	87,659.8	102,094.4	利润率					
加:营业外净收支	(258.9)	(438.1)	(220.0)	(290.0)	(340.0)	毛利率	91.6%	91.7%	90.9%	92.3%	92.8%
利润总额	58,782.6	66,196.9	73,996.6	87,369.8	101,754.4	营业利润率	66.4%	68.0%	68.1%	69.5%	70.6%
减:所得税	14,812.6	16,673.6	18,573.1	21,929.8	25,540.4	净利润率	46.4%	47.7%	48.1%	49.5%	50.5%
净利润	41,206.5	46,697.3	52,486.0	62,429.8	72,936.9	EBITDA/营业收入	68.0%	69.3%	68.9%	70.3%	71.3%
						EBIT/营业收入	66.7%	68.0%	67.5%	69.0%	70.0%
资产负债表						运营效率					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	62	56	51	47	42
货币资金	13,251.8	36,091.1	46,099.0	72,513.6	83,472.6	流动营业资本周转天数	178	383	374	358	352
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	601	633	663	656	656
应收账款	76.5	34.5	96.7	61.3	111.6	应收账款周转天数	0	0	0	0	0
应收票据	1,463.0	1,532.7	1,211.2	1,400.9	1,605.9	存货周转天数	99	99	109	90	81
预付账款	1,549.5	898.4	1,595.1	840.2	1,759.7	总资产周转天数	695	728	752	732	724
存货	25,284.9	28,869.1	37,071.5	25,705.6	39,002.1	投资资本周转天数	265	465	450	425	412
其他流动资产	117,398.7	118,226.3	130,049.0	143,053.9	157,359.2	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	30.3%	28.9%	28.3%	29.0%	29.1%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	24.0%	23.2%	22.9%	24.2%	24.5%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	1090.4%	39.1%	43.6%	44.6%	49.9%
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	费用率					
固定资产	15,144.2	15,144.2	16,025.8	16,554.4	16,950.7	销售费用率	3.7%	2.6%	2.6%	2.4%	2.3%
在建工程	2,518.9	2,518.9	2,463.3	2,597.4	2,698.1	管理费用率	6.9%	6.9%	7.0%	7.0%	6.7%
无形资产	4,728.0	4,817.2	4,705.8	4,594.4	4,483.0	财务费用率	0.0%	-0.2%	-0.6%	-0.5%	-0.6%
其他非流动资产	1,578.0	2,310.3	1,681.4	1,836.1	1,922.2	三费/营业收入	10.6%	9.3%	9.0%	8.9%	8.3%
资产总额	183,042.4	213,395.8	242,011.3	270,495.9	311,133.1	偿债能力					
短期债务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产负债率	22.5%	21.4%	19.5%	15.9%	14.6%
应付账款	4,656.3	4,599.5	6,760.0	3,522.5	7,454.7	负债权益比	29.0%	27.2%	24.2%	18.8%	17.1%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	3.87	4.06	4.58	5.68	6.24
其他流动负债	36,437.0	41,074.2	40,444.3	39,332.1	37,927.3	速动比率	3.25	3.43	3.79	5.08	5.38
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	7941.80	(283.96)	(119.77)	(133.97)	(118.71)
其他非流动负债	72.7	1.5	24.7	33.0	19.7	分红指标					
负债总额	41,166.0	45,675.1	47,229.0	42,887.6	45,401.8	DPS(元)	17.03	19.03	21.73	25.84	30.19
少数股东权益	5,866.0	6,397.9	9,188.5	12,048.2	15,161.6	分红比率	51.9%	51.2%	52.0%	52.0%	52.0%
股本	1,256.2	1,256.2	1,256.2	1,256.2	1,256.2	股息收益率	1.0%	1.1%	1.3%	1.6%	1.8%
留存收益	133,863.0	159,144.3	184,337.6	214,303.9	249,313.6						
股东权益	141,876.4	167,720.7	194,782.3	227,608.3	265,731.4						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	43,970.0	49,523.3	52,486.0	62,429.8	72,936.9	EPS(元)	32.80	37.17	41.78	49.70	58.06
加:折旧和摊销	1,243.5	1,316.9	1,485.5	1,648.6	1,814.4	BVPS(元)	108.27	128.42	147.74	171.60	199.47
资产减值准备	5.3	0.0	0.0	0.0	0.0	PE(X)	50.6	44.7	39.7	33.4	28.6
公允价值变动损失	14.0	(4.9)	0.0	0.0	0.0	PB(X)	15.3	12.9	11.2	9.7	8.3
财务费用	0.0	0.0	(614.6)	(649.5)	(852.8)	P/FCF	-25.5	44.1	63.5	36.9	45.1
投资损失	0.0	(0.3)	0.0	0.0	0.0	P/S	23.5	21.3	19.1	16.5	14.4
少数股东损益	2,763.5	2,826.0	2,937.4	3,010.2	3,277.2	EV/EBITDA	24.4	36.4	27.3	22.8	19.5
营运资金的变动	(119,252.4)	4,718.2	(18,428.6)	(5,584.2)	(26,265.9)	CAGR(%)	14.2%	15.5%	13.6%	14.2%	15.5%
经营活动产生现金流量	45,210.6	51,669.1	37,865.8	60,855.0	50,909.8	PEG	3.6	2.9	2.9	2.4	1.9
投资活动产生现金流量	(3,165.7)	(1,805.2)	(259.6)	(2,525.5)	(2,629.8)	ROIC/WACC	98.2	3.5	3.9	4.0	4.5
融资活动产生现金流量	(19,284.4)	(24,127.5)	(27,598.3)	(31,914.9)	(37,320.9)	REP	0.1	5.6	3.6	3.3	2.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034