

贵州茅台（600519）2022年度股东大会点评

稳健进取，价值凸显

事项：

- 茅台6月13日召开2022年度股东大会，会上丁雄军董事长就“美的五线生态体系”主题发表脱稿演讲，同时管理层就市场普遍关注的现代治理、发展规划、股东分红等问题进行详细解答。我们前往参会，收获满满，交流核心反馈如下：

评论：

- 整体观感：诚意十足，新意十足。**本次股东大会公司延续真诚开放的风格，会议前后活动精心设计，诚意十足。一是本次股东大会现场容量达600人，超过2020年和2022年，且中小股东参会率明显提升。二是时隔4年，茅台再次设置股东欢迎晚宴，公司管理层真诚接待坦诚交流，并延续去年继续为股东提供茅台冰淇淋体验券。三是公司精心设置了贵州茅台资本市场的历程展、产品展、茅台美集市、中国酒文化城及茅台新包装车间参观等活动，其中“游园集市”特别活动新意十足，深受股东好评。
- 五线生态体系再升级，稳健进取迈向世界一流。**会上丁书记以“美的五线生态体系”为题，全面系统地分享了近两年来对公司发展的新思考，将“五线发展道路”进化为“五线生态体系”。一蓝线聚焦增长，打造美的产业生态、产品生态、渠道生态，强调拓展产业的周边布局、产品的老酒布局及六大渠道的协同发展。二绿线可归纳为质量生态和自然生态，着力提升ESG评级。三白线聚焦动力，核心是科技、数字化、改革和开放。四紫线聚焦文化，打造美的文化生态和共同体生态；五红线聚焦安全。演讲中公司为每位股东配备气味播放器，可直观感受到茅台匠心酿造和科技赋能的魅力，现场掌声不断。
- 现代化治理水平加速提升，经营及业绩确定性足。**会上公司就市场关注的问题进行积极回应。**1）行业趋势方面**，公司认为白酒仍然是长周期、可持续发展的产品，公司对行业及茅台的发展保持信心。**2）公司规划方面**，公司迈向世界一流的工具箱充足，持续扩产，积极布局增量价格带，拓展海外市场。后续公司亦将会持续探索新渠道、新产品、新价格，以及管理、人才、金融工具的联合配套赋能。**3）渠道生态方面**，公司持续推进渠道多样性、多元化布局，寻求最佳平衡点，实现BC协同发展覆盖更多客群。数字化应用业内领先，i茅台用户数超4000万，交易额270亿+，巽风用户数370万，营收20亿+。**4）其他方面**，公司财务健康，资金管理有效，未来有望延续平衡分红比例。公司亦积极开展五大专项工程等，维护自然生态，筑牢长线发展根基。
- 投资建议：稳健进取，长线价值凸显，维持“强推”评级。**公司明确对标世界一流，稳健而不失进取，经营与业绩确定性均高，同时产品、渠道创新能力十足，现代化经营和治理水平快速提升，与资本市场互信持续加强。我们维持23-25年EPS预测为58.91/69.67/81.22元，近期估值回落后续长线价值更加凸显，维持目标价2600元及“强推”评级。
- 风险因素：**消费复苏进度不及预期、部分改革措施不及预期、批价下行。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	127,554	148,048	173,846	201,028
同比增速(%)	16.5%	16.1%	17.4%	15.6%
归母净利润(百万)	62,716	74,004	87,518	102,032
同比增速(%)	19.6%	18.0%	18.3%	16.6%
每股盈利(元)	49.93	58.91	69.67	81.22
市盈率(倍)	34	29	24	21
市净率(倍)	10.8	8.9	7.4	6.2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年6月13日收盘价

强推（维持）

目标价：2600元

当前价：1699.00元

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com
执业编号：S0360520070001

证券分析师：沈昊

邮箱：shenhao@hcyjs.com
执业编号：S0360521050001

证券分析师：田晨曦

邮箱：tianchenxi@hcyjs.com
执业编号：S0360522090005

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

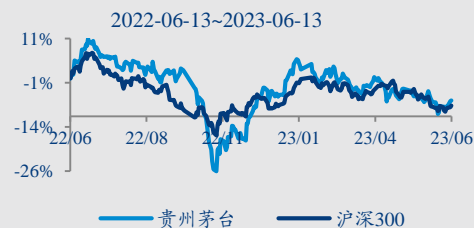
联系人：刘旭德

邮箱：liuxude@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	125,619.78
已上市流通股(万股)	125,619.78
总市值(亿元)	21,342.80
流通市值(亿元)	21,342.80
资产负债率(%)	12.36
每股净资产(元)	173.76
12个月内最高/最低价	2,045.00/1,350.00

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《贵州茅台（600519）跟踪分析报告：系统化能力升级，稳健进取更值得溢价》

2023-05-21

《贵州茅台（600519）2023年一季度报点评：略超预期，优质开局》

2023-04-26

《贵州茅台（600519）2023年第一季度主要经营数据点评：Q1超预期，一针强心剂》

2023-04-17

图表 1 茅台 2022 年度股东大会签到处



资料来源：茅台时空

图表 2 茅台 2022 年度股东大会现场



资料来源：茅台时空

图表 3 茅台 2022 年度股东大会“游园集市”



资料来源：茅台时空

图表 4 茅台二十四节气酒



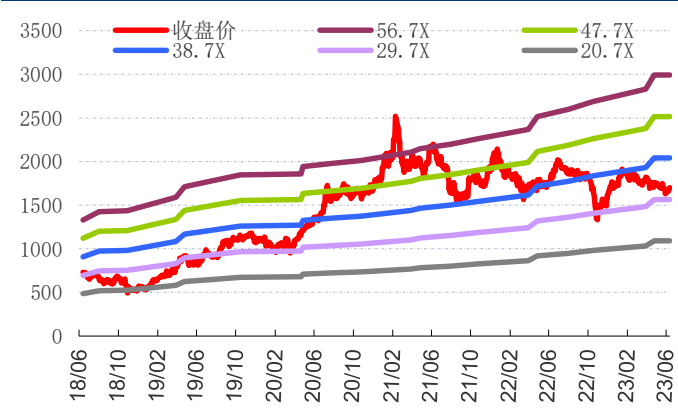
资料来源：茅台时空

图表 5 茅台分季度拆分表（百万元，%）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	21A	22A
营业收入	24,405	19,547	23,262	27,700	27,271	21,816	25,555	31,548	32,296	25,321	29,543	36,940	38,756	106,190	124,100
营业总成本	6,738	6,834	8,036	9,769	8,356	7,329	8,399	10,707	9,187	8,668	10,035	11,873	10,718	34,790	39,763
其中：营业成本	2,032	1,720	2,079	2,323	2,270	1,962	2,343	2,408	2,465	2,082	2,536	3,011	2,870	8,983	10,093
利息支出	31	22	26	32	35	40	49	50	35	28	20	23	14	174	106
手续费及佣金支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业税金及附加	2,448	3,156	3,811	4,472	3,828	3,128	3,651	4,699	4,337	4,375	4,929	4,855	5,460	15,304	18,496
销售费用	661	502	613	772	567	724	632	814	531	976	899	892	757	2,737	3,298
管理费用	1,560	1,413	1,577	2,240	1,780	1,707	1,928	3,036	2,133	1,500	1,936	3,443	2,012	8,450	9,012
研发费用	10	13	14	13	11	12	19	20	20	41	55	20	23	62	135
财务费用	-5	-68	-82	-79	-136	-230	-247	-321	-334	-333	-338	-386	-420	-935	-1,392
信用减值损失	0	-76	1	4	0	13	-25	-2	-1	0	2	-16	-3	-13	-15
其他收益	3	9	1	1	7	2	2	9	11	3	3	7	21	21	25
投资收益	0	0	0	0	0	28	16	14	16	16	16	16	4	58	64
营业利润	18,561	13,520	15,905	18,649	19,714	15,358	17,951	21,728	24,027	17,608	20,327	25,918	28,686	74,751	87,880
加：营业外收入	1	2	5	4	1	2	2	64	13	23	13	22	14	69	71
减：营业外支出	80	25	9	335	20	3	148	120	29	2	63	155	0	292	249
利润总额	18,482	13,497	15,900	18,318	19,695	15,356	17,805	21,672	24,011	17,629	20,277	25,785	28,700	74,528	87,701
减：所得税	4,619	3,432	3,977	4,646	4,923	3,921	4,437	5,526	6,059	4,476	5,068	6,724	7,175	18,808	22,326
净利润	13,863	10,065	11,923	13,673	14,772	11,435	13,368	16,146	17,952	13,153	15,209	19,061	21,525	55,721	65,375
减少数股东损益	769	557	698	802	818	735	756	952	707	604	603	745	730	3,260	2,659
归母净利润	13,094	9,508	11,225	12,870	13,954	10,700	12,612	15,194	17,245	12,549	14,606	18,317	20,795	52,460	62,716
EPS	10.4	7.6	8.9	10.2	11.1	8.5	10.0	12.1	13.7	10.0	11.6	14.6	16.6	41.8	49.9
毛利率	91.7%	91.2%	91.1%	91.6%	91.7%	91.0%	90.8%	92.4%	92.4%	91.8%	91.4%	91.8%	92.6%	91.5%	91.9%
营业税金率	10.0%	16.1%	16.4%	16.1%	14.0%	14.3%	14.3%	14.9%	13.4%	17.3%	16.7%	13.1%	14.1%	14.4%	14.9%
销售费用率	2.7%	2.6%	2.6%	2.8%	2.1%	3.3%	2.5%	2.6%	1.6%	3.9%	3.0%	2.4%	2.0%	2.6%	2.7%
管理费用率(含研发)	6.4%	7.3%	6.8%	8.1%	6.6%	7.9%	7.6%	9.7%	6.7%	6.1%	6.7%	9.4%	5.3%	8.0%	7.4%
营业利润率	76.1%	69.2%	68.4%	67.3%	72.3%	70.4%	70.2%	68.9%	74.4%	69.5%	68.8%	70.2%	74.0%	70.4%	70.8%
实际税率	25.0%	25.4%	25.0%	25.4%	25.0%	25.5%	24.9%	25.5%	25.2%	25.4%	25.0%	26.1%	25.0%	25.2%	25.5%
净利率	53.7%	48.6%	48.3%	46.5%	51.2%	49.0%	49.4%	48.2%	53.4%	49.6%	49.4%	49.6%	53.7%	49.4%	50.5%
收入增长率	12.8%	9.5%	8.5%	13.1%	11.7%	11.6%	9.9%	13.9%	18.4%	16.1%	15.6%	17.1%	20.0%	11.9%	16.9%
营业利润增长率	16.0%	9.0%	6.6%	18.6%	6.2%	13.6%	12.9%	16.5%	21.9%	14.7%	13.2%	19.3%	19.4%	12.2%	17.6%
归母净利润增长率	16.7%	8.9%	6.9%	19.7%	6.6%	12.5%	12.4%	18.1%	23.6%	17.3%	15.8%	20.6%	20.6%	12.3%	19.6%

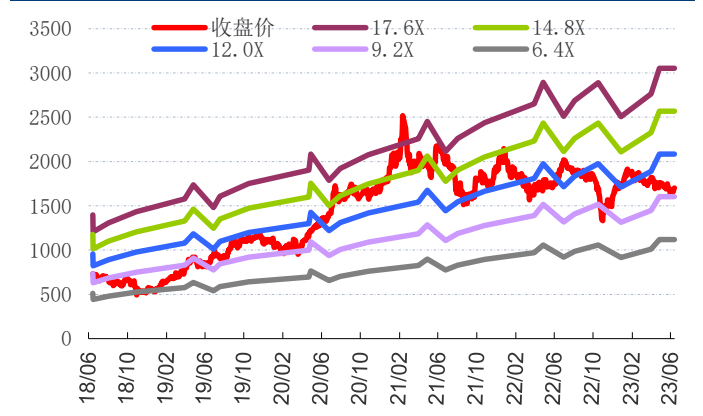
资料来源：Wind，华创证券

图表 6 茅台 PE Band



资料来源：Wind，华创证券

图表 7 茅台 PB Band



资料来源：Wind，华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	58,274	83,575	134,471	198,595
应收票据	105	105	105	105
应收账款	21	2	4	6
预付账款	897	897	897	897
存货	38,824	38,429	40,937	42,665
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	118,490	137,348	137,373	137,422
流动资产合计	216,611	260,356	313,787	379,690
其他长期投资	5	5	5	5
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	19,743	21,769	26,554	31,906
在建工程	2,208	5,125	6,058	2,473
无形资产	7,083	7,506	7,786	8,138
其他非流动资产	8,715	8,683	8,661	8,643
非流动资产合计	37,754	43,088	49,064	51,165
资产合计	254,365	303,444	362,851	430,855
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	2,408	2,200	2,319	2,520
预收款项	0	0	0	0
合同负债	15,472	17,948	21,120	24,463
其他应付款	4,544	4,544	4,544	4,544
一年内到期的非流动负债	109	109	109	109
其他流动负债	26,533	28,014	30,509	33,056
流动负债合计	49,066	52,815	58,601	64,692
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	334	300	280	300
非流动负债合计	334	300	280	300
负债合计	49,400	53,115	58,881	64,992
归属母公司所有者权益	197,507	238,976	288,011	344,534
少数股东权益	7,458	11,353	15,959	21,329
所有者权益合计	204,965	250,329	303,970	365,863
负债和股东权益	254,365	303,444	362,851	430,855

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36,699	62,225	75,127	91,866
现金收益	65,594	78,735	93,153	108,828
存货影响	-5,430	395	-2,508	-1,728
经营性应收影响	-635	19	-2	-3
经营性应付影响	818	-208	119	201
其他影响	-23,649	-16,716	-15,635	-15,433
投资活动现金流	-5,537	-7,605	-8,439	-4,958
资本支出	-4,643	-7,634	-8,462	-4,977
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-894	29	23	19
融资活动现金流	-57,425	-29,319	-15,792	-22,784
借款增加	5	0	0	0
股利及利息支付	-57,370	-40,520	-47,912	-55,858
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-60	11,201	32,120	33,074

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	127,554	148,048	173,846	201,028
营业成本	10,199	10,730	11,250	11,606
税金及附加	18,496	21,378	25,241	29,237
销售费用	3,298	3,887	4,574	5,298
管理费用	9,012	9,501	11,248	12,951
研发费用	135	157	185	214
财务费用	-1,392	-1,433	-1,434	-1,431
信用减值损失	-15	-15	-15	-15
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	64	41	54	53
其他收益	25	40	40	40
营业利润	87,880	103,895	122,861	143,232
营业外收入	70	71	71	71
营业外支出	249	100	100	100
利润总额	87,701	103,866	122,832	143,203
所得税	22,326	25,967	30,708	35,801
净利润	65,375	77,899	92,124	107,402
少数股东损益	2,659	3,895	4,606	5,370
归属母公司净利润	62,716	74,004	87,518	102,032
NOPLAT	64,338	76,825	91,049	106,329
EPS(摊薄) (元)	49.93	58.91	69.67	81.22

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	16.5%	16.1%	17.4%	15.6%
EBIT 增长率	17.3%	18.7%	18.5%	16.8%
归母净利润增长率	19.6%	18.0%	18.3%	16.6%
获利能力				
毛利率	91.9%	92.6%	93.4%	94.2%
净利率	52.7%	54.1%	54.4%	54.7%
ROE	31.8%	31.0%	30.4%	29.6%
ROIC	44.4%	42.7%	41.3%	39.9%
偿债能力				
资产负债率	19.4%	17.5%	16.2%	15.1%
债务权益比	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
流动比率	4.4	4.9	5.4	5.9
速动比率	3.6	4.2	4.7	5.2
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	0	0	0	0
应付账款周转天数	79	78	73	76
存货周转天数	1,288	1,312	1,285	1,312
每股指标(元)				
每股收益	49.93	58.91	69.67	81.22
每股经营现金流	29.21	49.53	59.81	73.13
每股净资产	157.23	190.24	229.27	274.27
估值比率				
P/E	34	29	24	21
P/B	11	9	7	6
EV/EBITDA	24	20	17	15

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，6 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020 年加入华创证券。2021-2022 年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

组长、高级分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，4 年食品饮料研究经验，2019 年加入华创证券研究所。

分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

研究员：刘旭德

北京大学硕士，2021 年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，4 年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020 年加入华创证券研究所。

研究员：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：柴苏苏

南京大学经济学硕士，2022 年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，3 年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券总裁助理、研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士，14 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自 2013 至 2022 年，获得新财富最佳分析师六届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续四届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
	张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票贵州茅台（600519），根据上市公司公告，贵州茅台的控股股东茅台集团持有本公司的控股股东华创云信 3.97% 的股份。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522