

2022年10月17日

贵州茅台 (600519.SH)

公司快报

食品饮料 | 白酒III

投资评级

买入-A(维持)

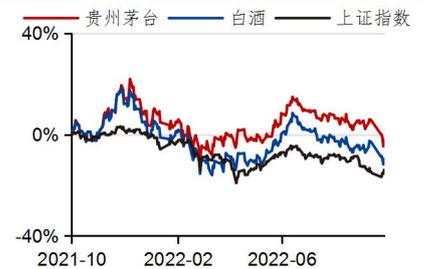
股价(2022-10-14)

1,737.61 元

交易数据

总市值(百万元)	2,182,781.86
流通市值(百万元)	2,182,781.86
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	2,148.88/1,664.80

一年股价表现



升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.68	3.91	-1.02
绝对收益	-7.9	-14.37	-33.26

分析师

李蕙

 SAC 执业证书编号: S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

相关报告

贵州茅台: 多重因素保障增长, 改革红利持续释放-贵州茅台 2022 年半年报点评 2022.8.3

贵州茅台: 21 年稳健增长, 22 年加速可期-贵州茅台 21 年年报点评 2022.3.31

贵州茅台: 21 年收入利润稳定增长 22 年业绩加速可期-贵州茅台公司快报 2022.1.4

贵州茅台: 直销与系列酒持续改善 全年目标有望顺利实现-贵州茅台 21 年三季度报点评 2021.10.24

I 茅台表现突出, 合同负债良好增长

事件: 公司发布 2022 年三季报, 报告期内公司实现营业收入 871.60 亿元, 同比增长 16.77%; 实现归母净利润 444.00 亿元, 同比增长 19.14%; 扣非净利润 443.93 亿元, 同比增长 18.84%。

投资要点

◆ **Q3 业绩保持稳健, 直销占比提升:** 公司 2022Q3 营业收入 295.43 亿元, 同比增长 15.61%, 归母净利润 146.06 亿元, 同比增长 15.81%。分产品看, 三季度茅台酒营业收入 244.35 亿元, 同比增长 10.85%, 系列酒实现收入 49.42 亿元, 同比增长 42.05%。分渠道看, 2022Q3 直销渠道收入 109.32 亿元, 同比增长 111.03%, 占比提升 16.92pct 至 37.21%。

◆ **i 茅台贡献增量, 供需保持平稳:** 公司持续深化渠道改革, 加大直销、电商等平台投放力度, 截至 9 月 28 日, i 茅台累计投放超 900 万瓶, 累计注册人数近 2500 万人, 可申购范围已覆盖全国 31 个省级行政区, 提供线下取货服务的门店达 1700 余家, 线下销售门店累计接待达 570 余万人, 三季度实现营收 40.45 亿元, 带动茅台 1935/虎年生肖/100ml 飞天茅台等产品高增。中秋节后, 茅台 1935 价格有所回落, 目前稳定在 1200 元左右, 核心单品飞天茅台原装批价在 3030 元/瓶左右, 节前控量导致批价有所抬升, 随着节日到来配额放开, 价格正常小幅回落, 但库存仍处于较低水平, 大部分区域已按进度完成回款, 茅台供需关系仍然稳固。

◆ **毛利率稳步提升, 合同负债环比增长:** 2022Q3 公司毛利率和净利率分别为 91.42%/ 51.48%, 同比分别+0.58pct/ -0.83pct, 毛利率受益于直销占比提升以及系列酒产品结构改善有所提升; 净利率下降主要是由于营业税金及附加/销售费用率/研发费用率同比+2.38/ +0.56/ +0.11pct 导致。公司 2022Q3 末合同负债 118.37 亿元, 环比增长 21.68 亿元(+22.42%), 同比增长 29.55%; 三季度销售收现 348.71 亿元, 同比增长 19.58%, 公司仍留有余力。

◆ **投资建议:** 在今年疫情频发、消费情绪低迷的情况下, 公司凭借渠道改革以及产品创新实现了较好增长, i 茅台线上直销平台建设成果斐然, 随着系列酒产品结构改善以及产能逐渐释放, 明年茅台仍将有较强的增长动力。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 1280.85/ 1480.71/ 1704.66 亿元, 同比增长 17.0%/ 15.6%/ 15.1%。归母净利润 617.26/ 730.88/ 849.98 亿元, 同比增长 17.7%/ 18.4%/ 16.3%。对应 EPS 分别为 49.14/ 58.18/ 67.66 元。维持公司“买入-A”建议。

◆ **风险提示:** 食品安全问题; 行业竞争加剧; 市场化改革不及预期; 白酒消费税率存在改革可能性等。

财务数据与估值



会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	97,993	109,464	128,085	148,071	170,466
YoY(%)	10.3	11.7	17.0	15.6	15.1
净利润(百万元)	46,697	52,460	61,726	73,088	84,998
YoY(%)	13.3	12.3	17.7	18.4	16.3
毛利率(%)	91.7	91.8	91.9	92.1	92.2
EPS(摊薄/元)	37.17	41.76	49.14	58.18	67.66
ROE(%)	29.5	28.3	27.8	27.6	27.0
P/E(倍)	46.7	41.6	35.4	29.9	25.7
P/B(倍)	13.5	11.5	9.7	8.2	7.0
净利率(%)	47.7	47.9	48.2	49.4	49.9

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	185652	220766	261232	304604	358580	营业收入	97993	109464	128085	148071	170466
现金	36091	51810	93542	132396	177642	营业成本	8154	8983	10328	11748	13261
应收票据及应收账款	1533	0	1793	280	2107	营业税金及附加	13887	15304	18150	20700	23831
预付账款	898	389	1117	624	1381	营业费用	2548	2737	3330	3406	3750
存货	28869	33394	38188	43235	48675	管理费用	6790	8450	9222	10261	11762
其他流动资产	118261	135172	126591	128068	128776	研发费用	50	62	769	888	1023
非流动资产	27744	34403	37853	41254	44898	财务费用	-235	-935	-1263	-2440	-3494
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	1	0	0
固定资产	16225	17472	20273	22809	25401	公允价值变动收益	5	-2	-4	-0	-2
无形资产	4817	6208	6601	7102	7710	投资净收益	0	58	29	44	37
其他非流动资产	6701	10722	10979	11343	11787	营业利润	66635	74751	87593	103569	120386
资产总计	213396	255168	299085	345858	403479	营业外收入	11	69	11	11	11
流动负债	45674	57914	63741	65383	70744	营业外支出	449	292	292	292	292
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	66197	74528	87312	103289	120105
应付票据及应付账款	1342	2010	1844	2540	2409	所得税	16674	18808	21994	26029	30254
其他流动负债	44331	55904	61897	62844	68336	税后利润	49523	55721	65318	77260	89850
非流动负债	1	296	296	296	296	少数股东损益	2826	3260	3593	4172	4852
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	46697	52460	61726	73088	84998
其他非流动负债	1	296	296	296	296	EBITDA	66431	74453	86557	101605	117453
负债合计	45675	58211	64037	65680	71041	主要财务比率					
少数股东权益	6398	7418	11011	15183	20035	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
股本	1256	1256	1256	1256	1256	成长能力					
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	营业收入(%)	10.3	11.7	17.0	15.6	15.1
留存收益	157769	185860	217276	254436	297652	营业利润(%)	12.9	12.2	17.2	18.2	16.2
归属母公司股东权益	161323	189539	224037	264996	312403	归属于母公司净利润(%)	13.3	12.3	17.7	18.4	16.3
负债和股东权益	213396	255168	299085	345858	403479	获利能力					
						毛利率(%)	91.7	91.8	91.9	92.1	92.2
						净利率(%)	47.7	47.9	48.2	49.4	49.9
						ROE(%)	29.5	28.3	27.8	27.6	27.0
						ROIC(%)	30.2	28.7	28.4	28.2	27.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	21.4	22.8	21.4	19.0	17.6
						流动比率	4.1	3.8	4.1	4.7	5.1
						速动比率	0.8	0.9	1.5	2.0	2.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	65.4	142.8	142.8	142.8	142.8
						应付账款周转率	5.7	5.4	5.4	5.4	5.4
						估值比率					
						P/E	46.7	41.6	35.4	29.9	25.7
						P/B	13.5	11.5	9.7	8.2	7.0
						EV/EBITDA	32.4	28.7	24.3	20.3	17.2

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn