

# 贵州茅台 (600519)

## 2022 年度生产经营情况简评

买入 (维持)

2022 年 12 月 30 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	109,464	127,416	146,911	169,168
同比	12%	16%	15%	15%
归属母公司净利润 (百万元)	52,460	62,677	72,939	84,527
同比	12%	19%	16%	16%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	41.76	49.89	58.06	67.29
P/E (现价&最新股本摊薄)	41.16	34.45	29.61	25.55

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

事件: 经初步核算, 2022 年度公司生产茅台酒基酒 5.68 万吨左右, 系列酒基酒 3.50 万吨左右。预计实现营业总收入 1272 亿元左右, 其中茅台酒营业收入 1077 亿元左右, 系列酒营业收入 157 亿元左右。预计实现归属于上市公司股东的净利润 626 亿元左右, 同比+19.33%左右。

■ 业绩符合预期, 全年完美收官。公司预计 22 年实现总营收 1272 亿元左右, 同比+16.20%左右, 超过公司年初既定 15%的目标; 归母净利润 626 亿元左右, 同比+19.33%左右, 符合预期。分品类看, 茅台酒营业收入 1077 亿元左右, 同比+15.2%, 系列酒营业收入 157 亿元左右, 同比+24.7%, 高速增长。单 22Q4 预计实现总收入 374 亿元左右, 同比+15.2%, 归母净利润 182 亿元左右, 同比+19.8%, 其中 Q4 茅台酒收入 333 亿元左右, 同比+17%, 环比 Q3 提速, 系列酒收入 32 亿元左右, 同比+3%, 主要系茅台 1935 控货。

■ 茅台酒量价齐升, 渠道保持健康。1) 茅台酒方面, 我们预计销量同比增加 7-8pct 左右, 价增主要来源于精品酒和年份酒在年初实现提价、直销占比持续提升 (前 3Q 直销占比同比提升 17pct); 2) 系列酒方面, 茅台 1935 营收超 42 亿元, 提升系列酒整体批价, 经济下行压力影响下, 其他系列酒今年收入下降 10%左右。总体看, 全年公司依靠强劲品牌力保持月度回款月度发货, 库存始终在 1 个月以内的低位, 渠道保持健康。

■ 市场改革稳步推进, 业绩弹性点仍多。茅台基酒产能在 2019-2020 年保持年均 5 万吨的生产, 明年继续实现量增可期; 同时公司积极推进市场化改革, i 茅台全年营收超百亿, 经销商第三代专卖店在年底前基本装修完成, 后续有望跟 i 茅台相连, 进一步打通线上线下。长期茅台酒价格在品牌力支撑、市场化改革之下, 仍有较多调整价格体系的方式, 享受价格红利, 当前体外利润依旧丰厚。

■ 生产端从容扩产, 目标规划逐步达成。上个月公司表决通过《关于投资建设茅台酒“十四五”技改建设项目的议案》, 该技改项目建成后可新增茅台酒实际产能约 1.98 万吨/年, 茅台酒的实际产能有望从 5.6 万吨提升到 7.6 万吨左右, 为更长期的目标达成奠定产能基础。

■ 盈利预测与投资评级: 大环境长期向好趋势不变, 茅台利润贡献点仍多, 渠道表现良性, 我们上调 22-24 年归母净利润为 627/729/845 亿元(前值为 620/721/836 亿元), 分别同比+19%/16%/16%(前值为 18%/16%/16%), 当前市值对应 PE 为 34/30/26X, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 疫情反复超预期、需求疲软超预期、食品安全问题。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	1,719.00
一年最低/最高价	1,333.00/2,088.98
市净率(倍)	10.45
流通 A 股市值(百万元)	2,159,404.02
总市值(百万元)	2,159,404.02

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	164.55
资产负债率(% ,LF)	13.85
总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股(百万股)	1,256.20

### 相关研究

《贵州茅台(600519): 股东底部增持, 信心更上一层楼》

2022-11-29

《贵州茅台(600519): 2022 年三季报点评: 实际报表质量佳, 长期行稳致远》

2022-10-17

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>220,766</b>	<b>260,548</b>	<b>308,177</b>	<b>364,245</b>	<b>营业总收入</b>	<b>109,464</b>	<b>127,416</b>	<b>146,911</b>	<b>169,168</b>
货币资金及交易性金融资产	51,810	88,132	133,962	184,477	营业成本(含金融类)	9,157	9,798	10,386	11,217
经营性应收款项	389	3,271	4,013	4,738	税金及附加	15,304	17,583	20,274	23,345
存货	33,394	33,717	34,602	39,122	销售费用	2,737	3,313	3,673	3,891
合同资产	0	0	0	0	管理费用	8,450	7,900	9,255	10,996
其他流动资产	135,172	135,428	135,600	135,908	研发费用	62	64	77	90
<b>非流动资产</b>	<b>34,403</b>	<b>38,387</b>	<b>40,714</b>	<b>43,993</b>	财务费用	-935	-9	-12	-17
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	21	38	44	51
固定资产及使用权资产	17,835	17,754	17,957	17,971	投资净收益	58	64	51	78
在建工程	2,322	6,362	8,482	11,742	公允价值变动	-2	4	2	4
无形资产	6,208	6,243	6,258	6,273	减值损失	-13	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	139	129	119	108	<b>营业利润</b>	<b>74,751</b>	<b>88,873</b>	<b>103,355</b>	<b>119,779</b>
其他非流动资产	7,898	7,898	7,898	7,898	营业外净收支	-223	-157	-130	-121
<b>资产总计</b>	<b>255,168</b>	<b>298,934</b>	<b>348,891</b>	<b>408,238</b>	<b>利润总额</b>	<b>74,528</b>	<b>88,715</b>	<b>103,225</b>	<b>119,658</b>
<b>流动负债</b>	<b>57,914</b>	<b>62,644</b>	<b>65,982</b>	<b>69,385</b>	减:所得税	18,808	22,179	25,806	29,914
短期借款及一年内到期的非流动负债	104	104	104	104	<b>净利润</b>	<b>55,721</b>	<b>66,537</b>	<b>77,418</b>	<b>89,743</b>
经营性应付款项	2,010	1,611	1,622	1,506	减:少数股东损益	3,260	3,859	4,479	5,216
合同负债	12,718	18,029	18,488	18,845	<b>归属母公司净利润</b>	<b>52,460</b>	<b>62,677</b>	<b>72,939</b>	<b>84,527</b>
其他流动负债	43,082	42,900	45,768	48,930	每股收益-最新股本摊薄(元)	41.76	49.89	58.06	67.29
非流动负债	296	296	296	296	EBIT	73,760	88,758	103,246	119,629
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	75,342	90,449	105,052	121,525
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.63	92.31	92.93	93.37
租赁负债	296	296	296	296	归母净利率(%)	47.92	49.19	49.65	49.97
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	11.71	16.40	15.30	15.15
<b>负债合计</b>	<b>58,211</b>	<b>62,940</b>	<b>66,279</b>	<b>69,682</b>	归母净利润增长率(%)	12.34	19.48	16.37	15.89
归属母公司股东权益	189,539	224,717	266,856	317,583					
少数股东权益	7,418	11,277	15,757	20,973					
<b>所有者权益合计</b>	<b>196,958</b>	<b>235,994</b>	<b>282,612</b>	<b>338,556</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>255,168</b>	<b>298,934</b>	<b>348,891</b>	<b>408,238</b>					

  

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	64,029	69,586	80,840	89,526	每股净资产(元)	150.88	178.89	212.43	252.81
投资活动现金流	-5,562	-5,768	-4,213	-5,215	最新发行在外股份(百万股)	1,256	1,256	1,256	1,256
筹资活动现金流	-26,564	-27,500	-30,799	-33,797	ROIC(%)	30.21	30.69	29.82	28.85
现金净增加额	31,900	36,318	45,829	50,515	ROE-摊薄(%)	27.68	27.89	27.33	26.62
折旧和摊销	1,581	1,691	1,807	1,896	资产负债率(%)	22.81	21.05	19.00	17.07
资本开支	-3,406	-5,842	-4,275	-5,306	P/E(现价&最新股本摊薄)	41.16	34.45	29.61	25.55
营运资本变动	7,860	1,707	-1,158	-5,003	P/B(现价)	11.39	9.61	8.09	6.80

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

