

贵州茅台 (600519)

2022 年年报点评: 22 年高质量兑现, 23 年延续 15%增速目标

买入 (维持)

2023 年 03 月 31 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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	127,554	147,835	170,454	194,829
同比	17%	16%	15%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	62,716	73,048	84,479	97,051
同比	20%	16%	16%	15%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	49.93	58.15	67.25	77.26
P/E (现价&最新股本摊薄)	36.05	30.95	26.77	23.30

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 2022 年营业总收入 1276 亿元, 同比+16.5%, 归母净利润 627 亿元, 同比+19.6%。符合前期的公告披露。
- **全年直销占比 40%, 产品价格提升幅度超预期。** 全年分产品看, 茅台酒实现 1078 亿元, 同比+15.4%, 量 3.8 万吨, 同比+4.5%, 销量增加 0.16 万吨, 我们预计主要增量在精品(+500t)、珍品(+300t)、生肖酒及 100ml, 吨价 285 万元/吨, 同比+10.4%; 系列酒全年 159 亿元, 同比+26.5%, 量+0.3%/价+26.1%, 主要系茅台 1935 放量全年预计贡献销售额 50 亿左右, 其他系列酒下滑 10%左右。分渠道来看, 直销 494 亿元, 同比+105%, 量+95%/价+5%, 占营收比重提升到 40%, 同比大幅提升 17pct。i 茅台自去年 3.31 上线以后, 全年实现不含税销售收入 118.83 亿元, 截至 22 年末注册用户超 3000 万, 更重要的是成为茅台直营体系中非常重要抓手。
- **税金率保持稳定, 现金流优秀。** 公司 22 年销售毛利率 91.87%, 同比+0.33pct, 其中茅台酒毛利率 94.19%/+0.16pct 系列酒毛利率 77.22%/+3.53pct; 四个季度的税金率分别为 13.1%、16.7%、16.2%、12.9%, 全年税金率 14.5%, 维持正常区间; 期间费用率 8.91%, 保持稳定; 销售净利率实现 52.68%, 稳步提升+0.21pct。公司销售收现 1407 亿元, 同比+17.9%, 截至到 22 年末, 合同负债 154.7 亿元, 同比+27.5 亿元, 环比+36.3 亿元。
- **增速中枢有望延续 15%, 持续学习求变。** 公司持续稳健, 明确 2023 年总收入较上年度增长 15%, 从 22 年表现来看公司量价齐升仍有多种排列组合方式, 技改后茅台酒未来实际产能有望从 5.6 万吨提升至 7.6 万吨左右; 通过产品结构调整和丰富、i 茅台+直营渠道 (去年新增 7 家直营门店) 持续提升价格体系; 长期渠道利润仍有望逐步收回。在营销方面, 第三代专卖店、线上“巽风数字世界”、茅台冰淇淋&雪泥新品、二十四节气等都是持续学习的体现, 积极求变, 走好每一步高质量的发展。
- **盈利预测与投资评级:** 公司发展势能充足, 为龙头典范, 我们上调 2023-2024 年归母净利润实现 730/845 亿元 (前值为 729、845 亿元), 同比+16%/16% (前值为 16%、16%), 预计 2025 年归母净利润为 971 亿元, 同比+15%, 当前估值对应 PE 分别为 31/27/23 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动、需求恢复不及预期、食品安全问题。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,800.00
一年最低/最高价	1,333.00/2,077.00
市净率(倍)	11.45
流通 A 股市值(百万元)	2,261,156.04
总市值(百万元)	2,261,156.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	157.23
资产负债率(% ,LF)	19.42
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): 2022 年度生产经营情况简评》
2022-12-30
- 《贵州茅台(600519): 股东底部增持, 信心更上一层楼》
2022-11-29

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	216,611	270,146	328,180	395,205	营业总收入	127,554	147,835	170,454	194,829
货币资金及交易性金融资产	58,274	109,728	164,986	225,273	营业成本(含金融类)	10,199	11,015	11,896	12,967
经营性应收款项	1,024	3,749	4,633	5,464	税金及附加	18,496	20,815	24,000	27,432
存货	38,824	37,904	39,633	45,225	销售费用	3,298	3,696	4,347	4,968
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,012	10,348	11,932	13,638
其他流动资产	118,489	118,766	118,928	119,244	研发费用	135	148	170	195
非流动资产	37,753	43,176	46,942	51,659	财务费用	-1,392	-9	-14	-20
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	25	30	34	39
固定资产及使用权资产	20,145	21,503	23,144	24,596	投资净收益	64	74	87	98
在建工程	2,208	6,248	8,368	11,628	公允价值变动	0	4	2	4
无形资产	7,083	7,118	7,133	7,148	减值损失	-15	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	146	136	126	115	营业利润	87,880	101,929	118,247	135,790
其他非流动资产	8,170	8,170	8,170	8,170	营业外净收支	-178	-122	-74	-72
资产总计	254,365	313,322	375,122	446,864	利润总额	87,701	101,807	118,173	135,719
流动负债	49,066	59,392	63,716	67,740	减:所得税	22,326	25,676	29,898	34,201
短期借款及一年内到期的非流动负债	109	109	109	109	净利润	65,375	76,131	88,275	101,518
经营性应付款项	2,408	1,811	1,858	1,741	减:少数股东损益	2,659	3,083	3,796	4,467
合同负债	15,472	20,268	21,175	21,785	归属母公司净利润	62,716	73,048	84,479	97,051
其他流动负债	31,076	37,204	40,574	44,106	每股收益-最新股本摊薄(元)	49.93	58.15	67.25	77.26
非流动负债	334	334	334	334	EBIT	86,424	101,813	118,109	135,629
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	88,112	102,065	118,477	136,087
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	92.00	92.55	93.02	93.34
租赁负债	334	334	334	334	归母净利率(%)	49.17	49.41	49.56	49.81
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	16.53	15.90	15.30	14.30
负债合计	49,400	59,726	64,051	68,075	归母净利润增长率(%)	19.55	16.47	15.65	14.88
归属母公司股东权益	197,507	243,055	296,734	359,985					
少数股东权益	7,458	10,541	14,337	18,804					
所有者权益合计	204,965	253,596	311,071	378,789					
负债和股东权益	254,365	313,322	375,122	446,864					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36,699	84,672	90,176	99,227	每股净资产(元)	157.23	193.48	236.22	286.57
投资活动现金流	-5,537	-5,723	-4,120	-5,145	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	-57,425	-27,500	-30,799	-33,797	ROIC(%)	31.99	33.14	31.20	29.37
现金净增加额	-26,262	51,449	55,257	60,286	ROE-摊薄(%)	31.75	30.05	28.47	26.96
折旧和摊销	1,688	253	369	458	资产负债率(%)	19.42	19.06	17.07	15.23
资本开支	-5,306	-5,807	-4,219	-5,256	P/E(现价&最新股本摊薄)	36.05	30.95	26.77	23.30
营运资本变动	-29,127	2,394	-1,658	-5,931	P/B(现价)	11.45	9.30	7.62	6.28

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>

