

贵州茅台 (600519)

2022 年股东大会点评：让美更融，稳健前行 买入（维持）

2023 年 06 月 15 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	84,481	97,052
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）	34.59	29.70	25.68	22.35

关键词：#消费升级

投资要点

- **事件：**近期我们参加了贵州茅台 2022 年的股东大会，会上丁雄军董事长详细阐释了茅台美的“五线”生态体系，同时，公司对针对白酒行业发展趋势、价格市场化体系、产品创新、发展目标、研发投入以及国际化思考等问题解答，总结反馈如下：
- **全方位构建五线生态体系，高质量发展战略再升级。**本次股东大会定董事长将五线发展道路进一步升级至五线生态体系，将“美学”作为企业哲学、生态作为公司发展逻辑。其中蓝线聚焦“增长”，打造美的产业生态、产品生态和渠道生态，坚持产业链横纵延伸、产品端建立完整产品带和价格带、调控收藏老酒量价，渠道端推动各渠道相互协同；绿线聚焦“绿色”，打造美的质量生态和自然生态；白线聚焦聚焦“动力”，通过科技、数字化、改革和开放形成推动可持续发展动力体系，现；紫线聚焦“文化”，打造美的文化生态和共同体生态；红线聚焦“安全”，打造包括安全生产体系、环境治理体系、风险防控体系在内的美的安全生态。公司将“五线”通过美学串联，通过全方位生态体系的构建，有望推动更稳定、可持续、长久发展。
- **坦诚对话，释放积极信号。**1) **行业发展：**白酒产业是长周期、可持续发展产业，公司已成功布局 200 元到 20 万之间的价格带，消费者画像愈加精准。2) **产品提价：**茅台酒本质属性是商品属性，飞天价格是由市场、供需关系等多方面因素决定，要科学看待，公司相信市场化和法治化，希望通过不同的策略，最终实现回到公司的价值创造和股东的价值创造上来。3) **经销商扩容：**茅台酒、酱香系列酒渠道生态正在逐步走向多样化，全方位布局专卖店、传统商超卖场、新零售、电商等渠道，同时以整个直营体系和团购业务布局 C 端，自主形成 B 端、C 端互相协同、共同服务于消费者的业态，寻找最佳平衡点。截止 6 月 12 日，i 茅台用户突破 4100 万人，交易额达到 270 亿元；巽风用户数为 370 万、日活 50 万人，达成 21 亿元营收。4) **国际化规划清晰：**23 年是国际化战略布局年，23 年开始将探索、布局新渠道和产品，25 年力争形成茅台特色国际化路径，工具箱包括管理、人才、金融等多种工具，管理团队咬定迈向世界一流的目标，做好国际化路径。
- **盈利预测与投资评级：**公司全年增长目标坚定，发展动能充足。我们维持 2023-25 年归母净利润 730.5/844.8/970.5 亿元，同比+16%/+16%/15%，当前市值对应 PE 分别为 30/26/22X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济复苏不及预期、动销复苏不及预期、食品安全问题

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,726.88
一年最低/最高价	1,333.00/2,077.00
市净率(倍)	9.94
流通 A 股市值(百万元)	2,169,302.86
总市值(百万元)	2,169,302.86

基础数据

每股净资产(元,LF)	173.76
资产负债率(% ,LF)	12.36
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)：23 年 1 季报点评：龙头业绩超预期稳健，增强信心》

2023-04-26

《贵州茅台(600519)：一季度主要经营数据点评：业绩略高于市场预期，发展动能充足》

2023-04-17

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	216,611	271,775	331,438	400,093	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	111,356	168,244	230,161	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	41,547	43,685	46,773	财务费用	(1,392)	(9)	(15)	(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	19,874	19,887	19,711	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	135,791
其他非流动资产	8,170	8,170	8,170	8,170	营业外净收支	(178)	(122)	(72)	(70)
资产总计	254,365	313,322	375,123	446,866	利润总额	87,701	101,807	118,175	135,721
流动负债	49,066	59,392	63,716	67,740	减:所得税	22,326	25,676	29,898	34,202
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	88,277	101,519
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	84,481	97,052
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	103,694	120,106	137,715
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	296,735	359,987					
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	311,072	378,792					
负债和股东权益	254,365	313,322	375,123	446,866					

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	86,301	91,804	100,855	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)	(4,118)	(5,143)	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)	53,078	56,887	61,915	ROE-摊薄(%)	31.75	30.05	28.47	26.96
折旧和摊销	1,688	1,881	1,997	2,086	资产负债率(%)	19.42	19.06	17.07	15.23
资本开支	(5,306)	(5,807)	(4,217)	(5,255)	P/E(现价&最新股本摊薄)	34.59	29.70	25.68	22.35
营运资本变动	(29,127)	2,394	(1,658)	(5,931)	P/B(现价)	10.98	8.93	7.31	6.03

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>

