

稳健增长韧性十足，全年目标完成无虞

投资要点

- 事件:** 公司披露 2022 年 1-9 月主要经营数据，前三季度预计实现营业总收入 898 亿元，同比+16.5%左右，归母净利润 444 亿元，同比+19.1%左右；其中单 Q3 营业总收入 303 亿元，同比+15.2%左右，归母净利润 146 亿元，同比+15.8%左右，业绩略低于市场预期。
- 经营态势稳健，增长韧性十足。** 在国内疫情散点爆发的背景下，公司延续稳健经营态势，双节期间茅台酒和系列酒动销平稳，渠道库存处于良性；普飞中秋旺季后批价小幅回调，当前散瓶普飞批价稳定在 2730 元左右，彰显出强大的需求韧性。分产品看，预计三季度普飞需求保持稳定，公司加大年份酒、生肖等非标产品投放量，产品结构继续上移，带动吨价稳步提升；系列酒渠道推力足，在同价位竞品中竞争优势突出，预计仍延续较快增长。渠道方面，三季度 i 茅台数字营销平台延续良好反馈，带动直销占比稳步提升。
- 强化消费者培育，提升品牌影响力。** 公司明确 2022 年茅台要“大踏步”改革的发展基调，在“五合营销法”和“五线发展道路”指引下，公司大力开展事件营销活动，强化消费者培育力度，持续扩大品牌影响力。据“微酒”报道，8 月中旬以来，公司以中秋以及后续的国庆节为契机，在 25 个省区开展了 348 场市场活动，包含 i 茅台线下推广、茅台冰淇淋推广、品鉴活动等系列活动；公司在下半年推出第三代茅台专卖店，并打造茅酒之源、中国酒文化城、“茅台天街”、茅草台等沉浸式、体验式文化场景，以此更好地丰富消费者的文化体验。品牌活力持续提升。
- 全年目标完成无虞，长线发展后劲十足。** 1、年内来看，伴随疫情管控向好，宏观经济和消费信心有望稳步复苏，叠加贵州稳步推进复工复产复市，Q4 环比加速可期；在前三季度任务进度完成较好的背景下，公司全年 15% 的收入增长目标完成无虞，短期业绩确定性高。2、中长期看，公司提倡“美时代、美生活”，坚持“五线发展道路”和“五合营销法”，积极推动营销体系改革，大踏步改革攻坚正当时。当前产品矩阵多点开花，市场化改革成效显著，中长期产能扩张预期明确，长线发展后劲十足。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 50.16 元、59.22 元、69.46 元，对应动态 PE 分别为 35 倍、30 倍、25 倍。公司 22 年规划目标积极，改革动作持续落地，看好公司持续成长，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济大幅下滑风险，新冠疫情反复风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	1094.64	1295.08	1515.72	1759.48
增长率	11.71%	18.31%	17.04%	16.08%
归属母公司净利润(亿元)	524.60	630.16	743.89	872.50
增长率	12.34%	20.12%	18.05%	17.29%
每股收益 EPS(元)	41.76	50.16	59.22	69.46
净资产收益率 ROE	28.29%	28.29%	27.81%	27.29%
PE	42	35	30	25
PB	11.66	9.81	8.24	6.95

数据来源: Wind, 西南证券

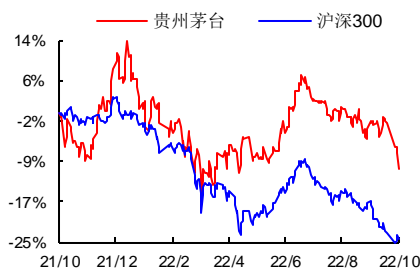
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn

联系人: 王书龙
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn

联系人: 笄文钊
电话: 023-63786049
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.56
流通 A 股(亿股)	12.56
52 周内股价区间(元)	1603.0-2194.09
总市值(亿元)	22,109.08
总资产(亿元)	2,551.68
每股净资产(元)	150.88

相关研究

- 贵州茅台(600519): 改革成效显著, 业绩稳步兑现 (2022-08-03)
- 贵州茅台(600519): 稳健增长韧性十足, 深化改革砥砺前行 (2022-07-22)
- 贵州茅台(600519): 22Q1 业绩超预期, 看好全年加速成长 (2022-04-27)
- 贵州茅台(600519): 21 年完美收官, 22 年成长提速 (2022-04-01)

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1094.64	1295.08	1515.72	1759.48	净利润	557.21	669.33	790.12	926.72
营业成本	89.83	103.94	117.74	133.01	折旧与摊销	14.80	22.47	25.94	29.34
营业税金及附加	153.04	184.55	215.99	250.73	财务费用	-9.35	-12.58	-15.30	-21.55
销售费用	27.37	31.08	36.38	42.23	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	84.50	93.25	104.58	116.13	经营营运资本变动	-72.50	-398.75	-257.00	-283.94
财务费用	-9.35	-12.58	-15.30	-21.55	其他	150.13	0.02	0.01	0.01
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	640.29	280.48	543.77	650.58
投资收益	0.58	0.00	0.00	0.00	资本支出	-13.21	-30.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	其他	-42.41	-0.02	-0.01	-0.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-55.62	-30.02	-20.01	-20.01
营业利润	747.51	894.82	1056.31	1238.94	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.23	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	745.28	894.82	1056.31	1238.94	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	188.08	225.50	266.19	312.21	支付股利	-242.36	-262.30	-315.08	-371.95
净利润	557.21	669.33	790.12	926.72	其他	-23.28	1.05	15.30	21.55
少数股东损益	32.60	39.16	46.23	54.23	筹资活动现金流净额	-265.64	-261.25	-299.78	-350.39
归属母公司股东净利润	524.60	630.16	743.89	872.50	现金流量净额	319.00	-10.78	223.98	280.18
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	518.10	507.32	731.30	1011.48	成长能力				
应收和预付款项	4.22	4.91	5.57	6.31	销售收入增长率	11.71%	18.31%	17.04%	16.08%
存货	333.94	386.40	437.70	494.44	营业利润增长率	12.18%	19.71%	18.05%	17.29%
其他流动资产	1351.39	1648.13	1928.92	2239.14	净利润增长率	12.51%	20.12%	18.05%	17.29%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.19%	20.15%	17.93%	16.85%
投资性房地产	0.05	0.05	0.05	0.05	获利能力				
固定资产和在建工程	197.94	215.14	221.71	227.74	毛利率	91.79%	91.97%	92.23%	92.44%
无形资产和开发支出	62.08	52.56	40.18	24.95	三费率	9.37%	8.63%	8.29%	7.78%
其他非流动资产	83.95	83.81	83.67	83.53	净利率	50.90%	51.68%	52.13%	52.67%
资产总计	2551.68	2898.31	3449.10	4087.65	ROE	28.29%	28.29%	27.81%	27.29%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	21.84%	23.09%	22.91%	22.67%
应付和预收款项	176.67	211.91	245.54	282.71	ROIC	38.69%	38.99%	38.12%	39.10%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	68.79%	69.86%	70.39%	70.86%
其他负债	405.43	320.28	362.40	409.00	营运能力				
负债合计	582.11	532.19	607.95	691.71	总资产周转率	0.47	0.48	0.48	0.47
股本	12.56	12.56	12.56	12.56	固定资产周转率	6.50	7.35	8.57	10.03
资本公积	13.75	13.75	13.75	13.75	应收账款周转率	—	—	—	—
留存收益	1858.60	2226.46	2655.27	3155.82	存货周转率	0.29	0.29	0.29	0.29
归属母公司股东权益	1895.39	2252.77	2681.58	3182.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.00%	—	—	—
少数股东权益	74.18	113.35	159.58	213.80	资本结构				
股东权益合计	1969.58	2366.12	2841.16	3395.94	资产负债率	22.81%	18.36%	17.63%	16.92%
负债和股东权益合计	2551.68	2898.31	3449.10	4087.65	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.81	4.81	5.13	5.45
					速动比率	3.24	4.08	4.41	4.73
					股利支付率	46.20%	41.62%	42.36%	42.63%
业绩和估值指标					每股指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	752.96	904.71	1066.95	1246.72	每股收益	41.76	50.16	59.22	69.46
PE	42.14	35.08	29.72	25.34	每股净资产	150.88	179.33	213.47	253.31
PB	11.66	9.81	8.24	6.95	每股经营现金	50.97	22.33	43.29	51.79
PS	20.20	17.07	14.59	12.57	每股股利	19.29	20.88	25.08	29.61
EV/EBITDA	28.57	23.79	19.96	16.86					
股息率	1.10%	1.19%	1.43%	1.68%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人、销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn