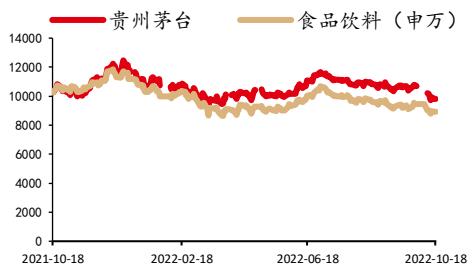


股票投资评级

推荐|维持

个股表现



资料来源：wind，中邮证券研究所

公司基本情况

52周内高	2216.96
52周内低	1593.00
总市值(亿元)	21588
流通市值(亿元)	21588
总股本(亿股)	12.56
A股(亿股)	12.56
—已流通(亿股)	12.56
—限售股(亿股)	0.00

研究所

分析师：蔡雪昱

SAC 登记编号：S1340522070001

Email: caixueyu@cnpsec.com

贵州茅台（600519.SH）：

直销继续放量，税金高位，后续势能十足

● 事件

公司发布2022年三季报，实现营业总收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为897.86、444.00、443.93亿元，分别同比增长16.52%、19.14%、18.84%。单三季度实现收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为303.42、146.06、146.30亿元，分别同比增长15.23%、15.81%、15.13%，收入利润均略微高于业绩预告。

● 核心观点：

茅台酒平稳、系列酒提速，新渠道继续助力直销占比大幅提升。前三季度实现茅台酒收入744.00亿元+14.48%、系列酒125.40亿元+31.45%，其中直销收入318.82亿元+117.10%，批发550.59亿元-8.00%，直销占比白酒业务36.67%、同比/环比上半年分别增加16.97、0.28个百分点，国内/国外收入分别为841.67/27.73亿元，分别同比增长16.27%/29.26%。公司前三季度通过“i茅台”实现酒类收入84.62亿元（不含税、主要贡献在Q2/Q3）。

单三季度茅台酒/系列酒收入244.35、49.42亿元，分别增长10.85%、42.04%，直销收入为109.32亿元+111.03%、同比增加了57.52亿元、其中i茅台贡献40.45亿元，批发收入184.45亿元、减少-9.32%，直销占比白酒业务为37.21%、同比增加16.92个百分点。三季度末国内经销商2084个、较年初减少5个、和年中持平，国外经销商104个、保持稳定。

三季度末应收票据1.46亿、同比减少接近4个亿、持续控制在较低水平，预收款（合同负债+其他应付款）173.23亿回到较高水位、环比增加近10亿、同比增加34.61亿元，持续增加。单三季度销售现348.71亿+19.58%，财务公司客户存款和同业存放款项净增加额减少、支付税费增加致经营活动现金流量净额下降37.36%。经营质量较好。

生产节奏估计继续提前、税金比例继续增加。公司前三季度毛利率92.11%、税金比例15.19%，分别增加0.65、1.43个百分点，估计消费税比例继续提升、较上半年增加更多，主要与生产节奏相关。前三季度销售费用率2.68%、同增0.18个百分点，管理费用率（含研发）6.33%、财务费用率-1.12%（利息收入），分别同比减少0.75、0.32

个百分点。前三季度净利率 49.45%、提升 1.09 个百分点。单三季度毛利率 91.64%、税金比例 16.24%、销售费用率 2.96%，分别同比增加 0.54、2.38、0.56 个百分点，管理费用率（含研发）6.56%、财务费用率-1.11%，分别减少 0.83、0.18 个百分点，单三季度净利率 48.14%、同比增加 0.24 个百分点。

● 盈利预测与投资建议

公司在疫情点状散发、9 月初贵州贵阳等地受到影响的背景下，三季度高端酒保持稳健增长、系列酒提速，面对行业性的批价疲软、公司灵活调整直销及 i 茅台的投放节奏。税金比例持续处在较高位置、在今年整体报表端有余力的情况下蓄水，销售费用率对应系列酒的加快节奏而有所提升，直营比例提升带动高端酒毛利率提升抵消系列酒占比提升的影响，预收款进一步向历史高位靠近、后续势能十足。我们维持前期盈利预测，预计 2022 年~2024 年收入增速为 16.60%、15.59%、15.35%，归母净利润增速为 19.15%、16.92%、16.57%，EPS 为 49.76、58.18、67.82 元/股，考虑到改革红利持续释放，维持前期 2500 元的目标价、对应明年 43 倍 PE，维持“推荐”评级。

● 风险提示

疫情出现反复；市场销售不及预期；产能扩张不及预期。

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入：亿元	1094.64	1276.37	1475.40	1701.86
同比增速%	11.71%	16.60%	15.59%	15.35%
归属于母公司净利润：亿元	524.60	625.08	730.84	851.95
同比增速%	12.34%	19.15%	16.92%	16.57%
EPS 元/股	41.76	49.76	58.18	67.82
PE	41.15	34.54	29.54	25.34

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 10 月 17 日收盘价

公司财务预测

资产负债表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	36091	5181	96457	13444	180279
应收账款+票据	1533	0	1416	1636	1888
预付账款	898	389	1330	1538	1774
存货	28869	3339	35424	39899	44814
其他	118261	1351	123666	12368	123705
流动资产合计	18565	2207	258294	301199	352459
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	16225	1783	18636	21204	23540
在建工程	2447	2322	3358	3393	2429
无形资产	4817	6208	6001	5794	5588
其他非流动资产	4254	8037	7967	7896	7896
非流动资产合计	27744	3440	35962	38289	39452
资产总计	21339	2551	294256	33948	391911
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款+票据	1342	2010	1967	2216	2489
其他	44331	5590	61071	66620	72799
流动负债合计	45674	5791	63038	68836	75288
长期带息负债	0	296	241	187	128
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	1	0	0	0	0
非流动负债合计	1	296	241	187	128
负债合计	45675	5821	63280	69023	75416
少数股东权益	6398	7418	11371	15707	20760
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	15869	1869	216974	25212	293104
股东权益合计	16772	1969	230976	27046	316495
负债和股东权益	21339	2551	294256	33948	391911

现金流量表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	52601	5899	66461	77420	90248
折旧摊销	1317	1480	1441	1673	1837
财务费用	-235	-935	-246	-394	-543
存货减少	-3584	-4525	-2030	-4475	-4915
营运资金变动	857	7860	724	876	1029
其它	713	1053	1934	4388	4741
经营活动现金流	51669	6392	68283	79489	92397
资本支出	-2161	-3410	-3000	-4000	-3000
长期投资	295	-2144	0	0	0
其他	61	-8	11615	87	174
投资活动现金流	-1805	-5562	8615	-3913	-2826
债权融资	0	296	-55	-54	-59
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-24128	-2686	-32196	-37538	-43674
筹资活动现金流	-24128	-2656	-32251	-37592	-43732
现金净增加额	25737	3179	44647	37983	45838

利润表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	97993	109464	127637	147540	170186
营业成本	8154	8983	9968	11228	12611
税金及附加	13887	15304	19668	21850	24863
营业费用	2548	2737	3427	4227	5046
管理费用	6840	8512	8971	10664	12131
财务费用	-235	-935	-246	-394	-543
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收	5	-2	0	0	0
投资净收益	0	58	80	120	250
其他	2908	3108	3093	3424	3992
营业利润	69713	78025	89023	103509	120320
营业外净收益	-438	-223	-162	-20	10
利润总额	69275	77802	88861	103489	120330
所得税	16674	18808	22399	26069	30083
净利润	52601	58995	66461	77420	90248
少数股东损益	2826	3260	3953	4336	5054
归属于母公司净	49775	55734	62508	73084	85194

财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	10.29%	11.71%	16.60	15.59	15.35%
EBIT	12.20%	11.57%	20.41	16.34	16.19%
EBITDA	12.07%	11.58%	19.96	16.34	16.09%
归母净利润	13.33%	12.34	19.15	16.92	16.57%
获利能力					
毛利率	91.68%	91.79	92.19	92.39	92.59%
净利率	50.54%	50.90	52.07	52.47	53.03%
ROE	28.95%	27.68	28.46	28.69	28.81%
ROIC	36.30%	39.91	43.48	53.60	60.96%
偿债能力					
资产负债	21.40%	22.81	21.50	20.33	19.24%
流动比率	4.1	3.8	4.1	4.4	4.7
速动比率	0.8	0.9	1.6	2.0	2.4
营运能力					
应收账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
每股指标(元)					
每股收益	37.2	41.8	49.8	58.2	67.8
每股经营现金流	41.1	50.9	54.4	63.3	73.6
每股净资产	128.4	150.9	174.8	202.8	235.4
估值比率					
市盈率	46.2	41.2	34.5	29.5	25.3
市净率	13.4	11.4	9.8	8.5	7.3
EV/EBITDA	37.0	33.8	23.1	19.6	16.5
EV/EBIT	37.7	34.5	23.5	19.9	16.8

资料来源:公司公告, Wind, 中邮证券研究所预测

注:股价为2022年10月17日收盘价

中邮证券投资评级标准

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。