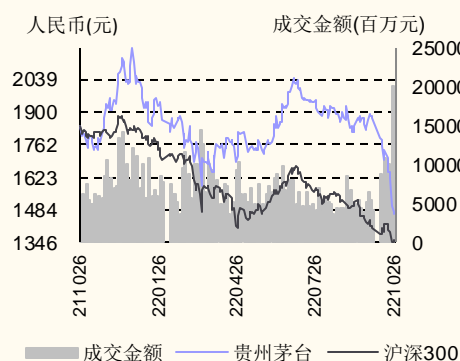


市场价格 (人民币): 1464.08 元

逆势中信比金坚，底部守望确定性

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	12.56
已上市流通 A 股(亿股)	12.56
总市值(亿元)	18,391.74
年内股价最高最低(元)	2170.66/1464.08
沪深 300 指数	3657
上证指数	3000



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	97,993	109,464	126,737	146,934	168,963
营业收入增长率	10.3%	11.7%	15.8%	15.9%	15.0%
归母净利润(百万元)	46,697	52,460	61,829	72,483	83,999
归母净利润增长率	13.3%	12.3%	17.9%	17.2%	15.9%
摊薄每股收益(元)	37.17	41.76	49.22	57.70	66.87
每股经营性现金流净额	41.13	50.97	49.91	59.00	68.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.9%	27.7%	28.2%	28.5%	28.5%
P/E	53.75	49.09	29.75	25.37	21.90
P/B	15.56	13.59	8.39	7.24	6.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 近期白酒板块及公司情绪面回落明显，截至 26 日 10 月涨跌幅为-21.8%。

经营分析

- 从基本面的维度看：1) 公司 Q3 业绩已落地，收入端及利润端均保持了 15%+ 的增速及优异的预收款&现金流。2) 飞天前期批价回落的态势在 10 月中旬配额到货后已经企稳，短期供需错配因素已经消除，目前散瓶/整箱批价回升至 2700/3000 元左右，库存 1 个月内维持低位。基于此，我们认为公司保持中高双位数增速仍具备基本面支撑，来年开门红无需过度悲观。
- 今年处于茅台改革持续加速兑现的一年：1) 从年初集团营销公司改制，到技开等公司酒类业务整合，公司治理在稳步提升，从表现上看少数股东损益占比较去年已有明显回落；2) i 茅台正式上线后正逐渐发挥枢纽作用，伴随三代专卖店逐步亮相铺设，渠道体系改革正稳步推进；3) 对公司而言，丰厚的渠道利润是未来业绩稳健发展的护城河，渠道议价能力行业内无二。
- 节后来看沪港通资金处于持续净流出的状态，但我们认为集中性卖出的压力阈值已过。具体而言，10 月 24 日茅台沪港通净流出达 43.7 亿，11~25 日累积净流出达 148.5 亿。整体而言，我们认为当前市场的担忧点根本是对于茅台动销或需求的预期，而在过去不同周期的演绎中已有呈现茅台穿越周期的韧性。
- 短期回调后，当前茅台 PE-TTM 约 31X，处于近 3 年来估值底部，近 5 年来的 20%分位，近 10 年来的 55%分位。我们认为：目前公司定价属性中消费品&奢侈品要素更强烈（18 年飞天批价约 1500-1700 元，目前已有明显提升），且近年来公司业绩增长中枢有所上移，公司治理及改革等基本面环比向好。参考海外龙头的定价框架，在目前外部风险扰动的背景下，稳健+确定性龙头的估值中枢存在上移的溢价，目前的估值已经具备较高性价比。

投资建议

- 我们预计公司 22-24 年归母净利增速分别为 17.9%/17.2%/15.9%，对应归母净利 618/725/840 亿元；EPS 为 49.22/57.70/66.87 元，对应 PE 分别为 29.8/25.4/21.9X，维持“买入”评级。

风险提示

- 政策风险，宏观经济下行风险，疫情反复风险，食品安全问题。

相关报告

- 1.《高质量业绩兑现，多维改革持续推进 - 贵州茅台 22 年三季报点评》，2022.10.16
- 2.《稳健性首选，基本面态势向好无虞 - 贵州茅台 22Q3 业绩预告点评》，2022.10.13
- 3.《业绩稳步兑现，品牌之势破竹前行 - 贵州茅台中报点评》，2022.8.3
- 4.《盛夏之时，i 茅台助力美文化 - 贵州茅台跟踪点评》，2022.6.26
- 5.《一季度业绩超预期，直销建设再加速 - 贵州茅台一季报点评》，2022.4.26

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn叶韬 联系人
yetao@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	88,854	97,993	109,464	126,737	146,934	168,963	货币资金	13,252	36,091	51,810	78,633	111,728	150,756
增长率	10.3%	11.7%	15.8%	15.9%	15.0%		应收款项	1,540	1,567	33	323	375	431
主营业务成本	-7,576	-8,265	-9,157	-9,790	-11,013	-12,547	存货	25,285	28,869	33,394	33,529	38,017	43,657
%销售收入	8.5%	8.4%	7.7%	7.5%	7.4%		其他流动资产	118,997	122,078	138,953	147,208	155,298	163,411
毛利	81,278	89,728	100,307	116,946	135,922	156,416	流动资产	159,073	188,605	224,191	259,692	305,418	358,255
%销售收入	91.5%	91.6%	92.3%	92.5%	92.6%		%总资产	86.9%	88.4%	87.9%	88.4%	89.6%	90.6%
营业税金及附加	-12,733	-13,887	-15,304	-17,616	-20,350	-23,317	长期投资	320	30	176	176	176	176
%销售收入	14.3%	14.2%	13.9%	13.9%	13.8%		固定资产	17,663	18,673	19,794	20,628	21,410	22,312
销售费用	-3,279	-2,548	-2,737	-3,130	-3,600	-4,089	%总资产	9.6%	8.8%	7.8%	7.0%	6.3%	5.6%
%销售收入	3.7%	2.6%	2.5%	2.5%	2.4%		无形资产	4,886	4,965	6,348	7,231	7,620	7,802
管理费用	-6,168	-6,790	-8,450	-9,759	-11,270	-12,926	非流动资产	23,969	24,791	30,977	34,024	35,632	37,194
%销售收入	6.9%	6.9%	7.7%	7.7%	7.7%		%总资产	13.1%	11.6%	12.1%	11.6%	10.4%	9.4%
研发费用	-49	-50	-62	-76	-88	-101	资产总计	183,042	213,396	255,168	293,716	341,051	395,449
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%		短期借款	0	0	104	81	0	0
息税前利润 (EBIT)	59,049	66,453	73,753	86,365	100,613	115,983	应付款项	5,103	4,600	6,134	6,321	7,050	7,891
%销售收入	66.5%	67.8%	67.4%	68.1%	68.5%	68.6%	其他流动负债	35,990	41,074	51,676	56,749	64,505	73,038
财务费用	-7	235	935	1,326	1,950	2,699	流动负债	41,093	45,674	57,914	63,151	71,554	80,929
%销售收入	0.0%	-0.2%	-0.9%	-1.0%	-1.3%	-1.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-5	-71	-13	0	0	0	其他长期负债	73	1	296	215	157	114
公允价值变动收益	-14	5	-2	0	0	0	负债	41,166	45,675	58,211	63,367	71,711	81,043
投资收益	0	0	58	64	65	66	普通股股东权益	136,010	161,323	189,539	219,279	254,144	294,547
%税前利润	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其中：股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
营业利润	59,041	66,635	74,751	87,783	102,657	118,778	未分配利润	115,892	137,594	160,717	190,457	225,321	265,725
%销售率	66.4%	68.0%	68.3%	69.3%	69.9%	70.3%	少数股东权益	5,866	6,398	7,418	11,070	15,196	19,859
营业外收支	-259	-438	-223	-200	-190	-190	负债股东权益合计	183,042	213,396	255,168	293,716	341,051	395,449
税前利润	58,783	66,197	74,528	87,583	102,467	118,588	比率分析						
利润率	66.2%	67.6%	68.1%	69.1%	69.7%	70.2%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-14,813	-16,674	-18,808	-22,102	-25,858	-29,926	每股指标						
所得税率	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	每股收益	32.803	37.174	41.761	49.220	57.700	66.868
净利润	43,970	49,523	55,721	65,481	76,609	88,662	每股净资产	108.271	128.421	150.883	174.558	202.312	234.475
少数股东损益	2,764	2,826	3,260	3,652	4,126	4,663	每股经营现金净流	35.990	41.131	50.970	49.909	59.000	68.484
归属于母公司的净利润	41,206	46,697	52,460	61,829	72,483	83,999	每股股利	17.025	19.293	21.675	25.545	29.946	34.704
净利率	46.4%	47.7%	47.9%	48.8%	49.3%	49.7%	回报率						
							净资产收益率	30.30%	28.95%	27.68%	28.20%	28.52%	28.52%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	22.51%	21.88%	20.56%	21.05%	21.25%	21.24%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	投入资本收益率	31.12%	29.64%	27.98%	28.02%	27.93%	27.58%
净利润	43,970	49,523	55,721	65,481	76,609	88,662	增长率						
少数股东损益	2,764	2,826	3,260	3,652	4,126	4,663	主营业务收入增长率	15.10%	10.29%	11.71%	15.78%	15.94%	14.99%
非现金支出	1,249	1,388	1,594	1,691	1,860	2,047	EBIT增长率	15.04%	12.54%	10.98%	17.10%	16.50%	15.28%
非经营收益	-40	-100	-1,146	-1,057	-207	-247	净利润增长率	17.05%	13.33%	12.34%	17.86%	17.23%	15.89%
营运资金变动	32	857	7,860	-3,419	-4,146	-4,433	总资产增长率	14.51%	16.58%	19.58%	15.11%	16.12%	15.95%
经营活动现金净流	45,211	51,669	64,029	62,696	74,115	86,029	资产管理能力						
资本开支	-3,149	-2,089	-3,406	-3,726	-3,313	-3,419	应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资	0	295	-2,144	0	0	0	存货周转天数	1,175.4	1,195.7	1,240.9	1,250.0	1,260.0	1,270.0
其他	-17	-11	-12	64	65	66	应付账款周转天数	64.8	63.1	66.8	66.0	65.8	65.6
投资活动现金净流	-3,166	-1,805	-5,562	-3,662	-3,248	-3,353	固定资产周转天数	62.2	60.4	58.3	51.3	45.2	40.6
股权募资	833	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	-23	-81	0	净负债/股东权益	-9.34%	-21.52%	-26.25%	-34.10%	-41.48%	-47.95%
其他	-20,117	-24,128	-26,564	-32,107	-37,632	-43,605	EBIT利息保障倍数	7,917.6	-283.2	-78.9	-65.1	-51.6	-43.0
筹资活动现金净流	-19,284	-24,128	-26,564	-32,130	-37,713	-43,605	资产负债率	22.49%	21.40%	22.81%	21.57%	21.03%	20.49%
现金净流量	22,761	25,737	31,900	26,903	33,155	39,071							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	78	110	173	356
增持	0	2	4	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.03	1.04	1.05	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

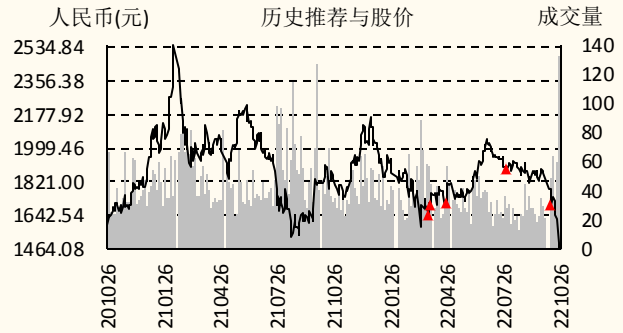
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-29	买入	1660.80	N/A
2	2022-03-31	买入	1730.10	N/A
3	2022-04-23	买入	1773.00	2070.00 ~
4	2022-04-26	买入	1708.00	N/A
5	2022-06-26	买入	2009.01	N/A
6	2022-08-03	买入	1879.98	N/A
7	2022-10-13	买入	1760.00	N/A
8	2022-10-16	买入	1737.61	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402