

贵州茅台 (600519.SH) 直销推进提速，旺季平稳过渡

2022 年 10 月 17 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

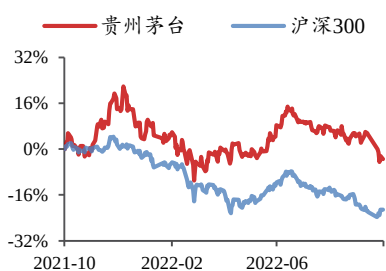
pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

日期	2022/10/17
当前股价(元)	1,718.50
一年最高最低(元)	2,216.96/1,593.00
总市值(亿元)	21,587.76
流通市值(亿元)	21,587.76
总股本(亿股)	12.56
流通股本(亿股)	12.56
近 3 个月换手率(%)	11.98

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《直营渠道成绩优异，未来改革深化空间充足——公司信息更新报告》-2022.8.4

《Q2 延续高增趋势，改革潜力逐步释放——公司信息更新报告》-2022.7.25

《Q1 业绩再超预期，成长性和确定性兼备——公司信息更新报告》-2022.4.27

● 市场化改革持续推进，业绩确定性强，维持“买入”评级

2022 年前三季度公司实现营业总收入 897.9 亿元，同比+16.5%，实现归母净利润 444.0 亿元，同比+19.1%。2022Q3 实现营业总收入 303.4 亿元，同比+15.2%，归母净利润 146.1 亿元，同比+15.8%，与前期业绩预告一致。公司市场化改革仍有空间，i 茅台顺利推进为下一步的市场化改革提供抓手和保障，我们维持 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年净利润分别为 620.6 亿元、735.7 亿元、860.6 亿元，同比分别+18.3%、+18.5%、+17.0%，EPS 分别为 49.40 元、58.56 元、68.51 元，当前股价对应 PE 分别为 34.8、29.3、25.1 倍，维持“买入”评级。

● 系列酒高增，茅台酒增速放缓，i 茅台带动直营占比快速提升

2022Q3 茅台酒实现收入 244.3 亿元，同比+10.9%，较上半年明显放缓，但渠道跟踪显示飞天茅台投放节奏正常，我们预计是受非标茅台投放节奏影响；系列酒实现收入 49.4 亿元，同比+42.0%，主要是新品 1935 贡献较大。Q3 直销收入 109.3 亿元，同比+111.0%，占比提升 16.9pct 至 37.2%，其中单三季度 i 茅台酒类不含税营收 40.5 亿元，后续随着品类丰富以及线下配送网点增加，i 茅台承载能力进一步释放，带动直营占比持续提升；批发收入 184.4 亿元，占比下降至 62.8%。

● 预收款增幅较大，现金流表现靓丽

2022Q3 合同负债 118.4 亿元，环比 Q2 增加 21.7 亿元，处于 2018 年以来的高位，公司销售趋势平稳，渠道回款积极性高。2022 年 Q3 销售商品、提供劳务收到现金 348.7 亿元，同比+19.6%，三季度公司实际状态好于利润表的呈现。

● Q3 毛利率微增，营业税金比率拖累净利率表现

2022Q3 毛利率同比+0.59pct 至 91.42%，直营占比快速提升抵消了产品结构下降对毛利率的负面影响。税金及附加比率同比+2.38pct，主要原因是外部销售确认节奏慢于内部生产节奏。销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比+0.56pct/-0.94pct/+0.11pct/-0.17pct。净利率同比-0.83pct 至 51.48%。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	97,993	109,464	128,434	149,626	171,472
YOY(%)	10.3	11.7	17.3	16.5	14.6
归母净利润(百万元)	46,697	52,460	62,059	73,567	86,058
YOY(%)	13.3	12.3	18.3	18.5	17.0
毛利率(%)	91.7	91.8	92.1	92.9	93.5
净利率(%)	47.7	47.9	48.3	49.2	50.2
ROE(%)	29.5	28.3	28.0	27.2	26.3
EPS(摊薄/元)	37.17	41.76	49.40	58.56	68.51
P/E(倍)	46.2	41.2	34.8	29.3	25.1
P/B(倍)	13.4	11.4	9.6	7.9	6.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	185652	220766	248769	304524	360891
现金	36091	51810	73830	132080	181469
应收票据及应收账款	1533	0	1798	297	2104
其他应收款	34	33	46	46	60
预付账款	898	389	1122	638	1379
存货	28869	33394	36833	36324	40740
其他流动资产	118226	135139	135139	135139	135139
非流动资产	27744	34403	39045	43848	49576
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	16225	17472	20688	23988	27385
无形资产	4817	6208	6601	7102	7710
其他非流动资产	6701	10722	11756	12758	14481
资产总计	213396	255168	287814	348372	410467
流动负债	45674	57914	51630	60297	62304
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1342	2010	1771	2168	1981
其他流动负债	44331	55904	49859	58129	60322
非流动负债	1	296	296	296	296
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	296	296	296	296
负债合计	45675	58211	51927	60593	62600
少数股东权益	6398	7418	11517	16221	21657
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	157769	185860	217684	255333	299341
归属母公司股东权益	161323	189539	224370	271557	326210
负债和股东权益	213396	255168	287814	348372	410467

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	51669	64029	54341	89918	87170
净利润	49523	55721	66158	78271	91493
折旧摊销	1317	1480	1439	1760	2110
财务费用	-235	-935	-1096	-1277	-1464
投资损失	-0	-58	0	0	0
营运资金变动	857	7860	-12163	11161	-4971
其他经营现金流	207	-39	3	4	1
投资活动现金流	-1805	-5562	-6085	-6566	-7839
资本支出	2090	3409	4643	4802	5728
长期投资	295	-2144	0	0	0
其他投资现金流	579	-4298	-1442	-1764	-2111
筹资活动现金流	-24128	-26564	-26236	-25103	-29941
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-24128	-26564	-26236	-25103	-29941
现金净增加额	25737	31900	22020	58249	49390

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	97993	109464	128434	149626	171472
营业成本	8154	8983	10132	10555	11119
营业税金及附加	13887	15304	18238	21247	24349
营业费用	2548	2737	3596	4190	3944
管理费用	6790	8450	8990	10175	11146
研发费用	50	62	103	120	137
财务费用	-235	-935	-1096	-1277	-1464
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	13	21	17	19	18
公允价值变动收益	5	-2	-3	-4	-1
投资净收益	0	58	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	66635	74751	88485	104633	122258
营业外收入	11	69	25	29	34
营业外支出	449	292	300	300	300
利润总额	66197	74528	88211	104361	121991
所得税	16674	18808	22053	26090	30498
净利润	49523	55721	66158	78271	91493
少数股东损益	2826	3260	4099	4704	5436
归属母公司净利润	46697	52460	62059	73567	86058
EBITDA	67514	76008	89650	106121	124101
EPS(元)	37.17	41.76	49.40	58.56	68.51

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	10.3	11.7	17.3	16.5	14.6
营业利润(%)	12.9	12.2	18.4	18.2	16.8
归属于母公司净利润(%)	13.3	12.3	18.3	18.5	17.0
获利能力					
毛利率(%)	91.7	91.8	92.1	92.9	93.5
净利率(%)	47.7	47.9	48.3	49.2	50.2
ROE(%)	29.5	28.3	28.0	27.2	26.3
ROIC(%)	30.7	29.3	29.4	28.8	28.0
偿债能力					
资产负债率(%)	21.4	22.8	18.0	17.4	15.3
净负债比率(%)	-21.5	-26.1	-31.2	-45.8	-52.1
流动比率	4.1	3.8	4.8	5.1	5.8
速动比率	0.8	0.9	1.5	2.2	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	65.4	142.8	142.8	142.8	142.8
应付账款周转率	5.7	5.4	5.4	5.4	5.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	37.17	41.76	49.40	58.56	68.51
每股经营现金流(最新摊薄)	41.13	50.97	43.26	71.58	69.39
每股净资产(最新摊薄)	128.42	150.88	178.61	216.17	259.68
估值比率					
P/E	46.2	41.2	34.8	29.3	25.1
P/B	13.4	11.4	9.6	7.9	6.6
EV/EBITDA	31.5	27.8	23.4	19.3	16.1

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn