

2023年03月31日
顾向君
H70420@capital.com.tw
目标价(元) 2300

贵州茅台(600519.SZ)

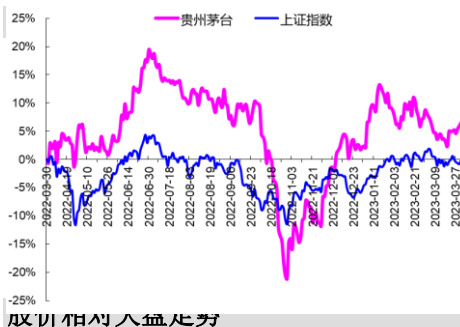
BUY 买进

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2023/3/30)	1800.00
上证指数(2023/3/30)	3261.25
股价 12 个月高/低	2050.88/1316.23
总发行股数(百万)	1256.20
A 股数(百万)	1256.20
A 市值(亿元)	22611.56
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 (54.01%)
每股净值(元)	157.23
股价/账面净值	11.45
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-1.5 4.0 6.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-01-03	1727	买进



直销瞩目，新一年再上一层楼

结论与建议：

业绩概要：

2022 年公司实现营业总收入 1275.5 亿，同比增 16.5%，录得净利润 627.2 亿，同比增 19.6%；4Q 实现收入 377.7 亿，同比增 16.5%，录得净利润 183.2 亿，同比增 20.6%。全年业绩略高于此前快报。

分红：每 10 股分现金股利 259.11 元

点评：

- 业绩答卷靓丽，全年目标超额达成。全年茅台酒实现收入 1078.3 亿，同比增 15.4%，其中量价分别增 4.5%和 10%；在“茅台 1935”的带动下系列酒实现收入 159.4 亿，同比增 27%，量稳价增，量价分别增 0.3%和 26%。四季度，茅台酒实现收入 334.3 亿，同比增 17.4%，系列酒收入 34 亿，同比增 11.2%，四季度系列酒增速放缓为公司主动调整发货节奏。报告期毛利率同比上升 0.3 个百分点至 92.1%，净利率同比上升 1.3 个百分点。
- 直销发威，“i 茅台”推进数字化转型。从渠道来看，全年传统渠道实现收入 743.9 亿，同比下降 9.3%，直销收入 493.8 亿，同比增 105.5%，直销收入占比达 39.9%；四季度传统渠道实现收入 193.3 亿，同比下降 12.8%，直销收入 175 亿，同比增 87.2%，直销收入占比达 47.5%。年内“i 茅台”成功上线，茅台 1935、100ml 飞天茅台等产品陆续亮相平台，至年末，“i 茅台”注册用户超 3000 万，实现收入 118.83 亿，占总收入比重 9.3%。
- 厚积薄发动力足。报告期茅台酒基酒产量约 5.68 万吨，系列酒基酒产量约 3.51 万吨，分别同比增 1%和 24%。产能上，茅台酒“十四五”技改项目（基酒产能 1.98 万吨/年，储酒能力 8.47 万吨）、3 万吨酱香系列酒技改项目、“十四五”酱香酒习水同民坝一期均在有序推进，未来发展打下坚实基础。
- 文化营销扩圈，品牌内涵深化。2022 年公司营销和产品创新方面硕果累累，年内公司与蒙牛联手，跨界推出茅台冰淇淋，触达年轻消费群体。2023 年伊始，公司顺应国潮趋势，推出二十四节气酒，官方定价 2899 元/瓶，在结合传统文化，丰富品牌内涵方面更进一步。
- 预计 2023-2024 年将分别实现净利润 739 亿和 856 亿，分别同比增 17.8%和 15.9%，EPS 分别为 58.81 元和 68.16 元，当前股价对应 PE 分别为 31 倍和 26 倍。短看 22Q4 合同负债余额 154.7 亿，同比增 22%，环比增 31%，预计 23Q1 开门红有望，当前估值合理，维持“买进”的投资建议。
- 风险提示：经济增长压力，营销改革不及预期
..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022F	2023F	2024F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	46697	52460	62716	73881	85623
同比增减	%	13.33	12.34	19.55	17.80	15.89
每股盈余 (EPS)	RMB 元	37.17	41.76	49.93	58.81	68.16
同比增减	%	13.32	12.35	19.56	17.79	15.89
市盈率(P/E)	X	48.43	43.10	36.05	30.61	26.41
股利 (DPS)	RMB 元	19.29	21.68	25.91	30.58	35.44
股息率 (Yield)	%	1.07	1.20	1.44	1.70	1.97

【投资评等说明】
评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2020	2021	2022F	2023F	2024F
营业收入	97993	109464	127554	148851	172364
经营成本	8154	8983	10093	11816	13603
营业税金及附加	13887	15304	18496	21584	24993
销售费用	2548	2737	3298	3497	4049
管理费用	6790	8450	9012	10517	12178
财务费用	-235	-935	-1392	-1624	-1881
资产减值损失				0	0
投资收益	0	58	64	55	82
营业利润	66635	74751	87880	102983	119345
营业外收入	11	69	71	71	71
营业外支出	449	292	249	282	310
利润总额	66197	74528	87701	102772	119106
所得税	16674	18808	22326	25759	29852
少数股东损益	2826	3260	2659	3132	3630
归属于母公司所有者的净利润	46697	52460	62716	73881	85623

附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022F	2023F	2024F
货币资金	36091	51810	58274	65267	71794
拆出资金	118200	135067	116173	140439	173556
应收账款	0	0	21	22	23
存货	28869	33394	38824	43872	49575
流动资产合计	185652	220766	216611	249599	294948
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	16225	17472	19743	21322	22388
在建工程	2447	2322	2208	2319	2435
非流动资产合计	27744	34403	37753	40774	43628
资产总计	213396	255168	254365	290373	338575
流动负债合计	45674	57914	49066	57036	64120
非流动负债合计	1	296	334	368	386
负债合计	45675	58211	49400	57403	64507
少数股东权益	6398	7418	7458	7831	8222
股东权益合计	161323	189539	197507	232970	274069
负债及股东权益合计	213396	255168	254365	290373	338575

附三：合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022F	2023F	2024F
经营活动产生的现金流量净额	51669	64029	36699	74426	89629
投资活动产生的现金流量净额	-1805	-5562	-5537	-5954	-6895
筹资活动产生的现金流量净额	-24128	-26564	-57425	-37213	-43091
现金及现金等价物净增加额	25737	31900	-26262	31259	39644

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。