

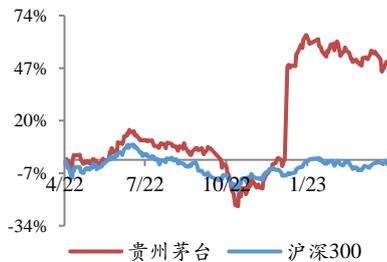
## 业绩超市场预期，盈利能力创新高

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2023-04-17

收盘价 (元)	1,753.00
近 12 个月最高/最低 (元)	2,077.00/1,333.00
总股本 (百万股)	1,256
流通股本 (百万股)	1,256
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	22,021
流通市值 (亿元)	22,021

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 刘略天

执业证书号: S0010522100001

邮箱: liult@hazq.com

### 主要观点:

#### ● 事件描述

经公司初步核算, 2023 年第一季度, 公司实现营业总收入 391.6 亿元左右, 同比增长 18%左右; 实现归属于上市公司股东的净利润 205.2 亿元左右, 同比增长 19%左右。业绩略超市场预期。

#### ● 收入能力稳定持续, 盈利能力创新高

**业绩表现方面**, 公司需求侧刚性属性明显, 销售经营持续稳定, 22H2、22Q4+23Q1 对应营业总收入增速 15.9%、17.3%, 归母净利润增速分别为 18.4%、19.7%; **盈利能力方面**, 公司稳步提升收入质量, 23Q1 归母净利率为 52.4%, 较去年同期继续提升 0.44pct, 创历史单季度归母净利率新高。

当前公司从产品、渠道、品牌等方面三管齐下, 扩大龙头舵主势能。**产品端**, 除飞天茅台之外, 继续着力打造茅台 1935 成为下一个千元价格带大单品, 预计今年有望达成百亿目标, 非标茅台加强代理渠道端放量, 变相提升茅台酒吨价水平; **渠道端**, “i” 茅台继续扮演公司数字营销旗手, 截至 3 月 19 日, 平台上线以来累计销售额已经达到了 202.5 亿元 (对应截至 2022 年 12 月 30 日, 平台酒类销售收入超过 150 亿元); **品牌端**, 公司不断深化茅台 “美” 的核心品牌势能, 通过 i 茅台、茅台冰淇淋、巽风数字世界、二十四节气酒等新品与新活动, 不断拓宽品牌营销边界, 提升消费群体文化认同。

#### ● 投资建议

当前渠道反馈公司回款进度 35%左右, 库存不足 1 个月, 批价近期回暖, 显示公司渠道健康稳健, 预计全年 15%总收入增长目标可顺利完成。我们预计公司 2023 年-2025 年营业总收入同比增长 15.7%、14.2%、13.9%, 归母净利润同比增长 16.8%、15.3%、14.2%, 对应 EPS 预测为 58.31、67.25、76.77 元, 对应 PE 分别 29、25、22 倍。维持公司 “买入” 评级。

#### ● 风险提示

- (1) 宏观经济不确定性风险;
- (2) 消费复苏不及预期;
- (3) 政策限制与食品安全事件。

#### ● 重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	127554	147525	168526	191892
收入同比 (%)	16.5%	15.7%	14.2%	13.9%

归属母公司净利润	62716	73251	84483	96443
净利润同比 (%)	19.6%	16.8%	15.3%	14.2%
毛利率 (%)	91.9%	92.2%	92.3%	92.4%
ROE (%)	31.8%	31.3%	30.6%	29.7%
每股收益 (元)	49.93	58.31	67.25	76.77
P/E	34.59	29.38	25.48	22.32
P/B	10.98	9.19	7.79	6.63
EV/EBITDA	23.97	19.66	16.93	14.43

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测 (单位: 百万元)**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	216611	258741	310235	367669	<b>营业收入</b>	127554	147525	168526	191892
现金	58274	107979	143217	205783	营业成本	10199	11367	12724	14463
应收账款	21	0	0	0	营业税金及附加	18496	21447	24549	28004
其他应收款	32	44	43	56	销售费用	3298	2878	3294	3758
预付账款	897	1001	1122	1276	管理费用	9012	10073	11365	12965
存货	38824	31243	47273	42061	财务费用	-1392	-1038	-1933	-2567
其他流动资产	118563	118474	118580	118494	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	37753	43356	44166	44774	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	64	0	0	0
固定资产	19743	24672	24795	24702	<b>营业利润</b>	87880	102670	118377	135102
无形资产	7083	7933	8783	9633	营业外收入	71	11	11	11
其他非流动资产	10928	10751	10588	10439	营业外支出	249	249	249	249
<b>资产总计</b>	254365	302096	354401	412443	<b>利润总额</b>	87701	102432	118139	134864
<b>流动负债</b>	49066	57067	63549	69281	所得税	22326	26076	30075	34333
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	65375	76356	88064	100531
应付账款	2408	1658	2899	2286	少数股东损益	2659	3105	3581	4088
其他流动负债	46657	55409	60650	66995	<b>归属母公司净利润</b>	62716	73251	84483	96443
<b>非流动负债</b>	334	334	334	334	EBITDA	88112	104030	118734	134926
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	49.93	58.31	67.25	76.77
其他非流动负债	334	334	334	334					
<b>负债合计</b>	49400	57401	63883	69616					
少数股东权益	7458	10563	14145	18233	<b>主要财务比率</b>				
股本	1256	1256	1256	1256	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	1375	1375	1375	1375	<b>成长能力</b>				
留存收益	194876	231501	273742	321964	营业收入	16.5%	15.7%	14.2%	13.9%
归属母公司股东权益	197507	234132	276373	324595	营业利润	17.6%	16.8%	15.3%	14.1%
<b>负债和股东权益</b>	254365	302096	354401	412443	归属于母公司净利	19.6%	16.8%	15.3%	14.2%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	91.9%	92.2%	92.3%	92.4%
					净利率 (%)	50.5%	50.9%	51.3%	51.3%
					ROE (%)	31.8%	31.3%	30.6%	29.7%
					ROIC (%)	31.4%	30.9%	29.8%	28.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	19.4%	19.0%	18.0%	16.9%
					净负债比率 (%)	24.1%	23.5%	22.0%	20.3%
					流动比率	4.41	4.53	4.88	5.31
					速动比率	1.19	1.89	2.26	2.97
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.49	0.52	0.50	0.49
					应收账款周转率	11854.51	—	—	—
					应付账款周转率	4.57	5.54	5.54	5.54
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	49.93	58.31	67.25	76.77
					每股经营现金流 (摊)	29.21	75.29	64.34	90.78
					每股净资产	157.23	186.38	220.01	258.39
					<b>估值比率</b>				
					P/E	34.59	29.38	25.48	22.32
					P/B	10.98	9.19	7.79	6.63
					EV/EBITDA	23.97	19.66	16.93	14.43

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。