

## 23Q1 业绩超预期，彰显龙头强劲实力

增持 (维持)

——贵州茅台 (600519) 点评报告

2023 年 04 月 18 日

### 报告关键要素:

4 月 16 日，公司发布 2023 年第一季度主要经营数据公告。报告期内，公司实现营业总收入 391.6 亿元左右，同比增长 18% 左右，实现归母净利润 205.2 亿元左右，同比增长 19% 左右，略高于此前预期。

### 投资要点:

**业绩超出预期，顺利实现开门红。**公司在 2022 年年报中披露 2023 年营收指引目标为同比增长 15% 左右，2023Q1 营收同比增长 18% 左右，超出全年增速目标。公司作为白酒行业龙头企业，较好地统筹了各项经营工作，一季度延续良好的发展趋势，业绩超出预期，为全年的业绩奠定了基调，同时也为公司实现 2023 年全年营收增速目标打下良好的基础，预计完成全年目标无虞。

**系列酒持续发力，茅台酒产能进一步释放。**系列酒中的茅台 1935 已成为千元产品价格带的茅台明星产品，自上线以来一直受到市场追捧，预计 2023 年营收有望实现翻番，向百亿级大单品进击。此外，茅台系列酒新增的 6400 吨产能将在 2023 年释放，系列酒产销量有望实现双升。根据公司 2018 和 2019 年的基酒数量，测算出公司 2023 年茅台酒的产量预计达到 4 万吨左右。

**探索“数实融合”新方向，进一步丰富产品矩阵。**2023 年初，公司上线“巽风数字世界”，打造首款“数实融合”的文化产品二十四节气酒，目前已推出春系列的 6 款产品，夏、秋、冬系列还将陆续上线。从已经发布的立春、雨水等“数字藏品”推算，单个节气产品的投放量约为 24 吨左右。据此推算，2023 年节气茅台酒产品投放量将达到 580 吨左右。目前，巽风数字世界还处于起步阶段，未来将有望成为业绩增长的重要推动力。

**“i 茅台”表现亮眼，线上渠道建设不断加强。**截止 2023Q1 末，“i 茅台”上线运营一周年，用户超 3700 万人，销售额破 200 亿元。仅 2023Q1 “i 茅台”的注册用户就新增 700 多万，假设销售额占比不变，预计 2023Q1 “i 茅台”的销售额达到 50 亿元左右，为公司 2023Q1 的营收增长贡献了重要力量。作为公司线上销售的重要平台，“i 茅台”后续将不断丰富线上产品聚集，吸引更多客流，为公司创造更多的营收。

### 基础数据

总股本 (百万股)	1,256.20
流通 A 股 (百万股)	1,256.20
收盘价 (元)	1,753.00
总市值 (亿元)	22,021.15
流通 A 股市值 (亿元)	22,021.15

### 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

### 相关研究

业绩再创新高，产品、渠道结构升级优化  
线上自营渠道建设初见成效，直营收入增长翻倍

渠道改革成绩亮眼，直营单季收入突破百亿

### 分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

### 分析师:

李滢

执业证书编号: S0270522030002

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	127553.96	146424.70	167989.48	192838.91
增长比率 (%)	17	15	15	15
净利润 (百万元)	62716.44	72849.79	83819.58	97221.82
增长比率 (%)	20	16	15	16
每股收益 (元)	49.93	57.99	66.72	77.39
市盈率 (倍)	35.11	30.23	26.27	22.65
市净率 (倍)	11.15	9.47	8.07	6.90

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

**五合营销法成效显著，持续深化营销转型。**公司在主动营销、数字营销、文化营销、品牌营销和服务营销方面成效显著，未来还将持续深化营销转型，2023年营销重点落在数字营销、文化营销和服务营销上。

**盈利预测与投资建议：**公司 23Q1 业绩亮眼，业绩增长超预期，顺利实现开门红，彰显公司强劲的实力，极深的护城河是公司增长确定性的强大支撑。公司 23 年营收指引目标为同比增长 15%左右，我们判断公司能顺利完成预定目标，维持此前预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 728.50/838.20/972.22 亿元，同比增长 16%/15%/16%，对应 EPS 为 57.99/66.72/77.39 元/股，4 月 17 日股价对应 PE 为 30/26/23 倍，维持“增持”评级。

**风险因素：**宏观经济下行风险，直销推进不及预期风险，疫情反复风险，食品安全风险。

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>127554</b>	<b>146425</b>	<b>167989</b>	<b>192839</b>
%同比增速	17%	15%	15%	15%
营业成本	10199	10900	11944	13131
毛利	117355	135525	156046	179708
%营业收入	92%	93%	93%	93%
税金及附加	18496	20818	23910	27609
%营业收入	15%	14%	14%	14%
销售费用	3298	3751	4283	4947
%营业收入	3%	3%	3%	3%
管理费用	9012	10250	11759	13541
%营业收入	7%	7%	7%	7%
研发费用	135	104	131	164
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	-1392	-1183	-1874	-2691
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-15	0	0	0
其他收益	25	25	31	35
投资收益	64	73	86	97
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>87880</b>	<b>101883</b>	<b>117954</b>	<b>136271</b>
%营业收入	69%	70%	70%	71%
营业外收支	-178	-200	-200	-193
<b>利润总额</b>	<b>87701</b>	<b>101684</b>	<b>117754</b>	<b>136078</b>
%营业收入	69%	69%	70%	71%
所得税费用	22326	25719	29826	34509
净利润	65375	75964	87928	101569
%营业收入	51%	52%	52%	53%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>62716</b>	<b>72850</b>	<b>83820</b>	<b>97222</b>
%同比增速	20%	16%	15%	16%
少数股东损益	2659	3115	4109	4347
EPS (元/股)	49.93	57.99	66.72	77.39

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	49.93	57.99	66.72	77.39
BVPS	157.23	185.06	217.09	254.24
PE	35.11	30.23	26.27	22.65
PEG	1.80	1.87	1.74	1.42
PB	11.15	9.47	8.07	6.90
EV/EBITDA	23.97	20.45	17.32	14.63
ROE	32%	31%	31%	30%
ROIC	31%	31%	30%	29%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	58274	99512	150399	208434
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	126	442	300	393
存货	38824	40339	44516	49001
预付款项	897	1090	956	788
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	118489	118498	118501	118509
流动资产合计	216611	259881	314672	377125
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	19743	22808	25788	28817
在建工程	2208	6981	6951	7532
无形资产	7083	7868	8885	9778
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	3459	3459	3459	3459
其他非流动资产	5260	5324	5413	5434
<b>资产总计</b>	<b>254365</b>	<b>306322</b>	<b>365168</b>	<b>432144</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2408	2245	2634	2901
预收账款	0	0	0	0
合同负债	15472	16069	17778	19483
应付职工薪酬	4782	4670	5225	5774
应交税费	6897	11521	12701	14085
其他流动负债	19507	28435	39106	51164
流动负债合计	49066	62940	77444	93407
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	334	334	334	334
<b>负债合计</b>	<b>49400</b>	<b>63275</b>	<b>77779</b>	<b>93742</b>
归属于母公司的所有者权益	197507	232475	272708	319374
少数股东权益	7458	10573	14681	19028
<b>股东权益</b>	<b>204965</b>	<b>243047</b>	<b>287389</b>	<b>338403</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>254365</b>	<b>306322</b>	<b>365168</b>	<b>432144</b>

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>36699</b>	<b>90190</b>	<b>101179</b>	<b>116068</b>
投资	-210	-2	-2	-1
资本性支出	-5306	-11151	-6797	-7581
其他	-21	82	94	105
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-5537</b>	<b>-11071</b>	<b>-6706</b>	<b>-7477</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-57370	-37882	-43586	-50555
其他	-54	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-57425</b>	<b>-37882</b>	<b>-43586</b>	<b>-50555</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-26262</b>	<b>41237</b>	<b>50887</b>	<b>58036</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场