

## 贵州茅台(600519.SH)

## 砥砺前行，23年实现开门红

## 推荐 (维持)

股价:1730.38元

## 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.moutaichina.com
大股东/持股	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司/54.06%
实际控制人	贵州省人民政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	1,256
流通A股(百万股)	1,256
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	21,737
流通A股市值(亿元)	21,737
每股净资产(元)	173.76
资产负债率(%)	12.4

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】贵州茅台(600519.SH)\*年报点评\*改革成效兑现,直营渠道表现亮眼\*推荐20230331

【平安证券】贵州茅台(600519.SH)\*季报点评\*公司经营稳健,直营渠道占比持续提升\*推荐20221017

## 证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号  
S1060521030001  
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

王萌 投资咨询资格编号  
S1060522030001  
WANGMENG917@pingan.com.cn



## 事项:

公司发布2023年第一季报, Q1实现营业收入387.56亿元, 同比增长20.00%; 归母净利润207.95亿元, 同比增长20.59%; 实现扣非归母净利润207.78亿元, 同比增长20.50%。

## 平安观点:

- 白酒龙头地位稳固, 23Q1业绩实现开门红。2023年第一季度茅台营业收入387.56亿元, 同比增加20.00%, 归母净利润207.95亿元, 同比增加20.59%, 业绩表现优于此前披露的一季度经营数据公告。公司顺利实现23年开门红, 彰显了公司作为酒业龙头的经营韧性。
- 产品结构优化, 直销占比提升。分产品看, 茅台酒收入达到337.22亿元, 同比增长16.85%; 系列酒收入50.14亿元, 同比增长46.28%。系列酒销量增速加快, 主要系公司优化系列酒产品结构, 精简系列酒产品, 并聚焦培育“茅台1935、茅台王子酒(酱香经典)、茅台王子酒(金王子)、汉酱、茅台迎宾酒(紫)”等五大单品。分渠道看, 直销/批发销售收入分别为178.07亿元/209.29亿元, 同比增长63.56%/减少2.20%, 其中直销收入占比达到45.97%, 与22Q1相比占比提升12.25%, 直销占比持续提升, 公司渠道结构改革效果明显。
- “i茅台”运营满一周年, 拉拢年轻消费群体。公司于2022年上线电商新平台“i茅台”, 至今已满一周年, 2023年Q1, “i茅台”实现酒类不含税收入49.03亿元。根据云酒头条数据, 截至3月19日, “i茅台”上线353天, 注册用户达到了3721万人, 平均日活达到了496万人。i茅台主要选取非标产品包括生肖茅台、珍品茅台、小瓶茅台等, 已成为公司直销渠道的重要组成部分之一。我们认为, i茅台的上线不仅是直销渠道的线上开拓, 还与年轻消费群体建立了更紧密的联系, 推动公司产品的多元化。
- 批价企稳, 价差护城河持续夯实。根据国酒财经数据, 23Q1季末飞天散

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	106,190	124,100	144,204	166,556	191,706
YOY(%)	11.9	16.9	16.2	15.5	15.1
净利润(百万元)	52,460	62,716	73,049	84,426	97,350
YOY(%)	12.3	19.6	16.5	15.6	15.3
毛利率(%)	91.5	91.9	92.4	92.7	93.0
净利率(%)	49.4	50.5	50.7	50.7	50.8
ROE(%)	27.7	31.8	31.1	30.4	29.8
EPS(摊薄/元)	41.76	49.93	58.15	67.21	77.50
P/E(倍)	41.4	34.7	29.8	25.7	22.3
P/B(倍)	11.5	11.0	9.3	7.8	6.6

瓶和箱装批价分别为2740和2910元/瓶，相比春节期间批价有所回调，系3月正处于消费淡季，渠道库存消化期，市场需求有所压制所致，但整体价格仍维持在小范围内波动，彰显了白酒龙头产品强劲的市场韧性，在四月糖酒会顺利召开、五一消费场景全面恢复以及六月端午动销预热的背景下，预计批价将稳中有升，价差护城河持续夯实。

- **费用结构优化，盈利能力稳定。**公司23年Q1销售毛利率为92.60%，同比增加0.23pct。销售费用率同比增加0.32pct达到1.92%，管理费用率同比减少1.32pct达到5.11%；研发费用率和去年同期持平。在销量增加、直营占比提升和产品结构优化作用下，公司销售净利率达到55.54%，公司盈利能力保持稳定。23年Q1公司合同负债为83.30亿元，同比基本持平，较上年末下降71.42亿元。
- **稳中思变、变中有进，看好公司业绩持续稳步增长，维持“推荐”评级。**公司积极推进多项改革措施，持续推动“i 茅台”线上平台的建设，盈利能力不断提升；推出茅台1935扩宽系列酒千元价格带，优化产品结构，公司营收规模有望实现稳步提升；抓好品牌建设，打造茅台特色文化活动矩阵，拉近消费者距离，夯实茅台品牌力。我们维持2023-2025年EPS预测分别为58.15、67.21、77.50元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 宏观经济复苏不及预期风险。市场对经济复苏预期可能转弱，从而影响市场对公司估值。2) 局部疫情扰动风险。疫情反复限制消费场景复苏，公司短期业绩可能因此承压。3) 政策风险。白酒行业需求、税率受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。4) 新产品推广不及预期。千元价格带产品竞争激烈，新产品高额投入下，可能未达到预期效果。

## 资产负债表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	216,611	266,508	321,467	384,628
现金	58,274	98,898	148,692	206,618
应收票据及应收账款	126	825	953	1,097
其他应收款	32	45	52	60
预付账款	897	979	1,130	1,301
存货	38,824	41,684	46,419	51,168
其他流动资产	118,457	124,077	124,222	124,384
<b>非流动资产</b>	37,753	36,232	34,351	32,055
长期投资	0	0	0	0
固定资产	20,145	20,251	20,004	19,273
无形资产	7,083	5,929	4,770	3,605
其他非流动资产	10,525	10,051	9,578	9,177
<b>资产总计</b>	254,365	302,740	355,819	416,683
<b>流动负债</b>	49,066	56,416	62,073	68,244
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,408	2,290	2,541	2,804
其他流动负债	46,657	54,126	59,532	65,440
<b>非流动负债</b>	334	258	178	96
长期借款	334	258	178	96
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	49,400	56,674	62,251	68,340
少数股东权益	7,458	11,472	16,110	21,459
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	194,876	231,963	274,826	324,252
<b>归属母公司股东权益</b>	197,507	234,594	277,458	326,883
<b>负债和股东权益</b>	254,365	302,740	355,819	416,683

## 现金流量表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	36,621	86,802	94,740	109,245
净利润	65,375	77,062	89,064	102,699
折旧摊销	1,611	5,022	5,680	6,297
财务费用	-1,392	-261	-423	-615
投资损失	-64	-41	-41	-41
营运资金变动	-29,127	5,052	491	937
其他经营现金流	217	-33	-31	-32
<b>投资活动现金流</b>	-5,537	-10,400	-3,728	-3,927
资本支出	5,307	3,500	3,800	4,000
长期投资	-210	0	0	0
其他投资现金流	-10,633	-13,900	-7,528	-7,927
<b>筹资活动现金流</b>	-57,425	-35,777	-41,219	-47,392
短期借款	0	0	0	0
长期借款	38	-77	-79	-82
其他筹资现金流	-57,463	-35,700	-41,139	-47,310
<b>现金净增加额</b>	-26,339	40,624	49,794	57,926

## 利润表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	124,100	144,204	166,556	191,706
营业成本	10,093	10,960	12,159	13,419
税金及附加	18,496	21,256	24,641	28,327
营业费用	3,298	3,172	3,664	4,218
管理费用	9,012	8,941	10,326	11,886
研发费用	135	72	83	96
财务费用	-1,392	-261	-423	-615
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-15	-48	-55	-63
其他收益	25	23	24	23
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	64	41	41	41
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	87,880	103,346	119,407	137,660
营业外收入	71	70	70	70
营业外支出	249	263	258	260
<b>利润总额</b>	87,701	103,153	119,219	137,470
所得税	22,326	26,091	30,155	34,771
<b>净利润</b>	65,375	77,062	89,064	102,699
少数股东损益	2,659	4,014	4,639	5,349
<b>归属母公司净利润</b>	62,716	73,049	84,426	97,350
EBITDA	87,921	107,914	124,476	143,151
EPS (元)	49.93	58.15	67.21	77.50

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	16.9	16.2	15.5	15.1
营业利润(%)	17.6	17.6	15.5	15.3
归属于母公司净利润(%)	19.6	16.5	15.6	15.3
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	91.9	92.4	92.7	93.0
净利率(%)	50.5	50.7	50.7	50.8
ROE(%)	31.8	31.1	30.4	29.8
ROIC(%)	42.3	49.7	56.5	65.2
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	19.4	18.7	17.5	16.4
净负债比率(%)	-28.3	-40.1	-50.6	-59.3
流动比率	4.4	4.7	5.2	5.6
速动比率	1.2	1.8	2.4	3.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	5927.3	17781.8	17781.8	17781.8
应付账款周转率	4.2	4.8	4.8	4.8
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	49.93	58.15	67.21	77.50
每股经营现金流(最新摊薄)	29.15	69.10	75.42	86.96
每股净资产(最新摊薄)	157.23	186.75	220.87	260.22
<b>估值比率</b>				
P/E	34.7	29.8	25.7	22.3
P/B	11.0	9.3	7.8	6.6
EV/EBITDA	24.2	19.4	16.5	14.0

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话:4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023号平安金融中心B座25层  
邮编:518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333号平安金融大厦26楼  
邮编:200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层  
邮编:100033