

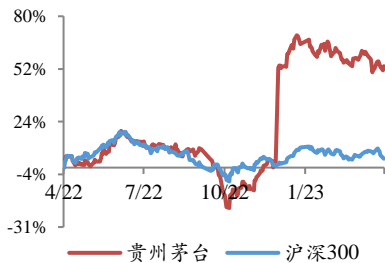
龙头增长确定性明显，直营改革大步迈前

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-26

收盘价（元）	1,730.38
近12个月最高/最低（元）	2,770.00/1,333.00
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）	21,737
流通市值（亿元）	21,737

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

2023年一季度营业收入387.56亿元，同比增长20.0%；归母净利润207.95亿元，同比增长20.59%。业绩略超此前业绩预告。

● 系列酒增势迅猛，直销占比迅速扩大

分产品来看，茅台酒/系列酒23Q1分别实现收入337.22亿元/50.14亿元，对应同比增长16.8%/46.3%。系列酒继续放量大增，增速较去年进一步扩大，经销商渠道反馈茅台1935一季度配货大幅增加。分渠道来看，直销/批发渠道23Q1分别实现收入178.07亿元/209.29亿元，对应同比变化+63.6%/-2.2%。直销渠道占比进一步扩大，较去年同期大幅提升12.3%至46.0%，其中“i茅台”数字营销平台实现酒类不含税收入49.0亿元，超过去年上半年44.2亿元的成绩。

截止3月底，经销商共计2188家，较去年底减少5家。

● 盈利能力创同期新高，销售回款势头良好

盈利能力方面，公司23Q1毛利率分别为92.60%，较去年同期持续提升0.23pct。预计毛利率提升受益于直销渠道占比扩大，以及“i茅台”销售快速增长。税金及附加率基本保持稳定，较22Q1小幅提升0.80pct至13.87%。费用方面，主要受益于管理费用率下降1.07pct，期间费用率整体下降1.06pct至6.02%，其中销售费用率微幅提升0.32pct至1.92%。综合来看，公司盈利能力稳定攀升，23Q1归母净利率上升0.84pct至52.81%，创一季度历史新高。

其他方面，公司23Q1经营活动净现金流52.45亿元，同比大幅转正，主要系财务公司存放中央银行和同业款项净增加额减少、以及其客户存款和同业存放款项净增加额增加所致。销售收现部分一季度实现357.63亿元，同比增加13.6%，回款势头良好。截止3月底合同负债共计83.30亿元，较22年底减少71.42亿元，与22年3月底基本持平。

● 投资建议

作为白酒行业的龙头舵主，公司在千亿级规模的基础上，仍然在产品、渠道、品牌三个层面有改革方向和改善空间，护城河属性显著。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30、26、23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	29.67	25.73	22.54
P/B	10.98	9.28	7.87	6.70
EV/EBITDA	23.97	19.86	17.10	14.59

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
流动资产	216611	258741	310235	367669	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	254365	302096	354401	412443	利润总额	87701	102432	118139	134864
流动负债	49066	57067	63549	69281	所得税	22326	26076	30075	34333
短期借款	0	0	0	0	净利润	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	归属母公司净利润	62716	73251	84483	96443
非流动负债	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					
负债合计	49400	57401	63883	69616					
少数股东权益	7458	10563	14145	18233	主要财务比率				
股本	1256	1256	1256	1256	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	1375	1375	1375	1375	成长能力				
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%
负债和股东权益	254365	302096	354401	412443	归属于母公司净利	19.6%	16.8%	15.3%	14.2%
					获利能力				
					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%
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标 (元)				
					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
					估值比率				
					P/E	34.59	29.67	25.73	22.54
					P/B	10.98	9.28	7.87	6.70
					EV/EBITDA	23.97	19.86	17.10	14.59

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述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。