

2023年04月26日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

丰毅 S0630522030001

fengyi@longone.com.cn

证券分析师

任晓帆 S0630522070001

rxf@longone.com.cn

联系人

龚理

gongli@longone.com.cn

总股本(万股)	125,620
流通A股/B股(万股)	125,620/0
资产负债率(%)	19.42%
市净率(倍)	11.01
净资产收益率(加权)	10.00
12个月内最高/最低价	2050/1316

**相关研究**

1. 贵州茅台（600519）：公司简评报告：Q1实现开门红，业绩提速-20230417
2. 贵州茅台（600519）：公司简评报告：再创佳绩，稳步攀升-20230403
3. 贵州茅台（600519）：公司深度报告（上下篇完整版）：行稳致远，价格闯关，白酒巨擘，架海擎天-20221201
4. 贵州茅台（600519）：公司深度报告（下篇）：白酒巨擘，架海擎天-20221124
5. 贵州茅台（600519）：公司深度报告：行稳致远，价格闯关-20221123

贵州茅台（600519）：开门红，持续优秀

——公司简评报告

投资要点

➢ **事件：**4月26日，公司发布一季度公告，2023年Q1公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别达393.79、207.95、207.78亿元，分别同比增长18.66%、20.59%、20.50%。业绩超预期，略高于一季度经营数据公告数据。

➢ **点评：**

➢ **营收：**受益于春节宴席、送礼白酒消费旺季，以及公司茅台1935持续放量、直营渠道加速，Q1喜迎开门红，营收、利润均稳步攀升。

(1) 分产品：系列酒增长强劲。茅台酒营收为337.22亿元（同比+16.85%，占比白酒收入87.06%，下同），系列酒营收为50.14亿元（+46.28%，12.94%），茅台酒增长稳健，系列酒增长强劲，我们预计茅台1935贡献主要增量，系列酒量价齐升。

(2) 分渠道：I 茅台表现亮眼加速直营化。直销营收为178.07亿元（+63.56%，45.97%），批发营收为209.29亿元（-2.20%，54.03%），其中i 茅台营收为49.03亿元，环比增长43.33%，占比直销收入27.54%，占比白酒收入12.66%。I 茅台表现亮眼加速直营化，预计非标直营渠道投放增加，生肖酒及茅台1935在i 茅台放量带动直营量价齐升。同时，经销商数量为2188家（年内减少1家，同比减少2家），平均规模为957万元（-2.11%），预计系控量所致。

(3) 分地区，国内营收为380.78亿元（+20.80%，98.30%），国外营收为6.58亿元（-14.03%，1.70%），国内维持稳步增长，国外小基数上下滑。

➢ **毛利率：茅台非标酒和茅台1935放量，毛利率创季度新高。**2023年Q1公司毛利率为92.60%（同比+0.23pct，环比+0.75pct），2022年Q1-Q4毛利率分别为92.37%、91.78%、91.42%、91.85%，2023Q1毛利率稳中回升，创2022年以来季度新高，预计主要得益于吨价较高的茅台非标酒和茅台1935放量，以及直营占比提升。

➢ **费用：整体费率回落。**2023年Q1公司期间费率为6.12%（-1.15pct），销售、管理、财务、研发费率分别为1.92%（+0.32pct）、5.11%（-1.32pct）、-1.07%（-0.06pct）、0.06%（+0.00pct）。规模效应进一步凸显，整体费率回落。

➢ **净利率与现金流：经营活动产生的现金流量净额转正。**2023年Q1公司归母净利率为52.81%（+0.85pct），盈利能力进一步强化。合同负债83.30亿（+0.10%），销售收现同比增长13.58%，低于报表收入增速。经营活动产生的现金流量净额由-68.76亿转正为52.45亿，主要与贵州茅台集团财务有限公司存放中央银行和同业款项净增加额减少和贵州茅台集团财务有限公司客户存款和同业存放款项净增加额增加有关。

➢ **展望：产品借助渠道势能继续释放，短期可供销量供给充足，长期目标稳健**

(1) 产品借助渠道势能继续释放。①**产品端**，1935放量、新品珍酒于去年上线、24节气产品推出，进一步完善品牌矩阵同时推升茅台酒、系列酒吨价。②**渠道端**，一方面，i 茅台渠道势能释放谨慎，空间仍大，直营非标、茅台1935将继续带动吨价向上，同时，巽风数字世界本年初上线同样有望贡献增量；另一方面，线下直营店布局扩张，预计在苏州、宁波等地继续增加直营店贡献直营增量。线上线下直营化加速望进一步提升整体盈利。

(2) 短期可供销量供给充足，长期目标稳健。①销量预期方面，茅台酒基于N-4年以前连续产量增长较快，在疫情期间量增有限情况下，短期可供销量充足，预计2023年达5-8%；系列酒3万吨产能持续投产，叠加茅台1935需求释放，2023年销量值得期待。②目标方面，短期，茅台股份公司2023年目标收入增长15%；长期，集团预计，十四五末，集团营收达2000亿；此外《遵义市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二零三五年远景目标纲要》提到，2035年远景目标方面，“支持茅台集团形成茅台酒产能达10万吨”。长短期目标及相关政策均对茅台业绩稳定性形成一定支撑。

- **投资建议：**在行业模式优、公司龙头地位明确，主业（茅台酒）优势强，第二曲线（系列酒）增长快的背景下，随着直营占比持续提升，我们对未来公司业绩长期看好。我们预计2023/2024/2025年公司归母净利润分别为743.25/864.82/995.49亿元，同比增速为18.51%/16.36%/15.11%，对应EPS为元59.17/68.84/79.25元，对应P/E为29/25/22倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策管控的风险；产量提升可能不及预期的风险；食品安全的风险；品牌声誉的风险。

盈利预测与估值

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	127553.96	149501.97	173710.06	200765.26
(+/-)(%)	16.53	17.21	16.19	15.57
归母净利润	62716.44	74324.79	86481.85	99549.27
(+/-)(%)	19.55	18.51	16.36	15.11
EPS(元)	49.93	59.17	68.84	79.25
P/E	34.66	29.25	25.13	21.84

资料来源：wind，东海证券研究所，2023年4月25日

图 1 2018-2023Q1 公司营收及增速

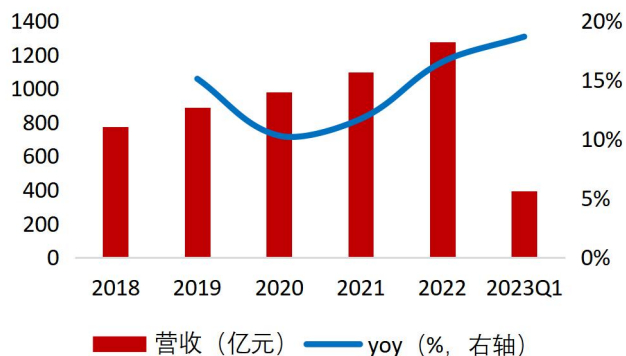
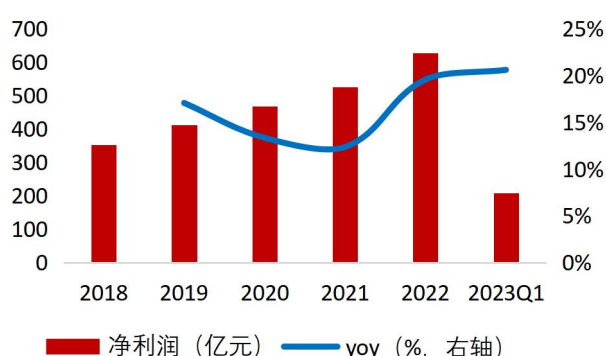


图 2 2018-2023Q1 公司净利润及增速



资料来源：wind，东海证券研究所

资料来源：wind，东海证券研究所

表 1 贵州茅台酒类按产品和渠道收入、同比增速以及毛利率

大类	小类	项目	2021	2022	2023Q1
按产品	茅台酒	收入 (亿元)	935	1,078	337
		同比增速	10.18%	15.37%	16.85%
		毛利率	94.03%	94.19%	/
	系列酒	收入 (亿元)	126	159	50
		同比增速	26.06%	26.55%	46.28%
		毛利率	73.69%	77.22%	/
按渠道	直销	收入 (亿元)	240	494	178
		同比增速	81.49%	105.49%	63.56%
		毛利率	96.12%	96.20%	/
	批发代理	收入 (亿元)	820	744	209
		同比增速	0.55%	-9.31%	-2.20%
		毛利率	90.30%	89.22%	/
合计	收入 (亿元)	1,061	1,238	387	
	同比增速	11.85%	16.70%	19.97%	
	毛利率	91.62%	92.00%	/	

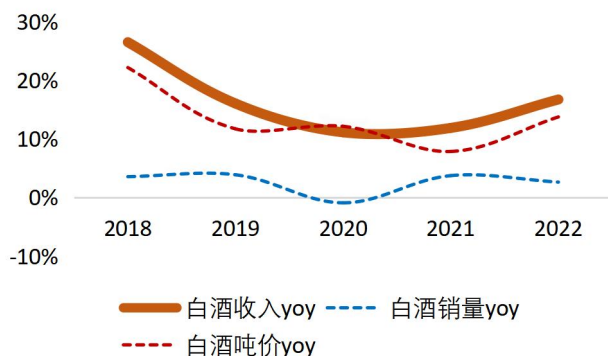
资料来源：wind，东海证券研究所

表 2 贵州茅台酒类按产品和渠道收入、同比增速以及毛利率

项目	白酒业务			茅台酒			系列酒			直销			批发代理		
	收入	销量	吨价	收入	销量	吨价	收入	销量	吨价	收入	销量	吨价	收入	销量	吨价
2022 年同比	17%	3%	14%	15%	5%	10%	27%	0%	26%	105%	95%	5%	-9%	-6%	-3%
2022 年占比	100%	100%	/	87%	56%	/	13%	44%	/	40%	16%	/	60%	84%	/
2017-2022CAGR	16%	3%	13%	16%	5%	10%	23%	0%	22%	51%	25%	21%	7%	0%	7%
2019-2022CAGR	13%	2%	11%	12%	3%	9%	19%	0%	18%	90%	62%	17%	-2%	-3%	1%

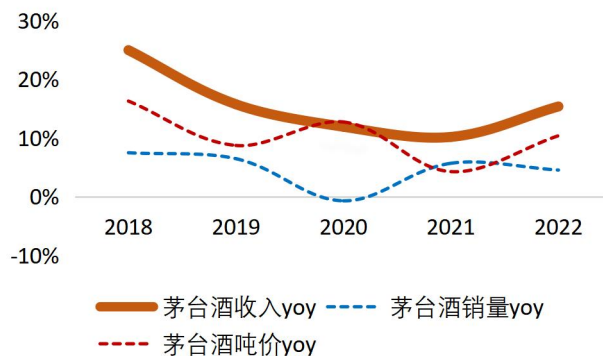
资料来源：wind，东海证券研究所

图3 2018-2022 公司白酒收入、销量、吨价同比



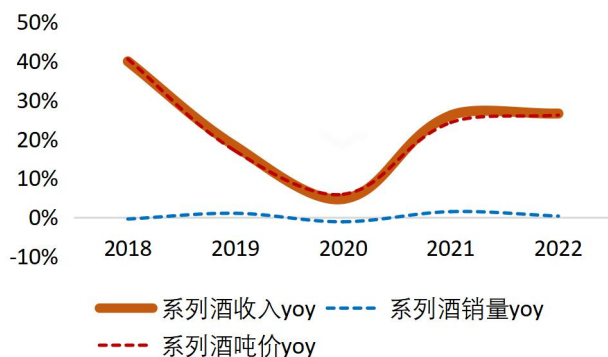
资料来源: wind, 东海证券研究所

图4 2018-2022 公司茅台酒收入、销量、吨价同比



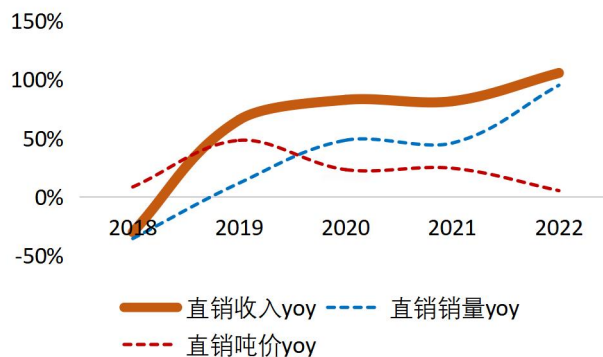
资料来源: wind, 东海证券研究所

图5 2018-2022 公司系列酒收入、销量、吨价同比



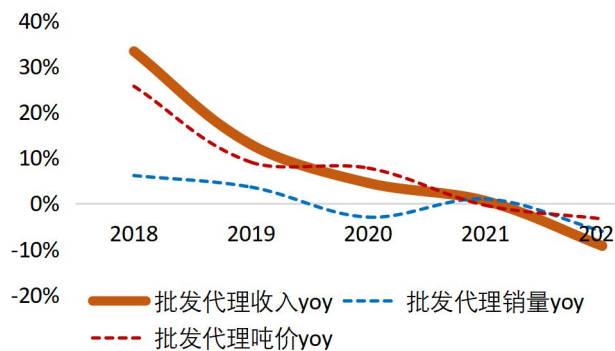
资料来源: wind, 东海证券研究所

图6 2018-2022 公司直销收入、销量、吨价同比



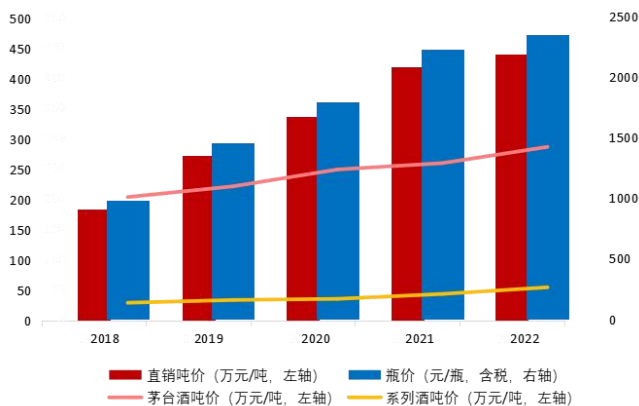
资料来源: wind, 东海证券研究所

图7 2018-2022 公司批发代理收入、销量、吨价同比



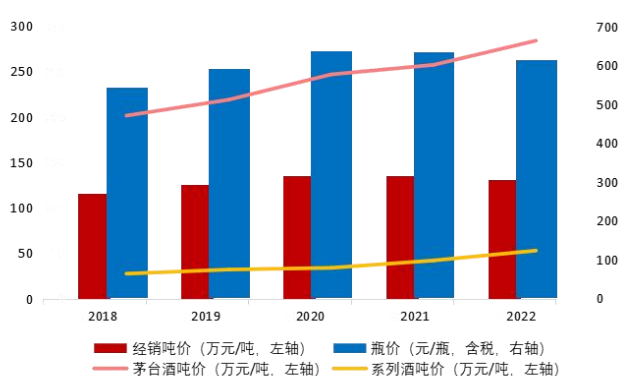
资料来源: wind, 东海证券研究所

图 8 公司直销吨价情况



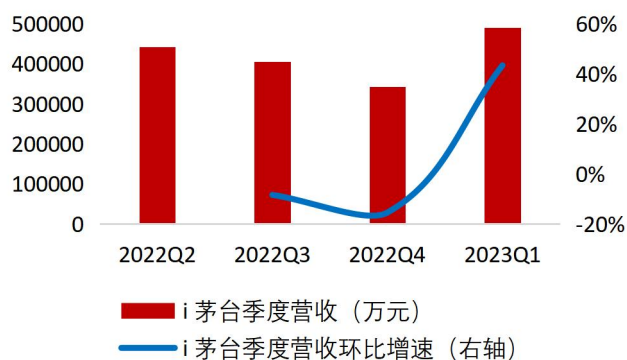
资料来源：wind，东海证券研究所

图 9 公司经销吨价情况



资料来源：wind，东海证券研究所

图 10 i 茅台季度营收及环比增速



资料来源：wind，东海证券研究所
注：i 茅台于 2022 年 3 月底上线

表 3 公司经销商情况

	2021 年	2022 年	2023 年 Q1
期初经销商	2150	2193	2189
新增	63	1	/
减少	20	5	1
期末经销商	2193	2189	2188
平均经销商规模 (万元)	3,741	3,399	957(季度)

资料来源：公司公告，东海证券研究所

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	216611.44	255232.91	305131.15	358430.40
现金	58274.32	94784.87	138762.23	180994.68
应收账款	52.76	47.94	69.06	66.17
应收票据	105.45	143.72	145.80	188.81
预付账款	897.38	539.65	607.34	750.31
存货	38824.37	42824.74	48933.94	59678.05
非流动资产	37753.37	39467.34	40805.91	41989.77
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	19742.62	21704.45	22510.32	280.21
无形资产	7273.71	7814.24	8144.77	8465.29
资产总计	254364.80	294700.26	345937.06	400420.17
流动负债	49065.67	50161.13	54479.85	54946.20
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2408.37	2490.58	2862.01	3473.69
非流动负债	334.45	312.00	323.00	345.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	334.45	312.00	323.00	345.00
负债合计	49400.12	50473.13	54802.85	55291.20
少数股东权益	7458.02	10608.81	14274.98	18495.10
股本	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20
资本公积	1374.96	1374.96	1374.96	1374.96
留存收益	193824.76	230987.15	274228.08	324002.71
归属母公司股东权益	197506.67	233618.32	276859.24	326633.87
负债和股东权益	254364.80	294700.26	345937.06	400420.17

现金流量表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36698.60	74151.77	88368.44	93073.18
净利润	65375.14	74324.79	86481.85	99549.27
折旧摊销	1611.08	1301.81	1294.85	1402.45
财务费用	-1391.81	-1399.00	-1412.00	-1450.00
投资损失	-63.84	-64.00	-63.92	-63.96
投资活动现金流	-5536.83	-830.72	-2572.14	-2525.10
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-57424.53	-36810.50	-41818.92	-48315.63
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-57444.65	-37278.83	-41818.92	-48315.63
现金净增加额	6464.08	36510.55	43977.37	42232.44

利润表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	127553.96	149501.97	173710.06	200765.26
营业成本	10093.47	11757.47	13763.80	16291.80
营业税金及附加	18495.82	21229.28	24286.83	28069.48
营业费用	3297.72	3842.20	4342.75	5019.13
管理费用	9012.19	10016.63	11638.57	13451.27
财务费用	-1391.81	-1399.00	-1412.00	-1450.00
投资净收益	63.84	64.00	63.92	63.96
营业利润	87879.52	104119.38	121154.02	139447.53
利润总额	87701.49	103934.38	120934.58	139207.81
所得税	22326.35	26458.80	30786.57	35438.43
净利润	62716.44	74324.79	86481.85	99549.27
少数股东损益	2658.69	3150.80	3666.16	4220.12
归属母公司净利润	62716.44	74324.79	86481.85	99549.27
EBITDA	88318.19	782.51	967.89	1127.73
EPS(元)	49.93	59.17	68.84	79.25

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	17%	17%	16%	16%
营业利润	18%	18%	16%	15%
归属母公司净利润	20%	19%	16%	15%
获利能力				
毛利率	92%	92%	92%	92%
净利率	49%	50%	50%	50%
ROE	32%	32%	31%	30%
ROIC	47%	56%	63%	71%
偿债能力				
资产负债率	19%	17%	16%	14%
流动比率	441%	509%	560%	652%
速动比率	362%	423%	470%	544%
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.54	0.54	0.54
应收账款周转率	2969.31	2969.31	2969.31	2969.31
应付账款周转率	57.74	61.03	64.91	63.38
每股指标(元)				
每股经营现金	29.21	59.03	70.35	74.09
每股净资产	157.23	185.97	220.39	260.02
估值比率				
P/E	34.66	29.25	25.13	21.84
P/B	11.01	9.30	7.85	6.65
EV/EBITDA	23.87	20.01	16.87	14.37

资料来源：wind，东海证券研究所，2023年4月25日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8621) 20333619
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8610) 59707105
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089