

# 贵州茅台 (600519)

## 23 年 1 季报点评: 龙头业绩超预期稳健, 增强信心

买入 (维持)

2023 年 04 月 26 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	127,554	147,835	170,454	194,829
同比	17%	16%	15%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	62,716	73,048	84,481	97,052
同比	20%	16%	16%	15%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	49.93	58.15	67.25	77.26
P/E (现价&最新股本摊薄)	34.66	29.76	25.73	22.40

关键词: #业绩超预期

### 投资要点

- **事件:** 公司公告 2023Q1 总营收 393.79 亿元, 同比+19%, 归母净利润 207.95 亿元, 同比+20.59%, 高于此前公司披露的经营数据。
- **茅台价增持续亮眼, 直销占比提升至 46%。** 1) 茅台酒 23Q1 实现收入 337 亿元, 同比+17%, 主要系非标产品放量 (珍品同比新增、精品放量、24 节气上市、直营店拿货), 价增高于量增; 系列酒实现收入 50 亿元, 同比+46%, 部分地区茅台 1935 一季度配货量翻番, 公司加大价格管控/宴席力度/品鉴会, 保持量价稳定。2) i 茅台实现收入 49 亿元, 贡献新增 8 成左右, 直销占比提升到 46%, 同比+12pct。23Q1 销售收现同比+14%, 截止 23Q1 末合同负债 83 亿元, 跟 22 年同期基本持平, 现金流表现仍较好。
- **税金率稳定, Q1 净利率持平。** 23Q1 销售毛利率 92.60%, 稳步小幅提升; 销售费用率 1.92%, 同比提升 0.32pct, 回到相对正常的费用投放区间, 23 年 1 季度公司在 1935 上倾斜了部分费用; 23Q1 税金率 14%, 保持正常区间。23Q1 销售净利率实现 55.5%, 基本跟 22 年同期持平。
- **业绩贡献弹性点持续释放, 动作推进。** 对于市场操作, 节奏把控得当, 3-4 月份动销淡季, 但整体价盘较为稳定, 非标配货量较大, 精品价格 3300 元左右, 成为今年吨价提升重要推手之一和公司投放的侧重点; 茅台 1935 今年目标百亿, 一季度部分地区配货量大幅增加, 价格有些波动, 公司持续针对茅台 1935 进行品鉴活动及专卖店配货, 对产品低价窜货的处罚力度增加, 当前批价稳定在 1100 元左右, 逐渐渗透站稳千元价位段
- **盈利预测与投资评级:** 茅台一季度业绩超预期的稳健增长, 进一步验证公司业绩贡献弹性点持续释放, 营销改革带来的动能充足。我们基本维持公司 2023-25 年归母利润 730.5/844.8/970.5 亿元, 同比+16%/+16%/15%, 当前市值对应 PE 分别为 30/26/22X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济复苏不及预期、动销复苏不及预期、食品安全问题。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	1,730.38
一年最低/最高价	1,333.00/2,077.00
市净率(倍)	11.01
流通 A 股市值(百万元)	2,173,699.55
总市值(百万元)	2,173,699.55

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	157.23
资产负债率(% ,LF)	19.42
总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股(百万股)	1,256.20

### 相关研究

《贵州茅台(600519): 一季度主要经营数据点评: 业绩略高于市场预期, 发展动能充足》

2023-04-17

《贵州茅台(600519): 2022 年年报点评: 22 年高质量兑现, 23 年延续 15%增速目标》

2023-03-31

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>216,611</b>	<b>271,775</b>	<b>331,438</b>	<b>400,093</b>	<b>营业总收入</b>	<b>127,554</b>	<b>147,835</b>	<b>170,454</b>	<b>194,829</b>
货币资金及交易性金融资产	58,274	111,356	168,244	230,161	营业成本(含金融类)	10,199	11,015	11,896	12,967
经营性应收款项	1,024	3,749	4,633	5,464	税金及附加	18,496	20,815	24,000	27,432
存货	38,824	37,904	39,633	45,225	销售费用	3,298	3,696	4,347	4,968
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,012	10,348	11,932	13,638
其他流动资产	118,489	118,766	118,928	119,244	研发费用	135	148	170	195
<b>非流动资产</b>	<b>37,753</b>	<b>41,547</b>	<b>43,685</b>	<b>46,773</b>	财务费用	-1,392	-9	-15	-20
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	25	30	34	39
固定资产及使用权资产	20,145	19,874	19,887	19,711	投资净收益	64	74	87	98
在建工程	2,208	6,248	8,368	11,628	公允价值变动	0	4	2	4
无形资产	7,083	7,118	7,133	7,148	减值损失	-15	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	146	136	126	115	<b>营业利润</b>	<b>87,880</b>	<b>101,929</b>	<b>118,247</b>	<b>135,791</b>
其他非流动资产	8,170	8,170	8,170	8,170	营业外净收支	-178	-122	-72	-70
<b>资产总计</b>	<b>254,365</b>	<b>313,322</b>	<b>375,123</b>	<b>446,866</b>	<b>利润总额</b>	<b>87,701</b>	<b>101,807</b>	<b>118,175</b>	<b>135,721</b>
<b>流动负债</b>	<b>49,066</b>	<b>59,392</b>	<b>63,716</b>	<b>67,740</b>	减:所得税	22,326	25,676	29,898	34,202
短期借款及一年内到期的非流动负债	109	109	109	109	<b>净利润</b>	<b>65,375</b>	<b>76,131</b>	<b>88,277</b>	<b>101,519</b>
经营性应付款项	2,408	1,811	1,858	1,741	减:少数股东损益	2,659	3,083	3,796	4,467
合同负债	15,472	20,268	21,175	21,785	<b>归属母公司净利润</b>	<b>62,716</b>	<b>73,048</b>	<b>84,481</b>	<b>97,052</b>
其他流动负债	31,076	37,204	40,574	44,106	每股收益-最新股本摊薄(元)	49.93	58.15	67.25	77.26
非流动负债	334	334	334	334	EBIT	86,424	101,813	118,109	135,629
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	88,112	103,694	120,106	137,715
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	92.00	92.55	93.02	93.34
租赁负债	334	334	334	334	归母净利率(%)	49.17	49.41	49.56	49.81
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	16.53	15.90	15.30	14.30
<b>负债合计</b>	<b>49,400</b>	<b>59,726</b>	<b>64,051</b>	<b>68,075</b>	归母净利润增长率(%)	19.55	16.47	15.65	14.88
归属母公司股东权益	197,507	243,055	296,735	359,987					
少数股东权益	7,458	10,541	14,337	18,804					
<b>所有者权益合计</b>	<b>204,965</b>	<b>253,596</b>	<b>311,072</b>	<b>378,792</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>254,365</b>	<b>313,322</b>	<b>375,123</b>	<b>446,866</b>					

  

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36,699	86,301	91,804	100,855	每股净资产(元)	157.23	193.48	236.22	286.57
投资活动现金流	-5,537	-5,723	-4,118	-5,143	最新发行在外股份(百万股)	1,256	1,256	1,256	1,256
筹资活动现金流	-57,425	-27,500	-30,799	-33,797	ROIC(%)	31.99	33.14	31.20	29.37
现金净增加额	-26,262	53,078	56,887	61,915	ROE-摊薄(%)	31.75	30.05	28.47	26.96
折旧和摊销	1,688	1,881	1,997	2,086	资产负债率(%)	19.42	19.06	17.07	15.23
资本开支	-5,306	-5,807	-4,217	-5,255	P/E(现价&最新股本摊薄)	34.66	29.76	25.73	22.40
营运资本变动	-29,127	2,394	-1,658	-5,931	P/B(现价)	11.01	8.94	7.33	6.04

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

