

Q1 业绩开门红，直销渠道表现优异

增持(维持)

——贵州茅台(600519)点评报告

2023年04月26日

报告关键要素:

4月25日,公司发布2023年第一季度报告。报告显示,公司2023Q1实现营业收入387.56亿元(YoY+20.00%),实现归母净利润207.95亿元(YoY+20.59%),略高于此前预期。

投资要点:

Q1 业绩开门红, 预计全年营收目标可顺利完成。2023Q1 营收同比增长20%, 业绩表现略优于此前披露的一季度经营数据公告, 超出全年15%的增速目标。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。

毛利率小幅提升, 费用结构优化。2023Q1 公司毛利率为92.60%, 同比增加0.23pcts, 主要系产品结构优化和销售渠道改革所致; 净利率为55.54%, 同比减少0.05pcts。费用端, 2023Q1 公司管理费用率和销售费用率分别为5.11%/1.92%, 同比-1.32pcts/+0.32pcts, 研发费用稳定在0.06%, 整体来看费用结构有所优化。

茅台酒/系列酒营收双升, 直销收入占比显著提升。分产品看, 2023Q1 茅台酒/系列酒营收分别为337.22亿元/50.14亿元, 同比增长16.85%/46.28%, 在基数不低的情况下营收均实现稳定正增长, 其中系列酒持续发力, 保持较高增速。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, 向百亿级大单品进军。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。**分渠道看,**2023Q1 直销/批发收入分别为178.07亿元/209.29亿元, 同比+63.56%/-2.20%, 直销收入高增长, 而批发渠道收入略有下降; 2023Q1 直销收入占比45.97%, 较2022Q1提升12.25pcts, 渠道建设改革成效显著。

“i 茅台”贡献增量, 线上渠道建设不断加强。截止2023Q1末, “i 茅台”上线运营一周年, 2023Q1 “i 茅台”实现酒类不含税收入49.03亿元, 占2023Q1销售总额的12.65%, 占2023Q1营收增量的76.03%, 为公司2023Q1的营收增长贡献了重要力量。公司持续加强线上渠道建设,

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)	1,730.38
总市值(亿元)	21,737.00
流通A股市值(亿元)	21,737.00

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

23Q1 业绩超预期, 彰显龙头强劲实力
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

分析师:

陈雯

执业证书编号:

S0270519060001

电话:

18665372087

邮箱:

chenwen@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)	34.66	29.84	25.93	22.36
市净率(倍)	11.01	9.35	7.97	6.81

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

着重打造“i 茅台”平台，为公司创造更多的营收。

盈利预测与投资建议：公司 23Q1 业绩亮眼，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 25 日收盘价对应 PE 为 30/26/22 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，政策风险。

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	127554	146425	167989	192839
%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
营业利润	87880	101883	117954	136271
%营业收入	69%	70%	70%	71%
营业外收支	-178	-200	-200	-193
利润总额	87701	101684	117754	136078
%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%
归属于母公司的净利润	62716	72850	83820	97222
%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	34.66	29.84	25.93	22.36
PEG	1.77	1.85	1.72	1.40
PB	11.01	9.35	7.97	6.81
EV/EBITDA	23.97	20.17	17.08	14.42
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
资产总计	254365	306322	365168	432144
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
负债合计	49400	63275	77779	93742
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
股东权益	204965	243047	287389	338403
负债及股东权益	254365	306322	365168	432144

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	36699	90190	101179	116068
投资	-210	-2	-2	-1
资本性支出	-5306	-11151	-6797	-7581
其他	-21	82	94	105
投资活动现金流净额	-5537	-11071	-6706	-7477
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
筹资活动现金流净额	-57425	-37882	-43586	-50555
现金净流量	-26262	41237	50887	58036

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登记为证券分析师，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

万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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