

买入

2023 年 4 月 3 日

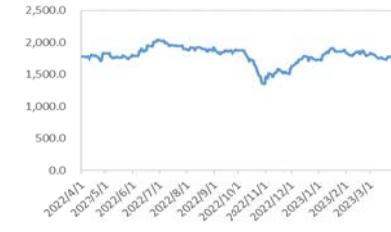
销售结构显著优化，高质量发展稳步向前

- **2022 年业绩高质量增长：**全年公司营业收入/归母净利润分别实现 1,241/627 亿元，同比+16.9%/+19.6%，其中单四季度营业收入/归母净利润分别为 369/183 亿元，同比+17.1%/+20.6%，在宏观外部条件面临巨大挑战的情况下，公司业绩仍超此前预期。全年公司销售回款 1,409 亿元，同比+17.9%，年底合同负债共计 155 亿元，环比 Q3 增加 36 亿元，整体经营保持稳健。公司拟派每股 25.9 元股息，派息比率 51.9%。
- **直营及非标放量，结构优化斐然：**分产品看，全年茅台酒/系列酒分别实现收入 1,078/159 亿元，同比+15.4%/26.6%，其中单四季度分别实现收入 334/34 亿元，同比+17.4%/+11.2%。分量价看，全年茅台酒/系列酒销量分别为 3.8/3.0 万吨，同比+4.5%/+0.3%，平均销售单价分别同比+10.4%/+26.1%，期内吨价大幅拉升，预计为非标茅台酒和茅台 1935 系列酒等产品的占比快速提高所致。分销售渠道看，全年公司批发代理/直销销售收入分别为 744/494 亿元，同比-9.3%/+105.5%，直销渠道实现规模翻番，占酒类销售额比重同比大幅+17.2pct 至 39.9%，主因期内 i 茅台自 3 月 31 日起上线运行并且表现亮眼，共计实现不含税收入 119 亿元，贡献全年公司合计酒类增收 177 亿中的 67%，占公司 Q2-Q4 酒类营收比例达到 13%。公司产品结构优化、以及直营比例的大幅提升，是全年吨价及收入水平大幅增长的主要驱动力。
- **盈利能力稳步向上：**受益于销售结构优化，公司全年综合毛利率同比+0.3pct 至 91.9%，茅台酒/系列酒分别毛利率为 94.2%/77.2%，同比+0.2/+3.5pct。全年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.7%/7.3%/0.1%/-1.1%，分别同比+0.08/-0.7/+0.05/-0.24pct，整体经营费用管控进一步优化。最终全年归母净利率同比+1.14pct 至 50.5%，毛利率及净利率均保持稳步上涨态势。期内公司重点新品上线后均成功呈现旺销态势，预计 2023 年产品结构升级及渠道结构调整的占比仍将持续提高，叠加规模效应，带动公司综合盈利能力稳步提升。
- **目标价 2,428.8 元，买入评级：**综上所述，公司在核心大单品尚未直接提价的情况下，全年经营业绩仍旧充分展现出其收入利润双高增的强大实力、以及未来持续发展的潜力。2023 年公司收入增速目标定在 15% 左右，考虑到开年以来公司核心产品批价走势平稳、渠道库存保持健康水平，预计为全年业绩形成了有力支撑，由于全年维度下白酒消费场景及宏观环境修复逐渐明朗，全年业绩或有机会超额完成，并且带动未来行业估值中枢趋稳向上。综上，预计公司 23-25 年净利润分别实现 739.8/871.7/1,016.1 亿元，给予目标价 2,428.8 元，相当于 24 财年盈利预测 35 倍 PE，距离当前股价有 33.5% 的涨幅，维持买入评级。

盈利摘要

财务年度截至12月31日	2021历史	2022历史	2023预测	2024预测	2025预测
营业收入(百万元)	109,464	127,554	149,013	173,226	199,793
变动(%)	11.9%	16.9%	16.8%	16.2%	15.3%
归母净利润(百万元)	52,460	62,716	73,982	87,174	101,612
变动(%)	12.3%	19.6%	18.0%	17.8%	16.6%
基本每股收益(元)	41.76	49.93	58.89	69.39	80.89
市盈率@1820元(倍)	43.6	36.5	30.9	26.2	22.5
每股股息(元)	21.7	43.6	29.4	34.7	40.4
股息现价比 (%)	1.2%	2.4%	1.6%	1.9%	2.2%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表					
	财务年度截至12月31日 人民币:百万元				
	2021 实际	2022 实际	2023 预测	2024 预测	2025 预测
营业收入	106,190	124,100	144,978	168,535	194,383
营业成本	8,983	10,093	11,238	12,400	13,696
毛利	97,207	114,006	133,740	156,135	180,687
销售费用	2,737	3,298	3,564	4,146	4,785
管理费用	8,450	9,012	10,373	11,086	11,896
研发费用	62	135	158	184	213
财务费用	(935)	(1,392)	(1,626)	(1,890)	(2,180)
营业利润	74,751	87,880	103,664	122,144	142,371
营业外收入	69	71	83	96	111
营业外支出	292	249	291	338	390
利润总额	74,528	87,701	103,456	121,902	142,092
所得税	18,808	22,326	26,337	31,033	36,173
净利润	55,721	65,375	77,119	90,869	105,919
归母净利润	52,460	62,716	73,982	87,174	101,612
基本每股收益	41.8	49.9	58.9	69.4	80.9
增速 (%)					
营业收入	11.9%	16.9%	16.8%	16.2%	15.3%
营业利润	12.2%	17.6%	18.0%	17.8%	16.6%
归母净利润	12.3%	19.6%	18.0%	17.8%	16.6%

资产负债表					
	财务年度截至12月31日 人民币:百万元				
	2021 实际	2022 实际	2023 预测	2024 预测	2025 预测
货币资金	51,810	58,274	55,752	57,054	57,887
应收票据及应收账款	0	126	2,304	2,678	3,089
预付款项	389	897	716	790	873
其他应收款合计	33	32	38	44	51
存货	33,394	38,824	45,093	51,291	59,827
固定资产	17,472	19,743	22,013	24,284	26,554
无形资产	6,208	7,083	7,958	8,833	9,708
商誉	0	0	0	0	0
资产总额	255,168	254,365	288,564	329,979	379,316
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,010	2,408	2,460	2,714	2,998
其他应付款合计	4,124	4,544	4,825	5,324	5,881
长期借款	0	0	0	0	0
负债合计	58,211	49,400	53,414	59,798	66,825
归属于母公司股东权益合计	189,539	197,507	227,692	262,722	305,033
少数股东权益	7,418	7,458	7,458	7,458	7,458
股东权益合计	196,958	204,965	235,150	270,180	312,491
负债和股东权益合计	255,168	254,365	288,564	329,979	379,316

财务能力分析					
	财务年度截至12月31日 人民币:百万元				
	2021 实际	2022 实际	2023 预测	2024 预测	2025 预测
盈利能力					
毛利率		92%	92%	92%	93%
营业利润率		70%	71%	72%	73%
归母净利润率		49%	51%	51%	52%
ROE		31%	33%	35%	36%
ROA		24%	26%	28%	29%
运营能力					
SG&A/收入		11%	10%	10%	9%
实际税率		25%	25%	25%	25%
派息率		52%	52%	52%	52%
应收票据及应收账款周转天数		0	0	6	6
存货周转天数		107	106	106	104
应付票据及应付账款周转天数		68	80	80	80
财务状况					
资产负债率		23%	19%	19%	18%
总资产/股本		130%	124%	123%	122%
					121%

现金流量表					
	财务年度截至12月31日 人民币:百万元				
	2021 实际	2022 实际	2023 预测	2024 预测	2025 预测
净利润-现金流量表					
净利润	55,721	65,375	77,119	90,869	105,919
折旧	1,345	1,444	1,623	1,802	1,981
摊销	124	156	177	199	220
存货的减少	(4,525)	(5,430)	(6,269)	(6,197)	(8,536)
经营性应收项目的减少	504	(15,052)	(2,177)	(374)	(411)
经营性应付项目的增加	11,881	(8,645)	51	254	284
其他	(1,021)	(1,149)	(680)	(819)	(985)
经营活动产生的现金流量净额	64,029	36,699	69,843	85,734	98,473
投资活动现金流入小计	19	11	0	0	0
投资活动现金流出小计	5,582	5,548	4,690	4,690	4,690
投资活动产生的现金流量净额	(5,562)	(5,537)	(4,690)	(4,690)	(4,690)
筹资活动现金流入小计	0	0	0	0	0
筹资活动现金流出小计	26,564	57,425	67,676	79,742	92,950
筹资活动产生的现金流量净额	(26,564)	(57,425)	(67,676)	(79,742)	(92,950)
现金及现金等价物净增加额	31,900	(26,262)	(2,522)	1,302	833
期初现金及现金等价物余额	146,741	178,641	152,379	149,856	151,158
期末现金及现金等价物余额	178,641	152,379	149,856	151,158	151,991

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。