

## 贵州茅台 (600519.SH) 成长动力充足，业绩好于预期

2023年04月26日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

日期	2023/4/26
当前股价(元)	1,743.91
一年最高最低(元)	2,077.00/1,333.00
总市值(亿元)	21,906.96
流通市值(亿元)	21,906.96
总股本(亿股)	12.56
流通股本(亿股)	12.56
近3个月换手率(%)	11.68

### ● 直营化和高端化动力充足，全年业绩确定性强，维持“买入”评级

公司2023年Q1实现营业总收入393.8亿元，同比+18.7%；实现营业收入387.6亿元，同比+20.0%；实现归母净利润208.0亿元，同比+20.6%；实现扣非归母净利润207.8亿元，同比+20.5%，略高于之前业绩预告。公司直营化和高端化路径清晰，成长空间充足，业绩确定性强，我们维持2023-2025年盈利预测，预计2023-2025年净利润分别为739.1亿元、872.4亿元、1016.0亿元，同比分别+17.8%、+18.0%、+16.5%，EPS分别为58.84元、69.44元、80.88元，当前股价对应PE分别为29.6、25.1、21.6倍，维持“买入”评级。

### ● 系列酒增长提速，直营占比持续提升

分产品看，2023年Q1茅台酒实现营业收入337.2亿元，同比+16.8%；由“i茅台”带动，系列酒直营比例提升明显，实现营业收入50.1亿元，同比+46.3%。分销售模式看，直销渠道实现营业收入178.1亿元，同比+63.6%，其中“i茅台”是主要增量；批发代理渠道实现营业收入209.3亿元，同比-2.2%。

### ● 渠道结构变化较大，预收款环比下降

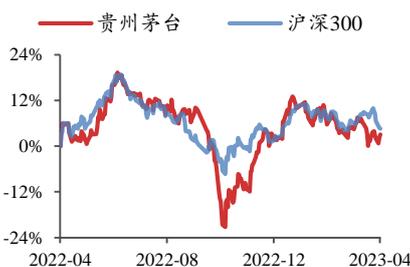
2023年Q1末合同负债83.3亿元，同比+0.1%；环比2022年末变化-71.4亿元，（2022Q1末环比2021年末变化-44.0亿元）。直营渠道占比持续提升趋势下，茅台预收款对景气度变化的信号意义减弱。

### ● 直营占比提升带动公司盈利能力新高

2023年Q1毛利率同比+0.23pct至92.60%，主要是因为公司直营占比提升。2023年Q1税金及附加/销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别13.87%/1.92%/5.11%/0.06%/-1.07%，分别同比+0.80pct/+0.32pct/-1.32pct/+0.00pct/-0.06pct。管理费用率在规模效应下继续下降，其他费用比率变化不大，归母净利率+0.84pct至52.81%。

### ● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《开门红顺利实现，全年业绩确定性强——公司信息更新报告》-2023.4.18

《2022年圆满收官，市场化改革持续——公司信息更新报告》-2023.1.3

《直销推进提速，旺季平稳过渡——公司信息更新报告》-2022.10.17

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	109,464	127,554	148,352	172,081	198,570
YOY(%)	11.7	16.5	16.3	16.0	15.4
归母净利润(百万元)	52,460	62,716	73,910	87,236	101,598
YOY(%)	12.3	19.6	17.8	18.0	16.5
毛利率(%)	91.8	92.1	92.4	92.9	93.5
净利率(%)	50.9	51.3	52.7	53.5	54.0
ROE(%)	28.3	31.9	27.6	26.4	25.2
EPS(摊薄/元)	41.76	49.93	58.84	69.44	80.88
P/E(倍)	41.8	34.9	29.6	25.1	21.6
P/B(倍)	11.6	11.1	8.1	6.6	5.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	220766	216611	305735	374652	446093
现金	51810	58274	144883	209739	279662
应收票据及应收账款	0	126	21	150	47
其他应收款	33	32	44	44	57
预付账款	389	897	599	1137	866
存货	33394	38824	41732	45124	47004
其他流动资产	135139	118457	118457	118457	118457
<b>非流动资产</b>	34403	37753	42552	47799	54594
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	17472	19743	22740	26069	29989
无形资产	6208	7274	7870	8591	9231
其他非流动资产	10722	10737	11943	13139	15374
<b>资产总计</b>	255168	254365	348288	422451	500687
<b>流动负债</b>	57914	49066	64796	73245	75751
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2010	2408	2520	2794	2842
其他流动负债	55904	46657	62276	70451	72909
<b>非流动负债</b>	296	334	334	334	334
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	296	334	334	334	334
<b>负债合计</b>	58211	49400	65130	73579	76086
少数股东权益	7418	7458	11741	16599	22136
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	185860	193825	241580	300813	374064
<b>归属母公司股东权益</b>	189539	197507	271416	332272	402465
<b>负债和股东权益</b>	255168	254365	348288	422451	500687

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	64029	36699	91534	96573	108312
净利润	55721	65375	78193	92094	107135
折旧摊销	1480	1611	1633	1968	2355
财务费用	-935	-1392	-1619	-1878	-2167
投资损失	-58	-64	0	0	0
营运资金变动	7860	-29127	13355	4431	1044
其他经营现金流	-39	295	-28	-42	-55
<b>投资活动现金流</b>	-5562	-5537	-6434	-7214	-9151
资本支出	3409	5307	6432	7214	9150
长期投资	-2144	-210	0	0	0
其他投资现金流	-10	-20	-3	-0	-1
<b>筹资活动现金流</b>	-26564	-57425	1509	-24502	-29238
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-26564	-57425	1509	-24502	-29238
<b>现金净增加额</b>	31900	-26262	86609	64856	69922

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	109464	127554	148352	172081	198570
营业成本	8983	10093	11259	12139	12876
营业税金及附加	15304	18496	21066	24436	28197
营业费用	2737	3298	3308	3442	3971
管理费用	8450	9012	9791	10841	12510
研发费用	62	135	119	138	159
财务费用	-935	-1392	-1619	-1878	-2167
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	21	25	23	24	23
公允价值变动收益	-2	0	-3	-0	-1
投资净收益	58	64	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	74751	87880	104417	122945	142989
营业外收入	69	71	40	48	57
营业外支出	292	249	200	200	200
<b>利润总额</b>	74528	87701	104257	122793	142846
所得税	18808	22326	26064	30698	35712
<b>净利润</b>	55721	65375	78193	92094	107135
少数股东损益	3260	2659	4283	4858	5536
<b>归属母公司净利润</b>	52460	62716	73910	87236	101598
EBITDA	76008	89313	105889	124760	145201
EPS(元)	41.76	49.93	58.84	69.44	80.88

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	11.7	16.5	16.3	16.0	15.4
营业利润(%)	12.2	17.6	18.8	17.7	16.3
归属于母公司净利润(%)	12.3	19.6	17.8	18.0	16.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	91.8	92.1	92.4	92.9	93.5
净利率(%)	50.9	51.3	52.7	53.5	54.0
ROE(%)	28.3	31.9	27.6	26.4	25.2
ROIC(%)	42.1	48.4	63.9	77.8	90.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	22.8	19.4	18.7	17.4	15.2
净负债比率(%)	-26.3	-28.4	-51.2	-60.1	-65.9
流动比率	3.8	4.4	4.7	5.1	5.9
速动比率	0.9	1.2	2.2	2.9	3.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	0.0	12184.5	12184.5	12184.5	12184.5
应付账款周转率	5.4	4.6	4.6	4.6	4.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	41.76	49.93	58.84	69.44	80.88
每股经营现金流(最新摊薄)	50.97	29.21	72.87	76.88	86.22
每股净资产(最新摊薄)	150.88	157.23	216.06	264.51	320.38
<b>估值比率</b>					
P/E	41.8	34.9	29.6	25.1	21.6
P/B	11.6	11.1	8.1	6.6	5.4
EV/EBITDA	28.2	24.0	19.4	16.0	13.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn