

2023年06月14日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 产业生态布局完善，迈向国际一流企业

## —贵州茅台（600519.SH）公司事件点评报告

### 买入(维持)

### 事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

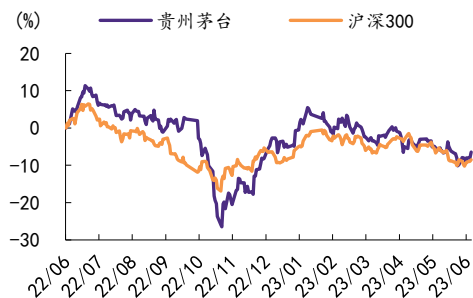
2023年06月13日，贵州茅台在贵州省遵义仁怀市茅台镇召开2022年度股东大会。

### 基本数据

2023-06-13

当前股价(元)	1699
总市值(亿元)	21343
总股本(百万股)	1256
流通股本(百万股)	1256
52周价格范围(元)	1350-2045
日均成交额(百万元)	5080.49

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《贵州茅台（600519）：经营稳中有进，改革持续向前》2023-05-20
- 2、《贵州茅台（600519）：业绩略超预期，全年高质量》2023-04-26
- 3、《贵州茅台（600519）：业绩超预期，一季度开门红》2023-04-17

## 投资要点

### ■ 美学理念为基，构建五线生态体系

**企业哲学方面**，茅台以美学理念为基础，遵循生态可持续发展逻辑，具备多样性、系统性、平衡性三大特性。**五线生态方面**：1) 蓝线聚焦增长，形成自主可控的供产销链条，从尊品、珍品、精品到经典的清晰价格带，及注重老酒市场。2) 绿线聚焦绿色，注重质量生态与自然生态。3) 白线增长动力，科技动力为物系研究得到 6000 个分子，菌系研究得到 1946 个微生物菌落群；数字化动力为 i 茅台、数字营销及行业工业互联网；改革动力；开放动力。4) 紫线聚焦文化，包括美的生态文化和共同体生态。5) 红线聚焦安全，包括安全生产体系及风险防控体系。

### ■ 产品生态化布局，渠道全方位建设

**产品方面**：1) 超高端市场市占率近 90%，千元价格带打造 1935 百亿单品，次高端价位带布局汉酱等，中档价位带布局迎宾酒，以更精准的消费群体和需求完成生态化布局。2) 增量价格改革，大部分产品完成提价工作。3) 研发推动产品品质提升与品牌推广，目前巽风用户数 370 万人，日活 50 万人，实现营收 21 亿元。**渠道方面**，以渠道为主布局 B 端，以直营体系和团购业务布局 C 端，以 i 茅台自主形成 B 端、C 端互相协同、共同服务于消费者的业态。1) 积极布局直营渠道，建设茅台专卖店、体验中心。2) 传统渠道和现代渠道并行，布局商超、卖场等渠道，同时进入社区、盒马等现代商业体系。3) i 茅台与传统电商渠道共同发力。

### ■ 盈利预测

预计 2023-2025 年 EPS 为 58.26/67.65/77.75 元，当前股价对应 PE 分别为 29/25/22 倍，维持“买入”投资评级。

### ■ 风险提示

宏观经济下行风险、产能扩张不及预期、直营增长不及预期、改革进程不及预期、批价快速上行等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入 (百万元)	127,554	147,081	168,847	192,775
增长率 (%)	16.5%	15.3%	14.8%	14.2%
归母净利润 (百万元)	62,716	73,188	84,983	97,664
增长率 (%)	19.6%	16.7%	16.1%	14.9%
摊薄每股收益 (元)	49.93	58.26	67.65	77.75
ROE (%)	30.6%	34.0%	37.3%	40.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	58,274	70,255	82,842	98,326
应收款	158	201	278	317
存货	38,824	39,325	40,954	41,806
其他流动资产	119,355	119,599	119,828	119,999
流动资产合计	216,611	229,381	243,902	260,448
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	118,296	118,496	118,646	118,746
固定资产	19,743	19,751	18,965	17,912
在建工程	2,208	883	353	141
无形资产	7,083	6,729	6,375	6,038
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	8,719	8,719	8,719	8,719
非流动资产合计	37,753	36,083	34,412	32,811
资产总计	254,365	265,464	278,314	293,259
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	2,408	2,413	2,597	2,825
其他流动负债	31,185	31,185	31,185	31,185
流动负债合计	49,066	49,717	50,436	51,439
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	334	334	334	334
非流动负债合计	334	334	334	334
负债合计	49,400	50,051	50,770	51,774
<b>所有者权益</b>				
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
股东权益	204,965	215,412	227,544	241,486
负债和所有者权益	254,365	265,464	278,314	293,259

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	65375	76317	88616	101840
少数股东权益	2659	3129	3633	4175
折旧摊销	1600	1670	1653	1583
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-32935	63	-1065	41
经营活动现金净流量	36699	81179	92838	107640
投资活动现金净流量	-5537	1116	1167	1164
筹资活动现金净流量	-19181	-65869	-76485	-87898
现金流量净额	11,981	16,426	17,520	20,906

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>127,554</b>	<b>147,081</b>	<b>168,847</b>	<b>192,775</b>
营业成本	10,093	11,442	12,314	13,867
营业税金及附加	18,496	21,180	24,145	27,374
销售费用	3,298	3,677	4,137	4,627
管理费用	9,012	10,296	11,650	13,109
财务费用	-1,392	-1,967	-2,320	-2,753
研发费用	135	156	179	204
费用合计	11,053	12,161	13,647	15,187
资产减值损失	-15	-5	-4	-3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	64	60	55	50
<b>营业利润</b>	<b>87,880</b>	<b>102,373</b>	<b>118,808</b>	<b>136,405</b>
加:营业外收入	71	60	50	45
减:营业外支出	249	200	180	100
<b>利润总额</b>	<b>87,701</b>	<b>102,233</b>	<b>118,678</b>	<b>136,350</b>
所得税费用	22,326	25,916	30,061	34,510
<b>净利润</b>	<b>65,375</b>	<b>76,317</b>	<b>88,616</b>	<b>101,840</b>
少数股东损益	2,659	3,129	3,633	4,175
<b>归母净利润</b>	<b>62,716</b>	<b>73,188</b>	<b>84,983</b>	<b>97,664</b>

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	16.5%	15.3%	14.8%	14.2%
归母净利润增长率	19.6%	16.7%	16.1%	14.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	92.1%	92.2%	92.7%	92.8%
四项费用/营收	8.7%	8.3%	8.1%	7.9%
净利率	51.3%	51.9%	52.5%	52.8%
ROE	30.6%	34.0%	37.3%	40.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.4%	18.9%	18.2%	17.7%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	806.2	730.0	608.3	608.3
存货周转率	0.3	0.8	0.9	1.0
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	49.93	58.26	67.65	77.75
P/E	34.0	29.2	25.1	21.9
P/S	16.7	14.5	12.6	11.1
P/B	10.8	10.4	10.0	9.6

## ■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

## ■ 证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。