

第一上海证券有限公司近期对贵州茅台进行研究并发布了研究报告《销售结构显著优化，高品质发展稳步向前》，本报告对贵州茅台给出买入评级，认为其目标价位为2428.80元，当前股价为1793.1元，预期上涨幅度为35.45%。

贵州茅台(600519)

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。

证券之星数据中心根据近三年发布的研报数据计算，中信证券蒋祎研究员团队对该股研究较为深入，近三年预测准确度均值高达99.51%，其预测2023年度归属净利润为盈利626.48亿，根据现价换算的预测PE为36.14。

最新盈利预测明细如下：