

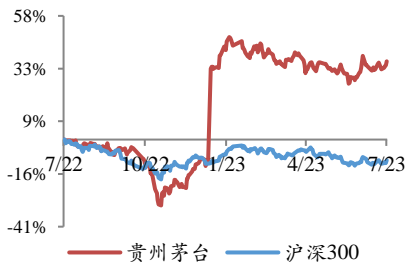
业绩表现超预期，加速成长展现龙头势能

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2023-07-13

收盘价 (元)	1,738.40
近 12 个月最高/最低 (元)	1,935.00/1,618.00
总股本 (百万股)	1,256
流通股本 (百万股)	1,256
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	21,838
流通市值 (亿元)	21,838

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 刘略天

执业证书号: S0010522100001

邮箱: liult@hazq.com

分析师: 万鹏程

执业证书号: S0010523040002

邮箱: wanpengcheng@hazq.com

主要观点:

● 事件描述

经公司初步核算, 2023 年上半年, 公司预计实现营业总收入 706 亿元左右 (其中茅台酒营业收入 591 亿元左右, 系列酒营业收入 99 亿元左右), 同比增长 18.8% 左右; 预计实现归属于上市公司股东的净利润 356 亿元左右, 同比增长 19.5% 左右。公司表现超市场预期。

● 茅台酒同比高速增长, 23H1 归母净利率持续提升

收入方面, 公司 23H1/23Q2 营业总收入预计实现 706 亿/312 亿, 同比分别增长 18.8%/18.9%。其中茅台酒实现营收 591 亿/254 亿, 同比分别增长 18.3%/20.2%, 系列酒实现营收 99 亿/49 亿, 同比增长 30.3%/17.2%。

利润方面, 公司 23H1/23Q2 归母净利润预计实现 356 亿/148 亿, 同比分别增长 19.5%/18.0%。对应归母净利率分别为 50.4%/47.4%, 同比去年同期+0.30pct/-0.37pct。

● 23Q2 毛利率有望优化, 加速成长展现龙头势能

一方面, 公司 23Q2 茅台酒营收增速超系列酒, 致使二季度茅台酒占总营收比例提升 0.9pct 至 81.3%, 产品结构进一步提升。预计公司单二季度毛利率有望持续优化。另一方面, 20-23 年单二季度/上半年公司均实现总营收加速增长, 单二季度分别为 8.8%、11.4%、15.9%、18.9%, 上半年分别为 10.8%、11.1%、17.2%、18.8%, 上一轮加速成长为 2014-2018 年, 公司在行业调整下再次展现出了龙头酒企的强大势能

● 投资建议

渠道反馈茅台“时间过半, 任务过半”, 当前打款发货进度正常, 近期批价呈现回暖态势, 部分渠道反馈开始中秋备货, 整体显示公司在高端刚性需求下仍具市场主导地位。对应实现全年 15% 增长目标, 下半年仅需增长 11.7%, 预计公司可轻松完成, 建议当前时点重视茅台长期配置价值。我们预计公司 2023 年-2025 年营业总收入同比增长 18.0%、16.9%、16.2%, 归母净利润同比增长 19.2%、18.3%、16.7%, 对应 EPS 预测为 59.50、70.36、82.09 元, 对应 7 月 13 日 PE 分别为 29、25、21 倍。维持公司“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 宏观经济不确定性风险;
- (2) 消费复苏不及预期;
- (3) 政策限制与食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	127554	150490	175918	204338
收入同比 (%)	16.5%	18.0%	16.9%	16.2%
归属母公司净利润	62716	74744	88390	103118
净利润同比 (%)	19.6%	19.2%	18.3%	16.7%
毛利率 (%)	91.9%	92.2%	92.6%	92.7%
ROE (%)	31.8%	31.8%	31.7%	31.2%
每股收益 (元)	49.93	59.50	70.36	82.09
P/E	34.59	29.22	24.71	21.18
P/B	10.98	9.30	7.83	6.60
EV/EBITDA	23.97	19.56	16.40	13.67

资料来源: wind, 华安证券研究所, 截至 2023 年 7 月 13 日

财务报表与盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	216611	260294	314328	376074	营业收入	127554	150490	175918	204338
现金	58274	108484	147252	212883	营业成本	10199	11532	12896	14674
应收账款	21	0	0	0	营业税金及附加	18496	21888	25651	29859
其他应收款	32	45	45	60	销售费用	3298	2937	3442	4007
预付账款	897	1016	1137	1295	管理费用	9012	10280	11876	13823
存货	38824	32272	47310	43335	财务费用	-1392	-1038	-1942	-2640
其他流动资产	118563	118476	118584	118500	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	37753	43356	44166	44774	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	64	0	0	0
固定资产	19743	24672	24795	24702	营业利润	87880	104758	123841	144436
无形资产	7083	7933	8783	9633	营业外收入	71	11	11	11
其他非流动资产	10928	10751	10588	10439	营业外支出	249	249	249	249
资产总计	254365	303650	358494	420848	利润总额	87701	104520	123603	144198
流动负债	49066	57810	64713	71136	所得税	22326	26608	31466	36709
短期借款	0	0	0	0	净利润	65375	77912	92137	107489
应付账款	2408	1718	2901	2360	少数股东损益	2659	3169	3747	4371
其他流动负债	46657	56092	61812	68776	归属母公司净利润	62716	74744	88390	103118
非流动负债	334	334	334	334	EBITDA	88112	106117	124189	144188
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	49.93	59.50	70.36	82.09
其他非流动负债	334	334	334	334					
负债合计	49400	58145	65047	71470					
少数股东权益	7458	10627	14374	18745	主要财务比率				
股本	1256	1256	1256	1256	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	1375	1375	1375	1375	成长能力				
留存收益	194876	232247	276443	328001	营业收入	16.5%	18.0%	16.9%	16.2%
归属母公司股东权益	197507	234879	279074	330633	营业利润	17.6%	19.2%	18.2%	16.6%
负债和股东权益	254365	303650	358494	420848	归属于母公司净利	19.6%	19.2%	18.3%	16.7%
					获利能力				
					毛利率 (%)	91.9%	92.2%	92.6%	92.7%
					净利率 (%)	50.5%	50.9%	51.4%	51.5%
					ROE (%)	31.8%	31.8%	31.7%	31.2%
					ROIC (%)	31.4%	31.4%	30.9%	30.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	19.4%	19.1%	18.1%	17.0%
					净负债比率 (%)	24.1%	23.7%	22.2%	20.5%
					流动比率	4.41	4.50	4.86	5.29
					速动比率	1.19	1.88	2.28	2.99
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	0.53	0.52	0.51
					应收账款周转率	11854.51	—	—	—
					应付账款周转率	4.57	5.54	5.54	5.54
					每股指标 (元)				
					每股收益	49.93	59.50	70.36	82.09
					每股经营现金流 (摊)	29.21	76.29	68.71	95.88
					每股净资产	157.23	186.98	222.16	263.20
					估值比率				
					P/E	34.59	29.22	24.71	21.18
					P/B	10.98	9.30	7.83	6.60
					EV/EBITDA	23.97	19.56	16.40	13.67

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师：万鹏程，中央财经大学本科，乌尔姆大学硕士。三年证券研究经验，曾就职于公募基金、券商资管、境外券商等机构。主要覆盖白酒。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出一未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。