

## 贵州茅台（600519）

### 23H1 主要经营数据点评：收入略超预期，龙头稳军心

买入（维持）

2023 年 07 月 14 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书：S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	127,554	149,366	172,368	197,241
同比	17%	17%	15%	14%
归属母公司净利润（百万元）	62,716	74,474	86,744	100,182
同比	20%	19%	16%	15%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	49.93	59.29	69.05	79.75
P/E（现价&最新股本摊薄）	34.82	29.32	25.17	21.80

关键词：#业绩超预期

#### 投资要点

- **事件：**2023H1 预计实现总营收 706 亿元左右，yoy+18.8%左右；归母净利润 356 亿元左右，yoy+19.5%左右。23Q2 预计总营收 312.21 亿元，yoy+18.91%，归母净利润 148.05 亿元，yoy+17.98%，业绩略超我们此前预期。
- **收入略超预期，弹性贡献点仍丰富。**Q2 茅台酒营收 254 亿元左右，同比+20%，增速环比 Q1 提升，1）i 茅台 23Q2 公司预约申购的线上收入 43.6 亿元（含税），同比基本持平，此外云购品类增加，预计小幅增长；2）主要增长贡献来自于 24 节气自 3 月起投放（巽风年初上线以来，截至 612 用户数 370w，累计贡献 21 亿营收）以及经销商 23Q2 加大精品等非标的投放。此外 23Q2 系列酒收入约 49 亿元，同比+17%，增速稳健，23Q2 经销商持续在做线下 1935 的品鉴活动。从基本面看，茅台价格近期保持平稳，当前散飞/原箱批价 2750 元/2900 元，库存良性，时间过半进程均过半，保持稳健。
- **业绩增速稳健，长期投资价值凸显。**当前看 23Q2 归母净利润增长率略低于营收表现，我们预计或主要系季度间税金率波动、销售费用低基数所致。长期看茅台规划稳健，推动公司量价齐升的多种排列组合未变，23 年营业总收入较上年度增长 15%，预计全年超额完成目标概率大，当前公司不到 30 倍左右，长期投资价值凸显。
- **盈利预测与投资评级：**公司稳健经营，业绩确定性和成长性兼具，23Q2 收入略超预期，我们上调 2023-2025 年归母净利润为 744.74/867.44/1001.82 亿元（前值为 730.5/844.8/970.5 亿元），同比增长 19%/16%/15%（前值为+16%/+16%/+15%），当前对应 23-25 年 PE 为 29、25、22 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济复苏不及预期、动销复苏不及预期、食品安全问题。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	1,738.40
一年最低/最高价	1,333.00/1,999.68
市净率(倍)	10.00
流通 A 股市值(百万元)	2,183,774.26
总市值(百万元)	2,183,774.26

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	173.76
资产负债率(% ,LF)	12.36
总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股(百万股)	1,256.20

#### 相关研究

《贵州茅台(600519)：2022 年股东大会点评：让美更融，稳健前行》

2023-06-15

《贵州茅台(600519)：23 年 1 季报点评：龙头业绩超预期稳健，增强信心》

2023-04-26

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>216,611</b>	<b>273,078</b>	<b>334,550</b>	<b>405,913</b>	<b>营业总收入</b>	<b>127,554</b>	<b>149,366</b>	<b>172,368</b>	<b>197,241</b>
货币资金及交易性金融资产	58,274	112,998	172,086	237,022	营业成本(含金融类)	10,199	10,913	11,677	12,670
经营性应收款项	1,024	3,759	4,632	5,459	税金及附加	18,496	20,911	24,132	27,614
存货	38,824	37,553	38,902	44,187	销售费用	3,298	3,659	4,240	4,872
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,012	10,008	11,376	12,821
其他流动资产	118,489	118,767	118,929	119,245	研发费用	135	149	172	197
<b>非流动资产</b>	<b>37,753</b>	<b>41,547</b>	<b>43,685</b>	<b>46,773</b>	财务费用	(1,392)	(9)	(15)	(21)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	25	30	34	39
固定资产及使用权资产	20,145	19,874	19,887	19,711	投资净收益	64	75	88	99
在建工程	2,208	6,248	8,368	11,628	公允价值变动	0	4	2	4
无形资产	7,083	7,118	7,133	7,148	减值损失	(15)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	146	136	126	115	<b>营业利润</b>	<b>87,880</b>	<b>103,843</b>	<b>120,910</b>	<b>139,232</b>
其他非流动资产	8,170	8,170	8,170	8,170	营业外净收支	(178)	(130)	(110)	(90)
<b>资产总计</b>	<b>254,365</b>	<b>314,625</b>	<b>378,234</b>	<b>452,686</b>	<b>利润总额</b>	<b>87,701</b>	<b>103,713</b>	<b>120,800</b>	<b>139,142</b>
<b>流动负债</b>	<b>49,066</b>	<b>59,249</b>	<b>63,299</b>	<b>67,195</b>	减:所得税	22,326	26,136	30,442	34,785
短期借款及一年内到期的非流动负债	109	109	109	109	<b>净利润</b>	<b>65,375</b>	<b>77,577</b>	<b>90,358</b>	<b>104,356</b>
经营性应付款项	2,408	1,794	1,824	1,701	减:少数股东损益	2,659	3,103	3,614	4,174
合同负债	15,472	20,080	20,785	21,285	<b>归属母公司净利润</b>	<b>62,716</b>	<b>74,474</b>	<b>86,744</b>	<b>100,182</b>
其他流动负债	31,076	37,265	40,581	44,100	每股收益-最新股本摊薄(元)	49.93	59.29	69.05	79.75
非流动负债	334	334	334	334	EBIT	86,424	103,725	120,771	139,068
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	88,112	105,606	122,768	141,154
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	92.00	92.69	93.23	93.58
租赁负债	334	334	334	334	归母净利率(%)	49.17	49.86	50.32	50.79
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	16.53	17.10	15.40	14.43
<b>负债合计</b>	<b>49,400</b>	<b>59,583</b>	<b>63,634</b>	<b>67,529</b>	归母净利润增长率(%)	19.55	18.75	16.48	15.49
归属母公司股东权益	197,507	244,481	300,425	366,807					
少数股东权益	7,458	10,561	14,175	18,350					
<b>所有者权益合计</b>	<b>204,965</b>	<b>255,042</b>	<b>314,600</b>	<b>385,157</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>254,365</b>	<b>314,625</b>	<b>378,234</b>	<b>452,686</b>					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36,699	87,949	94,041	103,893	每股净资产(元)	157.23	194.62	239.15	292.00
投资活动现金流	(5,537)	(5,730)	(4,155)	(5,162)	最新发行在外股份(百万股)	1,256	1,256	1,256	1,256
筹资活动现金流	(57,425)	(27,500)	(30,799)	(33,797)	ROIC(%)	31.99	33.67	31.67	29.77
现金净增加额	(26,262)	54,719	59,088	64,934	ROE-摊薄(%)	31.75	30.46	28.87	27.31
折旧和摊销	1,688	1,881	1,997	2,086	资产负债率(%)	19.42	18.94	16.82	14.92
资本开支	(5,306)	(5,815)	(4,255)	(5,275)	P/E(现价&最新股本摊薄)	34.82	29.32	25.17	21.80
营运资本变动	(29,127)	2,529	(1,487)	(5,734)	P/B(现价)	11.06	8.93	7.27	5.95

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>