

贵州茅台(600519)

报告日期: 2023年07月14日

23Q2 收入略超预期, 直销非标助力茅台酒表现优异

——贵州茅台 23H1 业绩预告点评报告

投资要点

- 贵州茅台发布业绩预告, 23H1 实现营业总收入 706 亿元左右 (+18.8%左右); 实现归母净利润 356 亿元左右 (+19.5%左右)。23Q2 实现营业总收入 312.21 亿元左右 (+18.91%左右); 实现归母净利润 148.05 亿元左右 (+17.98%左右)。23Q2 收入业绩略超预期。
- 分产品: 23Q2 茅台酒、系列酒分别实现收入 253.78、48.86 亿元 (+20.25%、+17.15%), 茅台酒占比同比提升 0.36 个百分点至 83.86%。
 - 1) 茅台酒: 我们预计 23Q2 飞天茅台回款/投放节奏均与去年相近, 目前库存维持低位。在飞天茅台投放较去年微增背景下, 我们认为茅台酒收入优异主因非标产品收入占比提升。我们预计 23Q2 非标产品继续放量。
 - 2) 系列酒: 23Q2 系列酒延续较快增长, 主因 1935 锚定全年百亿目标+内部结构提升。具体看: 1935 在 23 年收入规模目标百亿, 并加大了连锁型、社会化终端投放。1935 放量引领下系列酒延续高增, 我们预计当前进度已过半。23Q2 茅台酒增速环比有所放缓, 主要系外部环境仍在复苏通道+公司控发货节奏+22Q2 系列酒收入高基数(2022 年 3 月 31 日“i 茅台”正式上线), 我们认为行业价增趋势不改、次高端在未来两年仍将为扩容最快的价格带, 系列酒有望恢复高增态势。
- 分渠道: 23 年公司加大直销比例, 我们认为全年直销比例有望超 50% (22 年直销比例 40%、23Q1 直销比例 46%)。23Q2 “i 茅台”延续优异表现。截至 6 月 12 日, “i 茅台”的注册用户达 4179 万人, 日活超 500 万, 累计预约人次 33.82 亿, 酒类交易总量达 7217 吨, 投放门店 2374 家, 累计交易额达 270.3 亿元。
- 我们认为全年收入增速 15% 目标可达性高。非标+i 茅台、茅台自营店、团购比例或将持续上升有望持续贡献, 公司 23 年 15% 目标可达性高。
- 盈利预测及估值
我们预计 23 年公司收入/净利润增速分别为 17%/19%, 对应 23 年 PE 29 X, 估值具备性价比, 维持买入评级。
- 催化剂: 白酒需求恢复超预期; 批价持续上行。
- 风险提示: 消费疲软; 白酒动销恢复不及预期; 飞天茅台批价上涨不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	127554	148805	171297	195203
(+/-) (%)	16.53%	16.66%	15.12%	13.96%
归母净利润	62716	74719	87103	100302
(+/-) (%)	19.55%	19.14%	16.57%	15.15%
每股收益(元)	49.93	59.48	69.34	79.85
P/E	34.82	29.23	25.07	21.77

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
 执业证书号: S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

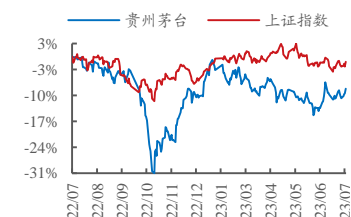
分析师: 潘俊汝
 执业证书号: S1230123050013
 panjunru@stocke.com.cn

研究助理: 张家祯
 zhangjiazhen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 1,738.40
总市值(百万元)	2,183,774.26
总股本(百万股)	1,256.20

股票走势图



相关报告

- 1 《业绩超预期, 高质量发展》
2023.04.28
- 2 《业绩符合预期, 强者恒强》
2023.04.02
- 3 《22 年圆满收官, 经营潜力强劲——贵州茅台事件点评》
2022.12.30

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	216611	295400	382869	481815
现金	58274	131790	215231	312789
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	126	828	374	569
其它应收款	32	45	49	54
预付账款	897	829	768	952
存货	38824	37967	40601	44702
其他	118457	123941	125846	122748
非流动资产	37753	37784	40433	41735
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	19743	21136	22283	23206
无形资产	7083	7738	8618	9370
在建工程	2208	1767	1413	1131
其他	8719	7143	8118	8029
资产总计	254365	333184	423301	523550
流动负债	49066	52886	55530	55124
短期借款	0	0	0	0
应付款项	2408	2144	2419	2655
预收账款	0	0	0	0
其他	46657	50743	53111	52468
非流动负债	334	211	281	275
长期借款	0	0	0	0
其他	334	211	281	275
负债合计	49400	53097	55811	55399
少数股东权益	7458	10626	14318	18570
归属母公司股东权益	197507	269462	353173	449581
负债和股东权益	254365	333184	423301	523550

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36699	76353	88799	103345
净利润	65375	77886	90795	104554
折旧摊销	1611	1460	1625	1783
财务费用	(1392)	(1419)	(1496)	(1554)
投资损失	(64)	(67)	(70)	(74)
营运资金变动	9318	(3687)	1462	2624
其它	(38150)	2181	(3516)	(3989)
投资活动现金流	(5537)	(1455)	(3486)	(3443)
资本支出	(2157)	(2270)	(2270)	(2270)
长期投资	(0)	2	(1)	0
其他	(3380)	814	(1215)	(1172)
筹资活动现金流	(57425)	(1383)	(1872)	(2344)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(57425)	(1383)	(1872)	(2344)
现金净增加额	(26263)	73516	83441	97558

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	127554	148805	171297	195203
营业成本	10093	10257	10812	11865
营业税金及附加	18496	20269	23332	26588
营业费用	3298	3619	4166	4748
管理费用	9012	8687	9999	11395
研发费用	135	106	134	166
财务费用	(1392)	(1419)	(1496)	(1554)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	64	67	70	74
其他经营收益	25	60	60	60
营业利润	87880	103335	120909	139202
营业外收支	(178)	(174)	(171)	(167)
利润总额	87701	103161	120738	139035
所得税	22326	25274	29943	34481
净利润	65375	77886	90795	104554
少数股东损益	2659	3167	3692	4252
归属母公司净利润	62716	74719	87103	100302
EBITDA	88438	103201	119767	136864
EPS (最新摊薄)	49.93	59.48	69.34	79.85

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	16.53%	16.66%	15.12%	13.96%
营业利润	17.56%	17.59%	17.01%	15.13%
归属母公司净利润	19.55%	19.14%	16.57%	15.15%
获利能力				
毛利率	91.87%	92.91%	93.51%	93.75%
净利率	52.68%	53.80%	54.48%	55.05%
ROE	31.21%	30.81%	26.90%	24.01%
ROIC	32.70%	28.48%	25.13%	22.58%
偿债能力				
资产负债率	19.42%	15.94%	13.18%	10.58%
净负债比率	0.22%	0.13%	0.17%	0.17%
流动比率	4.41	5.59	6.89	8.74
速动比率	3.62	4.87	6.16	7.93
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.49	0.44	0.40
应收账款周转率	11854.51	9957.40	16150.36	12064.36
应付账款周转率	4.57	4.51	4.74	4.68
每股指标(元)				
每股收益	49.93	59.48	69.34	79.85
每股经营现金	29.21	60.78	70.69	82.27
每股净资产	157.23	214.51	281.14	357.89
估值比率				
P/E	34.82	29.23	25.07	21.77
P/B	11.06	8.10	6.18	4.86
EV/EBITDA	23.96	19.99	16.56	13.81

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>