

白酒

贵州茅台（600519.SH）

买入-A(维持)

23H1 收入利润稳健增长，彰显白酒龙头发展韧性

2023 年 8 月 2 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023 年 8 月 2 日

收盘价（元）：	1,880.00
年内最高/最低（元）：	1,939.50/1,333.00
流通 A 股/总股本（亿）：	12.56/12.56
流通 A 股市值（亿）：	23,616.52
总市值（亿）：	23,616.52

基础数据：2023 年 3 月 31 日

基本每股收益：	16.55
摊薄每股收益：	16.55
每股净资产（元）：	180.28
净资产收益率：	9.50

资料来源：最闻

分析师：

周蓉

执业登记编码：S0760522080001

邮箱：zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

事件描述

➢ **事件：**公司发布 2023 年半年报，实现营业收入 659.76 亿元，同比增长 20.76%，归母净利润 359.80 亿元，同比增长 20.76%；其中，23Q2 实现营业收入 308.20 亿元，同比增长 21.72%，归母净利润 151.86 亿元，同比增长 21.01%。

事件点评

➢ **23H1 收入利润稳定增长，白酒龙头稳健依旧。**公司 23H1 实现收入 659.76 亿元，同比增长 20.76%。1) 从产品看，23H1 年茅台酒实现收入 592.79 亿元，同比增长 18.64%；系列酒实现收入 100.74 亿元，同比增长 32.58%；其中，23Q2 茅台酒实现收入 255.57 亿元，同比增长 21.09%；系列酒实现收入 50.60 亿元，同比增长 21.32%。23Q2 茅台酒增速较之前几个季度有所提升，预计在公司飞天茅台保持稳定前提下，增长主要由非标茅台和直销渠道占比提升所贡献。系列酒方面，Q2 淡季茅台 1935 批价有所下行，公司及时调整该产品的发货速度，从而减轻其价格压力，目前整体批价在千元之上企稳，预计在平衡量价关系之下，茅台 1935 仍有望达成百亿目标。2) 从销售渠道看，23H1 批发渠道收入 379.33 亿元，占比酒类收入 54.7%，直销收入 314.20 亿元，占比 45.3%，直销渠道收入延续高占比。“i 茅台”目前注册用户突破 4000 万，23Q2 实现营收 44.35 亿元，同比增长 0.43%。在春节后白酒行业整体动销转弱的背景下，公司营收实现提速增长，彰显其发展韧性。

➢ **23H1 毛利率维持高位，净利率稳定略有提升。**23H1 公司归母净利润 359.80 亿元，同比增长 20.76%，23H1 毛利率和净利率分别-0.39/+0.56pcts 至 91.96%/50.69%，23Q2 毛利率和净利率分别-1.05/+0.25pcts 至 91.02%/48.04%，毛利率整体维持高位，23Q2 略有下滑主要系生产成本增加所致；同时净利率水平维持稳定态势。上半年公司销售费用率和管理费用率分别-0.02/-0.72pcts 至 2.52%/5.40%，销售费用总额增加主要是 23 年公司加大尊品、珍品、精品等系列产品的市场投入力度所致。预计未来随着费用投放不断优化、产品结构持续改善及直销渠道改革持续发力，公司盈利水平有望进一步稳定提升。

➢ **“五合营销法”下深耕市场建设，助力 2023 年业绩稳健增长。**今年以来公司坚持“美时代”和“五合营销法”总体战略，不断变革提升，精准营销，积极维护产品价格稳定。根据渠道反馈，当前散飞批价 2730 元左右，其体外利润依旧丰厚，公司改革步伐坚定，回收体外利润仍是长期方向。由此助力公司盈利水平的稳步提升和品牌影响力的不断扩大。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



投资建议

➤ 我们认为公司未来价值增长主要来自三方面，一是品牌力的不断强化，品牌护城河增强公司抗风险能力。二是渠道改革带来吨价和渠道掌控力的提升。三是结构升级带来的吨价提升，我们看好公司长期投资价值。预计 2023-2025 年公司营业总收入分别为 1483.33/1707.31/1961.52 亿元，同比增长 16.3%/15.1%/14.9%；归母净利润 742.09/861.43/995.96 亿元，同比增长 18.3%/16.1%/15.6%；对应 EPS 分别为 59.07/68.57/79.28 元；对应当前股价，PE 分别为 32.0\27.5\23.8，维持“买入-A”投资评级。

风险提示

➤ 宏观经济回暖节奏放缓业绩增长不及预期，改革推进不及预期，行业竞争加剧等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	109,464	127,554	148,333	170,731	196,152
YoY(%)	11.7	16.5	16.3	15.1	14.9
净利润(百万元)	52,460	62,716	74,209	86,143	99,596
YoY(%)	12.3	19.6	18.3	16.1	15.6
毛利率(%)	91.8	92.1	92.6	92.9	93.2
EPS(摊薄/元)	41.76	49.93	59.07	68.57	79.28
ROE(%)	28.3	31.9	27.7	25.5	23.7
P/E(倍)	45.2	37.8	32.0	27.5	23.8
P/B(倍)	12.5	12.0	8.7	7.0	5.6
净利率(%)	47.9	49.2	50.0	50.5	50.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	220766	216611	291605	366064	450424
现金	51810	58274	133294	199328	283111
应收票据及应收账款	0	126	21	149	46
预付账款	389	897	599	1123	855
存货	33394	38824	39191	46963	47899
其他流动资产	135172	118489	118501	118500	118514
非流动资产	34403	37753	40901	44080	47390
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	17472	19743	22363	24855	27520
无形资产	6208	7274	7870	8591	9231
其他非流动资产	10722	10737	10668	10634	10639
资产总计	255168	254365	332506	410144	497815
流动负债	57914	49066	48698	53608	53675
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2010	2408	2364	2906	2897
其他流动负债	55904	46657	46333	50702	50778
非流动负债	296	334	334	334	334
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	296	334	334	334	334
负债合计	58211	49400	49032	53943	54010
少数股东权益	7418	7458	11758	16556	21983
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	185860	193825	241773	300264	372071
归属母公司股东权益	189539	197507	271715	339645	421822
负债和股东权益	255168	254365	332506	410144	497815

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	64029	36699	77970	86554	103033
净利润	55721	65375	78509	90940	105023
折旧摊销	1480	1611	1620	1912	2224
财务费用	-935	-1392	-1899	-2746	-3656
投资损失	-58	-64	-31	-38	-48
营运资金变动	7860	-29127	-232	-3514	-511
其他经营现金流	-39	295	3	0	1
投资活动现金流	-5562	-5537	-4740	-5053	-5488
筹资活动现金流	-26564	-57425	1789	-15467	-13763
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	41.76	49.93	59.07	68.57	79.28
每股经营现金流(最新摊薄)	50.97	29.21	62.07	68.90	82.02
每股净资产(最新摊薄)	150.88	157.23	216.30	270.38	335.79

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	109464	127554	148333	170731	196152
营业成本	8983	10093	10904	12041	13258
营业税金及附加	15304	18496	21509	24757	28443
营业费用	2737	3298	3708	4269	4905
管理费用	8450	9012	10383	12293	14515
研发费用	62	135	157	181	208
财务费用	-935	-1392	-1899	-2746	-3656
资产减值损失	-13	-15	-17	-20	-23
公允价值变动收益	-2	0	-3	-0	-1
投资净收益	58	64	31	38	48
营业利润	74751	87880	103615	119994	138548
营业外收入	69	71	71	71	71
营业外支出	292	249	249	249	249
利润总额	74528	87701	103437	119816	138370
所得税	18808	22326	24928	28876	33347
税后利润	55721	65375	78509	90940	105023
少数股东损益	3260	2659	4300	4798	5427
归属母公司净利润	52460	62716	74209	86143	99596
EBITDA	75490	88730	104099	120065	138182

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	11.7	16.5	16.3	15.1	14.9
营业利润(%)	12.2	17.6	17.9	15.8	15.5
归属于母公司净利润(%)	12.3	19.6	18.3	16.1	15.6
获利能力					
毛利率(%)	91.8	92.1	92.6	92.9	93.2
净利率(%)	47.9	49.2	50.0	50.5	50.8
ROE(%)	28.3	31.9	27.7	25.5	23.7
ROIC(%)	29.1	32.8	28.6	26.4	24.4
偿债能力					
资产负债率(%)	22.8	19.4	14.7	13.2	10.8
流动比率	3.8	4.4	6.0	6.8	8.4
速动比率	0.9	1.2	2.7	3.7	5.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	142.8	2018.4	2018.4	2018.4	2018.4
应付账款周转率	5.4	4.6	4.6	4.6	4.6
估值比率					
P/E	45.2	37.8	32.0	27.5	23.8
P/B	12.5	12.0	8.7	7.0	5.6
EV/EBITDA	30.9	26.2	21.6	18.2	15.3

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

