

2023年08月02日

# Q2超预期，中长期龙头稳健增长

## 贵州茅台(600519)

评级:	买入	股票代码:	600519
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(元):	1919.89/1350.0
目标价格(元):		总市值(亿元)	23,616.52
最新收盘价(元):	1880	自由流通市值(亿元)	23,616.52
		自由流通股数(百万)	1,256.20

### 事件概述

公司发布23年中报，23H1实现营业总收入709.9亿元，同比+19.4%；营业收入695.8亿元，同比+20.8%；归母净利润359.8亿元，同比+20.8%。23Q2实现营业总收入316.1亿元，同比+20.4%；营业收入308.2亿元，同比+21.7%；归母净利润151.9亿元，同比+21.0%。中报超过主要经营数据公告。

### 分析判断:

#### ► Q2收入业绩超预期，茅台&系列酒同速高增长

分产品来看，Q2茅台酒/系列酒分别实现收入255.6/50.6亿元，分别同比+21.1%/+21.3%，我们认为飞天和1935分别拉动两大产品线高速增长，其中预计1935对系列酒贡献较大，有望实现全年目标。分渠道来看，23Q2直营渠道占比同比+4.7pct达到44.5%；23Q2 i茅台实现收入44.4亿元，同比+0.5%，我们认为直营渠道占比提升主因企业团购量增加。

23H1末合同负债73.3亿元，同比-24.1%，我们认为主因公司直营渠道占比提升影响预收款额度，但23Q2批发代理渠道同比+11.8%，自21Q3以来首次回归正增长，经销商渠道需求依然旺盛。23Q2经营活动现金流净额251.4亿元，同比+266.2%，主因集团财务有限公司存放中央银行和同业款项净增加额减少及销售商品收到的现金增加。

#### ► 飞天批价平稳，我们预计回款发货稳定下全年规划有望稳定实现

23Q2毛利率91.0%，同比-1.0pct，我们预计可能1)系列酒基酒产量(2.4万吨)同比+41.2%生产成本或增加；2)企业团购今年预计增加拉大飞天投放量导致。23Q2销售/管理/研发/财务费用率分别3.3%/5.8%/0.2%/-1.4%，分别同比-0.5%/持平/持平/-0.2pct，销售费用率增加主因广告及市场拓展费用增加导致，财务费用率增加主因商业银行存款利息收入增加导致。23Q2净利率48.0%，同比+0.2pct至48.0%，整体盈利能力稳定。

#### ► 我们认为管理层有信心通过战略维持公司长期经营稳定，保持平稳高质量业绩释放

我们认为上半年行业去库存压力下茅台仍然保持高速稳健增长，龙头品牌势能和意见领袖超高端消费引领方面依然强势，行业品牌集中度提升中有望享受红利。十四五期间茅台坚持产能扩建、产品矩阵丰富、美学营销、加大直营占比提升渠道管控能力等方面的基本功夯实，我们看好公司提出的“高质量发展”目标，改革持续提供发展动力，认为茅台中长期有望依然维持稳健增长。

### 投资建议

维持盈利预测不变，23-25年营业总收入1484.1/1714.3/1974.5亿元；归母净利润735.5/854.4/990.5亿元；EPS 58.55/68.02/78.85元，2023年8月2日收盘价1880元对应PE分别为32/28/24倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；行业内竞争加剧。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	109,464	127,554	148,408	171,426	197,448
YoY (%)	11.7%	16.5%	16.3%	15.5%	15.2%
归母净利润(百万元)	52,460	62,716	73,547	85,444	99,050
YoY (%)	12.3%	19.6%	17.3%	16.2%	15.9%
毛利率 (%)	91.5%	91.9%	92.3%	92.6%	92.8%
每股收益 (元)	41.76	49.93	58.55	68.02	78.85
ROE (%)	27.7%	31.8%	31.0%	30.1%	29.4%
市盈率	45.02	37.65	32.11	27.64	23.84

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	127,554	148,408	171,426	197,448	净利润	65,375	76,612	89,004	103,177
YoY (%)	16.5%	16.3%	15.5%	15.2%	折旧和摊销	1,688	2,671	2,726	3,025
营业成本	10,199	11,464	12,677	14,225	营运资金变动	-29,127	-1,485	-3,480	894
营业税金及附加	18,496	21,816	25,028	28,630	经营活动现金流	36,699	77,960	88,380	107,213
销售费用	3,298	3,710	4,114	4,541	资本开支	-5,306	-9,584	-7,048	-7,399
管理费用	9,012	10,537	11,828	13,426	投资	-210	-2	-3	-2
财务费用	-1,392	-1,748	-1,392	-1,488	投资活动现金流	-5,537	-9,512	-6,965	-7,303
研发费用	135	74	86	99	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	64	74	86	99	筹资活动现金流	-57,425	-33,917	-38,942	-45,223
营业利润	87,880	102,658	119,204	138,153	现金净流量	-26,262	34,531	42,472	54,687
营业外收支	-178	-236	-215	-216	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	87,701	102,422	118,990	137,937	<b>成长能力</b>				
所得税	22,326	25,810	29,985	34,760	营业收入增长率	16.5%	16.3%	15.5%	15.2%
净利润	65,375	76,612	89,004	103,177	净利润增长率	19.6%	17.3%	16.2%	15.9%
归属于母公司净利润	62,716	73,547	85,444	99,050	<b>盈利能力</b>				
YoY (%)	19.6%	17.3%	16.2%	15.9%	毛利率	91.9%	92.3%	92.6%	92.8%
每股收益	49.93	58.55	68.02	78.85	净利率	50.5%	49.6%	49.8%	50.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	24.7%	24.5%	24.1%	23.8%
货币资金	58,274	92,805	135,278	189,965	净资产收益率 ROE	31.8%	31.0%	30.1%	29.4%
预付款项	897	1,032	1,268	1,422	<b>偿债能力</b>				
存货	38,824	43,969	51,106	54,000	流动比率	4.41	4.86	5.40	6.00
其他流动资产	118,615	118,520	118,528	118,540	速动比率	1.19	1.76	2.39	3.14
流动资产合计	216,611	256,326	306,179	363,927	现金比率	1.19	1.76	2.39	3.13
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	19.4%	17.7%	16.1%	14.6%
固定资产	19,743	25,211	28,159	30,901	<b>经营效率</b>				
无形资产	7,083	9,444	10,987	12,579	总资产周转率	0.49	0.53	0.52	0.51
非流动资产合计	37,753	44,432	48,543	52,703	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	254,365	300,758	354,722	416,630	每股收益	49.93	58.55	68.02	78.85
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	157.23	188.77	225.79	268.64
应付账款及票据	2,408	2,687	3,088	3,234	每股经营现金流	29.21	62.06	70.35	85.35
其他流动负债	46,657	50,078	53,578	57,387	每股股利	21.91	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	49,066	52,765	56,666	60,621	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	37.65	32.11	27.64	23.84
其他长期负债	334	334	334	334	PB	10.98	9.17	7.66	6.44
非流动负债合计	334	334	334	334					
负债合计	49,400	53,099	57,001	60,955					
股本	1,256	1,256	1,256	1,256					
少数股东权益	7,458	10,522	14,083	18,210					
股东权益合计	204,965	247,659	297,721	355,675					
负债和股东权益合计	254,365	300,758	354,722	416,630					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星：**华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**任从尧：**11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

**卢周伟：**华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

**王厚：**华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

**吴越：**华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。