

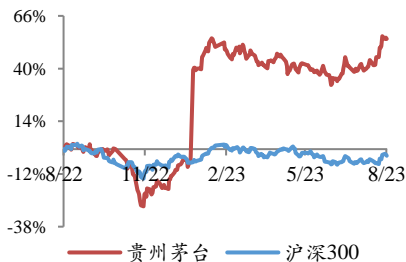
表现再超预期，龙头逆势加速增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-02

收盘价(元)	1,880.00
近 12 个月最高/最低 (元)	1,880.00/1,333.00
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)	23,617
流通市值(亿元)	23,617

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

贵州茅台 8 月 2 日发布 2023 年半年报，公司 23H1/23Q2 实现营业收入 695.76/308.20 亿元，同比增加 20.8%/21.7%；归属于上市公司股东的净利润 359.80/151.86 亿元，同比增加 20.8%/21.0%。公司表现超经营预告，展现龙头强大势能。

● 茅台酒 Q2 增长加速，直营占比持续提升

1) 按产品分，公司 23H1/23Q2 实现茅台酒营收 592.79/255.57 亿元，同比+18.6%/+21.1%，系列酒营收 100.74/50.60 亿元，同比+32.6%/+21.3%。二季度茅台酒实现加速增长，同比增速较去年同期和今年一季度大幅提升，非标产品放量和直营渠道投放增加或为主因，系列酒二季度增速边际放缓，预计茅台 1935 二季度批价走弱，影响 i 茅台申购热情。

2) 按渠道分，公司 23H1/23Q2 直销渠道实现营收 314.20/136.13 亿元，同比+50.0%/+35.3%，批发渠道实现营收 379.33/170.04 亿元，同比+3.6%/+11.8%，上半年公司直销占比继续提升 8.91pct 至 45.30%，渠道改革成绩斐然。其中 i 茅台实现酒类不含税收入 93.39 亿元，对应 Q2 实现收入 44.35 亿元（同比去年增长约 0.43%）。

3) 其他方面，公司截至 6 月底国内经销商 2082 个，较 3 月底净减少 1 个；国内 23H1/23Q2 分别实现营收增长 21.3%/21.9%。

● 毛利率小幅下滑，盈利能力持续改善

盈利能力部分，公司 23H1/23Q2 毛利率分别为 91.79%/90.80%，分别下降 0.31/0.98pct，预计 Q2 营业成本增加及上半年产品结构调整为主要原因。上半年税金及附加率同比增加 0.28pct，预计系 Q1/Q2 母公司向销售子公司出售产品节奏调整有关。费用方面，期间费用率在二季度延续了一季度下降趋势，导致上半年期间费用率减少 0.84pct，其中 23Q2 主要为销售费用率同比下降 0.46pct。综合来看，公司 23H1/23Q2 归母净利率分别为 50.69%/48.04%，同比增加 0.56pct/0.25pct，盈利能力继续改善。

现金流部分，公司上半年经营性现金流净额为 303.87 亿元，受财务公司定存现金减少和商品收现增加影响，同比去年同期大幅改善（其中现金收现+12.9%）；预收款方面，截至 6 月底合同负债 73.34 亿元，环比 3 月底减少 9.96 亿元，预计受今年月度间回款节奏影响。

● 投资建议

伴随经济复苏政策陆续出台，我们看好全年维度消费复苏节奏与斜率，建议当前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 8 月 2 日 PE 分别为 31.6、26.7、22.9 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	31.60	26.72	22.90
P/B	10.98	10.05	8.46	7.14
EV/EBITDA	23.97	21.24	17.83	14.91

资料来源：wind，华安证券研究所，截至 2023 年 8 月 2 日

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	216611	260294	314328	376074	
现金	58274	108484	147252	212883	
应收账款	21	0	0	0	
其他应收款	32	45	45	60	
预付账款	897	1016	1137	1295	
存货	38824	32272	47310	43335	
其他流动资产	118563	118476	118584	118500	
非流动资产	37753	43356	44166	44774	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	19743	24672	24795	24702	
无形资产	7083	7933	8783	9633	
其他非流动资产	10928	10751	10588	10439	
资产总计	254365	303650	358494	420848	
流动负债	49066	57810	64713	71136	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	2408	1718	2901	2360	
其他流动负债	46657	56092	61812	68776	
非流动负债	334	334	334	334	
长期借款	0	0	0	0	
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	
股本	1256	1256	1256	1256	
资本公积	1375	1375	1375	1375	
留存收益	194876	232247	276443	328001	
归属母公司股东权	197507	234879	279074	330633	
负债和股东权益	254365	303650	358494	420848	

现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	36699	95830	86312	120439	
净利润	65375	77912	92137	107489	
折旧摊销	1688	2398	2290	2392	
财务费用	12	11	11	11	
投资损失	-64	0	0	0	
营运资金变动	-29127	15272	-8364	10309	
其他经营现金流	93315	62878	100739	97418	
投资活动现金流	-5537	-8238	-3338	-3238	
资本支出	-5306	-8238	-3338	-3238	
长期投资	-210	0	0	0	
其他投资现金流	-21	0	0	0	
筹资活动现金流	-57425	-37383	-44206	-51570	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	-57425	-37383	-44206	-51570	
现金净增加额	-26262	50210	38768	65631	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	127554	150490	175918	204338	
营业成本	10199	11532	12896	14674	
营业税金及附加	18496	21888	25651	29859	
销售费用	3298	2937	3442	4007	
管理费用	9012	10280	11876	13823	
财务费用	-1392	-1038	-1942	-2640	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	64	0	0	0	
营业利润	87880	104758	123841	144436	
营业外收入	71	11	11	11	
营业外支出	249	249	249	249	
利润总额	87701	104520	123603	144198	
所得税	22326	26608	31466	36709	
净利润	65375	77912	92137	107489	
少数股东损益	2659	3169	3747	4371	
归属母公司净利润	62716	74744	88390	103118	
EBITDA	88112	106117	124189	144188	
EPS (元)	49.93	59.50	70.36	82.09	

主要财务比率		单位: %			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
成长能力					
营业收入	16.5%	18.0%	16.9%	16.2%	
营业利润	17.6%	19.2%	18.2%	16.6%	
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	31.60	26.72	22.90	
P/B	10.98	10.05	8.46	7.14	
EV/EBITDA	23.97	21.24	17.83	14.91	

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。