



# 贵州茅台 (600519.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩高质兑现，稳健提速势能强

### 业绩简评

23年8月2日，公司披露23H1业绩，期内实现营业总收入709.9亿元，同比+19.4%；实现归母净利润359.8亿元，同比+20.8%。其中23Q2实现营业总收入316.1亿元，同比+20.4%；实现归母净利润151.9亿元，同比+21.0%，略超此前预告值。

### 经营分析

1) 茅台酒 Q2 营收 255.6 亿元，同比+21.1%；系列酒营收 50.6 亿元，同比+21.3%，产品结构趋稳，预计内部产品结构仍在强化，即非标&茅台 1935 增速更高，但 Q2 公司毛利率同比-1.0pct 至 90.8%，预计系成本端节奏扰动，季度间本身毛利率亦存在小幅波动。

2) 直销渠道 Q2 营收 136.1 亿元，同比+35.3%；批发代理渠道营收 170.0 亿元，同比+11.8%，时隔 6 个季度重回正增长，预计与商超&电商渠道增量投放、流通渠道非标&茅台 1935 等产品增量投放有关，直营仍明显高增。

3) i 茅台 Q2 实现营收 44.4 亿元，环比-9.5%，主要系茅台 1935 投放有缩量（23Q2 日均投放约 5 吨，环比-41%）。目前茅台 1935 批价 1020 元已低于拿货价，市场成交价 1100 元亦低于指导价，i 茅台上抢购性价比已较低，公司通过渠道投放 1088 元配额实现表观量价齐升。此外，通过加大品鉴会力度、冠名高铁等加速动销培育。

4) Q2 末合同负债环比-10.0 亿元，主要系今年渠道回款节奏稍有后移，且 7 月配额有所收窄，目前 8 月回款陆续进行，渠道反馈配额预计 10%。Q2 利润弹性源于费用率收窄，即销售费用率同比-0.5pct，营业税金及附加同比-0.6pct（22Q2 基数高）。

公司环季增长持续加速，彰显龙头优越商业范式下的强议价能力。22 年世界 500 强营收门槛约 2080 亿元，考虑门槛逐年提升预计公司十四五后期仍能实现中高双位数增长，工具箱包括市场增量投放、产品&渠道结构优化等，17-18 年茅台酒扩产落地具备基础。目前行业景气持续恢复中，看好龙头势能加速释放。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计 23-25 年收入增速为 18.6%/16.8%/16.0%；归母净利润增速为 19.8%/18.8%/17.8%，对应归母净利润为 752/893/1052 亿元；EPS 为 59.82/71.09/83.76 元，公司股票现价对应 PE 估值为 31.4/26.5/22.5 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济承压风险；行业政策风险；食品安全风险。

### 食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：叶韬

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：1880.00 元

### 相关报告：

- 《贵州茅台公司点评：Q2 业绩超预期，看好龙头势能释放》，2023.7.13
- 《贵州茅台公司点评：股东大会夯实信心，重点推荐》，2023.6.15
- 《贵州茅台公司点评：业绩再超预期，确定性&性价比均占优》，2023.4.26



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	109,464	127,554	151,236	176,607	204,801
营业收入增长率	11.7%	16.5%	18.6%	16.8%	16.0%
归母净利润(百万元)	52,460	62,716	75,151	89,304	105,219
归母净利润增长率	12.3%	19.6%	19.8%	18.8%	17.8%
摊薄每股收益(元)	41.76	49.93	59.82	71.09	83.76
每股经营性现金流净额	50.97	29.21	58.79	69.32	83.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.7%	31.8%	32.2%	32.3%	32.2%
P/E	49.09	34.59	31.43	26.45	22.45
P/B	13.59	10.98	10.11	8.54	7.22

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>97,993</b>	<b>109,464</b>	<b>127,554</b>	<b>151,236</b>	<b>176,607</b>	<b>204,801</b>
增长率	11.7%	16.5%	18.6%	16.8%	16.0%	
主营业务成本	-8,265	-9,157	-10,199	-11,838	-13,058	-14,190
%销售收入	8.4%	8.4%	8.0%	7.8%	7.4%	6.9%
毛利	89,728	100,307	117,355	139,398	163,548	190,611
%销售收入	91.6%	91.6%	92.0%	92.2%	92.6%	93.1%
营业税金及附加	-13,887	-15,304	-18,496	-21,778	-25,166	-28,877
%销售收入	14.2%	14.0%	14.5%	14.4%	14.3%	14.1%
销售费用	-2,548	-2,737	-3,298	-3,932	-4,503	-5,079
%销售收入	2.6%	2.5%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%
管理费用	-6,790	-8,450	-9,012	-10,284	-11,656	-13,271
%销售收入	6.9%	7.7%	7.1%	6.8%	6.6%	6.5%
研发费用	-50	-62	-135	-160	-187	-217
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	66,453	73,753	86,414	103,244	122,035	143,167
%销售收入	67.8%	67.4%	67.7%	68.3%	69.1%	69.9%
财务费用	235	935	1,392	1,533	2,281	3,159
%销售收入	-0.2%	-0.9%	-1.1%	-1.0%	-1.3%	-1.5%
资产减值损失	-71	-13	-15	0	0	0
公允价值变动收益	5	-2	0	0	0	0
投资收益	0	58	64	70	72	73
%税前利润	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
营业利润	66,635	74,751	87,880	104,847	124,387	146,399
营业利润率	68.0%	68.3%	68.9%	69.3%	70.4%	71.5%
营业外收支	-438	-223	-178	-150	-130	-130
税前利润	66,197	74,528	87,701	104,697	124,257	146,269
利润率	67.6%	68.1%	68.8%	69.2%	70.4%	71.4%
所得税	-16,674	-18,808	-22,326	-26,488	-31,437	-37,006
所得税率	25.2%	25.2%	25.5%	25.3%	25.3%	25.3%
净利润	49,523	55,721	65,375	78,209	92,820	109,263
少数股东损益	2,826	3,260	2,659	3,057	3,516	4,044
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>46,697</b>	<b>52,460</b>	<b>62,716</b>	<b>75,151</b>	<b>89,304</b>	<b>105,219</b>
净利率	47.7%	47.9%	49.2%	49.7%	50.6%	51.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	49,523	55,721	65,375	78,209	92,820	109,263
少数股东损益	2,826	3,260	2,659	3,057	3,516	4,044
非现金支出	1,388	1,594	1,703	1,712	1,864	2,039
非经营收益	-100	-1,146	-1,253	-430	-326	-371
营运资金变动	857	7,860	-29,127	-5,637	-7,279	-6,143
<b>经营活动现金净流</b>	<b>51,669</b>	<b>64,029</b>	<b>36,699</b>	<b>73,854</b>	<b>87,079</b>	<b>104,787</b>
资本开支	-2,089	-3,406	-5,306	-641	-3,135	-3,235
投资	295	-2,144	-210	5	5	5
其他	-11	-12	-21	70	72	73
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,805</b>	<b>-5,562</b>	<b>-5,537</b>	<b>-565</b>	<b>-3,058</b>	<b>-3,157</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-19	0	0
其他	-24,128	-26,564	-57,425	-39,024	-46,363	-54,619
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-24,128</b>	<b>-26,564</b>	<b>-57,425</b>	<b>-39,043</b>	<b>-46,363</b>	<b>-54,619</b>
<b>现金净流量</b>	<b>25,737</b>	<b>31,900</b>	<b>-26,262</b>	<b>34,246</b>	<b>37,657</b>	<b>47,011</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	36,091	51,810	58,274	92,429	130,020	176,983
应收款项	1,567	33	158	101	118	137
存货	28,869	33,394	38,824	42,164	46,867	51,318
其他流动资产	122,078	138,953	123,489	129,231	137,326	145,416
流动资产	188,605	224,191	220,746	263,925	314,331	373,854
%总资产	88.4%	87.9%	86.8%	88.2%	89.5%	90.7%
长期投资	30	176	386	381	375	370
固定资产	18,673	19,794	21,951	22,649	23,301	24,081
%总资产	8.8%	7.8%	8.6%	7.6%	6.6%	5.8%
无形资产	4,965	6,348	7,420	7,644	8,153	8,457
非流动资产	24,791	30,977	33,619	35,224	36,777	38,296
%总资产	11.6%	12.1%	13.2%	11.8%	10.5%	9.3%
<b>资产总计</b>	<b>213,396</b>	<b>255,168</b>	<b>254,365</b>	<b>299,149</b>	<b>351,108</b>	<b>412,150</b>
短期借款	0	104	109	90	90	90
应付款项	4,600	6,134	6,952	7,612	8,526	9,458
其他流动负债	41,074	51,676	42,004	46,855	51,477	56,962
流动负债	45,674	57,914	49,066	54,557	60,093	66,510
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	296	334	422	373	345
负债	45,675	58,211	49,400	54,979	60,466	66,855
<b>普通股股东权益</b>	<b>161,323</b>	<b>189,539</b>	<b>197,507</b>	<b>233,654</b>	<b>276,610</b>	<b>327,220</b>
其中：股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
未分配利润	137,594	160,717	161,302	197,450	240,405	291,015
少数股东权益	6,398	7,418	7,458	10,516	14,032	18,075
<b>负债股东权益合计</b>	<b>213,396</b>	<b>255,168</b>	<b>254,365</b>	<b>299,149</b>	<b>351,108</b>	<b>412,150</b>

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	37.174	41.761	49.926	59.824	71.091	83.760
每股净资产	128.421	150.883	157.226	186.001	220.196	260.485
每股经营现金净流	41.131	50.970	29.214	58.792	69.319	83.416
每股股利	19.293	21.675	47.821	31.049	36.896	43.471
<b>回报率</b>						
净资产收益率	28.95%	27.68%	31.75%	32.16%	32.29%	32.16%
总资产收益率	21.88%	20.56%	24.66%	25.12%	25.43%	25.53%
投入资本收益率	29.64%	27.98%	31.41%	31.55%	31.33%	30.94%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	10.29%	11.71%	16.53%	18.57%	16.78%	15.96%
EBIT增长率	12.54%	10.98%	17.17%	19.48%	18.20%	17.32%
净利润增长率	13.33%	12.34%	19.55%	19.83%	18.83%	17.82%
总资产增长率	16.58%	19.58%	-0.31%	17.61%	17.37%	17.39%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	1,195.7	1,240.9	1,292.3	1,300.0	1,310.0	1,320.0
应付账款周转天数	63.1	66.8	79.1	80.0	81.0	82.0
固定资产周转天数	60.4	58.3	56.5	48.1	41.7	36.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-21.52%	-26.25%	-28.38%	-37.82%	-44.70%	-51.23%
EBIT利息保障倍数	-283.2	-78.9	-62.1	-67.3	-53.5	-45.3
资产负债率	21.40%	22.81%	19.42%	18.38%	17.22%	16.22%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-16	买入	1737.61	N/A
2	2022-10-26	买入	1479.75	N/A
3	2022-12-30	买入	1719.00	N/A
4	2023-03-31	买入	1800.00	N/A
5	2023-04-16	买入	1713.42	N/A
6	2023-04-26	买入	1730.38	N/A
7	2023-06-15	买入	1726.88	N/A
8	2023-07-13	买入	1713.80	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
- 3.01~4.0 = 减持





**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究