

贵州茅台 (600519)

2023 年中报点评: Q2 增长双超 20%, 韧性凸显

买入 (维持)

2023 年 08 月 03 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	127,554	149,366	172,368	197,241
同比	17%	17%	15%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	62,716	74,474	86,744	100,182
同比	20%	19%	16%	15%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	49.93	59.29	69.05	79.75
P/E (现价&最新股本摊薄)	37.66	31.71	27.23	23.57

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 23H1 实现营业总收入 709.87 亿元, 同比+19.42%; 实现归母净利润 359.80 亿元, 同比+20.76%; 23Q2 实现营业总收入 316.08 亿元, 同比+20.38%; 实现归母净利润 151.86 亿元, 同比+21.01%, 略超此前披露的主要经营数据公告。
- **茅台酒维持双位数增长, 直销占比持续提升。** 23Q2 茅台酒收入 256 亿元左右, 同比+21%, 1) i 茅台 Q2 公司销售 44.35 亿元 (不含税), 同比+0.43%, 表现符合预期。2) 24 节气自 3 月起投放 (巽风年初上线以来, 截至 612 用户数 370w, 累计贡献 21 亿营收) 以及经销商 Q2 加大精品等非标的投放, 贡献主要增长; 3) Q2 直销收入 136.13 亿元, 同比+35.29%, 占营收比重为 44%, 同比提升 4pct。系列酒 Q2 实现 50.6 亿元, 同比+21.3%, 上半年销售超过 100 亿, 完成“时间过半任务过半”, 为全年 200 亿目标的达成提供了坚实的保障。截至报告期末, 公司合同负债 73.34 亿元, 环比 23Q1 减少 9.96 亿元, 销售收现 333.09 亿元, 同比+12%。
- **税金率正常, 净利率小幅提升。** 单 Q2 归母净利率 48.04%, 同比+0.25pct。其中毛利率 90.80%, 同比-0.98pct, 销售费用/管理费用率分别为 3.26%/5.91%, 同比-0.46pct/+0.04pct, 销售费率有所下降, 综合来看我们预计毛利率的下降或与 Q2 品鉴较多有关系。税金及附加率 16.26%, 同比-0.4pct, 表现正常。
- **加快基础建设, 长期稳健经营可期。** 23H1 茅台酒基酒产量 4.46 万吨, 同比+5%, 系列酒基酒产量 2.40 万吨, 同比+41%, 公司加快推进茅台酒“十四五”技改、3 万吨酱香系列酒技改、习水同民坝一期等项目建设, 不断做足酒产业发展支撑。长期看茅台规划稳健, 推动公司量价齐升的多种排列组合未变, 强品牌力是最好背书, 公司全年目标即营业总收入同比增长 15% 左右, 完成无忧。
- **盈利预测与投资评级:** 长期看茅台规划稳健, 我们维持 2023-25 年归母净利润 744.74/867.44/1001.82 亿元, 同比增长 19%/16%/15%, 当前对应 23-25 年 PE 为 32、27、24 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 动销复苏不及预期、食品安全问题。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,880.00
一年最低/最高价	1,333.00/1,939.50
市净率(倍)	11.75
流通 A 股市值(百万元)	2,361,651.86
总市值(百万元)	2,361,651.86

基础数据

每股净资产(元,LF)	159.94
资产负债率(% ,LF)	13.39
总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股(百万股)	1,256.20

相关研究

《贵州茅台(600519): 23H1 主要经营数据点评: 收入略超预期, 龙头稳军心》

2023-07-14

《贵州茅台(600519): 2022 年股东大会点评: 让美更融, 稳健前行》

2023-06-15

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	216,611	273,078	334,550	405,913	营业总收入	127,554	149,366	172,368	197,241
货币资金及交易性金融资产	58,274	112,998	172,086	237,022	营业成本(含金融类)	10,199	10,913	11,677	12,670
经营性应收款项	1,024	3,759	4,632	5,459	税金及附加	18,496	20,911	24,132	27,614
存货	38,824	37,553	38,902	44,187	销售费用	3,298	3,659	4,240	4,872
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,012	10,008	11,376	12,821
其他流动资产	118,489	118,767	118,929	119,245	研发费用	135	149	172	197
非流动资产	37,753	41,547	43,685	46,773	财务费用	(1,392)	(9)	(15)	(21)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	25	30	34	39
固定资产及使用权资产	20,145	19,874	19,887	19,711	投资净收益	64	75	88	99
在建工程	2,208	6,248	8,368	11,628	公允价值变动	0	4	2	4
无形资产	7,083	7,118	7,133	7,148	减值损失	(15)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	146	136	126	115	营业利润	87,880	103,843	120,910	139,232
其他非流动资产	8,170	8,170	8,170	8,170	营业外净收支	(178)	(130)	(110)	(90)
资产总计	254,365	314,625	378,234	452,686	利润总额	87,701	103,713	120,800	139,142
流动负债	49,066	59,249	63,299	67,195	减:所得税	22,326	26,136	30,442	34,785
短期借款及一年内到期的非流动负债	109	109	109	109	净利润	65,375	77,577	90,358	104,356
经营性应付款项	2,408	1,794	1,824	1,701	减:少数股东损益	2,659	3,103	3,614	4,174
合同负债	15,472	20,080	20,785	21,285	归属母公司净利润	62,716	74,474	86,744	100,182
其他流动负债	31,076	37,265	40,581	44,100	每股收益-最新股本摊薄(元)	49.93	59.29	69.05	79.75
非流动负债	334	334	334	334	EBIT	86,424	103,725	120,771	139,068
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	88,112	105,606	122,768	141,154
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	92.00	92.69	93.23	93.58
租赁负债	334	334	334	334	归母净利率(%)	49.17	49.86	50.32	50.79
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	16.53	17.10	15.40	14.43
负债合计	49,400	59,583	63,634	67,529	归母净利润增长率(%)	19.55	18.75	16.48	15.49
归属母公司股东权益	197,507	244,481	300,425	366,807					
少数股东权益	7,458	10,561	14,175	18,350					
所有者权益合计	204,965	255,042	314,600	385,157					
负债和股东权益	254,365	314,625	378,234	452,686					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36,699	87,949	94,041	103,893	每股净资产(元)	157.23	194.62	239.15	292.00
投资活动现金流	(5,537)	(5,730)	(4,155)	(5,162)	最新发行在外股份(百万股)	1,256	1,256	1,256	1,256
筹资活动现金流	(57,425)	(27,500)	(30,799)	(33,797)	ROIC(%)	31.99	33.67	31.67	29.77
现金净增加额	(26,262)	54,719	59,088	64,934	ROE-摊薄(%)	31.75	30.46	28.87	27.31
折旧和摊销	1,688	1,881	1,997	2,086	资产负债率(%)	19.42	18.94	16.82	14.92
资本开支	(5,306)	(5,815)	(4,255)	(5,275)	P/E(现价&最新股本摊薄)	37.66	31.71	27.23	23.57
营运资本变动	(29,127)	2,529	(1,487)	(5,734)	P/B(现价)	11.96	9.66	7.86	6.44

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码：215021
 传真：（0512）62938527
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>