

2023年08月03日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

丰毅 S0630522030001

fengyi@longone.com.cn

证券分析师

任晓帆 S0630522070001

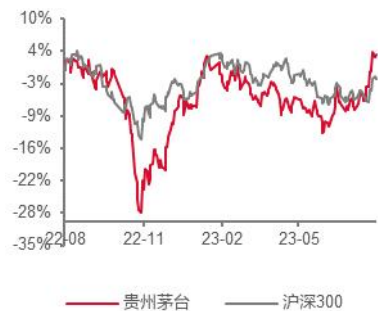
rxf@longone.com.cn

联系人

龚理

gongli@longone.com.cn

| | |
|-------------|-------------------|
| 数据日期 | 2023/08/02 |
| 收盘价 | 1,880.00 |
| 总股本(万股) | 125,620 |
| 流通A股/B股(万股) | 125,620/0 |
| 资产负债率(%) | 13.39% |
| 市净率(倍) | 11.29 |
| 净资产收益率(加权) | 16.70 |
| 12个月内最高/最低价 | 1,935.00/1,296.33 |

**相关研究**

- 《贵州茅台（600519）：茅台酒提速，发展显韧性——公司简评报告》-20230716
- 贵州茅台（600519）：开门红，持续优秀-20230426
- 贵州茅台（600519）：公司简评报告：Q1实现开门红，业绩提速-20230417
- 贵州茅台（600519）：公司深度报告（上下篇完整版）：行稳致远，价格闯关，白酒巨擘，架海擎天-20221201

贵州茅台（600519）：逆势提速，发展势能充足

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**8月2日，公司发布2023年半年度报告，实现营收709.87亿元（+19.42%）；归母净利润359.80亿元（+20.76%）。营收表现略高于此前发布的经营数据公告，整体超预期。
- **点评：**Q2业绩表现进一步提速，整体超预期。茅台酒受益非标放量及直营提升量价齐升，超预期，同时受益非标放量及1935投放增加，本季经销收入增长亮眼。此外，淡季茅台1935控货挺价及“i茅台”投放放缓，导致单季系列酒、直营季度增速均高位放缓，目前批价企稳，系列酒200亿目标无虞。在春节后白酒行业整体动销转弱的背景下，公司整体营收、茅台酒持续提速，彰显高端白酒龙头强大发展韧性，全年15%的收入增速目标实现无虞。
- **营收：茅台酒增长稳健，直销占比进一步提升。**基于2023年半年度报告，Q2单季度实现营业收入316.08亿元（+20.38%，环比+1.72pct，下同），归母净利润151.86亿元（+21.01%，+0.42pct），业绩表现进一步提速，全年15%的收入增速目标实现无虞。①**产品上，1>茅台酒**，2023H1实现营收592.79亿元（+18.64%），其中Q2单季度实现营收255.57亿元（+21.09%，+4.24pct），茅台酒高增预计与非标放量、包括新品（兔年生肖、“二十四节气”系列等）上线表现较好有关，整体量价齐升，价贡献预计略高于量。②**系列酒**，2023H1实现营收100.74亿元（+32.58%），其中Q2单季度实现营收50.60亿元（+21.32%，-24.96pct），增速高位放缓，预计主要系公司针对茅台1935控货挺价，目前批价企稳，茅台1935温和放量有望达成百亿目标。③**渠道上，1>直销**，2023H1实现营收314.20亿元（+49.98%），预计与“i茅台”持续投放、非标提升、新开直营店增加有关。茅台数字营销的典范和主阵地“i茅台”累计注册用户突破4200万，实现营收93.39亿元（+111.45%）占比13.16%（规模环比基本持平）。“i茅台”快速放量带动直销占比进一步提升至44.26%，预计渠道结构优化有望带动毛利率提升，公司对渠道掌控力增强。Q2单季度直销实现营收136.13亿元（+35.29%，-28.28pct），增速环比Q1回落，预计与“i茅台”Q2规模环比整体持平有关，去除后仍维持较快增长。④**经销**，2023H1实现营收379.33亿元（+3.60%），小幅增长。经销商2188家，同比持平，单经销商提货额为1733.67万元（+3.60%）。其中Q2单季度经销实现营收170.04亿元（+11.77%，+13.97pct），经销收入在Q1负增长的基础上有明显回升，预计与非标及1935在经销商投放加大有关。
- **费率：费率管控优秀带动盈利能力增强。**①**毛利率**，2023H1毛利率为91.80%（-0.07pct），2022年以来的季度毛利率分别为92.37%/91.78%/91.42%/91.85%/92.60%/90.80%，毛利率有所波动，主要系营销活动、原材料成本及结构因素变动有关。②**期间费用和归母净利润率**，2023H1期间费用率为6.93%（-0.94pct），其中销售/管理/财务费率分别为2.52%/5.50%/-1.23%，归母净利率为50.69%（+2.08pct），费用管控优秀带动盈利能力强化。
- **现金流：经销占比下降影响预收，整体现金充沛。**2023H1销售收现690.73亿元（+12.94%），低于营收增速。合同负债73.34亿元，同比减少23.34亿元，预计主要与经销占比下降以及线上平台T+7结算有关。截至2023H1，现金及现金等价物为149.69亿元，现金储备充沛。
- **展望：产品借助渠道势能继续释放，短期可供销量供给充足，长期目标稳健**

（1）**产品借助渠道势能继续释放。**①**产品端**，1935放量、新品珍酒于去年上线、24节气产品推出，进一步完善品牌矩阵同时推升茅台酒、系列酒吨价。②**渠道端**，一方面，“i茅台”

渠道势能释放，空间仍大，直营非标、茅台1935将继续带动吨价向上，同时，巽风数字世界本年初上线同样有望贡献增量；另一方面，线下直营店布局扩张，继续增加直营店贡献直营增量。线上线下直营化加速望进一步提升整体盈利。

(2) 短期可供销量供给充足，长期目标稳健。①**销量预期方面**，茅台酒基于N-4年以前连续产量增长较快，在疫情期间量增有限情况下，短期可供销量充足，预计2023年达5-8%；系列酒3万吨产能持续投产，叠加茅台1935需求释放，2023年销量值得期待。②**目标方面，短期**，茅台股份公司2023年目标收入增长15%；**长期**，集团预计，十四五末，集团营收达2000亿；此外《遵义市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二零三五年远景目标纲要》提到，2035年远景目标方面，“支持茅台集团形成茅台酒产能达10万吨”。长短期目标及相关政策均对茅台业绩稳定性形成一定支撑。

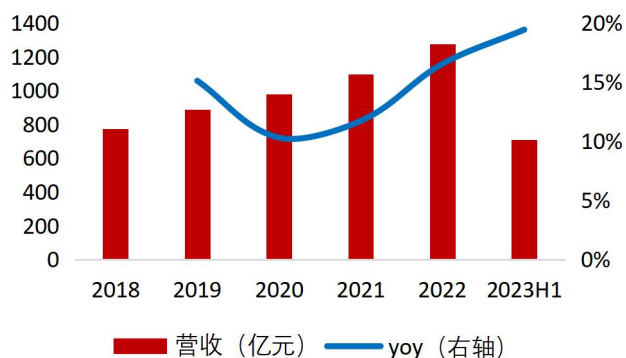
- **投资建议：**在行业模式优、公司龙头地位明确，主业（茅台酒）优势强，第二曲线（系列酒）增长快的背景下，随着直营占比持续提升，我们对未来公司业绩长期看好。我们预计2023/2024年公司归母净利润分别为743.25/864.82亿元，同比增速为18.51%/16.36%，对应EPS为元59.17/68.84元，对应P/E为32/27倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策管控的风险；产量提升可能不及预期的风险；食品安全的风险；品牌声誉的风险。

盈利预测与估值

| 单位：百万元 | 2022 | 2023E | 2024E |
|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入 | 127553.96 | 149501.97 | 173710.06 |
| (+/-)(%) | 16.53 | 17.21 | 16.19 |
| 归母净利润 | 62716.44 | 74324.79 | 86481.85 |
| (+/-)(%) | 19.55 | 18.51 | 16.36 |
| EPS(元) | 49.93 | 59.17 | 68.84 |
| P/E | 37.66 | 31.77 | 27.31 |

资料来源：wind，东海证券研究所，2023年8月2日

图 1 2018-2023H1 公司营收及增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图 2 2018-2023H1 公司归母净利润及增速



资料来源：wind，东海证券研究所

表 1 贵州茅台酒类按产品和渠道收入（亿元）、同比增速

| 大类 | 小类 | 项目 | 2021 | 2022 | 2023H1 |
|-----|------|--------|--------|---------|--------|
| 按产品 | 茅台酒 | 收入 | 935 | 1,078 | 593 |
| | | yoy | 10.18% | 15.37% | 18.64% |
| | 系列酒 | 收入 | 126 | 159 | 101 |
| | | yoy | 26.06% | 26.55% | 32.58% |
| 按渠道 | 直销 | 收入 | 240 | 494 | 314 |
| | | yoy | 81.49% | 105.49% | 49.98% |
| | 批发代理 | 收入 | 820 | 744 | 379 |
| | | yoy | 0.55% | -9.31% | 3.60% |
| 合计 | 收入 | 1,095 | 1,276 | 694 | |
| | yoy | 11.71% | 16.53% | 19.42% | |

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表 2 贵州茅台经销商情况

| | 2021 | 2022 | 2023H1 |
|-------------|-------|-------|--------|
| 期初经销商 | 2150 | 2193 | 2189 |
| 新增 | 63 | 1 | 2 |
| 减少 | 20 | 5 | 3 |
| 期末经销商 | 2193 | 2189 | 2188 |
| 平均经销商规模（万元） | 3,741 | 3,399 | 1,734 |

资料来源：公司公告，东海证券研究所

附录：三大报表预测值

资产负债表

| 单位：百万元 | 2022 | 2023E | 2024E |
|----------------|------------------|------------------|------------------|
| 流动资产 | 216611.44 | 255232.91 | 305131.15 |
| 现金 | 58274.32 | 94784.87 | 138762.23 |
| 应收账款 | 52.76 | 47.94 | 69.06 |
| 应收票据 | 105.45 | 143.72 | 145.80 |
| 预付账款 | 897.38 | 539.65 | 607.34 |
| 存货 | 38824.37 | 42824.74 | 48933.94 |
| 非流动资产 | 37753.37 | 39467.34 | 40805.91 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 19742.62 | 21704.45 | 22510.32 |
| 无形资产 | 7273.71 | 7814.24 | 8144.77 |
| 资产总计 | 254364.80 | 294700.26 | 345937.06 |
| 流动负债 | 49065.67 | 50161.13 | 54479.85 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 2408.37 | 2490.58 | 2862.01 |
| 非流动负债 | 334.45 | 312.00 | 323.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 334.45 | 312.00 | 323.00 |
| 负债合计 | 49400.12 | 50473.13 | 54802.85 |
| 少数股东权益 | 7458.02 | 10608.81 | 14274.98 |
| 股本 | 1256.20 | 1256.20 | 1256.20 |
| 资本公积 | 1374.96 | 1374.96 | 1374.96 |
| 留存收益 | 193824.76 | 230987.15 | 274228.08 |
| 归属母公司股东权益 | 197506.67 | 233618.32 | 276859.24 |
| 负债和股东权益 | 254364.80 | 294700.26 | 345937.06 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2022 | 2023E | 2024E |
|----------------|------------------|------------------|------------------|
| 经营活动现金流 | 36698.60 | 74151.77 | 88368.44 |
| 净利润 | 65375.14 | 74324.79 | 86481.85 |
| 折旧摊销 | 1611.08 | 1301.81 | 1294.85 |
| 财务费用 | -1391.81 | -1399.00 | -1412.00 |
| 投资损失 | -63.84 | -64.00 | -63.92 |
| 投资活动现金流 | -5536.83 | -830.72 | -2572.14 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | -57424.53 | -36810.50 | -41818.92 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -57444.65 | -37278.83 | -41818.92 |
| 现金净增加额 | 6464.08 | 36510.55 | 43977.37 |

利润表

| 单位：百万元 | 2022 | 2023E | 2024E |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业总收入 | 127553.96 | 149501.97 | 173710.06 |
| 营业成本 | 10093.47 | 11757.47 | 13763.80 |
| 营业税金及附加 | 18495.82 | 21229.28 | 24286.83 |
| 营业费用 | 3297.72 | 3842.20 | 4342.75 |
| 管理费用 | 9012.19 | 10016.63 | 11638.57 |
| 财务费用 | -1391.81 | -1399.00 | -1412.00 |
| 投资净收益 | 63.84 | 64.00 | 63.92 |
| 营业利润 | 87879.52 | 104119.38 | 121154.02 |
| 利润总额 | 87701.49 | 103934.38 | 120934.58 |
| 所得税 | 22326.35 | 26458.80 | 30786.57 |
| 净利润 | 62716.44 | 74324.79 | 86481.85 |
| 少数股东损益 | 2658.69 | 3150.80 | 3666.16 |
| 归属母公司净利润 | 62716.44 | 74324.79 | 86481.85 |
| EBITDA | 88318.19 | 782.51 | 967.89 |
| EPS(元) | 49.93 | 59.17 | 68.84 |

主要财务比率

| | 2022 | 2023E | 2024E |
|----------------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | |
| 营业收入 | 17% | 17% | 16% |
| 营业利润 | 18% | 18% | 16% |
| 归属母公司净利润 | 20% | 19% | 16% |
| 获利能力 | | | |
| 毛利率 | 92% | 92% | 92% |
| 净利率 | 49% | 50% | 50% |
| ROE | 32% | 32% | 31% |
| ROIC | 47% | 56% | 63% |
| 偿债能力 | | | |
| 资产负债率 | 19% | 17% | 16% |
| 流动比率 | 441% | 509% | 560% |
| 速动比率 | 362% | 423% | 470% |
| 营运能力 | | | |
| 总资产周转率 | 0.50 | 0.54 | 0.54 |
| 应收账款周转率 | 2969.31 | 2969.31 | 2969.31 |
| 应付账款周转率 | 57.74 | 61.03 | 64.91 |
| 每股指标(元) | | | |
| 每股经营现金 | 29.21 | 59.03 | 70.35 |
| 每股净资产 | 157.23 | 185.97 | 220.39 |
| 估值比率 | | | |
| P/E | 37.66 | 31.77 | 27.31 |
| P/B | 11.96 | 10.11 | 8.53 |
| EV/EBITDA | 23.87 | 21.82 | 18.42 |

资料来源：wind，东海证券研究所，2023年8月2日

一、评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--------|----|------------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20% |
| | 看平 | 未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间 |
| | 看空 | 未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20% |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间 |
| | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15% |

二、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并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
座机: (8621) 20333275
手机: 18221959689
传真: (8621) 50585608
邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
座机: (8610) 59707105
手机: 18221959689
传真: (8610) 59707100
邮编: 100089