

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

贵州茅台 (600519)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

贵州茅台 (600519): 稳健不失速度, 结构改善重于简单提价

2023. 8. 3

贵州茅台 (600519): 渠道结构改革, 茅台酒提速 2023. 7. 13

贵州茅台 (600519): 直销贡献突出, 业绩再超预期 2023. 4. 26

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

大象再次起舞，抗周期能力更强

2023年08月03日

- **茅台业绩再次超预期了。**上半年公司实现 709.87 亿元营业总收入、359.8 亿元归母净利润，单二季度营收、利润双指标超 20% 同比增长。23H1 关键数据值得注意，直销收入占比 45.3%，直营电商 i 茅台收入占比 13.5%，茅台酒收入同比增长 18.6%，系列酒收入同比增长 32.6%，归母净利率 51.7%。
- **飞天茅台提价与否一直是资本最关心的问题之一，而茅台更关注的是批价的合理性。**自 2020 年下半年至今，飞天茅台的批价基本维持在散瓶 2700-2800 元/瓶、整箱 2900-3000 元/瓶左右的水平。我们认为，这种主动舍弃部分金融属性，更多回归商品属性的战略意图有更大的意义。由于市场价格的相对平稳，一些投资性质的茅台酒需求减少，而礼品属性、强社交性等因素也撑住了这部分需求减少的影响。
- **茅台做到了批价平稳的核心在于渠道和产品结构的双提升动作。**如果产品结构以飞天茅台为主，投资性需求更容易聚焦从而更难以平稳预期。相比开箱政策，非标茅台的放量既增加了短期的收入，也增加了投资性需求的锚点。从老酒市场角度看，新酒价格推着次新酒价格上涨，新酒价格平稳从而导致次新茅台平稳，次新茅台、非标茅台、飞天新酒的价格相互影响，从而共同导向平稳。大部分非标产品也回归了商品属性。
- **系列酒半年过百亿，实现了超过 30% 的增速。**从“大树底下难长草”到 2015-2016 年后茅台酒、系列酒双轮驱动，茅台系列酒的努力助推了酱酒热，也助推了茅台在更多价位带增长的能力，无论是千元价位带的 1935、次高端价位的王子、汉酱，都实现了价格的跨价位带跃迁并放量，我们认为这种丰富的产品结构相比单一大单品更具抗风险能力。
- **直销占比近半，直销占比从 2019 年 8% 提升至 23H1 的 45.3%，茅台直控 C 端的能力领先。**逆周期下，名酒价格倒挂，进而导致渠道费用收缩或下沉消费者端，渠道推力降低，周期性表现的更明显。长期看，伴随价格透明，渠道利润越来越薄，经销商也出现头部集中的趋势，更多的品牌集中在少数经销商手中的时候，地面推广的成本也大幅提高。直控 C 端对于价格和销量都有保障，但需要具备在更大范围内穿透消费心智的能力，而大多数酒厂需要更多借助经销商在地方的影响力，而无法实现直控 C 端。
- **线上自营的 i 茅台收入占整体 13.5%，占直销收入 30%。**线上销售也是茅台的一项探索，既拓宽了渠道，触达了部分新增人群，也有利于新品推广的成效检验。100ml 小茅台的产品组合经过商家的礼盒创新，能够更好的匹配市场的礼品消费和朋友聚饮的需求。
- **盈利预测与投资评级：**茅台再次表现出“大象起舞”的能力，并且从产品和渠道结构上更具抗风险和对冲周期的能力。**我们预计，公司 2023-2025 年摊薄每股收益分别为 59.96 元、70.50 元、82.57 元，维持对公司的“买入”评级。**

➤ **风险因素：**宏观经济不确定性风险；技改建设项目进度不及预期风险

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	109,464	127,554	150,962	175,163	203,195
增长率 YoY %	11.7%	16.5%	18.4%	16.0%	16.0%
归属母公司净利润 (百万元)	52,460	62,716	75,323	88,567	103,724
增长率 YoY%	12.3%	19.6%	20.1%	17.6%	17.1%
毛利率%	91.6%	92.0%	92.3%	92.5%	92.5%
净资产收益率ROE%	27.7%	31.8%	31.4%	30.5%	29.7%
EPS(摊薄)(元)	41.76	49.93	59.96	70.50	82.57
市盈率 P/E(倍)	49.09	34.59	31.35	26.67	22.77
市净率 P/B(倍)	13.59	10.98	9.83	8.14	6.76

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年8月2日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	220,766	216,611	270,242	328,564	397,565	
货币资金	51,810	58,274	109,884	164,602	226,272	
应收票据	0	105	83	96	111	
应收账款	0	21	41	48	56	
预付账款	389	897	1,166	1,316	1,516	
存货	33,394	38,824	40,569	43,997	51,097	
其他	135,172	118,489	118,499	118,505	118,513	
非流动资产	34,403	37,753	39,833	42,043	44,193	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	17,472	19,743	21,243	22,693	24,093	
无形资产	6,208	7,083	7,953	8,813	9,663	
其他	10,722	10,928	10,637	10,537	10,437	
资产总计	255,168	254,365	310,075	370,607	441,758	
流动负债	57,914	49,066	59,014	65,689	73,694	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	2,010	2,408	2,556	2,885	3,323	
其他	55,904	46,657	56,459	62,804	70,370	
非流动负债	296	334	334	334	334	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	296	334	334	334	334	
负债合计	58,211	49,400	59,349	66,023	74,028	
少数股东权益	7,418	7,458	10,596	14,287	18,609	
归属母公司股东权益	189,539	197,507	240,130	290,297	349,121	
负债和股东权益	255,168	254,365	310,075	370,607	441,758	
重要财务指标	单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	109,464	127,554	150,962	175,163	203,195	
同比(%)	11.7%	16.5%	18.4%	16.0%	16.0%	
归属母公司净利润	52,460	62,716	75,323	88,567	103,724	
同比(%)	12.3%	19.6%	20.1%	17.6%	17.1%	
毛利率(%)	91.6%	92.0%	92.3%	92.5%	92.5%	
ROE%	27.7%	31.8%	31.4%	30.5%	29.7%	
EPS(摊薄)(元)	41.76	49.93	59.96	70.50	82.57	
P/E	49.09	34.59	31.35	26.67	22.77	
P/B	13.59	10.98	9.83	8.14	6.76	
EV/EBITDA	33.50	23.97	21.43	17.93	14.98	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	109,46	127,55	150,962	175,163	203,195	
营业成本	9,157	10,199	11,660	13,163	15,163	
营业税金及附加	15,304	18,496	21,889	25,399	29,463	
销售费用	2,737	3,298	3,699	4,029	4,369	
管理费用	8,450	9,012	10,114	11,561	13,208	
研发费用	62	135	151	175	203	
财务费用	-935	-1,392	-1,682	-2,745	-3,909	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	58	64	75	88	102	
其他	5	10	30	35	41	
营业利润	74,751	87,880	105,236	123,704	144,840	
营业外收支	-223	-178	-200	-200	-200	
利润总额	74,528	87,701	105,036	123,504	144,640	
所得税	18,808	22,326	26,574	31,246	36,594	
净利润	55,721	65,375	78,462	92,257	108,046	
少数股东损益	3,260	2,659	3,138	3,690	4,322	
归属母公司净利润	52,460	62,716	75,323	88,567	103,724	
EBITDA	75,334	88,102	105,079	122,526	142,539	
EPS(当年)(元)	41.76	49.93	59.96	70.50	82.57	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	64,029	36,699	88,144	97,130	110,569	
净利润	55,721	65,375	78,462	92,257	108,046	
折旧摊销	1,581	1,688	1,630	1,690	1,750	
财务费用	14	12	0	0	0	
投资损失	-58	-64	-75	-88	-102	
营运资金变动	7,860	-29,127	7,928	3,070	674	
其它	-1,088	-1,186	200	200	200	
投资活动现金流	-5,562	-5,537	-3,834	-4,012	-3,998	
资本支出	-3,406	-5,306	-3,909	-4,100	-4,100	
长期投资	-2,144	-210	0	0	0	
其他	-12	-21	75	88	102	
筹资活动现金流	-26,564	-57,425	-32,700	-38,400	-44,900	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-26,476	-57,370	-32,700	-38,400	-44,900	
现金流净增加额	31,900	-26,262	51,610	54,718	61,670	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

娄青丰，金融硕士，毕业于中央财经大学，3年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。