

贵州茅台 (600519.SH) 直营占比持续提升，成长空间清晰从容

2023年08月06日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790122020008

日期	2023/8/4
当前股价(元)	1,893.47
一年最高最低(元)	1,939.50/1,333.00
总市值(亿元)	23,785.73
流通市值(亿元)	23,785.73
总股本(亿股)	12.56
流通股本(亿股)	12.56
近3个月换手率(%)	11.11

● 产品动销韧性十足，全年目标增长确定性强，维持“买入”评级

2023H1 营业总收入 709.9 亿元，同比+19.4%；归母净利润 359.8 亿元同比+20.8%。Q2 营业总收入 316.1 亿元，同比+20.4%；归母净利润 151.9 亿元同比+21.0%。公司不断完善超高端产品结构，i 茅台投放日渐成熟，直营占比持续提升，我们上调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年净利润分别为 745.0 (+5.9) 亿元、881.7 (+9.3) 亿元、1033.8 (17.8) 亿元，同比分别+18.8%、+18.3%、+17.3%，EPS 分别为 59.31 (+0.47) 元、70.19 (+0.75) 元、82.30 (+1.42) 元，当前股价对应 PE 分别为 31.9、27.0、23.0 倍，维持“买入”评级。

● 茅台酒环比提速，系列酒维持高增

2023H1 茅台酒收入 592.8 亿元，同比+18.6%，Q2 同比+21.1%，环比 Q1 增速+16.8%有所提速，预计主要是经销渠道收入确认节奏提前。2023H1 系列酒收入 100.7 亿元，同比+32.6%，Q2 同比+21.3%，环比 Q1 增速+46.3%有放缓，系列酒考虑一季度节奏较快，二季度主动控制节奏，积极进行市场拉动，提升开瓶率。

● 直营占比持续提升，i 茅台 Q2 增速放缓

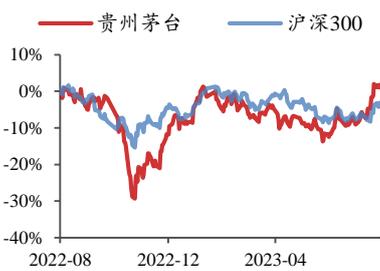
2023H1 直销渠道实现收入 314.2 亿元，同比+50.0%，2023Q2 同比+35.3%，Q2 直营占比同比提升 4.65pct 达到 44.5%。上半年 i 茅台数字营销平台实现销售收入 93.4 亿元，同比+111.5%，Q2 该渠道收入规模 44.2 亿，与 2022Q2 基本持平。2023H1 批发渠道实现收入 379.3 亿元，同比+3.6%，Q2 同比+11.8%，提速明显，我们预计是 Q2 报表确认节奏加快导致，实际发货节奏基本保持稳定。

● 毛利率略有下行，现金流表现良好，渠道结构变化导致合同负债减少

2023Q2 毛利率-0.98pct 至 90.80%，预计生产成本是主要阶段性扰动因素，上半年看毛利率波动不大。Q2 期间费用率-0.57pct 至 7.74%，归母净利率+0.25pct 至 48.04%。Q2 销售收现 333.1 亿元，同比+12.3%。Q2 营业收入+△合同负债为 306.1 亿元，同比+10.9%。直营渠道占比提升，带来预收款增速下降。

● **风险提示：**宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《成长动力充足，业绩好于预期——公司信息更新报告》-2023.4.26

《开门红顺利实现，全年业绩确定性强——公司信息更新报告》-2023.4.18

《2022 年圆满收官，市场化改革持续——公司信息更新报告》-2023.1.3

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	109,464	127,554	148,275	171,992	198,468
YOY(%)	11.7	16.5	16.2	16.0	15.4
归母净利润(百万元)	52,460	62,716	74,502	88,168	103,381
YOY(%)	12.3	19.6	18.8	18.3	17.3
毛利率(%)	91.8	92.1	92.4	92.9	93.5
净利率(%)	50.9	51.3	53.2	54.1	54.9
ROE(%)	28.3	31.9	31.4	29.3	27.6
EPS(摊薄/元)	41.76	49.93	59.31	70.19	82.30
P/E(倍)	45.3	37.9	31.9	27.0	23.0
P/B(倍)	12.5	12.0	9.9	7.9	6.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	220766	216611	273825	343735	417052
现金	51810	58274	113016	178827	250666
应收票据及应收账款	0	126	21	150	47
其他应收款	33	32	44	44	57
预付账款	389	897	598	1137	865
存货	33394	38824	41690	45121	46959
其他流动资产	135139	118457	118457	118457	118457
非流动资产	34403	37889	42668	47913	54705
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	17472	19743	22726	26052	29970
无形资产	6208	7274	7870	8591	9231
其他非流动资产	10722	10873	12073	13269	15504
资产总计	255168	254501	316494	391648	471756
流动负债	57914	49066	64788	73244	75743
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2010	2408	2517	2794	2840
其他流动负债	55904	46657	62271	70450	72903
非流动负债	296	497	497	497	497
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	296	497	497	497	497
负债合计	58211	49563	65285	73741	76240
少数股东权益	7418	7458	11775	16686	22319
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	185860	193798	231710	276480	328915
归属母公司股东权益	189539	197480	239433	301221	373197
负债和股东权益	255168	254501	316494	391648	471756

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	64029	36699	92196	97526	110226
净利润	55721	65375	78819	93079	109014
折旧摊销	1480	1611	1632	1967	2354
财务费用	-935	-1392	-1618	-1877	-2166
投资损失	-58	-64	0	0	0
营运资金变动	7860	-29127	13390	4399	1078
其他经营现金流	-39	295	-28	-42	-55
投资活动现金流	-5562	-5537	-6414	-7211	-9147
资本支出	3409	5307	6411	7211	9146
长期投资	-2144	-210	0	0	0
其他投资现金流	-10	-20	-3	-0	-1
筹资活动现金流	-26564	-57425	-31041	-24503	-29239
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-26564	-57425	-31041	-24503	-29239
现金净增加额	31900	-26262	54741	65811	71840

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	109464	127554	148275	171992	198468
营业成本	8983	10093	11253	12133	12869
营业税金及附加	15304	18496	21055	24423	28182
营业费用	2737	3298	3307	3440	3969
管理费用	8450	9012	8897	9460	9923
研发费用	62	135	119	138	159
财务费用	-935	-1392	-1618	-1877	-2166
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	21	25	23	24	23
公允价值变动收益	-2	0	-3	-0	-1
投资净收益	58	64	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	74751	87880	105253	124257	145495
营业外收入	69	71	40	48	57
营业外支出	292	249	200	200	200
利润总额	74528	87701	105093	124105	145352
所得税	18808	22326	26273	31026	36338
净利润	55721	65375	78819	93079	109014
少数股东损益	3260	2659	4317	4910	5634
归属母公司净利润	52460	62716	74502	88168	103381
EBITDA	76008	89313	106725	126072	147706
EPS(元)	41.76	49.93	59.31	70.19	82.30

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	11.7	16.5	16.2	16.0	15.4
营业利润(%)	12.2	17.6	19.8	18.1	17.1
归属于母公司净利润(%)	12.3	19.6	18.8	18.3	17.3
获利能力					
毛利率(%)	91.8	92.1	92.4	92.9	93.5
净利率(%)	50.9	51.3	53.2	54.1	54.9
ROE(%)	28.3	31.9	31.4	29.3	27.6
ROIC(%)	42.1	48.4	64.5	78.7	92.1
偿债能力					
资产负债率(%)	22.8	19.5	20.6	18.8	16.2
净负债比率(%)	-26.3	-28.4	-45.0	-56.3	-63.4
流动比率	3.8	4.4	4.2	4.7	5.5
速动比率	0.9	1.2	1.7	2.4	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	0.0	12184.5	12184.5	12184.5	12184.5
应付账款周转率	5.4	4.6	4.6	4.6	4.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	41.76	49.93	59.31	70.19	82.30
每股经营现金流(最新摊薄)	50.97	29.21	73.39	77.64	87.75
每股净资产(最新摊薄)	150.88	157.20	190.60	239.79	297.08
估值比率					
P/E	45.3	37.9	31.9	27.0	23.0
P/B	12.5	12.0	9.9	7.9	6.4
EV/EBITDA	30.7	26.1	21.3	17.6	14.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn