

# 贵州茅台（600519）：业绩稳定增长，龙头稳健性凸显

2023年8月7日

强烈推荐/维持

贵州茅台 公司报告

## 事件：

贵州茅台发布半年报，2023H1 实现营收 695.76 亿元，同比增长 20.76%，归母净利润 359.8 亿元，同比增长 20.76%。2023Q2 实现营收 308.20 亿元，同比增长 21.72%；实现归母净利润 151.86 亿元，同比增长 21.01%，略高于前期业绩预告。

**产品协同发力，直营比例再提升。**2023 二季度末，公司合同负债 73.34 亿元，同比下降 24.1%，判断与公司直营比例进一步提升有关。2023Q2 茅台酒实现营业收入 255.57 亿元，同比+21.09%；系列酒实现营业收入 50.60 亿元，同比+21.32%。茅台酒增幅环比提升，判断主要是 Q2 公司加大非标茅台酒投放力度带动茅台酒营收进一步增长。2023Q2 直销渠道实现营业收入 136.13 亿元，同比增长 35.29%，直营占比进一步提升至 44%。其中 2023H1 “i 茅台”注册人数突破 4200 万，平台上半年实现销售 93.38 亿元，对直营渠道销售起到直接推动作用。

**毛利略降，费用比稳健。**从毛利率来看，茅台 2023Q2 毛利率为 90.80%，同比-1.07%，主要是因为系列酒快速增长。2023Q2 销售费用率为 3.26%，较去年同期（3.72%）下降 0.46PCTS，管理费用率为 5.75%，较去年同期（5.71%）下行 0.04PCTS，财务费用率为-1.43%，较去年同期（-1.27%）下降，三项费用比稳健。

**公司盈利预测及投资评级：**在今年消费偏弱的经济环境中，公司通过发力非标产品、增加直营比例、赋能系列酒引领增长，2023Q2 仍保持了稳定高速增长，显示出龙头业绩强稳定性。我们维持判断 2023 年公司实现销售收入增长 15%，归母净利润增长 17%，对应 EPS58.39 元，对应估值 32 倍。考虑到公司在中长期仍具有持续稳定增长的趋势和能力，参考历史估值水平给与目标估值 35 倍，目标价 2043 元，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**宏观经济下行，消费复苏不及预期，高端白酒需求下行、部分改革措施不及预期等。

## 财务指标预测

| 指标         | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 109464 | 127554 | 146727 | 169015 | 191912 |
| 增长率（%）     | 11.7%  | 16.5%  | 15.0%  | 15.2%  | 13.5%  |
| 归母净利润（百万元） | 52460  | 62716  | 73350  | 85174  | 97282  |
| 增长率（%）     | 12.3%  | 19.6%  | 17.0%  | 16.1%  | 14.2%  |
| 净资产收益率（%）  | 27.7%  | 31.8%  | 33.9%  | 34.5%  | 33.7%  |
| 每股收益（元）    | 41.76  | 49.93  | 58.39  | 67.80  | 77.44  |
| PE         | 45     | 38     | 32     | 28     | 24     |
| PB         | 12.45  | 11.95  | 10.92  | 9.57   | 8.16   |

## 公司简介：

贵州茅台酒股份有限公司主要业务是茅台酒及系列酒的生产与销售。主导产品“贵州茅台酒”是世界三大蒸馏名酒之一，也是集国家地理标志产品、有机食品和国家非物质文化遗产于一身的白酒品牌。

资料来源：公司公告、同花顺

## 未来 3-6 个月重大事项提示：

无

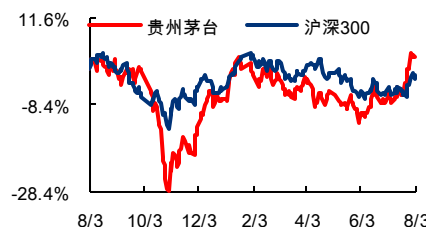
## 发债及交叉持股介绍：

无

## 交易数据

|                |                 |
|----------------|-----------------|
| 52 周股价区间（元）    | 1,897.0-1,350.0 |
| 总市值（亿元）        | 23,597.3        |
| 流通市值（亿元）       | 23,597.3        |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 125,620/125,620 |
|                | 620             |
| 流通 B 股/H 股（万股） | -/-             |
| 52 周日均换手率      | 0.58            |

## 52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

## 分析师：王洁婷

021-225102900

wangjit@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

---

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

---



| 资产负债表           | 单位：百万元  |         |         |         |         | 利润表              | 单位：百万元 |             |        |               |        |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|------------------|--------|-------------|--------|---------------|--------|
|                 | 2021A   | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |                  | 2021A  | 2022A       | 2023E  | 2024E         | 2025E  |
| <b>流动资产合计</b>   | 220766  | 216611  | 241394  | 275193  | 314860  | <b>营业收入</b>      | 109464 | 127554      | 146727 | 169015        | 191912 |
| 货币资金            | 51810   | 58274   | 64056   | 77938   | 91247   | <b>营业成本</b>      | 8983   | 10093       | 11097  | 12540         | 13937  |
| 应收账款            | 0       | 21      | 0       | 0       | 0       | 营业税金及附加          | 15304  | 18496       | 19075  | 21972         | 24949  |
| 其他应收款           | 33      | 32      | 85      | 100     | 116     | 营业费用             | 2737   | 3298        | 3918   | 4549          | 5226   |
| 预付款项            | 389     | 897     | 1563    | 2255    | 2922    | 管理费用             | 8450   | 9012        | 9848   | 10809         | 11673  |
| 存货              | 33394   | 38824   | 41968   | 41228   | 43912   | 财务费用             | -935   | -1392       | -1364  | -1337         | -1400  |
| 其他流动资产          | 72      | 161     | 1       | -106    | -180    | 研发费用             | 62     | 135         | 72     | 81            | 91     |
| <b>非流动资产合计</b>  | 34403   | 37753   | 43414   | 49480   | 56769   | 资产减值损失           | 0.00   | 0.00        | 0.00   | 0.00          | 0.00   |
| 长期股权投资          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 公允价值变动收益         | -2.24  | 0.00        | 0.88   | -0.45         | 0.14   |
| 固定资产            | 17472   | 19743   | 22704   | 26110   | 30026   | 投资净收益            | 58.26  | 63.84       | 40.80  | 54.30         | 52.98  |
| 无形资产            | 6208    | 7083    | 8146    | 9368    | 10773   | 加：其他收益           | 20.52  | 24.51       | 19.39  | 21.47         | 21.79  |
| 其他非流动资产         | 2060    | 0       | 0       | 0       | 0       | <b>营业利润</b>      | 74751  | 87880       | 104142 | 120476        | 137511 |
| <b>资产总计</b>     | 255168  | 254365  | 284808  | 324673  | 371629  | 营业外收入            | 68.99  | 70.85       | 50.30  | 0.00          | 0.00   |
| <b>流动负债合计</b>   | 57914   | 49066   | 56721   | 61679   | 60981   | 营业外支出            | 291.84 | 248.88      | 329.97 | 290.23        | 289.70 |
| 短期借款            | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | <b>利润总额</b>      | 74528  | 87701       | 103862 | 120186        | 137221 |
| 应付账款            | 2010    | 2408    | 1976    | 2592    | 2749    | 所得税              | 18808  | 22326       | 26325  | 30529         | 34819  |
| 预收款项            | 0       | 0       | 147     | 992     | 1568    | <b>净利润</b>       | 55721  | 65375       | 77537  | 89657         | 102402 |
| 一年内到期的非流动       | 104     | 109     | 58      | 58      | 58      | 少数股东损益           | 3260   | 2659        | 4187   | 4483          | 5120   |
| <b>非流动负债合计</b>  | 296     | 334     | 334     | 334     | 334     | 归属母公司净利润         | 52460  | 62716       | 73350  | 85174         | 97282  |
| 长期借款            | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | <b>主要财务比率</b>    |        |             |        |               |        |
| 应付债券            | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 2021A            | 2022A  | 2023E       | 2024E  | 2025E         |        |
| <b>负债合计</b>     | 58211   | 49400   | 57055   | 62013   | 61315   | <b>成长能力</b>      |        |             |        |               |        |
| 少数股东权益          | 7418    | 7458    | 11645   | 16128   | 21248   | 营业收入增长           | 11.71% | 16.53%      | 15.03% | 15.19%        | 13.55% |
| 实收资本（或股本）       | 1256    | 1256    | 1256    | 1256    | 1256    | 营业利润增长           | 12.18% | 17.56%      | 18.51% | 15.68%        | 14.14% |
| 资本公积            | 1375    | 1375    | 1375    | 1375    | 1375    | 归属于母公司净利润        | 12.34% | 19.55%      | 16.96% | 16.12%        | 14.22% |
| 未分配利润           | 160717  | 161302  | 172112  | 193001  | 224923  | <b>获利能力</b>      |        |             |        |               |        |
| 归属母公司股东权益       | 189539  | 197507  | 216121  | 246545  | 289079  | 毛利率(%)           | 91.79% | 92.09%      | 92.01% | 92.50%        | 92.70% |
| <b>负债和所有者权益</b> | 255168  | 254365  | 284808  | 324673  | 371629  | 净利率(%)           | 50.90% | 51.25%      | 52.84% | 53.05%        | 53.36% |
| <b>现金流量表</b>    |         |         |         |         |         | <b>总资产净利润(%)</b> |        |             |        |               |        |
| 单位：百万元          |         |         |         |         |         | 20.56%           | 24.66% | 25.75%      | 26.23% | 26.18%        |        |
| 2021A           |         |         |         |         |         | 2022A            | 2023E  | 2024E       | 2025E  | <b>ROE(%)</b> |        |
| 2021A           |         |         |         |         |         | 2022A            | 2023E  | 2024E       | 2025E  | 27.68%        | 31.75% |
| 2023E           |         |         |         |         |         | 2024E            | 2025E  | <b>偿债能力</b> |        |               |        |
| <b>经营活动现金流</b>  | 64029   | 36699   | 64204   | 74809   | 75339   | 资产负债率(%)         | 23%    | 19%         | 20%    | 19%           | 16%    |
| 净利润             | 55721   | 65375   | 77537   | 89657   | 102402  | 流动比率             | 3.81   | 4.41        | 4.26   | 4.46          | 5.16   |
| 折旧摊销            | 7553.19 | 8526.75 | 2064.99 | 2216.56 | 2328.43 | 速动比率             | 3.24   | 3.62        | 3.52   | 3.79          | 4.44   |
| 财务费用            | -935    | -1392   | -1364   | -1337   | -1400   | <b>营运能力</b>      |        |             |        |               |        |
| 应收账款减少          | 0       | -21     | 21      | 0       | 0       | 总资产周转率           | 0.47   | 0.50        | 0.54   | 0.55          | 0.55   |
| 预收账款增加          | 0       | 0       | 147     | 845     | 576     | 应收账款周转率          | -      | -           | -      | -             | -      |
| <b>投资活动现金流</b>  | -5562   | -5537   | -2191   | -3311   | -2643   | 应付账款周转率          | 65.31  | 57.74       | 66.93  | 73.99         | 71.86  |
| 公允价值变动收益        | -2      | 0       | 1       | 0       | 0       | <b>每股指标(元)</b>   |        |             |        |               |        |
| 长期股权投资减少        | 0       | -2124   | 2129    | 0       | 0       | 每股收益(最新摊薄)       | 41.76  | 49.93       | 58.39  | 67.80         | 77.44  |
| 投资收益            | 58      | 64      | 41      | 54      | 53      | 每股净现金流(最新)       | 25.40  | -20.91      | 50.41  | 57.98         | 58.98  |
| <b>筹资活动现金流</b>  | -26564  | -57425  | 1313    | 1337    | 1400    | 每股净资产(最新摊)       | 150.88 | 157.23      | 172.04 | 196.26        | 230.12 |
| 应付债券增加          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | <b>估值比率</b>      |        |             |        |               |        |
| 长期借款增加          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | P/E              | 42     | 35          | 30     | 26            | 23     |
| 普通股增加           | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | P/B              | 11.65  | 11.18       | 10.22  | 8.96          | 7.64   |
| 资本公积增加          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | EV/EBITDA        | 26.5   | 22.63       | 20.43  | 17.54         | 15.28  |
| <b>现金净增加额</b>   | 31902   | -26263  | 63326   | 72834   | 74096   |                  |        |             |        |               |        |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

| 报告类型   | 标题                              | 日期         |
|--------|---------------------------------|------------|
| 公司普通报告 | 贵州茅台（600519）：一季度业绩实现开门红，高质量发展延续 | 2023-04-19 |
| 公司普通报告 | 贵州茅台（600519）：改革红利释放，业绩进入提速期     | 2022-08-08 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业报告：经济刺激政策加码，白酒复苏预期增强      | 2023-07-31 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业报告：多措并举民营经济有望起航，利好餐饮消费复苏  | 2023-07-24 |
| 行业深度报告 | 食品饮料 2023 年下半年投资策略：盈利修复的三个递进要素  | 2023-07-10 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业报告：宏观政策刺激预期增强，消费资产定价重估    | 2023-06-20 |
| 行业普通报告 | 乳制品：受中国影响国际奶粉需求偏弱，国内原奶供给阶段性过剩   | 2023-06-16 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业报告：原奶周期下行，或加速企业集中         | 2023-06-13 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业报告：餐饮企业成本持续下行，利润有望进一步释放   | 2023-05-15 |
| 行业深度报告 | 白酒行业：如何理解当前资产定价                 | 2023-05-05 |

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

### 王浩婷

普渡大学硕士，5年证券研究经验，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526