

买入

2023年9月4日

行业压力下业绩再超预期，经营增长目标兑现性强

黎航荣

wayne.li@firstshanghai.com.hk

852-25321539

主要数据

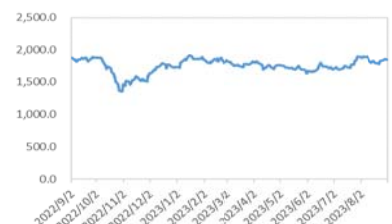
行业	白酒/消费
股价	1851.05 元
目标价	2300.0 元 (+24.3%)
股票代码	600519
股本	12.56 亿股
市值	2.33 万亿元
52 周高/低	1935.0 元/1296.3 元
每股净资产	159.94 元
主要股东	中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司 (54.0%)

- 23Q2 收入利润再超预期：**23H1 实现营业收入、净利润分别为 695.8/359.8 亿元，皆同比+20.8%，其中 23Q2 收入、利润分别为 308.2/151.9 亿元，同比+21.7%/21.0%，实现 19Q2 以来最高单季销售增速。在当前行业面临外部环境巨大挑战的情况下，公司业绩仍超此前预期。截至 23Q2 底合同负债 73.3 亿元，环比 Q1 减少 9.96 亿元，预计为期内渠道回款节奏后移所致，上半年公司销售回款共计 690.7 亿元，同比+12.9%，整体经营保持稳健。
- 毛利率略有下降，盈利能力保持稳健：**23H1 毛利率同比-0.31pct 至 91.8%，销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.6%/5.5%/0.1%/-1.3%，分别同比-0.05/-0.8/+0/-0.09pct，费用率有所收窄，最终归母净利润率为 51.7%，同比持平，其中 23Q2 毛利率、净利率分别同比-0.98/-0.29pct，预计毛利率下降为生产基酒成本波动影响，上半年公司整体盈利能力仍保持稳健。
- 产品结构稳中向好，直营占比持续提升：**分产品看，23H1 茅台酒/系列酒收入分别为 592.8/100.7 亿元，同比+18.6%/+32.6%，其中 23Q2 分别为 255.6/50.6 亿元，同比+21.1%/+21.3%。茅台酒 Q2 增速环比 Q1 大幅提速，预计主要由期内非标产品加大放量带动；系列酒上半年规模突破 100 亿大关，预计主要由茅台 1935 贡献增速，但整体系列酒销售增速 Q2 环比 Q1 有所放缓，预计为期内公司控制茅台 1935 出货节奏、以及系列酒同期基数回归正常所致。分销售渠道看，23H1 公司批发代理/直销收入分别为 379.3/314.2 亿元，同比+3.6%/+50.0%，直销占比提升至 45.3%。其中 Q2 批发代理/直销收入分别同比+11.8%/+35.3%，直销收入环比 Q1 增速放缓，主因同期基数差异导致（因 i 茅台起始上线运行日期为 22 年 3 月 31 日起），我们预计公司 Q2 直销增速更多由企业团购渠道放量贡献。截至六月底，i 茅台累计注册用户已突破 4.2 千万，上半年公司通过该平台共实现酒类收入 93.4 亿元，成为行业内数字营销典范。近期公司成功向 i 茅台线下门店引进首批 11 家茅台文化体验馆，品牌文化赋能有望进一步提升。我们预计未来公司营销体系通过数字营销平台赋能，更多改革红利将陆续得到释放。
- 目标价 2,300 元，买入评级：**今年以来，由于宏观经济环境复杂多变，白酒消费需求持续走弱，行业库存去化尚在途中。此背景下，上半年公司单季收入、利润均录得 20%以上增速，且核心产品市场批价走势保持平稳、渠道库存维持健康水平，行业龙头更强的品牌力及经营韧性彰显无疑，全年业绩目标从容应对。综上，我们预计 23-25 年净利润分别有望实现 743.7/873.5/1,023.2 亿元，给予目标价 2,300 元，相当于 24 财年盈利预测 33 倍 PE，距离当前股价有 24.3%的涨幅，维持买入评级。
- 重要风险：**1) 食品安全；2) 改革成效不及预期；3) 经济复苏不及预期。

盈利摘要

财务年度截至12月31日		2021历史	2022历史	2023预测	2024预测	2025预测
营业总收入(百万元)		109,464	127,554	149,323	173,113	200,527
	变动(%)	11.9%	16.9%	17.1%	15.9%	15.8%
归母净利润(百万元)		52,460	62,716	74,372	87,354	102,318
	变动(%)	12.3%	19.6%	18.6%	17.5%	17.1%
基本每股收益(元)		41.76	49.93	59.20	69.54	81.45
市盈率@1851.05元(倍)		44.3	37.1	31.3	26.6	22.7
每股股息(元)		21.7	25.9	30.7	36.1	42.3
股息现价比 (%)		1.2%	1.4%	1.7%	1.9%	2.3%

股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务能力分析					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元						财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2021 实际	2022 实际	2023 预测	2024 预测	2025 预测		2021 实际	2022 实际	2023 预测	2024 预测	2025 预测
营业收入	106,190	124,100	145,279	168,425	195,097	盈利能力					
营业成本	8,983	10,093	11,238	12,400	13,696	毛利率	92%	92%	92%	93%	93%
毛利	97,207	114,006	134,042	156,025	181,401	营业利润率	70%	71%	72%	73%	73%
销售费用	2,737	3,298	3,571	4,143	4,802	归母净利润率	49%	51%	51%	52%	52%
管理费用	8,450	9,012	10,385	11,082	11,923	ROE	31%	33%	36%	37%	38%
研发费用	62	135	158	184	213	ROA	24%	26%	29%	30%	30%
财务费用	(935)	(1,392)	(1,629)	(1,889)	(2,188)	运营能力					
营业利润	74,751	87,880	104,209	122,396	143,359	SG&A/收入	11%	10%	10%	9%	9%
营业外收入	69	71	83	96	111	实际税率	25%	25%	25%	25%	25%
营业外支出	292	249	291	338	391	派息率	52%	52%	52%	52%	52%
利润总额	74,528	87,701	104,001	122,155	143,080	运营能力					
所得税	18,808	22,326	26,476	31,097	36,424	应收票据及应收账款周转天数	0	0	0	0	0
净利润	55,721	65,375	77,525	91,057	106,656	存货周转天数	107	106	94	85	92
归母净利润	52,460	62,716	74,372	87,354	102,318	应付票据及应付账款周转天数	68	80	80	80	80
基本每股收益	41.8	49.9	59.2	69.5	81.5	财务状况					
增速 (%)						资产负债率	23%	19%	20%	20%	21%
营业收入	11.9%	16.9%	17.1%	15.9%	15.8%	总资产/股本	130%	124%	124%	125%	126%
营业利润	12.2%	17.6%	18.6%	17.5%	17.1%	现金流量表					
归母净利润	12.3%	19.6%	18.6%	17.5%	17.1%	财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
							2021 实际	2022 实际	2023 预测	2024 预测	2025 预测
资产总额	255,168	254,365	286,201	327,715	377,285	净利润-现金流量表	55,721	65,375	77,525	91,057	106,656
货币资金	51,810	58,274	67,439	67,909	65,571	折旧	1,345	1,444	1,623	1,802	1,981
应收票据及应收账款	0	126	0	0	0	摊销	124	156	177	199	220
预付款项	389	897	716	790	873	存货的减少	(4,525)	(5,430)	3,142	(7,541)	(12,379)
其他应收款合计	33	32	38	44	51	经营性应收项目的减少	504	(15,052)	0	0	0
存货	33,394	38,824	35,682	43,223	55,602	经营性应付项目的增加	11,881	(8,645)	51	254	284
固定资产	17,472	19,743	22,013	24,284	26,554	其他	(1,021)	(1,149)	(632)	(705)	(814)
无形资产	6,208	7,083	7,958	8,833	9,708	经营活动产生的现金流量净额	64,029	36,699	81,887	85,067	95,947
商誉	0	0	0	0	0	投资活动现金流入小计	19	11	0	0	0
资产总额	255,168	254,365	286,201	327,715	377,285	投资活动现金流出小计	5,582	5,548	4,690	4,690	4,690
短期借款	0	0	0	0	0	投资活动产生的现金流量净额	(5,562)	(5,537)	(4,690)	(4,690)	(4,690)
应付票据及应付账款	2,010	2,408	2,460	2,714	2,998	筹资活动现金流入小计	0	0	0	0	0
其他应付款合计	4,124	4,544	4,825	5,324	5,881	筹资活动现金流出小计	26,564	57,425	68,033	79,908	93,596
长期借款	0	0	0	0	0	筹资活动产生的现金流量净额	(26,564)	(57,425)	(68,033)	(79,908)	(93,596)
负债合计	58,211	49,400	56,286	66,324	78,213	现金及现金等价物净增加额	31,900	(26,262)	9,165	470	(2,338)
归属于母公司股东权益合计	189,539	197,507	222,457	253,934	291,615	期初现金及现金等价物余额	146,741	178,641	152,379	161,543	162,013
少数股东权益	7,418	7,458	7,458	7,458	7,458	期末现金及现金等价物余额	178,641	152,379	161,543	162,013	159,675
股东权益合计	196,958	204,965	229,915	261,392	299,073						
负债和股东权益合计	255,168	254,365	286,201	327,715	377,285						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。