

业绩稳健增长，渠道优化持续发力

增持(维持)

——贵州茅台(600519)点评报告

2023年10月23日

报告关键要素:

10月20日,公司发布2023年第三季度报告。报告显示,公司2023前三季度实现营业收入1,032.68亿元(YoY+18.48%),实现归母净利润528.76亿元(YoY+19.09%),实现扣非归母净利润528.16亿元(YoY+18.97%)。其中,2023Q3实现营业收入336.92亿元(YoY+14.04%),实现归母净利润168.96亿元(YoY+15.68%),实现扣非归母净利润168.68亿元(YoY+15.30%)。

投资要点:

2023前三季度业绩保持稳健增长,但Q3业绩增速相对上半年有所放缓。2023前三季度营收同比增长18.48%,超出全年15%的增速目标,有望超额完成全年目标,但2023Q3营业收入和归母净利润增速较上半年有所放缓。

毛利率维持高位,销售费用率有所上升。2023前三季度/2023Q3公司毛利率分别为91.71%/91.52%,同比-0.16pct/+0.10pct;2023前三季度/2023Q3公司净利率分别为53.09%/51.93%,同比-0.05pct/+0.45pct。2023前三季度公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为2.91%/5.44%/0.1%,同比+0.23pct/-0.76pct/-0.03pct。2023Q3公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为3.79%/5.65%/0.08%,同比+0.75pct/-0.90pct/-0.10pct。

Q3系列酒营收增速明显放缓,直销收入占比持续增加。分产品看,2023前三季度茅台酒实现收入872.70亿元,同比+17.30%,增速较上半年(+18.64%)有所放缓,收入占比下降0.74pct至84.84%;系列酒实现收入155.94亿元,同比+24.35%,增速较上半年(+32.58%)有所下滑,收入占比提升0.74pct至15.16%。其中,2023Q3茅台酒实现收入279.91亿元,同比+14.55%;系列酒实现收入55.20亿元,同比+11.69%。**分渠道看,**2023前三季度直销渠道实现收入462.07亿元,同比+44.93%,收入占比提升8.25pcts至44.92%;批发渠道实现收入566.57亿元,同比+2.90%,收入占比下降8.25pcts至55.08%。其中,2023Q3直销渠道实现收入147.87亿元,同比+35.26%;批发渠道实现收入187.24亿元,同比+1.52%。

基础数据

总股本(百万股)	1,256.20
流通A股(百万股)	1,256.20
收盘价(元)	1,645.00
总市值(亿元)	20,664.45
流通A股市值(亿元)	20,664.45

个股相对沪深300指数表现



数据来源:聚源,万联证券研究所

相关研究

2023H1业绩超预期,全年业绩有望提速
2023H1业绩稳健增长,龙头韧性凸显
Q1业绩开门红,直销渠道表现优异

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 02032255207

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	127553.96	149833.26	177985.94	210214.10
增长率(%)	16.53	17.47	18.79	18.11
归母净利润(百万元)	62716.44	74523.74	88925.57	106120.79
增长率(%)	19.55	18.83	19.33	19.34
每股收益(元)	49.93	59.32	70.79	84.48
市盈率(倍)	32.95	27.73	23.24	19.47
市净率(倍)	10.46	8.86	7.49	6.32

数据来源:携宁科技云估值,万联证券研究所

“i 茅台”增长迅速，创收能力不断提高。2023 前三季度“i 茅台”贡献营收 148.71 亿元，同比增速为 75.75%。其中 2023Q3 “i 茅台”贡献营收 55.33 亿元，同比增长 36.77%，占公司营收的 16.42%，同比提升 2.73pcts。

盈利预测与投资建议：公司 2023Q3 表现依旧亮眼，维持稳健增长，彰显公司强劲的实力，极深的护城河是公司增长确定性的强大支撑，公司 23 年营收指引目标为同比增长 15%左右，我们判断公司能超额完成预定目标，维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 745.24/889.26/1,061.21 亿元，同比增长 18.83%/19.33%/19.34%，对应 EPS 为 59.32/70.79/84.48 元/股，10 月 20 日收盘价对应 PE 为 28/23/19 倍，维持“增持”评级。

风险因素：宏观经济下行风险，直销推进不及预期风险，政策风险。

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	127554	149833	177986	210214
同比增速 (%)	16.53	17.47	18.79	18.11
营业成本	10199	11161	12396	13929
毛利	117355	138672	165590	196285
营业收入 (%)	92.00	92.55	93.04	93.37
税金及附加	18496	21303	25333	30096
营业收入 (%)	14.50	14.22	14.23	14.32
销售费用	3298	3839	4537	5393
营业收入 (%)	2.59	2.56	2.55	2.57
管理费用	9012	10488	12459	14761
营业收入 (%)	7.07	7.00	7.00	7.02
研发费用	135	107	139	179
营业收入 (%)	0.11	0.07	0.08	0.09
财务费用	-1392	-1183	-1882	-2725
营业收入 (%)	-1.09	-0.79	-1.06	-1.30
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-15	0	0	0
其他收益	25	26	33	38
投资收益	64	75	91	106
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	87880	104220	125127	148726
营业收入 (%)	68.90	69.56	70.30	70.75
营业外收支	-178	-200	-200	-193
利润总额	87701	104020	124927	148534
营业收入 (%)	68.76	69.42	70.19	70.66
所得税费用	22326	26310	31642	37668
净利润	65375	77710	93284	110866
营业收入 (%)	51.25	51.86	52.41	52.74
归属于母公司的净利润	62716	74524	88926	106121
同比增速 (%)	19.55	18.83	19.33	19.34
少数股东损益	2659	3186	4359	4745
EPS (元/股)	49.93	59.32	70.79	84.48

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	49.93	59.32	70.79	84.48
BVPS	157.23	185.70	219.68	260.23
PE	32.95	27.73	23.24	19.47
PEG	1.69	1.47	1.20	1.01
PB	10.46	8.86	7.49	6.32
EV/EBITDA	23.97	18.69	15.22	12.43
ROE	31.75%	31.95%	32.22%	32.46%
ROIC	31.36%	31.47%	31.55%	31.37%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	58274	100518	154963	218792
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	126	453	318	428
存货	38824	41307	46203	51978
预付款项	897	1116	992	836
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	118489	118499	118504	118514
流动资产合计	216611	261892	320980	390547
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	19743	22808	25788	28817
在建工程	2208	6981	6951	7532
无形资产	7083	7868	8885	9778
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	3459	3459	3459	3459
其他非流动资产	5260	5324	5413	5434
资产总计	254365	308333	371476	445567
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2408	2299	2734	3077
预收账款	0	0	0	0
合同负债	15472	16454	18452	20667
应付职工薪酬	4782	4782	5423	6124
应交税费	6897	11790	13457	15354
其他流动负债	19507	28752	40111	53362
流动负债合计	49066	64077	80176	98584
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	334	334	334	334
负债合计	49400	64411	80511	98918
归属于母公司的所有者权益	197507	233278	275962	326900
少数股东权益	7458	10644	15003	19748
股东权益	204965	243922	290965	346648
负债及股东权益	254365	308333	371476	445567

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	36699	92066	107386	126481
投资	-210	-2	-2	-1
资本性支出	-5306	-11151	-6797	-7581
其他	-21	84	99	114
投资活动现金流净额	-5537	-11069	-6701	-7468
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0
筹资成本	-57370	-38752	-46241	-55183
其他	-54	0	0	0
筹资活动现金流净额	-57425	-38752	-46241	-55183
现金净流量	-26262	42244	54445	63829

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场