

**买入**

2023年10月23日

**业绩增长稳步前行**

- **23Q3 利润符合预期:** 2023年前三季度实现营业收入、净利润分别为1,033/529亿元,同比+18.5%/+19.1%,营收已成功突破1,000亿,其中23Q3收入、利润分别为337/169亿元,同比+14.0%/+15.7%,单季度业绩符合预期。截至23Q3底合同负债114亿元,环比23Q2增加40.6亿元,前三季度公司销售回款共计1,113亿元,同比+15.9%,经营活动所产生的现金流净额共500亿元,同比+431.6%,现金流大幅提升主因期内销售商品收到的现金增加、以及控股子公司存放中央银行和同业款项净增加额减少所致。
- **盈利能力保持稳健:** 前三季度毛利率同比-0.2pct至91.7%,毛利率略有下降,预计为期内使用的生产基酒成本波动影响。期内公司销售/管理/研发/财务费用率分别为3.0%/5.6%/0.1%/-1.3%,同比+0.2/-0.8/-0/-0.1pct,最终归母净利润率为51.2%,同比+0.3pct。其中23Q3毛利率、净利率分别同比+0.1/+0.7pct,管理效率显著优化致使单季度盈利能力提升。
- **直营占比持续提升:** 分产品看,前三季度茅台酒/系列酒收入分别为873/156亿元,同比+17.3%/+24.4%,其中23Q3分别为280/55亿元,同比+14.6%/+11.7%。茅台酒保持双位数增速,预计主要由非标产品放量贡献增速。系列酒前三季度规模已突破150亿大关,预计主要由茅台1935放量贡献增速,其中23Q3因同期高基数影响,销售增速环比23Q2放缓。分销售渠道看,前三季度公司批发代理/直销收入分别为567/462亿元,同比+2.9%/+45.0%,直销占比同比+8.2pct至44.9%,其中23Q3批发代理/直销收入分别同比+1.5%/+35.3%,直销占比同比+6.9pct至44.1%。23Q3直销渠道延续高速增长态势,其中“i茅台”数字营销平台实现酒类不含税收入55亿元,同比大幅+36.8%,除此之外,我们预计期内公司企业团购渠道及商超直营渠道等直销模式亦获得较为亮眼发展。
- **目标价 2,100 元, 买入评级:** 今年以来,由于经济环境压力影响,整体白酒行业需求面临考验。此背景下,公司前三季度单季收入、利润均维持双位数以上稳健增速,彰显龙头韧性。23Q4以来普飞市场批价走弱,我们认为主因行业双节过后进入淡季,消费需求及市场预期较为平淡所致。考虑到公司今年以来渠道库存维持良性,预计随来年春节旺季备货期临近,批价有望进一步企稳或回温。长期看,我们认为公司近年来持续推行改革且成效显著,未来量、价均具备较多发力点,预计未来公司在实现其长期高质量发展目标的过程中将更为从容。综上,预计公司23-25年净利润有望实现739.6/863.5/1,010.5亿元。考虑到近期国内外宏观环境复杂形势,下调短期目标价至2,100元,相当于24财年盈利预测30.5倍PE,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。

**黎航荣**

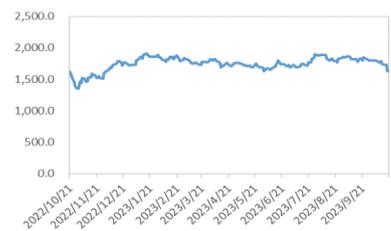
wayne.li@firstshanghai.com.hk

**(852) 2522 2101**
**主要数据**

行业	白酒/消费
股价	1645.0元
目标价	2100.0元 (+27.7%)
股票代码	600519
股本	12.56亿股
市值	2.07万亿元
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 (54.07%)

**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	148,610	171,375	198,324
变动(%)	11.9%	16.9%	16.5%	15.3%	15.7%
归母净利润(百万元)	52,460	62,716	73,962	86,353	101,048
变动(%)	12.3%	19.6%	17.9%	16.8%	17.0%
基本每股收益(元)	41.76	49.93	58.88	68.74	80.44
市盈率@1645元(倍)	39.4	32.9	27.9	23.9	20.5
每股股息(元)	21.7	25.9	30.6	35.7	41.7
股息现价比(%)	1.3%	1.6%	1.9%	2.2%	2.5%

**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	144,585	166,734	192,953	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	133,348	154,334	179,257	营业利润率	70%	71%	72%	73%	73%
销售费用	2,737	3,298	3,555	4,102	4,751	归母净利润率	49%	51%	51%	52%	52%
管理费用	8,450	9,012	10,359	11,019	11,842	ROE	31%	33%	35%	37%	38%
研发费用	62	135	158	183	212	ROA	24%	26%	29%	29%	30%
财务费用	(935)	(1,392)	(1,622)	(1,870)	(2,164)	运营能力					
营业利润	74,751	87,880	103,634	120,993	141,581	SG&A/收入	11%	10%	10%	9%	9%
营业外收入	69	71	83	95	110	实际税率	25%	25%	25%	25%	25%
营业外支出	292	249	290	334	387	派息率	52%	52%	52%	52%	52%
利润总额	74,528	87,701	103,426	120,754	141,304	运营能力					
所得税	18,808	22,326	26,329	30,741	35,972	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	77,097	90,013	105,332	存货周转天数	107	106	107	110	117
归母净利润	52,460	62,716	73,962	86,353	101,048	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	58.9	68.7	80.4	财务状况					
增速 (%)						资产负债率	23%	19%	20%	20%	21%
营业收入	11.9%	16.9%	16.5%	15.3%	15.7%	总资产/股本	130%	124%	124%	125%	126%
营业利润	12.2%	17.6%	17.9%	16.8%	17.0%	现金流量表					
归母净利润	12.3%	19.6%	17.9%	16.8%	17.0%	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	286,148	327,534	376,943	净利润-现金流量表	55,721	65,375	77,097	90,013	105,332
货币资金	51,810	58,274	57,220	56,103	52,297	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)	(7,048)	(9,032)	(13,700)
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	45,872	54,904	68,604	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)	(609)	(672)	(799)
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	71,292	82,565	93,318
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	286,148	327,534	376,943	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	67,657	78,992	92,435
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)	(67,657)	(78,992)	(92,435)
负债合计	58,211	49,400	56,207	66,132	77,969	现金及现金等价物净增加额	31,900	(26,262)	(1,055)	(1,117)	(3,806)
归属于母公司股东权益合计	189,539	197,507	222,483	253,945	291,515	期初现金及现金等价物余额	146,741	178,641	152,379	151,324	150,208
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	151,324	150,208	146,401
股东权益合计	196,958	204,965	229,941	261,403	298,973						
负债和股东权益合计	255,168	254,365	286,148	327,534	376,943						

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。