

贵州茅台 (600519.SH)

二季度业绩稳健增长，直销拓展稳步推进

买入

核心观点

二季度收入保持较快增长，得益于非标茅台加大投放。2023H1 公司预计实现营业总收入 706 亿元左右（同比增长 18.8% 左右），实现归母净利润 356 亿元左右（同比增长 19.5% 左右），对应归母净利率约为 50.4%（同比增加 0.3pct 左右）。2023Q2 公司实现营业总收入 312 亿元左右（同比增长 18.9% 左右），实现归母净利润 148 亿元左右（同比增长 18.0% 左右），对应归母净利率约为 47.4%（同比减少 0.4pct 左右）。2023Q2 公司收入在较高基数下延续了较快增长态势，2023Q1 公司总营收和归母净利润增速分别为 18.7% 和 20.6%。公司顺利完成时间过半任务过半，截至 6 月底预计茅台回款进度约 55%。

二季度产品结构继续升级，茅台酒收入增长环比提速。2023H1 公司预计茅台酒营收为 591 亿元（同比增长 18.3%），系列酒营收为 99 亿元（同比增长 30.3%），系列酒收入占比为 14.3%（同比增加 1.1pct）。2023Q2 茅台酒营收为 254 亿元（同比增长 20.2%），系列酒营收为 49 亿元（同比增长 17.2%），系列酒收入占比为 16.1%（同比减少 0.4pct）。2023Q1 茅台酒和系列酒营收增速分别为 16.8% 和 46.3%。2023Q2 茅台酒收入增长环比提速预计主要系生肖/精品/年份酒等非标茅台酒放量，如茅台 24 节气酒推出贡献增量，以及部分渠道反馈 Q2 非标茅台投放量同比增速超过 50%。我们认为 2023Q2 系列酒增长维持正常水平，2023Q1 系列酒增速快主要系 i 茅台贡献了 1935 约 15.6 亿的销售额（同比是纯增量，i 茅台于 2022 年 3 月 31 日上线）。1935 目前动销保持良性、渠道价格稳定（批价 1000 多元/瓶，库存比例估计 20% 以下），预计 2023 年 100 亿营收目标有望顺利完成。

营销改革继续深化，直销渠道稳步放量。公司披露截至 2023 年 5 月 19 日，i 茅台上线至今实现销售额超 230 亿元（2022 年实现酒类销售收入 150 亿，2023Q1 实现酒类不含税收入 49 亿元）。结合 i 茅台每日申购量数据，我们测算 i 茅台 2023Q2 含税销售额预计超 40 亿元，其中茅台 1935/珍品茅台/生肖茅台销售额分别约 10/2/28 亿元，同比增长约 3%/-50%/3%（今年以来公司针对珍品茅台进行了控量挺价）。

投资建议：我们持续看好公司在直销稳步放量、产品结构升级和营销改革红利释放下保持业绩稳健增长。我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年摊薄 EPS 为 58.94/68.79/78.45 元，当前股价对应 PE 为 29.5x（处在近 5 年/近 10 年的 27%/58% 分位数），安全边际较足，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动；疫情大面积反复；高端酒需求不及预期。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	109,464	127,554	147,229	167,877	189,826
(+/-%)	11.7%	16.5%	15.4%	14.0%	13.1%
净利润(百万元)	52460	62716	74045	86418	98551
(+/-%)	12.3%	19.6%	18.1%	16.7%	14.0%
每股收益(元)	41.76	49.93	58.94	68.79	78.45
EBIT Margin	67.5%	67.8%	68.1%	68.5%	68.9%
净资产收益率 (ROE)	27.7%	31.8%	31.6%	31.1%	30.1%
市盈率 (PE)	41.6	34.8	29.5	25.3	22.2
EV/EBITDA	29.7	25.3	21.9	19.2	16.9
市净率 (PB)	11.52	11.06	9.31	7.86	6.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：李依琳

010-88005029

liyilin1@guosen.com.cn

S0980521070002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	1738.40 元
总市值/流通市值	2183774/2183774 百万元
52 周最高价/最低价	1999.68/1333.00 元
近 3 个月日均成交额	3716.76 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《贵州茅台 (600519.SH) - i 茅台贡献主要增量，直销拓展是增长核心引擎》——2023-04-26
- 《贵州茅台 (600519.SH) - 直销量翻倍亮眼，非标酒放量及直销拓展仍将是增长源动力》——2023-03-31
- 《贵州茅台 (600519.SH) - 渠道视角剖析成长：渠道变革史回顾暨未来直销发展贡献展望》——2022-12-28
- 《贵州茅台 (600519.SH) - 直销放量稳步推进，龙头业绩确定性和成长性持续突出》——2022-10-17
- 《贵州茅台 (600519.SH) - 3 季度稳健增长，龙头保持业绩定力》——2022-10-13

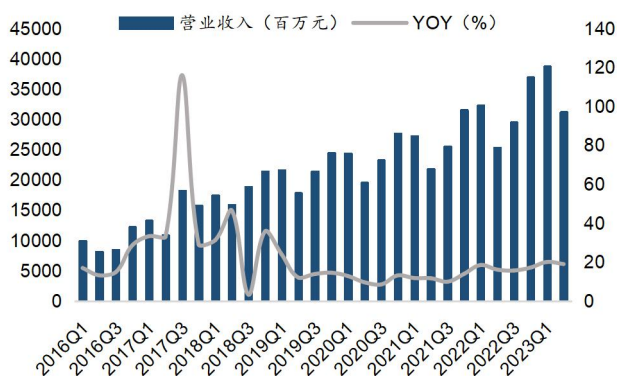
二季度收入保持较快增长，得益于非标茅台加大投放。2023H1 公司预计实现营业总收入 706 亿元左右（同比增长 18.8%左右），实现归母净利润 356 亿元左右（同比增长 19.5%左右），对应归母净利率约为 50.4%（同比增加 0.3pct 左右）。2023Q2 公司实现营业总收入 312 亿元左右（同比增长 18.9%左右），实现归母净利润 148 亿元左右（同比增长 18.0%左右），对应归母净利率约为 47.4%（同比减少 0.4pct 左右）。2023Q1 公司营业总收入和归母净利润增速分别为 18.7%和 20.6%。公司顺利完成时间过半任务过半，截至 6 月底预计茅台经销商回款进度约 55%。

二季度产品结构继续升级，茅台酒收入增长环比提速。2023H1 公司预计茅台酒营收为 591 亿元（同比增长 18.3%），系列酒营收为 99 亿元（同比增长 30.3%），系列酒收入占比为 14.3%（同比增加 1.1pct）。2023Q2 茅台酒营收为 254 亿元（同比增长 20.2%），系列酒营收为 49 亿元（同比增长 17.2%），系列酒收入占比为 16.1%（同比减少 0.4pct）。2023Q1 茅台酒和系列酒营收增速分别为 16.8%和 46.3%。2023Q2 茅台酒收入增长环比提速预计主要系生肖/精品/年份酒等非标茅台酒放量，如茅台 24 节气酒推出贡献增量，以及部分渠道反馈 Q2 非标茅台投放量同比增速超过 50%。我们认为 2023Q2 系列酒增长维持正常水平，2023Q1 系列酒增速快主要系 i 茅台贡献了 1935 约 15.6 亿的销售额（同比是纯增量，i 茅台于 22 年 3 月 31 日上线）。1935 目前动销保持良性、渠道价格稳定（批价 1000 多元，库存比例估计 20%以下），预计 2023 年 100 亿营收目标有望顺利完成。

营销改革继续深化，直销渠道稳步放量。公司披露截至 2023 年 5 月 19 日，i 茅台上线至今实现销售额超 230 亿元（2022 年实现酒类销售收入 150 亿，2023Q1 实现酒类不含税收入 49 亿元）。结合每日投放数据，我们测算 i 茅台 2023Q2 含税销售额预计超 40 亿元，其中茅台 1935/珍品茅台/生肖茅台销售额分别约 10/2/28 亿元，同比增长约 3%/-50%/3%（今年珍品茅台在控量挺价）。

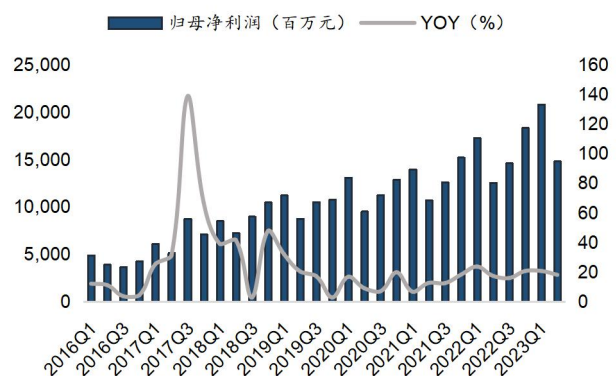
投资建议：我们持续看好茅台在直销稳步放量、产品结构升级和营销改革红利释放下保持业绩稳增长。我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年营收增速分别为 15.4%/14.0%/13.1%，归母净利润增速分别为 18.1%/16.7%/14.0%，摊薄 EPS 为 58.94/68.79/78.45 元，当前股价对应 PE 为 29.5x（处在近 5 年/近 10 年的 27%/58%分位数），安全边际较足，维持买入评级。

图1：贵州茅台单季度营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：贵州茅台单季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司盈利预测及估值（更新至2023年7月13日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 （元）	总市值 （亿元）	EPS			PE		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,738.4	21,837.7	49.9	58.9	68.8	34.8	29.5	25.3
000858.SZ	五粮液	买入	172.7	6,701.6	6.9	8.1	9.4	24.9	21.2	18.4
000568.SZ	泸州老窖	买入	227.3	3,345.1	7.0	8.8	11.0	32.3	25.7	20.7
600809.SH	山西汾酒	买入	213.0	2,598.0	6.6	8.4	10.6	32.1	25.3	20.2

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	51810	58274	221893	264828	313677	营业收入	109464	127554	147229	167877	189826
应收款项	33	158	114	130	146	营业成本	8983	10093	11634	13001	14311
存货净额	33394	38824	43812	49422	55256	营业税金及附加	15304	18496	21349	24343	27525
其他流动资产	461	1058	1077	1109	1406	销售费用	2737	3298	3806	4197	4556
流动资产合计	220766	216611	267604	316197	371193	管理费用	8450	9012	10000	11195	12432
固定资产	19794	21951	25582	29376	32776	研发费用	62	135	156	150	191
无形资产及其他	6208	7083	6801	6519	6236	财务费用	(935)	(1392)	(3498)	(6080)	(7227)
投资性房地产	8400	8719	8719	8719	8719	投资收益	58	64	41	54	53
						资产减值及公允价值变					
长期股权投资	0	0	0	0	0	动	(2)	0	1	(0)	0
资产总计	255168	254365	308706	360810	418924	其他收入	(228)	(231)	(156)	(150)	(191)
短期借款及交易性金融											
负债	104	109	71	95	92	营业利润	74751	87880	103823	121125	138091
应付款项	2010	2408	2469	2969	3293	营业外净收支	(223)	(178)	(280)	(280)	(280)
其他流动负债	55800	46548	63488	71408	79569	利润总额	74528	87701	103543	120845	137811
流动负债合计	57914	49066	66029	74472	82953	所得税费用	18808	22326	26359	30764	35083
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	3260	2659	3139	3663	4178
其他长期负债	296	334	422	562	563	归属于母公司净利润	52460	62716	74045	86418	98551
长期负债合计	296	334	422	562	563	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	58211	49400	66451	75034	83517	净利润	52460	62716	74045	86418	98551
少数股东权益	7418	7458	7726	8038	8394	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	189539	197507	234529	277738	327014	折旧摊销	1469	1600	2490	2910	3304
负债和股东权益总计	255168	254365	308706	360810	418924	公允价值变动损失	2	0	(1)	0	(0)
						财务费用	(935)	(1392)	(3498)	(6080)	(7227)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	5759	(15288)	12127	2902	2338
每股收益	41.76	49.93	58.94	68.79	78.45	其它	1615	227	268	312	356
每股红利	21.08	45.67	29.47	34.40	39.23	经营活动现金流	61305	49255	88929	92543	104548
每股净资产	150.88	157.23	186.70	221.09	260.32	资本开支	0	(3600)	(5838)	(6422)	(6422)
ROIC	100.55%	88.25%	94%	116%	131%	其它投资现金流	(16868)	16771	117588	0	0
ROE	27.68%	31.75%	32%	31%	30%	投资活动现金流	(16868)	13171	111750	(6422)	(6422)
毛利率	92%	92%	92%	92%	92%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBIT Margin	68%	68%	68%	68%	69%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	69%	69%	70%	70%	71%	支付股利、利息	(26476)	(57370)	(37022)	(43209)	(49275)
收入增长	12%	17%	15%	14%	13%	其它融资现金流	24236	58779	(38)	24	(3)
净利润增长率	12%	20%	18%	17%	14%	融资活动现金流	(28718)	(55962)	(37061)	(43185)	(49278)
资产负债率	26%	22%	24%	23%	22%	现金净变动	15719	6464	163619	42935	48848
股息率	1.2%	2.6%	1.7%	2.0%	2.3%	货币资金的期初余额	36091	51810	58274	221893	264828
P/E	41.6	34.8	29.5	25.3	22.2	货币资金的期末余额	51810	58274	221893	264828	313677

P/B	11.5	11.1	9.3	7.9	6.7	企业自由现金流	0	47206	83533	85107	96730
EV/EBITDA	29.7	25.3	21.9	19.2	16.9	权益自由现金流	0	105985	86102	89663	102114

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032