

2023年12月31日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

2023年圆满收官，2024年再出发

—贵州茅台（600519.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

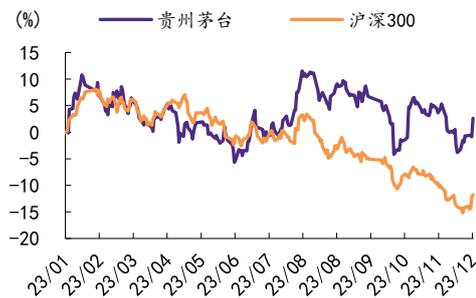
2023年12月29日晚间，贵州茅台发布2023年生产经营情况。12月30日茅台集团市场工作会在三亚召开。

基本数据

2023-12-29

当前股价(元)	1726
总市值(亿元)	21682
总股本(百万股)	1256
流通股本(百万股)	1256
52周价格范围(元)	1628.9-1912.9
日均成交额(百万元)	4110.26

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《贵州茅台（600519）：二次特别分红，彰显社会责任》2023-11-21
- 2、《贵州茅台（600519）：提价终落地，步伐更从容》2023-11-02
- 3、《贵州茅台（600519）：业绩符合预期，稳增长强韧性》2023-10-21

投资要点

集团营收超1600亿，利润总额超千亿

根据茅台集团市场工作会反馈，2023年集团营收1639亿元，同增20%；酒类板块营收超1500亿元，同增18%；利润总额超千亿元，同增16%。茅台冰淇淋、茅台酒心巧克力、酱香拿铁合计营收约4.3亿元，同增约50%。其中茅台酒心巧克力销售近20吨，酱香拿铁销售约4000万杯。此外，2023年“i茅台”注册用户超5300万人，日活用户超480万人，交易额达443亿元；巽风数字世界注册用户530万人，交易额48亿。

股份公司圆满收官，茅台1935迈入百亿阵营

预计股份公司2023年总营收约1495亿元，同增约17.2%；归母净利润约735亿元，同增约17.2%。其中2023Q4营收441.84亿元，同增16.99%；归母净利润206.24亿元，同增12.6%。公司四季度稳健收官，继续保持稳增长。其中2023年茅台酒营收约1258亿元，同增16.7%；系列酒营收约204亿元，同增28%。茅台1935顺利迈入百亿阵营，系列酒亦顺利进入200亿阵营。其中2023Q4茅台酒营收385.3亿元，同增15.2%；系列酒营收48.1亿元，同增41.4%。

盈利预测

当前茅台集团实施“一盘棋、一条心”的战略，股份公司继续引领板块，创新业务亦持续推出，在今年提价政策出台基础上增厚明年利润。根据公告，我们调整公司2023-2025年EPS分别为58.50/69.92/81.38元（前值分别为59.37/70.45/81.05元），当前股价对应PE分别为30/25/21倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、产能扩张不及预期、直营增长不及预期、改革进程不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入 (百万元)	127,554	149,523	176,478	203,687
增长率 (%)	16.5%	17.2%	18.0%	15.4%
归母净利润 (百万元)	62,716	73,491	87,829	102,233
增长率 (%)	19.6%	17.2%	19.5%	16.4%
摊薄每股收益 (元)	49.93	58.50	69.92	81.38
ROE (%)	30.6%	34.1%	38.5%	42.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	58,274	69,658	81,296	96,988
应收款	158	205	290	335
存货	38,824	40,482	44,135	45,703
其他流动资产	119,355	119,618	119,882	120,070
流动资产合计	216,611	229,963	245,602	263,096
非流动资产:				
金融类资产	118,296	118,496	118,646	118,746
固定资产	19,743	19,751	18,965	17,912
在建工程	2,208	883	353	141
无形资产	7,083	6,729	6,375	6,038
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	8,719	8,719	8,719	8,719
非流动资产合计	37,753	36,083	34,412	32,811
资产总计	254,365	266,046	280,014	295,907
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	2,408	2,484	2,799	3,088
其他流动负债	31,185	31,185	31,185	31,185
流动负债合计	49,066	50,056	51,390	52,689
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	334	334	334	334
非流动负债合计	334	334	334	334
负债合计	49,400	50,390	51,725	53,023
所有者权益				
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
股东权益	204,965	215,656	228,290	242,884
负债和所有者权益	254,365	266,046	280,014	295,907

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	65375	76833	91680	106603
少数股东权益	2659	3342	3851	4371
折旧摊销	1600	1670	1653	1583
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-32935	-778	-2517	-403
经营活动现金净流量	36699	81068	94667	112154
投资活动现金净流量	-5537	1116	1167	1164
筹资活动现金净流量	-19778	-66142	-79046	-92009
现金流量净额	11,384	16,042	16,787	21,309

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	127,554	149,523	176,478	203,687
营业成本	10,093	12,051	14,054	16,162
营业税金及附加	18,496	21,531	25,236	28,924
销售费用	3,298	3,962	4,235	4,685
管理费用	9,012	10,766	12,177	13,851
财务费用	-1,392	-1,950	-2,276	-2,716
研发费用	135	158	187	216
费用合计	11,053	12,936	14,323	16,036
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	64	60	55	50
营业利润	87,880	103,080	122,930	142,623
加:营业外收入	71	65	50	45
减:营业外支出	249	220	200	150
利润总额	87,701	102,925	122,780	142,518
所得税费用	22,326	26,091	31,100	35,915
净利润	65,375	76,833	91,680	106,603
少数股东损益	2,659	3,342	3,851	4,371
归母净利润	62,716	73,491	87,829	102,233

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	16.5%	17.2%	18.0%	15.4%
归母净利润增长率	19.6%	17.2%	19.5%	16.4%
盈利能力				
毛利率	92.1%	91.9%	92.0%	92.1%
四项费用/营收	8.7%	8.7%	8.1%	7.9%
净利率	51.3%	51.4%	51.9%	52.3%
ROE	30.6%	34.1%	38.5%	42.1%
偿债能力				
资产负债率	19.4%	18.9%	18.5%	17.9%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	806.2	730.0	608.3	608.3
存货周转率	0.3	0.8	0.9	1.0
每股数据(元/股)				
EPS	49.93	58.50	69.92	81.38
P/E	34.6	29.5	24.7	21.2
P/S	17.0	14.5	12.3	10.6
P/B	11.0	10.6	10.1	9.7

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。