

贵州茅台 (600519)

超目标兑现，不断创新进击的“巨人”

买入 (维持)

2023年12月31日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

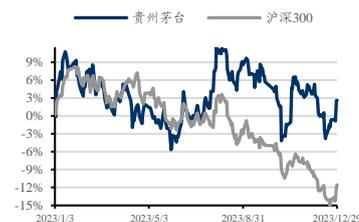
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	127,554	149,499	175,486	204,572
同比	17%	17%	17%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	62,716	73,512	87,292	102,654
同比	20%	17%	19%	18%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	49.93	58.52	69.49	81.72
P/E (现价&最新股本摊薄)	34.57	29.49	24.84	21.12

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 公司公布 2023 年生产经营情况, 预计年度总营收 1495 亿元, 同增 17.2%; 归母净利 735 亿元, 同增 17.2%; 23Q4 分别同增 17%、12.6%。
- **Q4 茅台酒稳健增长, 提价落地增厚营收。** 23 年茅台酒营收 1258 亿元, 同增 16.7%。全年预计茅台普飞保持供需紧平衡, 增量更多向尊品、珍品、生肖、精品及非标准装飞天倾斜。23Q4 茅台酒营业收入 385 亿元, 同增 15.2%。23Q4 茅台酒季度收入占比 30.6%, 同比略降 0.4pct。Q4 预计收入贡献主要来自吨价提升 (11 月 1 日起上调出厂价), 量增贡献偏低, 23 年茅台酒发货进度有所修复 (22 年由于疫情节奏相对后置), 23Q4 发货占比同比回落。
- **Q4 系列酒收入提速明显, 主因 1935 节奏影响。** 23 年系列酒营收约 204 亿元, 同增 28%。其中 1935 销售额翻倍增长突破百亿, 估算其他系列酒营收同比基本持平。23Q4 收入 48.1 亿元, 同增 41.4%, 环比 Q3 有所加速, 一则茅台 1935 去年同期控量导致相对低基数; 二则估计 23Q4 茅台 1935 的 1088 元拿货比例有所提升。
- **适当调控, 稳健前行。** 23Q4 归母净利同增 12.6%, 增速较前三季度有所放缓, 预计主要系: 一则茅台酒 Q4 配额比例同比减少, 二则考虑税金率低基数 (22Q4 12.9%), 23Q4 税金率预计回归正常中枢。剔除 Q4 普飞提价贡献的影响, 预计 23 年收入、归母净利分别同增 16.8%、16.7%, 23Q4 收入、归母净利分别同增 15.6%、10.8%, Q4 提价预计分别增厚收入、利润增速 1.4pct、1.8pct。数字化方面, i 茅台已成为数字营销典范和主阵地, 截至 2023 年底, 平台用户数 5300 万+, 累计交易额 443 亿, 预计 23 年销售额同比近翻倍增长。
- **产品矩阵日臻完善, 终端建设锐意进取。** 12 月 30 日茅台集团召开 2024 年度市场工作会议, 会上总结 2023 年已初步构建形成“1 (全集团)+3 (聚焦美酒、美生活、美链接)+N”的一盘棋布局, 通过“茅台+”美食、i 茅台、巽风、企业合作等打通“美生态”。目前茅台产品矩阵已从普飞独大完善为多点开花, 价格梯度完善, 组合更具抗风险力, 近期还将于 i 茅台推出 500ml 散花飞天, 进一步引领提升茅台酒价格体系。2024 年, 董事长提出要以终端来链接美好, 集中炮火弹药建好终端形态 (美酒+美食+美生活)、业态 (产品销售、文化体验等)、生态 (构建厂家终端共同体), 同时现有终端要全部完成数字化改造, 通过完善终端触达做好动销, 以适应市场的新变化和新需求。
- **盈利预测与投资评级:** 公司工具箱丰富, 从容铺排经营节奏, 根据公告数据, 我们调整 23-25 年归母净利润为 735、873、1027 亿元 (前值为 748、887、1028 亿元), 分别同比+17%、19%、18% (前值为+19%、19%、16%), 当前市值对应 PE 为 29、25、21X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济向好节奏不确定性; 非标放量下渠道价差缩窄效应; 部分改革不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,726.00
一年最低/最高价	1,616.25/1,935.00
市净率(倍)	9.95
流通 A 股市值(百万元)	2,168,197.40
总市值(百万元)	2,168,197.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	173.39
资产负债率(% ,LF)	14.14
总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股(百万股)	1,256.20

相关研究

《贵州茅台(600519): 特别分红点评: 连续特别分红开先河, 全面引领高质量发展与回报》

2023-11-22

《贵州茅台(600519): 茅台再提价, 边际利好再下一重城》

2023-11-03

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	216,611	268,159	292,434	318,524	营业总收入	127,554	149,499	175,486	204,572
货币资金及交易性金融资产	58,274	94,400	100,498	110,918	营业成本(含金融类)	10,199	11,194	12,245	13,195
经营性应收款项	1,024	1,048	1,025	1,259	税金及附加	18,496	21,429	25,200	29,599
存货	38,824	42,932	49,218	53,102	销售费用	3,298	4,361	5,118	5,868
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,012	9,827	11,895	13,694
其他流动资产	118,489	129,779	141,692	153,246	研发费用	135	107	138	176
非流动资产	37,753	36,180	36,446	36,388	财务费用	(1,392)	(1,447)	(2,350)	(2,502)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	25	25	32	37
固定资产及使用权资产	20,145	19,663	18,627	17,312	投资净收益	64	51	79	87
在建工程	2,208	1,104	552	276	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	7,083	7,868	8,885	9,778	减值损失	(15)	(15)	(15)	(15)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	146	146	146	146	营业利润	87,880	104,088	123,337	144,653
其他非流动资产	8,170	7,398	8,236	8,876	营业外净收支	(178)	(280)	(227)	(228)
资产总计	254,365	304,339	328,880	354,912	利润总额	87,701	103,808	123,110	144,425
流动负债	49,066	54,037	59,060	60,564	减:所得税	22,326	26,257	31,182	36,626
短期借款及一年内到期的非流动负债	109	71	95	92	净利润	65,375	77,552	91,928	107,799
经营性应付款项	2,408	1,885	2,962	2,378	减:少数股东损益	2,659	4,039	4,635	5,145
合同负债	15,472	14,977	15,782	16,359	归属母公司净利润	62,716	73,512	87,292	102,654
其他流动负债	31,076	37,104	40,221	41,735	每股收益-最新股本摊薄(元)	49.93	58.52	69.49	81.72
非流动负债	334	334	334	334	EBIT	86,424	102,620	120,937	142,092
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	88,112	104,431	122,758	143,919
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.87	92.42	92.94	93.48
租赁负债	334	334	334	334	归母净利率(%)	50.54	50.25	50.77	51.11
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	16.53	17.20	17.38	16.57
负债合计	49,400	54,372	59,394	60,898	归母净利润增长率(%)	19.55	17.21	18.75	17.60
归属母公司股东权益	197,507	238,470	253,354	272,738					
少数股东权益	7,458	11,497	16,132	21,277					
所有者权益合计	204,965	249,967	269,486	294,014					
负债和股东权益	254,365	304,339	328,880	354,912					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36,699	70,376	80,345	95,472	每股净资产(元)	157.23	189.83	201.68	217.11
投资活动现金流	(5,537)	(1,653)	(1,852)	(1,770)	最新发行在外股份(百万股)	1,256	1,256	1,256	1,256
筹资活动现金流	(57,425)	(32,598)	(72,395)	(83,283)	ROIC(%)	31.99	33.64	34.71	37.59
现金净增加额	(26,262)	36,125	6,098	10,419	ROE-摊薄(%)	31.75	30.83	34.45	37.64
折旧和摊销	1,688	1,811	1,821	1,827	资产负债率(%)	19.42	17.87	18.06	17.16
资本开支	(5,306)	(1,290)	(1,476)	(1,357)	P/E(现价&最新股本摊薄)	34.57	29.49	24.84	21.12
营运资本变动	(29,127)	(10,427)	(13,193)	(14,179)	P/B(现价)	10.98	9.09	8.56	7.95

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>