

贵州茅台 (600519.SH)

买入(维持评级)

23年高质量收官，24年蓄势待发

当前价格：1726元

目标价格：2159元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1256/1256
总市值/流通市值(百万元)	2168197/21681
每股净资产(元)	154.28
资产负债率(%)	12.36
一年内最高/最低(元)	1875.36/1585.9

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 刘畅

执业证书编号：S0210523050001

邮箱：lc30103@hfzq.com.cn

分析师 张东雪

执业证书编号：S0210523060001

邮箱：zdx30145@hfzq.com.cn

相关报告

《贵州茅台(600519.SH)：岿然引领，时代中的茅台迎风发展》2023-11-29

► **事件：**贵州茅台发布2023年度生产经营情况公告。经公司初步核算，2023年度公司预计实现营业总收入约1,495亿元，同比增长约17.2%；预计归母净利润约735亿元，同比增长约17.2%。公司年初制定的经营目标为营业总收入较上年增长15%左右，今年超额完成，龙头实力在压力环境下进一步凸显。

► **双轮驱动，茅台酒与系列酒增长稳健，茅台1935百亿目标顺利达成。**分系列看，茅台酒23年预计实现营业收入约1,258亿元，同比增长约17%；系列酒营业收入约204亿元，同比增长约28%，其中，千元价格带大单品茅台1935今年销售额预计突破100亿元，茅台1935于2022年1月正式上市，去年完成营收50亿元，今年同比增长约100%，百亿目标顺利达成。

► **四季度利润增速略低，系产品结构调整所致。**Q4单季度，公司预计实现营业收入约442亿元，同比增长约17%；实现归母净利润206亿元，同比增长约13%。其中，Q4茅台酒预计实现营业收入约385亿元，同比增长约15%；系列酒Q4营收约48亿元，同比增长41%，在去年的低基数的基础上提速较高。

► **产能有序释放，支撑销量稳步增长。**2023年公司生产茅台酒基酒约5.72万吨，同比增长0.7%；生产系列酒基酒约4.29万吨，同比增长约23%，增速较去年变化不大。根据我们此前的测算，预计2023-2026年茅台成品酒产量CAGR约3.9%-7.4%，支撑公司销量稳步增长。

► **飞天提价后营收增厚，行业引领作用全方位深化。**今年飞天提价后，茅台后续两年业绩增长确定性进一步明晰，同时茅台1935放量压力缓解，发展更为良性。在公司的渠道改革持续推进下，直销渠道占比持续提升，利润再分配持续推进，龙头茅台将持续引领白酒行业未来新模式。

► **盈利预测与投资建议：**公司23年收官顺利，预计2023-25年归母净利润为746.94/904.08/1048.36亿元（前值743.28/901.40/1044.78亿元），参照可比公司，给予公司2023年30倍PE，对应目标价2159元，维持买入评级。

► **风险提示：**经济修复不及预期，公司高管更换导致策略变动风险等。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	109,464	127,554	150,067	177,498	204,043
增长率	15%	17%	18%	18%	15%
净利润(百万元)	52,460	62,716	74,694	90,408	104,836
增长率	12%	20%	19%	21%	16%
EPS(元/股)	41.76	49.93	59.46	71.97	83.46
市盈率(P/E)	41	35	29	24	21
市净率(P/B)	11	11	9	7	5

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	58,274	224,389	320,615	429,107	营业收入	127,554	150,067	177,498	204,043
应收票据及账款	126	130	156	182	营业成本	10,093	11,876	12,351	13,766
预付账款	897	1,056	1,098	1,224	税金及附加	18,496	21,760	25,738	29,587
存货	38,824	43,072	45,485	51,189	销售费用	3,298	4,030	4,731	5,336
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,012	10,603	12,523	14,355
其他流动资产	118,489	662	968	1,378	研发费用	135	159	188	216
流动资产合计	216,611	269,310	368,322	483,080	财务费用	-4,740	-1,376	-2,688	-3,749
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-15	-13	-13	-13
固定资产	19,743	20,190	20,943	21,713	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	2,208	1,966	1,828	1,695	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	7,083	7,290	7,715	7,977	投资收益	64	72	80	80
商誉	0	0	0	0	其他收益	25	23	23	23
其他非流动资产	8,719	8,700	8,683	8,671	营业利润	91,334	103,096	124,745	144,620
非流动资产合计	37,753	38,147	39,169	40,055	营业外收入	71	71	70	71
资产合计	254,365	307,457	407,490	523,135	营业外支出	249	270	270	270
短期借款	0	0	0	0	利润总额	91,156	102,897	124,545	144,421
应付票据及账款	2,408	2,850	2,976	3,331	所得税	22,327	25,202	30,504	35,373
预收款项	0	0	0	0	净利润	68,829	77,695	94,041	109,048
合同负债	15,472	19,509	23,962	27,546	少数股东损益	2,659	3,001	3,633	4,212
其他应付款	4,544	4,544	4,544	4,544	归属母公司净利润	66,170	74,694	90,408	104,836
其他流动负债	26,642	30,108	31,826	34,882	EPS (按最新股本摊薄)	49.93	59.46	71.97	83.46
流动负债合计	49,066	57,011	63,309	70,303					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	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	57,346	63,643	70,637					
归属母公司所有者权益	197,507	239,652	329,755	434,194					
少数股东权益	7,458	10,459	14,092	18,304					
所有者权益合计	204,965	250,111	343,847	452,498					
负债和股东权益	254,365	307,457	407,490	523,135					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36,699	198,381	97,404	108,769
现金收益	65,700	78,588	93,674	107,718
存货影响	-5,430	-4,248	-2,413	-5,704
经营性应收影响	-635	-162	-68	-152
经营性应付影响	818	442	126	355
其他影响	-23,754	123,761	6,084	6,552
投资活动现金流	-5,537	-1,093	-3,561	-3,628
资本支出	-4,643	-2,682	-3,360	-3,317
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-894	1,589	-201	-311
融资活动现金流	-57,425	-31,173	2,383	3,351
借款增加	5	0	0	0
股利及利息支付	-57,370	-317	-414	-507
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-60	-30,856	2,797	3,858

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	16.5%	17.6%	18.3%	15.0%
EBIT 增长率	17.1%	17.5%	20.0%	15.4%
归母公司净利润增长率	19.6%	19.1%	21.0%	16.0%
获利能力				
毛利率	92.1%	92.1%	93.0%	93.3%
净利率	54.0%	51.8%	53.0%	53.4%
ROE	32.3%	29.9%	26.3%	23.2%
ROIC	44.5%	42.1%	36.5%	31.8%
偿债能力				
资产负债率	19.4%	18.7%	15.6%	13.5%
流动比率	4.4	4.7	5.8	6.9
速动比率	3.6	4.0	5.1	6.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4
应收账款周转天数	0	0	0	0
存货周转天数	1,288	1,241	1,291	1,264
每股指标 (元)				
每股收益	49.93	59.46	71.97	83.46
每股经营现金流	29.21	157.92	77.54	86.59
每股净资产	157.23	190.78	262.50	345.64
估值比率				
P/E	35	29	24	21
P/B	11	9	7	5
EV/EBITDA	38	32	27	23

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn