

# 贵州茅台 (600519.SH)

## 2023年顺利收官, 2024年终端为王

买入

### 核心观点

**2023 财年顺利收官, 2023Q4 利润增速稍慢于收入增速。**公司预告, 预计 2023 年实现营业总收入 1495 亿元, 同比+17.2%; 实现归母净利润 735 亿元, 同比+17.2%。其中, 预计 2023Q4 实现营收 441.8 亿元, 同比+17.0%; 实现归母净利润 206.2 亿元, 同比+12.6%, 稍慢于收入增速。

**2023Q4 业绩略低于预期, 预计系经营节奏、基数效应所致。**2023Q4 公司营业总收入同比+17.0%, 茅台酒/系列酒收入同比+15.2%/41.4%, 超额完成年度目标。2023Q4 公司实现归母净利润同比+12.6%, 慢于收入增速, 预计主要系: 1) 实际经营数据或好于初步核算数据; 2) Q4 公司主动调控经营节奏, 适当加快系列酒投放力度, 适当减缓非标酒投放呵护价盘, 预计产品结构出现阶段性波动; 3) Q4 茅台酒主要以非标酒投放为主, 11 月飞天传统渠道提价效应尚未凸显; 4) 上年同期消费税基数较低(疫情达峰影响), 或存在一定基数效应, 2023Q4 归母净利率基本与 2021Q4 基本持平。

**2024 年坚持终端为王, 强化渠道深度、补齐经营短板。**长期看, 茅台是个危机意识较强的酒企, 在触达消费者、量价平衡、品质表达、渠道深度等维度均有前瞻性探索。短期看, 茅台 2024 年集团工作会议以“终端为王”作为下年工作重点, 预计战略重心从五合营销法、一盘棋延展至终端建设、强化渠道深度, 不断补齐自身经营短板(茅台是典型的品牌、产品型公司)。我们认为 2024 年是考验茅台经营智慧的一年, 在飞天提价减轻业绩增长压力下, 公司或有更多精力聚焦于长期增长的持续性, 预计渠道深化、终端下沉下将贡献更多增长点。

**飞天茅台提价减轻业绩约束, 新品推出丰富产品矩阵。**在新品规划上, 公司或推出建议零售价 1999 元散花飞天满足消费者多元化需求, 其次在二十四节气继续开发基础上, 推出巽风酒加强年轻客群培育。从 2024 年业绩拆分看, 短期业绩确定性较强: 1) 提价效应凸显, 预计飞天提价贡献业绩增量; 2) 茅台系列酒增量; 3) 散花飞天、巽风酒新品推出; 4) 茅台酒拿酒计划量增量高单。综合看, 预计 2024 年整体收入 15%确定性较强。

**风险提示:** 需求复苏不及预期; 竞争加剧; 提价传导不及预期等。

**投资建议:** 微调此前盈利预测, 我们预计 2023-2025 年有望实现营收 1495.0/1719.3/1977.1 亿元(此前为 1472.0/1692.8/1946.7 亿元, 均上修约 2%), 同比+17.2%/+15.0%/+15.0%; 预计归母净利润 735.2/862.7/1001.9 亿元(此前为 740.8/871.7/1012.2 亿元, 均下修约 1%), 同比+17.2%/+17.3%/+16.1%, 对应 PE 为 29.5/25.1/21.6X, 维持“买入”评级。

### 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	149,500	171,925	197,714
(+/-%)	11.7%	16.5%	17.2%	15.0%	15.0%
净利润(百万元)	52460	62716	73518	86267	100186
(+/-%)	12.3%	19.6%	17.2%	17.3%	16.1%
每股收益(元)	41.76	49.93	58.52	68.67	79.75
EBIT Margin	67.5%	67.8%	66.6%	67.1%	67.6%
净资产收益率 (ROE)	27.7%	31.8%	31.4%	31.2%	30.7%
市盈率 (PE)	41.3	34.6	29.5	25.1	21.6
EV/EBITDA	29.5	25.2	21.8	19.0	16.4
市净率 (PB)	11.44	10.98	9.27	7.84	6.65

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·白酒 II

证券分析师: 张向伟

证券分析师: 李文华

021-60375461

zhangxiangwei@guosen.com.cn

liwenhua2@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523070002

联系人: 张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	1726.00 元
总市值/流通市值	2168197/2168197 百万元
52 周最高价/最低价	1935.00/1616.25 元
近 3 个月日均成交额	4341.07 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) - 再次特别分红, 提振市场信心》——2023-11-22
- 《贵州茅台 (600519.SH) - 提价强化中长期经营质量, 行业秩序和竞争格局改善》——2023-11-01
- 《贵州茅台 (600519.SH) - 第三季度业绩平稳增长, 稳定价盘坚守长期主义》——2023-10-24
- 《贵州茅台 (600519.SH) - 二季度业绩稳健增长, 直销拓展稳步推进》——2023-07-14
- 《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

**2023 财年顺利收官，2023Q4 利润增速稍慢于收入增速。**公司公告，预计 2023 年实现营业总收入 1495 亿元，同比+17.2%，顺利达成 2023 年经营目标（2022 年报披露，2023 年营业总收入目标增长 15%）；实现归母净利润 735 亿元，同比+17.2%。其中，预计 2023Q4 实现营收 441.8 亿元，同比+17.0%；实现归母净利润 206.2 亿元，同比+12.6%，稍慢于收入增速。

**2023Q4 业绩略低于预期，预计系经营节奏、基数效应所致。**2023Q4 公司营业总收入同比+17.0%，茅台酒/系列酒收入同比+15.2%/41.4%，超额完成年度目标。2023Q4 公司实现归母净利润同比+12.6%，慢于收入增速，预计主要系：1) 实际经营数据或好于初步核算数据；2) Q4 公司主动调控经营节奏，适当加快系列酒投放力度，适当减缓非标酒投放呵护价盘，预计产品结构出现阶段性波动；3) Q4 茅台酒主要以非标酒投放为主，11 月飞天传统渠道提价效应尚未凸显；4) 上年同期消费税基数较低（疫情达峰影响），或存在一定基数效应，2023Q4 归母净利润率基本与 2021Q4 基本持平。

**2024 年坚持终端为王，强化渠道深度、补齐经营短板。**长期看，茅台是个危机意识较强的酒企，在触达消费者、量价平衡、品质表达、渠道深度等维度均有前瞻性探索。短期看，茅台 2024 年集团工作会议以“终端为王”作为下年工作重点，预计战略重心从五合营销法、一盘棋延展至终端建设、强化渠道深度，不断补齐自身经营短板（茅台是典型的品牌、产品型公司）。我们认为 2024 年是考验茅台经营智慧的一年，在飞天提价减轻业绩增长压力下，公司或有更多精力聚焦于长期增长的持续性，预计渠道深化、终端下沉下将贡献更多增长点。

**飞天茅台提价减轻业绩约束，新品推出丰富产品矩阵。**在新品规划上，公司或推出建议零售价 1999 元散花飞天满足消费者多元化需求，其次在二十四节气继续开发基础上，推出巽风酒加强年轻客群培育。从 2024 年业绩拆分看，短期业绩确定性较强：1) 提价效应凸显，预计飞天提价贡献业绩增量；2) 茅台系列酒增量；3) 散花飞天、巽风酒新品推出；4) 茅台酒拿酒计划量增量高单。综合看，预计 2024 年整体收入 15%确定性较强。

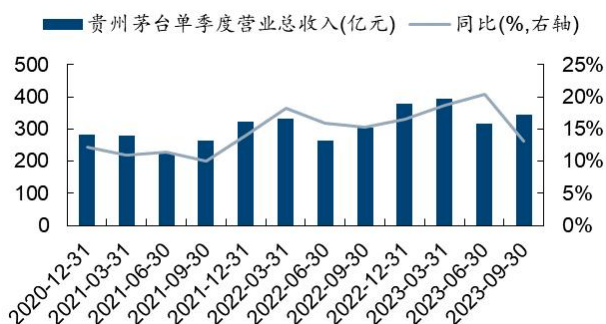
**投资建议：**微调此前盈利预测，我们预计 2023-2025 年有望实现营收 1495.0/1719.3/1977.1 亿元（此前预测值为 1472.0/1692.8/1946.7 亿元，均上修约 2%），同比+17.2%/+15.0%/+15.0%；预计归母净利润 735.2/862.7/1001.9 亿元（此前预测值为 740.8/871.7/1012.2 亿元，均下修约 1%），同比+17.2%/+17.3%/+16.1%，对应 PE 分别为 29.5/25.1/21.6X，维持“买入”评级。

表1: 可比公司盈利预测及估值（更新至 2023 年 12 月 31 日）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,726.00	21,682.0	58.5	68.7	79.8	29.5	25.1	21.6
000858.SZ	五粮液	买入	140.31	5,446.3	7.8	8.9	10.1	17.9	15.8	13.8
000568.SZ	泸州老窖	买入	179.42	2,641.0	8.9	10.9	13.1	20.1	16.4	13.7

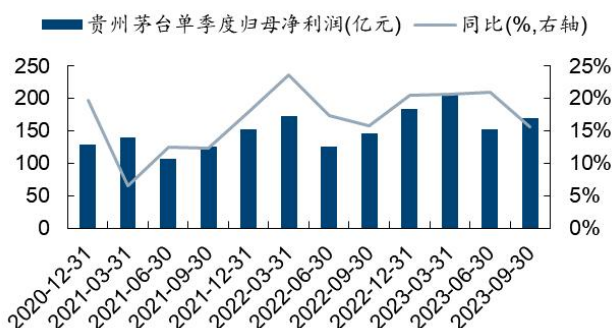
资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

图1: 贵州茅台单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



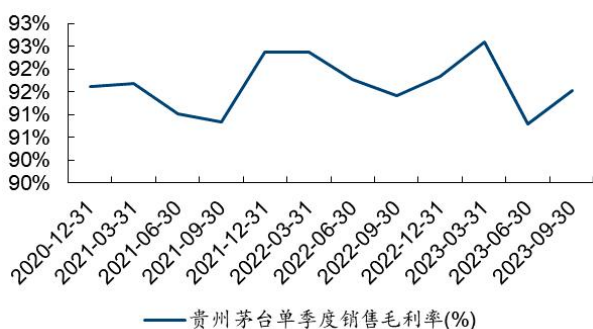
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 贵州茅台单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



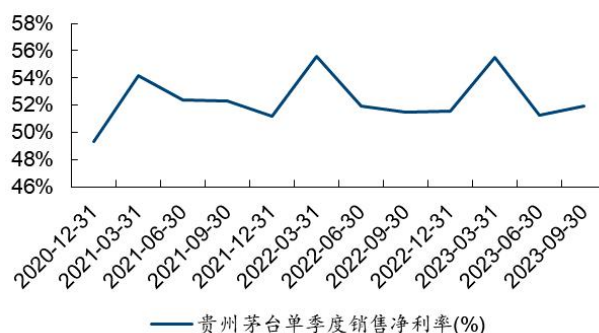
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 贵州茅台单季度销售毛利率 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 贵州茅台单季度销售净利率 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	51810	58274	214646	260732	314128	营业收入	109464	127554	149500	171925	197714
应收款项	33	158	185	213	245	营业成本	8983	10093	12274	13953	15775
存货净额	33394	38824	45305	52473	59981	营业税金及附加	15304	18496	21678	24929	28668
其他流动资产	461	1058	1240	1426	1640	销售费用	2737	3298	4463	5133	5705
<b>流动资产合计</b>	<b>220766</b>	<b>216611</b>	<b>263501</b>	<b>316969</b>	<b>378118</b>	管理费用	8450	9012	11295	12431	13659
固定资产	19794	21951	22824	22472	22323	研发费用	62	135	158	182	210
无形资产及其他	6208	7083	6800	6517	6233	财务费用	(935)	(1392)	(2727)	(4754)	(5749)
投资性房地产	8400	8719	8719	8719	8719	投资收益	58	64	151	151	151
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>255168</b>	<b>254365</b>	<b>301844</b>	<b>354677</b>	<b>415394</b>	其他收入	(228)	(231)	(158)	(182)	(210)
短期借款及交易性金融负债	104	109	0	0	0	营业利润	74751	87880	102510	120202	139596
应付款项	2010	2408	2554	3124	3558	营业外净收支	(223)	(178)	0	0	0
其他流动负债	55800	46548	56023	63734	72278	<b>利润总额</b>	<b>74528</b>	<b>87701</b>	<b>102510</b>	<b>120202</b>	<b>139596</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>57914</b>	<b>49066</b>	<b>58576</b>	<b>66858</b>	<b>75836</b>	所得税费用	18808	22326	25884	30291	35178
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	3260	2659	3108	3644	4232
其他长期负债	296	334	334	334	334	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>52460</b>	<b>62716</b>	<b>73518</b>	<b>86267</b>	<b>100186</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>296</b>	<b>334</b>	<b>334</b>	<b>334</b>	<b>334</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>58211</b>	<b>49400</b>	<b>58911</b>	<b>67193</b>	<b>76171</b>	净利润	52460	62716	73518	86267	100186
少数股东权益	7418	7458	9012	10834	12950	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	189539	197507	233921	276650	326274	折旧摊销	1469	1600	2410	2635	2784
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>255168</b>	<b>254365</b>	<b>301844</b>	<b>354677</b>	<b>415394</b>	公允价值变动损失	2	0	0	0	0
						财务费用	(935)	(1392)	(2727)	(4754)	(5749)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	5759	(15288)	2930	900	1224
每股收益	41.76	49.93	58.52	68.67	79.75	其它	1615	227	1554	1822	2116
每股红利	21.08	45.67	29.54	34.66	40.25	<b>经营活动现金流</b>	<b>61305</b>	<b>49255</b>	<b>80413</b>	<b>91624</b>	<b>106310</b>
每股净资产	150.88	157.23	186.21	220.23	259.73	资本开支	0	(3600)	(3000)	(2000)	(2352)
ROIC	100.55%	88.25%	85%	92%	98%	其它投资现金流	(16868)	16771	116173	0	0
ROE	27.68%	31.75%	31%	31%	31%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(16868)</b>	<b>13171</b>	<b>113173</b>	<b>(2000)</b>	<b>(2352)</b>
毛利率	92%	92%	92%	92%	92%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBIT Margin	68%	68%	67%	67%	68%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	69%	69%	68%	69%	69%	支付股利、利息	(26476)	(57370)	(37104)	(43538)	(50563)
收入增长	12%	17%	17%	15%	15%	其它融资现金流	24236	58779	(109)	0	0
净利润增长率	12%	20%	17%	17%	16%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(28718)</b>	<b>(55962)</b>	<b>(37213)</b>	<b>(43538)</b>	<b>(50563)</b>
资产负债率	26%	22%	23%	22%	21%	<b>现金净变动</b>	<b>15719</b>	<b>6464</b>	<b>156372</b>	<b>46086</b>	<b>53396</b>
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	214646	260732
P/E	41.3	34.6	29.5	25.1	21.6	货币资金的期末余额	51810	58274	214646	260732	314128
P/B	11.4	11.0	9.3	7.8	6.6	企业自由现金流	0	47206	76816	87778	101662
EV/EBITDA	29.5	25.2	21.8	19.0	16.4	权益自由现金流	0	105985	78744	91333	105961

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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所提及的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