

2024年01月02日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

2000

贵州茅台(600519.SH)

BUY 买进

超额兑现全年目标，新一年再前进

公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2024/1/2)	1685.01		
上证指数(2024/1/2)	2962.28		
股价 12 个月高/低	1912.92/1575.36		
总发行股数(百万)	1256.20		
A 股数(百万)	1256.20		
A 市值(亿元)	21167.06		
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 (54.07%)		
每股净值(元)	154.28		
股价/账面净值	10.92		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-3.2	-4.2	0.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-10-23	1645.00	买进
2023-07-14	1738.40	买进
2023-04-26	1730	买进
2023-01-03	1727	买进
2023-03-31	1800	买进

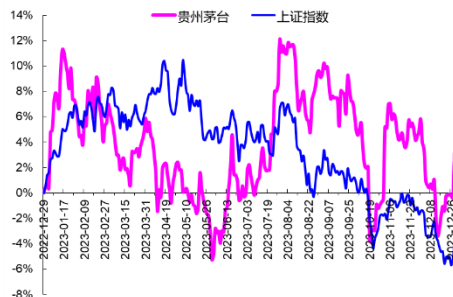
产品组合

茅台酒	84.1%
系列酒	13.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.1%
一般法人	70.7%

股价相对大盘走势



结论与建议:

事件概要:

- 公司公告 2023 年生产茅台酒基酒约 5.72 万吨，同比增 0.7%，系列酒基酒 4.29 万吨，同比增 22%；实现营收 1495 亿，同比增 17.2%，其中茅台酒营收 1258 亿，同比增 16.7%，系列酒营收 204 亿，同比增 28%；录得净利润 735 亿，同比增 17.2%。据此测算，4Q 实现营收 442 亿，同比增 17%，录得净利润 206 亿，同比增 12.6%；
- 2023 年底，茅台集团召开 2024 年度工作会。

点评:

- 2023 年公司实现稳健增长，超额完成 15% 的年度经营目标。单季度看，4Q 茅台酒实现营收约 385 亿，同比增 15.2%，环比提速 0.6pcts，我们认为 4Q 普飞保持维持偏紧投放，收入增量主要来源于吨价提升（提价+直销占比上升）。系列酒营收约 48 亿，同比增 41.4%，一方面 23Q4 控量造成较低基期，另一方面预计高价系列酒占比提升，全年看茅台 1935 实现销售超 110 亿，亦超额完成年初目标。
- 利润方面，在提价前提下，4Q 收入增速快于利润，我们认为一方面 22Q4 营业税金比率较低（为 12.85%，近几年常态水平在 14%-15% 之间），23Q4 税金比率回归常态；另一方面 2023 年系列酒基酒产量较 2022 年提升约 22%，新增产能投产增加较多折旧。
- 集团工作会提出 2024 年将“四王”共建，即打好“产品、渠道、品牌、终端”共建的市场组合拳，并明确 2024 年茅台国际化、数字化的发展路径。回顾 2023 年，茅台在数字化方面成果斐然，截至目前，i 茅台用户超 5300 万人，日活近 500 万人，平台交易额达 443 亿，巽风数字世界注册用户达 530 万。两大流量入口蓬勃发展，再结合线下多类别终端建设，利于公司把握新品流量和话语权，吸引更多消费者。
- 此外，会上表明全年的市场支持费用对文化、品牌、产品、市场研究、队伍建设给予政策支持，并重点加大精品、生肖、100ml 茅台酒、24 节气及巽风酒（新品）的市场投入力度，市场传闻部分系列酒产品或将提价，我们预计在提价和稳步增量驱动下，全年高质量增长可期。
- 预计 2023-2025 年将分别实现净利润 735.6 亿、888.5 亿和 1023.2 亿，分别同比增 17.3%、20.8% 和 15.2%，EPS 分别为 58.56 元、70.73 元和 81.45 元，当前股价对应 PE 分别为 29 倍、24 倍和 21 倍。维持“买进”。
- 风险提示：经济增长压力，营销改革不及预期
..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	46697	52460	62716	73564	88849	102316
同比增减	%	13.33	12.34	19.55	17.30	20.78	15.16
每股盈余 (EPS)	RMB 元	37.17	41.76	49.93	58.56	70.73	81.45
同比增减	%	13.32	12.35	19.56	17.29	20.78	15.16
市盈率(P/E)	X	40	34	29	24	21	40
股利 (DPS)	RMB 元	21.68	47.82	46.85	38.90	44.80	21.68
股息率 (Yield)	%	1.29	2.84	2.78	2.31	2.66	1.29

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
营业收入	97993	109464	127554	149527	178385	204463
经营成本	8154	8983	10093	11854	13632	15751
营业税金及附加	13887	15304	18496	23368	27228	31164
销售费用	2548	2737	3298	4106	4340	4980
管理费用	6790	8450	9012	9933	11851	13345
财务费用	-235	-935	-1392	-1785	-2129	-2454
资产减值损失				0	0	0
投资收益	0	58	64	9	54	14
营业利润	66635	74751	87880	101948	123409	141559
营业外收入	11	69	71	81	81	81
营业外支出	449	292	249	97	310	422
利润总额	66197	74528	87701	101931	123180	141218
所得税	16674	18808	22326	25576	30960	35032
少数股东损益	2826	3260	2659	2792	3371	3871
归属于母公司所有者的净利润	46697	52460	62716	73564	88849	102316

附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
货币资金	36091	51810	58274	65267	71794	77537
拆出资金	118200	135067	116173	140580	175082	218410
应收账款	0	0	21	22	23	24
存货	28869	33394	38824	43872	49575	56020
流动资产合计	185652	220766	216611	249741	296474	351991
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	16225	17472	19743	21322	22388	22836
在建工程	2447	2322	2208	2319	2435	2556
非流动资产合计	27744	34403	37753	40774	43628	46245
资产总计	213396	255168	254365	290515	340102	398236
流动负债合计	45674	57914	49066	77927	87503	99564
非流动负债合计	1	296	334	368	397	429
负债合计	45675	58211	49400	78295	87900	99993
少数股东权益	6398	7418	7458	7831	8222	8634
股东权益合计	161323	189539	197507	212219	252201	298244
负债及股东权益合计	213396	255168	254365	290515	340102	398236

附三：合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
经营活动产生的现金流量净额	51669	64029	36699	74763	92760	108365
投资活动产生的现金流量净额	-1805	-5562	-5537	-5981	-7135	-8179
筹资活动产生的现金流量净额	-24128	-26564	-57425	-37382	-44596	-51116
现金及现金等价物净增加额	25737	31900	-26262	31401	41028	49071

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。