

超额完成全年目标

贵州茅台(600519)

推荐 (维持)

核心观点:

- 事件:** 贵州茅台 12 月 30 日公告 2023 年度生产经营情况, 公司预计 2023 年实现营业总收入 1495 亿元, 同比+17.2%; 预计实现归母净利润 735 亿元, 同比+17.2%。2023 年生产茅台酒基酒约 5.72 万吨, 系列酒基酒约 4.29 万吨。
- Q4 收入增长提速。** 根据往年经验公司预计数据与财报数据略有差异, 但差异不大。根据预计数据拆分公司 Q4 营业总收入同比+17%、归母净利润同比+12.6%。Q4 收入增速提升, 使 2023 全年收入增速超过 2022 年报披露的同比+15%左右的目标。这得益于 11 月 1 日起 53% 贵州茅台酒(飞天、五星)的提价, 以及 Q4 系列酒收入同比快速增长。Q4 茅台酒收入同比+15.2%, 系列酒收入同比+41.4%。茅台酒保持了稳健的收入同比增长, 我们认为在提价之后适当调整了供应量。系列酒收入同比增长较快因去年 Q4 控货稳价形成低基数, 系列酒收入主要由茅台 1935 拉动增长, 根据年底召开的茅台市场工作会议, 2023 年茅台 1935 营收超过百亿元、实现了年初制定的目标。
- Q4 利润率低于我们预期。** 考虑 11 月 1 日起的提价, 我们此前预估 Q4 利润率会有提升, 但根据公司预计数据来看 Q4 净利率同比-1.8pct 左右。Q4 茅台酒收入占比下降、系列酒收入占比提升能够提供部分解释。税费方面的变化等待财报更多披露。
- 茅台酒基酒产量稳定, 系列酒扩产。** 2023 年茅台酒基酒产量与 2022 年类似, 保持稳定, 前次扩产是在 2021 年。根据 2022 年 12 月公告的茅台酒“十四五”技改建设项目建设期 48 个月, 我们预计下次明显扩产在 2025 年前后。系列酒基酒产量近两年均保持了 20% 以上的较快增速, 源于 2019 年启动的 3 万吨酱香系列酒技改工程的产能释放, 2022 年 2 月启动“十四五”酱香酒习水同民一期建设项目, 有助于缓解系列酒产能束缚。
- 投资建议:** 根据公司预估数据, 得益于茅台酒提价和茅台 1935 保持强劲增长势头, Q4 公司收入增长加速, 超额完成全年收入目标; 利润率低于我们预期, 产品结构变化提供部分解释, 费用投入等情况有待更多披露, 但整体而言我们认为是数据的短期波动, 并非重要的趋势性变化。我们调整 2023-2025 年 EPS 预测至 58.53/68.38/79.21 元, 2024/1/2 收盘价 1688 元对应 2023-25 年 P/E 分别为 29/25/22 倍, P/E 处于 2020 年以来的底部位置, 维持“推荐”评级。
- 风险提示:** 宏观经济下行风险, 政策风险。

分析师

刘来珍

☎: 021 20252647

✉: liulaizhen_yj@chinastock.com.cn

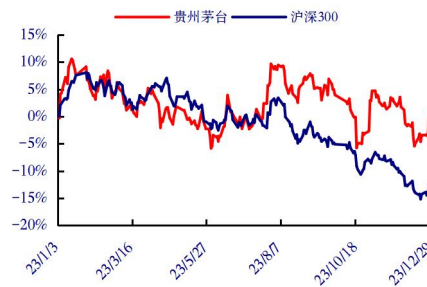
分析师登记编码: S0130523040001

市场数据

2023-12-29

股票代码	600519
A 股收盘价(元)	1726.0
上证指数	2,974.93
总股本万股	125,620
实际流通 A 股万股	125,620
流通 A 股市值(亿元)	21,682

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河食饮】公司点评_贵州茅台(600519.SH)_2023 年三季度业绩点评: 稳健增长

表 1: 主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	127553.96	149500.00	173596.00	200464.20
收入增长率%	16.53	17.21	16.12	15.48
归母净利润(百万元)	62716.44	73526.55	85897.08	99500.65
利润增速%	19.55	17.24	16.82	15.84
毛利率%	91.87	91.72	92.03	92.15
摊薄 EPS(元)	49.93	58.53	68.38	79.21
PE	34.57	29.49	25.24	21.79
PB	10.98	10.11	7.22	5.42
PS	17.00	14.50	12.49	10.82

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录：
(一) 公司财务预测表

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	216611.44	242663.96	339540.53	451366.69	营业收入	127553.96	149500.00	173596.00	200464.20
现金	58274.32	78880.24	170141.48	274536.61	营业成本	10199.20	12109.50	13540.49	15435.74
应收账款	20.94	20.31	23.61	27.30	营业税金及附加	18495.82	21677.50	25171.42	29067.31
其它应收款	31.82	40.61	47.21	54.60	营业费用	3297.72	4485.00	5381.48	6414.85
预付账款	897.38	847.67	947.83	1080.50	管理费用	9012.19	9568.00	10762.95	12027.85
存货	38824.37	46419.75	51905.20	59170.35	财务费用	-1391.81	-1495.05	-1736.07	-2004.80
其他	118562.61	116455.39	116475.19	116497.34	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	37753.37	44285.27	47550.81	51042.59	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	63.84	0.00	0.00	0.00
固定资产	19742.62	22198.27	24805.75	27560.08	营业利润	87879.52	102975.55	120272.14	139292.77
无形资产	7083.18	7933.18	8783.18	9633.18	营业外收入	70.85	70.00	70.00	70.00
其他	10927.57	14153.82	13961.88	13849.34	营业外支出	248.88	240.00	240.00	240.00
资产总计	254364.80	286949.23	387091.33	502409.29	利润总额	87701.49	102805.55	120102.14	139122.77
流动负债	49065.67	61527.42	72193.40	83864.85	所得税	22326.35	26215.40	30626.02	35476.27
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	65375.14	76590.15	89476.12	103646.51
应付账款	2408.37	2859.19	3197.06	3644.55	少数股东损益	2658.69	3063.60	3579.04	4145.85
其他	46657.30	58668.23	68996.34	80220.30	归属母公司净利润	62716.44	73526.55	85897.08	99500.65
非流动负债	334.45	414.89	414.89	414.89	EBITDA	88112.11	103448.52	120765.53	139801.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	49.93	58.53	68.38	79.21
其他	334.45	414.89	414.89	414.89					
负债合计	49400.12	61942.31	72608.29	84279.73	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	7458.02	10521.62	14100.66	18246.51	营业收入	16.53%	17.21%	16.12%	15.48%
归属母公司股东权益	197506.67	214485.31	300382.39	399883.04	营业利润	17.56%	17.18%	16.80%	15.81%
负债和股东权益	254364.80	286949.23	387091.33	502409.29	归属母公司净利润	19.55%	17.24%	16.82%	15.84%
					毛利率	91.87%	91.72%	92.03%	92.15%
					净利率	50.54%	50.29%	50.54%	50.63%
现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	31.75%	34.28%	28.60%	24.88%
经营活动现金流	36698.60	82529.56	97106.27	110750.16	ROIC	31.36%	33.48%	28.01%	24.41%
净利润	65375.14	76590.15	89476.12	103646.51	资产负债率	19.42%	21.59%	18.76%	16.78%
折旧摊销	1688.45	2138.02	2399.46	2683.21	净负债比率	24.10%	27.53%	23.09%	20.16%
财务费用	12.02	10.03	10.03	10.03	流动比率	4.41	3.94	4.70	5.38
投资损失	-63.84	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.19	1.29	2.36	3.28
营运资金变动	-29126.70	4938.53	5050.65	4240.41	总资产周转率	0.49	0.54	0.50	0.44
其它	-1186.47	-1147.17	170.00	170.00	应收帐款周转率	11854.51	7089.74	7741.22	7722.11
投资活动现金流	-5536.83	-5318.70	-5835.00	-6345.00	应付帐款周转率	4.57	4.60	4.47	4.51
资本支出	-5306.19	-5141.29	-5780.00	-6290.00	每股收益	49.93	58.53	68.38	79.21
长期投资	-210.00	-100.00	-50.00	-50.00	每股经营现金	29.21	65.70	77.30	88.16
其他	-20.64	-77.41	-5.00	-5.00	每股净资产	157.23	170.74	239.12	318.33
筹资活动现金流	-57424.53	-56605.57	-10.03	-10.03	P/E	34.57	29.49	25.24	21.79
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	10.98	10.11	7.22	5.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	23.97	20.20	16.55	13.55
其他	-57424.53	-56605.57	-10.03	-10.03	P/S	17.00	14.50	12.49	10.82
现金净增加额	-26261.85	20605.93	91261.23	104395.13					

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘来珍，上海交通大学金融学硕士，7年食品饮料和其他消费品行业证券研究经验，重点覆盖酒类板块以及部分非酒标的。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn