

贵州茅台 (600519)

2023 年年报点评: 巍巍巨轮, 稳步前行

买入 (维持)

2024 年 04 月 03 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	127,554	150,560	174,284	203,397	229,869
同比	16.53%	18.04%	15.76%	16.70%	13.02%
归母净利润 (百万元)	62,717	74,734	87,179	101,760	116,557
同比	19.55%	19.16%	16.65%	16.73%	14.54%
EPS-最新摊薄 (元/股)	49.93	59.49	69.40	81.01	92.79
P/E (现价&最新摊薄)	34.33	28.81	24.70	21.16	18.47

关键词: #业绩符合预期

投资要点

■ **事件:** 公司 23 年总营收 1506.6 亿元,同比+18.04%; 归母净利润 747.34 亿元, 同比+19.16%, 23Q4 总营收 452.44 亿元, 同比+19.8%; 归母净利润 218.58 亿元, 同比+19.33%, 略高于此前生产经营情况公告。

■ **23 年顺利收官, 非标、直销驱动增长。**分产品看, 1) 全年茅台酒实现收入 1265.9 亿元, 同比+17.4%, 量/价分别同增 11.1%/5.7%, 1 则尊品、珍品、生肖、精品及非标准装飞天贡献量增, 继续拉升产品结构; 2 则直销放量拉动均价提升。2) 全年系列酒实现收入 206.3 亿元, 同比+29.4%; 量/价分别同增 2.9%/25.7%。产品矩阵全面构建, 其中茅台 1935 翻倍增长, 营收超 100 亿元; 茅台王子酒营收超 40 亿元, 汉酱、贵州大曲、赖茅单品营收分别超 10 亿元。剔除 1935, 其他系列酒收入估算同比下滑高单位数, 主因产能受限, 部分单品停产调整。分渠道看, 全年公司直销收入达 672.3 亿元, 占比同比+5.8pct 至 45.7%。其中 i 茅台收入 223.7 亿元, 同比+88.3%; 剔除 i 茅台的直销收入为 448.6 亿元, 同比+19.6%, 商超、团购等其他直销渠道收入实现良性增长。

■ **收现正常推进, 销售费率略微拉低净利。**收现端, 23 年销售收现同比+16.4%, 收现比 1.11, 年末合同负债同比回落 13.5 亿元, 主因 24 春节相对靠后, 渠道备货回款基本推至 1 月启动。盈利端, 23 年公司净利率 52.5%, 同比略降 0.2pct, 主因销售费率同比+0.5pct 至 3.15%, 报告期内公司围绕非标及 1935 等广告及市场拓展费用投入有所加大。全年毛利率、管理费率(含研发)延续以往改善趋势, 分别同比+0.1、-0.7pct。分产品看, 茅台酒、系列酒毛利率分别为 94.1%/79.8%, 同比-0.1pct/+2.5pct。

■ **多措并举挖掘增量, 24 经营目标合理助稳市场预期。**23 年茅台非标+直销占比延续升势, 护航公司顺利完成 15%增长任务。2024 年公司总营收增长目标维持 15%, 在超高端需求承压背景下, 节奏调控或将更趋稳健: 1) 普飞价增保障收入增量, 同时适当调控茅台酒销量增幅(2024 年规划销量约 4.5 万吨, 同增 7%, 较 23 年的 11%略有回落)。在生肖保有较高渠道利润基础上, 茅台非标增量规划主要向生肖倾斜。2) 系列酒预计收入增速维持 20%+, 由 1935 贡献主要增量, 新汉酱稍作补充。3) 直销渠道建设日臻完善, 2024 年公司将以“终端”为工作核心和资源倾斜重点, 现有终端规划将全部完成数字化改造, 并完善终端触达。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司从容铺排经营节奏, 短期飞天提价缓解量增压力; 中期伴随扩产落地, 量价调节工具箱手段将更趋丰富。强大品牌力溢价支撑下, 对业绩兑现度保持乐观, 我们调整 24-25 年归母净利润为 872/1018 亿元 (前值为 873/1027 亿元), 同比+17%、17% (前值为 +19%、18%), 给予 26 年归母净利润为 1166 亿元, 同比+15%, 当前市值对应 PE 为 25/21/18X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 经济向好节奏不确定性; 部分改革不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,713.99
一年最低/最高价	1,555.55/1,935.00
市净率(倍)	9.89
流通 A 股市值(百万元)	2,153,110.47
总市值(百万元)	2,153,110.47

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

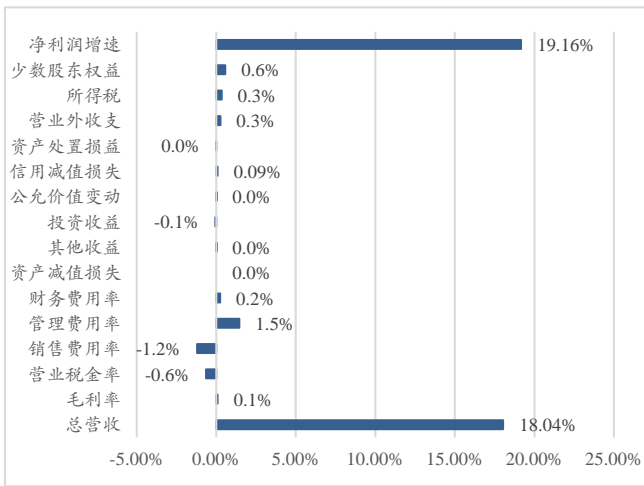
《贵州茅台(600519): 超目标兑现, 不断创新进击的“巨人”》

2023-12-31

《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》

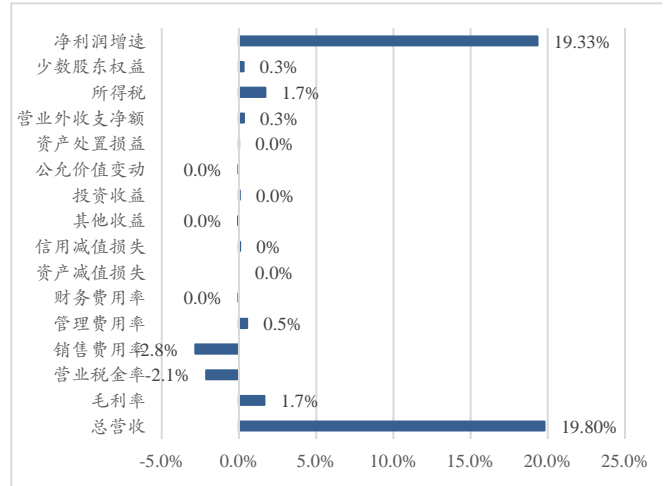
2023-11-22

图1: 贵州茅台 2023 年利润增速拆分贡献



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 贵州茅台 2023Q4 利润增速拆分贡献



数据来源: wind、东吴证券研究所

表1: 贵州茅台分产品&分渠道收入拆分 (亿元, %)

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022 年	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023 年
分产品										
茅台酒	289	211	244	334	1,078	337	256	280	393	1,266
yoy	17.35%	14.97%	10.85%	17.42%	15.40%	16.80%	21.10%	14.60%	17.60%	17.40%
系列酒	34	42	49	34	159	50	51	55	50	206
yoy	29.71%	22.02%	42.04%	11.24%	26.50%	46.30%	21.30%	11.70%	48.20%	29.40%
分渠道										
直销	109	101	109	175	494	178	136	148	210	672
yoy	127.88%	112.87%	111.03%	87.25%	105.50%	63.60%	35.30%	35.30%	20.20%	36.20%
批发	214	152	184	193	744	209	170	187	233	800
yoy	-4.71%	-10.76%	-9.32%	-12.84%	-9.30%	-2.20%	11.80%	1.50%	20.70%	7.50%

数据来源: wind、东吴证券研究所

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	225,173	263,669	303,435	347,329	营业总收入	150,560	174,284	203,397	229,869
货币资金及交易性金融资产	69,471	83,409	112,956	165,460	营业成本(含金融类)	11,981	13,072	14,250	14,250
经营性应收款项	109	882	738	789	税金及附加	22,234	25,258	29,763	33,692
存货	46,435	48,378	57,166	50,488	销售费用	4,649	4,880	5,878	6,626
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,729	10,416	13,368	15,354
其他流动资产	109,158	131,000	132,575	130,591	研发费用	157	156	204	226
非流动资产	47,527	48,498	50,921	52,787	财务费用	(1,790)	(1,719)	(2,067)	(2,806)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	35	35	42	48
固定资产及使用权资产	20,223	21,886	22,947	23,345	投资净收益	34	72	76	77
在建工程	2,137	1,124	615	392	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	8,572	9,824	11,029	12,344	减值损失	38	38	38	38
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	160	160	160	160	营业利润	103,709	122,365	142,157	162,690
其他非流动资产	16,434	15,505	16,170	16,546	营业外净收支	(46)	(149)	(124)	(106)
资产总计	272,700	312,167	354,356	400,116	利润总额	103,663	122,216	142,032	162,584
流动负债	48,698	56,874	59,145	59,188	减:所得税	26,141	30,924	35,970	41,104
短期借款及一年内到期的非流动负债	57	90	86	78	净利润	77,521	91,291	106,062	121,479
经营性应付款项	3,093	1,890	2,771	1,890	减:少数股东损益	2,787	4,112	4,301	4,922
合同负债	14,126	17,297	18,178	17,479	归属母公司净利润	74,734	87,179	101,760	116,557
其他流动负债	31,422	37,597	38,110	39,742	每股收益-最新股本摊薄(元)	59.49	69.40	81.01	92.79
非流动负债	346	346	346	346	EBIT	101,882	120,498	139,937	159,731
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	103,820	122,653	142,246	162,155
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.96	92.50	92.99	93.81
租赁负债	267	267	267	267	归母净利率(%)	50.60	51.05	51.00	51.62
其他非流动负债	79	79	79	79	收入增长率(%)	18.04	15.76	16.70	13.02
负债合计	49,043	57,219	59,490	59,534	归母净利润增长率(%)	19.16	16.65	16.73	14.54
归属母公司股东权益	215,669	242,848	278,464	319,259					
少数股东权益	7,988	12,100	16,402	21,324					
所有者权益合计	223,656	254,948	294,865	340,582					
负债和股东权益	272,700	312,167	354,356	400,116					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	66,593	78,270	100,065	132,496	每股净资产(元)	171.68	193.32	221.67	254.15
投资活动现金流	(9,724)	(4,357)	(4,361)	(4,214)	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	(58,889)	(59,975)	(66,157)	(75,778)	ROIC(%)	35.49	37.56	37.96	37.52
现金净增加额	(2,019)	13,938	29,547	52,504	ROE-摊薄(%)	34.65	35.90	36.54	36.51
折旧和摊销	1,937	2,155	2,309	2,424	资产负债率(%)	17.98	18.33	16.79	14.88
资本开支	(2,595)	(4,204)	(4,191)	(4,021)	P/E(现价&最新股本摊薄)	28.81	24.70	21.16	18.47
营运资本变动	(11,667)	(16,377)	(7,905)	8,699	P/B(现价)	9.98	8.87	7.73	6.74

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>