

2024年04月03日  
顾向君  
H70420@capital.com.tw  
目标价(元) 2000

## 贵州茅台(600519.SH)

BUY 买进

量价齐升，稳健前行

### 公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2024/4/2)	1713.99		
上证指数(2024/4/2)	3074.96		
股价 12 个月高/低	1912.92/1555.55		
总发行股数(百万)	1256.20		
A 股数(百万)	1256.20		
A 市值(亿元)	21531.10		
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)	171.68		
股价/账面净值	9.98		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	1.1	2.7	-3.3

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024-01-02	1685.01	买进
2023-10-23	1645.00	买进
2023-07-14	1738.40	买进
2023-04-26	1730.00	买进

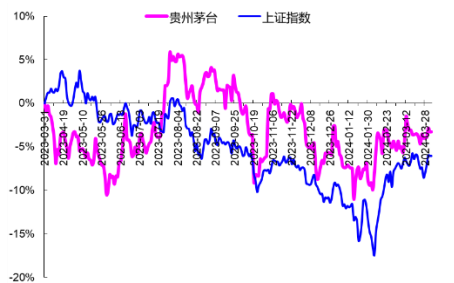
### 产品组合

茅台酒	86%
系列酒	14%

### 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:

#### 业绩概要:

公司公告 2023 年实现营业总收入 1505.6 亿，同比增 18%，录得净利润 747.3 亿，同比增 19.2%；4Q 实现营收 452.4 亿，同比增 19.8%，录得净利润 218.6 亿，同比增 19.3%。全年业绩好于此前预告。

分红方案：每 10 股派发现金股利 308.76 元

#### 点评:

- 全年茅台酒实现营收 1265.9 亿，同比增 17.4%，受益直销占比提升以及产品结构优化，吨价同比增 6%至 300 万元/吨。销量达 4.21 万吨，同比增 11.1%；系列酒营收 206.3 亿，同比增 29%，茅台 1935 收入超百亿，茅台王子酒营收超 40 亿，汉酱、贵州大曲、赖茅营收均超 10 亿，产品矩阵全面构建，吨价及销量分别同比增 26%和 2.9%。4Q 茅台酒及系列酒分别实现营收 393.2 亿和 50.4 亿，分别同比增 17.6%和 48.2%。
- 渠道看，全年传统渠道实现收入约 800 亿，同比增 7.5%，直销收入 672.3 亿，同比增 36.2%，占总收入 45.7%，较 2022 年提升 5.8pcts。其中，i 茅台已经成为公司重要在线直销渠道，据茅台时空，i 茅台目前累计注册用户达 6500 万，近期日活 700 万，2023 年全年实现营收 223.7 亿，同比增 88.3%，占直销收入 33.3%。4Q 直销收入 210.3 亿，同比增 20.2%，i 茅台收入 75 亿，同比增 119.4%；经销收入 233.3 亿，同比增 20.7%。
- 成本费用方面，全年毛利率为 92.1%，与 2022 年持平，4Q 毛利率同比上升 0.7pcts 至 92.7%；期间费用率变动平稳，同比下降 0.2pcts 至 8.47%，其中，广告及市场拓展费用增加导致销售费用率同比上升 0.5pcts，受经营效率提升，管理费用率同比下降 0.61pcts，利息收入增加导致财务费用率同比下降 0.1pcts。
- 展望 2024 年，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；公司预计全年营业总收入同比增 15%，考虑 2023 年 11 月茅台酒提价 20%，系列酒发展迅速，以及非标产品加大投放等因素，全年有望超额完成经营目标。
- 23 年末合同负债余额同比下降 8.7%，主要由于春节靠后，渠道备货顺延至新一年影响。近期来看，茅台酒批价有所下滑，散件在 2630 元/瓶左右（环比上周-30 元），整箱在 2880 元/瓶左右（环比上周-5 元），主要由于近期多数经销商到货对批价造成一定冲击，但整体来看行情价还是比较稳健。
- 预计 2024-2026 年将分别实现净利润 893.8 亿、1040 亿和 1174.7 亿，分别同比增 19.6%、16.3%和 13%，EPS 分别为 71.15 元，82.76 元和 93.52 元，当前股价对应 PE 分别为 24 倍、21 倍和 18 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		2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	52460	62716	74734	89382	103963	117473
同比增减	%	12.34	19.55	19.16	19.60	16.31	13.00
每股盈余 (EPS)	RMB 元	41.76	49.93	59.49	71.15	82.76	93.52
同比增减	%	12.35	19.56	19.15	19.60	16.31	13.00
市盈率(P/E)	X	41	34	29	24	21	18
股利 (DPS)	RMB 元	21.68	47.82	30.88	37.00	43.04	48.63
股息率 (Yield)	%	1.26	2.79	1.80	2.16	2.51	2.84

**【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%
	无法由基本面给予投资评等
中立 (Neutral)	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	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	109464	127554	150560	179673	207050	231836
经营成本	8983	10093	11867	14181	16353	18099
营业税金及附加	15304	18496	22234	26936	30557	34254
销售费用	2737	3298	4649	4989	5695	6262
管理费用	8450	9012	9729	11611	13205	14412
财务费用	-935	-1392	-1790	-2136	-2474	-2798
资产减值损失				0	0	0
投资收益	58	64	34	49	55	54
营业利润	74751	87880	103709	123980	143581	161454
营业外收入	69	71	87	59	57	68
营业外支出	292	249	133	199	231	172
利润总额	74528	87701	103663	123839	143407	161350
所得税	18808	22326	26141	31123	35571	39507
少数股东损益	3260	2659	2787	3334	3874	4370
归属于母公司所有者的净利润	52460	62716	74734	89382	103963	117473

**附二：合并资产负债表**

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	51810	58274	69070	75977	85094	97859
拆出资金	135067	116173	105554	107630	110936	114401
应收账款	0	21	60	63	67	70
存货	33394	38824	46435	53400	60343	66377
流动资产合计	220766	216611	225173	237071	256440	278706
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	17472	19743	19909	20905	21323	21110
在建工程	2322	2208	2137	2244	2357	2474
非流动资产合计	34403	37753	47527	50854	53905	56601
资产总计	255168	254365	272700	287926	310345	335306
流动负债合计	57914	49066	48698	46264	50766	57730
非流动负债合计	296	334	346	352	381	411
负债合计	58211	49400	49043	46616	51147	58141
少数股东权益	7418	7458	7988	8387	8807	9247
股东权益合计	189539	197507	215669	232922	250391	267919
负债及股东权益合计	255168	254365	272700	287926	310345	335306

**附三：合并现金流量表**

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动产生的现金流量净额	64029	36699	66593	80853	94208	106644
投资活动产生的现金流量净额	-5562	-5537	-9724	-8984	-9317	-9273
筹资活动产生的现金流量净额	-26564	-57425	-58889	-62885	-72468	-81143
现金及现金等价物净增加额	31900	-26262	-2019	8984	12423	16229

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使用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价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。