

白酒

贵州茅台（600519.SH）

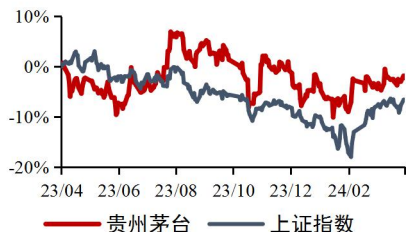
买入-A(维持)

23 年完成全年目标，24 年发展势能可期

2024 年 4 月 3 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024 年 4 月 2 日

收盘价（元）：	1,713.99
年内最高/最低（元）：	1,935.00/1,555.55
流通 A 股/总股本（亿）：	12.56/12.56
流通 A 股市值（亿）：	21,531.10
总市值（亿）：	21,531.10

基础数据：2023 年 12 月 31 日

基本每股收益：	59.49
摊薄每股收益：	59.49
每股净资产（元）：	178.04
净资产收益率：	34.66

资料来源：最闻

分析师：

周蓉

执业登记编码：S0760522080001

邮箱：zhourongl@sxzq.com

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2023 年年报，2023 年茅台共计实现营业总收入 1505.60 亿元，同比增长 18.04%；其中酒类收入 1472.19 亿元，同比增长 18.94%；实现归母净利润 747.34 亿元，同比增长 19.16%。23Q4 实现营业总收入 452.44 亿元，同比增长 19.80%，实现归母净利润 218.58 亿元，同比增长 19.33%。

事件点评

➢ 收入利润稳定增长，i 茅台直销表现亮眼。产量方面，2023 年公司完成茅台酒及系列酒基酒总产量 10.01 万吨，同比增长 8.98%，其中茅台酒基酒产量 5.72 万吨，同比增长 0.69%；生产系列酒基酒 4.29 万吨，同比增长 22.41%。销量方面，1) 从产品看，2023 年茅台酒实现销量 4.21 万吨，系列酒实现销量 3.12 万吨。茅台酒实现收入 1265.89 亿元，同比增长 17.4%；其中 23Q4 实现收入 393.2 亿元，同比增长 17.6%；系列酒实现收入 206.3 亿元，同比增长 29.4%；其中 23Q4 实现收入 50.4 亿元，同比增长 48.2%。系列酒增速表现亮眼，受益于非标产品放量加快。2) 从销售渠道看，批发渠道实现收入 799.9 亿元，占比酒类收入约 54.3%，直销实现收入 672.3 亿元，占比约 45.7%，其中“i 茅台”实现收入 223.7 亿元，同比增长 88.93%，助力直销渠道收入延续高占比。全年公司国内经销商数量为 2080 个，减少 5 家，进一步优化营销网络布局，提升经销商整体实力。在市场化改革及销售渠道不断优化下，23 年公司超额完成年初增长目标，整体经营动能强劲。展望 24 年，我们预计公司将重点加大精品/生肖/小规格茅台/24 节气等产品的市场投入，助力全年业绩的稳定提升。

➢ 毛利率维持稳定态势，盈利能力持续提升。23 年公司毛利率和净利率分别+0.03/+0.47pcts 至 92.12%/49.64%，毛利率维持稳定态势，盈利能力持续提升。公司全年销售费用率和管理费用率分别+0.50/-0.60pcts 至 3.09%/6.46%，销售费用增加主要系广告及市场拓展费增加所致。公司全年合同负债 141 亿元，环比 23Q3 增加 27 亿元，经销商打款积极性依旧。预计未来随着费用投放不断优化、产品结构持续改善及直销渠道持续发力，公司盈利水平有望进一步提升。

➢ 24 年“四端”并驾齐驱，助力业绩稳健增长。24 年公司将贯彻坚持董事长提出的“产品、渠道、品牌、终端”四端并驾齐驱，重视终端的重要性。在“四端”协同发展形成销售合力，助力其业绩长期稳健增长。根据渠道反馈，当前散飞批价 2650 元左右，其体外利润依旧丰厚，公司改革步伐坚定，



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



回收体外利润仍是长期方向。由此助力公司盈利水平的稳步提升和品牌影响力的不断扩大。

### 投资建议

➤ 我们看好公司的长期投资价值。预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 1751.85/2016.97/2304.66 亿元，同比增长 16.4%/15.1%/14.3%；归母净利润 875.97/1015.65/1166.92 亿元，同比增长 17.2%/15.9%/14.9%；对应 EPS 分别为 69.73/80.85/92.89 元；对应 4 月 2 日收盘价 2024-2026 年 PE 分别为 25\21\19 倍，维持“买入-A”投资评级。

### 风险提示

➤ 宏观经济回暖节奏放缓业绩增长不及预期；改革推进不及预期；行业竞争加剧等。

### 财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	127,554	150,560	175,185	201,697	230,466
YoY(%)	16.5	18.0	16.4	15.1	14.3
净利润(百万元)	62,716	74,734	87,597	101,565	116,692
YoY(%)	19.6	19.2	17.2	15.9	14.9
毛利率(%)	92.1	92.1	92.2	92.2	92.2
EPS(摊薄/元)	49.93	59.49	69.73	80.85	92.89
ROE(%)	31.9	34.7	29.1	26.5	24.2
P/E(倍)	34.3	28.8	24.6	21.2	18.5
P/B(倍)	10.9	10.0	7.1	5.6	4.5
净利率(%)	49.2	49.6	50.0	50.4	50.6

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	216611	225173	320024	403070	508321
现金	58274	69070	157855	231957	329855
应收票据及应收账款	126	74	159	110	198
预付账款	897	35	1050	199	1228
存货	38824	46435	51388	61236	67456
其他流动资产	118489	109558	109572	109569	109584
<b>非流动资产</b>	37753	47527	51239	54814	58524
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	19743	19909	22790	25585	28336
无形资产	7274	8790	9645	10444	11405
其他非流动资产	10737	18828	18804	18785	18782
<b>资产总计</b>	254365	272700	371263	457884	566844
<b>流动负债</b>	49066	48698	55242	56427	63696
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2408	3093	3219	4048	4256
其他流动负债	46657	45605	52023	52379	59440
<b>非流动负债</b>	334	346	346	346	346
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	334	346	346	346	346
<b>负债合计</b>	49400	49043	55588	56773	64042
少数股东权益	7458	7988	12409	17284	22479
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	193825	211982	268182	336642	419980
归属母公司股东权益	197507	215669	303265	383827	480324
<b>负债和股东权益</b>	254365	272700	371263	457884	566844

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	36699	66593	91822	97260	119662
净利润	65375	77521	92018	106440	121886
折旧摊销	1611	1865	1722	2049	2398
财务费用	-1392	-1790	-2413	-3421	-4491
投资损失	-64	-34	-39	-49	-46
营运资金变动	-29127	-11667	-535	-7759	-84
其他经营现金流	295	698	1069	987	764
<b>投资活动现金流</b>	-5537	-9724	-5393	-5575	-6060
<b>筹资活动现金流</b>	-57425	-58889	-2356	-17582	-15704
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	49.93	59.49	69.73	80.85	92.89
每股经营现金流(最新摊薄)	29.21	53.01	73.09	77.42	95.26
每股净资产(最新摊薄)	157.23	171.68	241.42	305.55	382.36

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	127554	150560	175185	201697	230466
营业成本	10093	11867	13616	15676	17913
营业税金及附加	18496	22234	25871	29786	34034
营业费用	3298	4649	4730	5446	6453
管理费用	9012	9729	11913	13715	15672
研发费用	135	157	183	211	241
财务费用	-1392	-1790	-2413	-3421	-4491
资产减值损失	-15	38	44	51	58
公允价值变动收益	0	3	1	1	1
投资净收益	64	34	39	49	46
<b>营业利润</b>	87880	103709	121282	140283	160634
营业外收入	71	87	87	87	87
营业外支出	249	133	133	133	133
<b>利润总额</b>	87701	103663	121236	140237	160588
所得税	22326	26141	29218	33797	38702
<b>税后利润</b>	65375	77521	92018	106440	121886
少数股东损益	2659	2787	4422	4875	5195
<b>归属母公司净利润</b>	62716	74734	87597	101565	116692
EBITDA	88730	104837	121823	140337	160177

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.5	18.0	16.4	15.1	14.3
营业利润(%)	17.6	18.0	16.9	15.7	14.5
归属于母公司净利润(%)	19.6	19.2	17.2	15.9	14.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	92.1	92.1	92.2	92.2	92.2
净利率(%)	49.2	49.6	50.0	50.4	50.6
ROE(%)	31.9	34.7	29.1	26.5	24.2
ROIC(%)	32.8	35.7	30.0	27.3	24.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	19.4	18.0	15.0	12.4	11.3
流动比率	4.4	4.6	5.8	7.1	8.0
速动比率	1.2	1.4	2.9	4.1	5.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	2018.4	1500.4	1500.4	1500.4	1500.4
应付账款周转率	4.6	4.3	4.3	4.3	4.3
<b>估值比率</b>					
P/E	34.3	28.8	24.6	21.2	18.5
P/B	10.9	10.0	7.1	5.6	4.5
EV/EBITDA	23.7	20.0	16.5	13.8	11.5

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

