

# 业绩稳增长，产品矩阵构建&渠道优化成果 显著

增持(维持)

——贵州茅台(600519)2023年业绩点评报告

2024年04月03日

## 报告关键要素:

公司披露2023年年度报告，公司2023年实现营业总收入1505.60亿元(YoY+18.04%)，营业收入1476.94亿元(YoY+19.01%)，归母净利润747.34亿元(YoY+19.16%)。其中，Q4实现营业总收入452.44亿元(YoY+19.79%)，营业收入444.25亿元(YoY+20.26%)，归母净利润218.58亿元(YoY+19.33%)。2023年利润分配方案为每10股派发现金红利308.76元(含税)。

## 投资要点:

**盈利能力: 毛利率、净利率均小幅提升。**2023年公司销售毛利率/归母净利率分别为91.97%/49.64%，同增0.10pct/0.47pct，销售/管理费用率分别为3.09%/6.46%，同比+0.50pct/-0.60pct，其中销售费用增长主要原因是本期广告及市场拓展费增加。其中2023Q4年公司销售毛利率/归母净利率分别为92.56%/48.31%，同比+0.72pct/-0.79pct，销售/管理费用率分别为3.51%/8.38%，同比+1.14pcts/-0.28pct。

**分产品: 产品矩阵全面构建，系列酒增长尤为亮眼。**2023年茅台酒收入为1265.89亿元，YoY+17.39%，系列酒收入为206.3亿元，YoY+29.43%。2023Q4公司茅台酒收入和系列酒收入分别为393.19亿元和50.36亿元，同比增速分别为+17.60%和+48.16%，均保持较高增长，系列酒表现尤为亮眼。从量价来看，2023年茅台酒销量同比+11.10%，吨价同比+5.66%，系列酒销量同比+2.94%，吨价同比+25.74%，茅台酒量价齐升，系列酒主要靠价格提升驱动营收增长。系列酒中的茅台1935上市仅两年，已成为千元产品价格带的茅台明星产品，2023年成功晋级营收百亿级大单品。公司产品矩阵全面构建，已形成了千(贵州茅台)、百(茅台1935)、十亿(茅台王子酒、汉酱、贵州大曲、赖茅)级大单品格局。

**分渠道: 加码直营规模化，持续优化销售模式。**公司直销渠道包括自营和“i茅台”等数字营销平台渠道，批发代理渠道包括社会经销商、商超、电商等渠道。近年来公司持续加码直销渠道，2023年公司直销/批发代理收入分别为672.33/799.86亿元，同增36.16%/7.52%，占比分

## 基础数据

总股本(百万股)	1,256.20
流通A股(百万股)	1,256.20
收盘价(元)	1,713.99
总市值(亿元)	21,531.10
流通A股市值(亿元)	21,531.10

## 个股相对沪深300指数表现



数据来源: 同花顺, 万联证券研究所

## 相关研究

时隔六年飞天茅台再提价，彰显龙头实力  
业绩稳健增长，渠道优化持续发力  
2023H1业绩超预期，全年业绩有望提速

## 分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 02032255207

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	150560.33	177494.35	205182.53	236170.34
增长比率(%)	18.04	17.89	15.60	15.10
归母净利润(百万元)	74734.07	88726.96	102251.45	118466.98
增长比率(%)	19.16	18.72	15.24	15.86
每股收益(元)	59.49	70.63	81.40	94.31
市盈率(倍)	28.81	24.27	21.06	18.17
市净率(倍)	9.98	9.05	8.17	7.35

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

比为 45.67%/54.33%。公司 2023Q4 直销/批发代理实现营收 210.26/233.29 亿元，同比增长 20.17%/20.66%。其中“i 茅台”App 在 2023 年实现营收 223.74 亿元，同比+88.29%，为拉动直销渠道营收增长的主要因素。

**经营计划：坚持稳重求进总基调，2024 年锚定营收增速 15%。**公司确定 2024 年的经营目标：实现营业总收入较上年度增长 15%左右，完成固定资产投资 61.79 亿元。公司经营稳健，产品、品牌、文化等竞争优势显著，我们判断公司能顺利完成预定目标。

**盈利预测与投资建议：**极深的护城河是公司增长确定性的强大支撑，此外，公司茅台酒（飞天、五星）的出厂价提价（2023 年 11 月 1 日起出厂价提高约 20%）的影响将在 2024 年得到充分体现，预计公司完成 24 年收入目标是大概率事件。我们根据最新数据调整此前盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润 887.27/1022.51/1184.67 亿元（调整前为 2024-2025 年分别为 889.26/1,061.21 亿元），同比增长 18.72%/15.24%/15.86%，对应 EPS 为 70.63/81.40/94.31 元/股，4 月 2 日收盘价对应 PE 为 24/21/18 倍，维持“增持”评级。

**风险因素：**消费复苏不及预期风险，政策风险，宏观经济波动风险。

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>150560</b>	<b>177494</b>	<b>205183</b>	<b>236170</b>
同比增速 (%)	18.04	17.89	15.60	15.10
营业成本	11981	11856	13066	14303
毛利	135826	162748	189082	218680
营业收入 (%)	91.96	93.27	93.59	93.91
税金及附加	22234	25807	30134	34742
营业收入 (%)	15.05	14.79	14.92	14.92
销售费用	4649	4711	5727	6739
营业收入 (%)	3.15	2.70	2.83	2.89
管理费用	9729	11341	13704	15423
营业收入 (%)	6.59	6.50	6.78	6.62
研发费用	157	159	207	233
营业收入 (%)	0.11	0.09	0.10	0.10
财务费用	-1790	0	0	0
营业收入 (%)	-1.21	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	38	0	0	0
其他收益	35	36	43	51
投资收益	34	75	79	82
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>103709</b>	<b>123732</b>	<b>142468</b>	<b>164863</b>
营业收入 (%)	70.22	70.91	70.52	70.80
营业外收支	-46	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>103663</b>	<b>123732</b>	<b>142468</b>	<b>164863</b>
营业收入 (%)	70.19	70.91	70.52	70.80
所得税费用	26141	31308	36081	41681
净利润	77521	92424	106387	123182
营业收入 (%)	52.49	52.97	52.66	52.90
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>74734</b>	<b>88727</b>	<b>102251</b>	<b>118467</b>
同比增速 (%)	19.16	18.72	15.24	15.86
少数股东损益	2787	3697	4136	4715
EPS (元/股)	59.49	70.63	81.40	94.31

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	59.49	70.63	81.40	94.31
BVPS	171.68	189.34	209.69	233.27
PE	28.81	24.27	21.06	18.17
PEG	1.50	1.30	1.38	1.15
PB	9.98	9.05	8.17	7.35
EV/EBITDA	20.22	16.27	13.97	11.89
ROE	34.65%	37.30%	38.82%	40.43%
ROIC	34.02%	36.99%	38.06%	39.24%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	69070	104766	131011	164985
交易性金融资产	401	401	401	401
应收票据及应收账款	74	88	137	131
存货	46435	44898	49971	54797
预付款项	35	529	590	442
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	109158	109174	109177	109182
流动资产合计	225173	259857	291287	329938
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	19909	21231	22234	22658
在建工程	2137	1521	1030	701
无形资产	8572	9824	11029	12344
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	4646	4646	4646	4646
其他非流动资产	12262	12368	12387	12399
<b>资产总计</b>	<b>272700</b>	<b>309447</b>	<b>342612</b>	<b>382687</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3093	2828	3193	3535
预收账款	0	0	0	0
合同负债	14126	19780	22470	24855
应付职工薪酬	5402	5236	5932	6423
应交税费	6950	12530	11747	13739
其他流动负债	19127	19190	19690	20221
流动负债合计	48698	59565	63031	68774
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	79	79	79	79
其他非流动负债	267	267	267	267
<b>负债合计</b>	<b>49043</b>	<b>59910</b>	<b>63377</b>	<b>69120</b>
归属于母公司的所有者权益	215669	237852	263415	293032
少数股东权益	7988	11685	15821	20536
<b>股东权益</b>	<b>223656</b>	<b>249537</b>	<b>279235</b>	<b>313567</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>272700</b>	<b>309447</b>	<b>342612</b>	<b>382687</b>

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>66593</b>	<b>106381</b>	<b>106905</b>	<b>126587</b>
投资	-7268	-3	-2	-3
资本性支出	-2595	-4213	-4049	-3841
其他	138	75	79	82
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-9724</b>	<b>-4141</b>	<b>-3972</b>	<b>-3762</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0
筹资成本	-58755	-66545	-76689	-88850
其他	-134	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-58889</b>	<b>-66545</b>	<b>-76689</b>	<b>-88850</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-2019</b>	<b>35696</b>	<b>26245</b>	<b>33974</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场