

## 增长势能足冲刺十四五

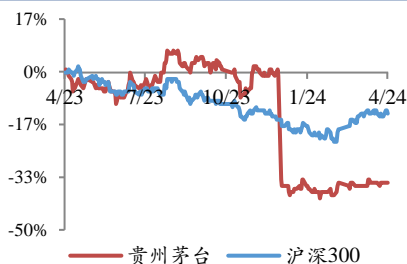
——贵州茅台 23 年报点评

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-03

收盘价（元）	1,715.11
近 12 个月最高/最低（元）	1,912.92/1,555.55
总股本（百万股）	1,256
流通股本（百万股）	1,256
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	21,545
流通市值（亿元）	21,545

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001  
邮箱：dengxin@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 公司发布 2023 年业绩：

- **23Q4**：营业总收入 452.4 亿元 (+19.80%)，归母 218.6 亿元 (+19.33%)，扣非 219.4 亿元 (+19.23%)。
- **23 年**：营业总收入 1505.6 亿 (+18.04%)，归母 747.3 亿 (+19.16%)，扣非 747.5 亿 (19.05%)。
- **业绩超前期预告上限。**

#### ● 收入端：Q4 加速，产品结构及渠道升级持续

- **23 年**营业总收入 1505.6 亿，同比+18.04%。其中，白酒业务实现收入 1472.2 亿元，同比+18.94%，销量 7.3 万吨，同比+7.48%，吨价 201 万元/吨，同比+10.67%。23 年末合同负债达 141.3 亿元，环比增加 27.3 亿元，业绩蓄水池充足。
- **分产品看**：茅台酒稳步增长，系列酒在茅台 1935 放量带动下快速增长。23Q4 茅台酒/系列酒分别同比+17.60%/48.19%，全年茅台酒/系列酒分别实现营收 1265.9/206.3 亿元，同比+17.39%/29.43%。公司 Q4 收入提速主因飞天茅台 11 月提高出厂价 20% 及系列酒基数下快速增长，茅台 1935 全年预计营收突破 110 亿。
- **分量价看**：价格增长贡献主要增量。全年公司整体销量/吨价分别同比+7.48%/10.67%，价格增长贡献主要增量。其中，茅台酒销量/吨价分别同比+11.10%/5.66%，系列酒销量/吨价分别同比+2.94%/25.74%。茅台酒价格增长主要来自于非标产品放量带动产品结构提升及 11 月飞天茅台出厂价提高 20%。系列酒价格增长主要来自于千元价格带的茅台 1935 持续放量。
- **分渠道看**：直营渠道占比维持提高趋势。全年公司直营/经销渠道分别实现营收 672.3/799.9 亿元，同比+36.16%/7.52%，直营渠道占比提高 5.77pct 至 45.67%。其中 23Q4 直营/经销分别同比+20.17%/20.66%，直营渠道占比下降 0.1pct。全年来看，直营渠道占比维持提高趋势。i 茅台全年实现营收 223.7 亿元、同比+88.29%，其中 Q4 同比+119.32%，公司数字化渠道改革持续推进。

#### ● 盈利端：毛利率稳步提升叠加费率管控，带动盈利能力稳步提高

- 23 年公司毛利率达 91.96%，同比+0.09pct；销售费率/管理费率分别同比+0.50/-0.61pct；归母净利率同比+0.47pct，达 49.64%。
- **从产品结构看**：结构稳步升级带动毛利率提高。公司 Q4 毛利率达 92.56%，同比+0.71pct，全年毛利率达 91.96%，同比+0.09pct。其中，茅台酒/系列酒全年毛利率分别为 94.12%/79.76%，同比-0.07/+2.54pct。Q4 毛利率提高主因公司 11 月提高茅台酒出厂价，全年茅台酒毛利率有所波动或主因原材料、人工费用上升，系列酒毛利率上升主要系茅台 1935 持续放量。

**从费用率看：销售费用率略增以维持茅台 1935 推力，管理费用率持续降低。**公司 23Q4 销售/管理费用率 3.51%/8.83%，同比 +1.15/-0.29pct，全年销售/管理费用率 3.09%/6.46%，同比 +0.50/-0.61pct。23Q4 销售费用率提高或主因春节错期影响销售费用投放所致。全年来看，销售费用率略增以持续推广茅台 1935，管理费用率通过挖潜增效而有所降低。全年归母净利率 49.64%，同比 +0.47pct，Q4 归母净利率 48.31%，同比 -0.19pct。

**投资建议：公司增长势能足，冲刺十四五，维持“买入”**

**我们的观点：**

公司定调 24 年增长目标 15%，打消市场担忧。茅台酒仍可通过产品结构升级、直营渠道占比提高、提高终端指导零售价等手段带动吨价提升以实现高质量增长；系列酒产能限制逐渐迎来缓解，未来随着次高端价格带布局完善，有望迎来量价齐升。公司业绩工具箱充足，短期批价波动主要系配额调节所致，公司渠道管控能力优秀，经销商配合意愿高，无需过度放大影响。我们预计公司 24Q1 顺利实现开门红。

**盈利预测：**我们预计公司 2024-2026 年实现营业总收入 1745.1/2015.2/2320.8 亿元，同比 +15.91%/+15.48%/+15.17%；实现归母净利润 871.7/1015.7/1181.1 亿元，同比 +16.64%/ +16.52%/ +16.28%；当前股价对应 PE 分别为 24.72/21.21/18.24 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**

需求恢复不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	150560	174509	201518	232083
收入同比 (%)	18.0%	15.9%	15.5%	15.2%
归属母公司净利润	74734	87172	101570	118107
净利润同比 (%)	19.2%	16.6%	16.5%	16.3%
毛利率 (%)	92.0%	92.2%	92.4%	92.5%
ROE (%)	34.7%	33.6%	32.8%	32.0%
每股收益 (元)	59.49	69.39	80.85	94.02
P/E	29.01	24.72	21.21	18.24
P/B	10.05	8.31	6.95	5.84
EV/EBITDA	20.22	16.66	14.00	11.74

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 4 月 3 日

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	225173	285681	347732	416537	<b>营业收入</b>	150560	174509	201518	232083
现金	69070	125657	183124	242361	营业成本	11981	13506	15269	17300
应收账款	60	0	0	0	营业税金及附加	22234	25840	29906	34507
其他应收款	28	41	38	54	销售费用	4649	4119	4768	5043
预付账款	35	39	44	50	管理费用	9729	11157	12714	14441
存货	46435	50287	54959	64392	财务费用	-1790	-1235	-2253	-3288
其他流动资产	109545	109656	109567	109680	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	47527	48971	50282	51462	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	34	0	0	0
固定资产	19909	20674	21293	21767	<b>营业利润</b>	103709	120979	140950	163889
无形资产	8572	9422	10272	11122	营业外收入	87	69	69	69
其他非流动资产	19046	18875	18717	18573	营业外支出	133	133	133	133
<b>资产总计</b>	272700	334652	398015	467999	<b>利润总额</b>	103663	120915	140886	163825
<b>流动负债</b>	48698	63812	72602	79128	所得税	26141	30492	35528	41313
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	77521	90423	105358	122512
应付账款	3093	1743	3730	2476	少数股东损益	2787	3251	3788	4405
其他流动负债	45605	62069	68872	76651	<b>归属母公司净利润</b>	74734	87172	101570	118107
<b>非流动负债</b>	346	346	346	346	EBITDA	103820	121801	140885	162921
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	59.49	69.39	80.85	94.02
其他非流动负债	346	346	346	346					
<b>负债合计</b>	49043	64158	72948	79473					
少数股东权益	7988	11239	15028	19433	<b>主要财务比率</b>				
股本	1256	1256	1256	1256	<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
资本公积	1375	1375	1375	1375	<b>成长能力</b>				
留存收益	213037	256623	307408	366462	营业收入	18.0%	15.9%	15.5%	15.2%
归属母公司股东权益	215669	259255	310039	369093	营业利润	18.0%	16.7%	16.5%	16.3%
<b>负债和股东权益</b>	272700	334652	398015	467999	归属于母公司净利	19.2%	16.6%	16.5%	16.3%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	92.0%	92.2%	92.4%	92.5%
					净利率 (%)	50.6%	50.8%	51.1%	51.5%
					ROE (%)	34.7%	33.6%	32.8%	32.0%
					ROIC (%)	34.0%	33.1%	31.9%	30.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	18.0%	19.2%	18.3%	17.0%
					净负债比率 (%)	21.9%	23.7%	22.4%	20.5%
					流动比率	4.62	4.48	4.79	5.26
					速动比率	1.43	1.98	2.53	3.07
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.56	0.57	0.54	0.53
					应收账款周转率	3632.83	—	—	—
					应付账款周转率	4.31	5.54	5.54	5.54
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	59.49	69.39	80.85	94.02
					每股经营现金流 (摊)	53.01	82.59	89.02	97.01
					每股净资产	171.68	206.38	246.81	293.82
					<b>估值比率</b>				
					P/E	29.01	24.72	21.21	18.24
					P/B	10.05	8.31	6.95	5.84
					EV/EBITDA	20.22	16.66	14.00	11.74

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	66593	103746	111824	121863
净利润	77521	90423	105358	122512
折旧摊销	1937	2056	2189	2320
财务费用	13	9	9	9
投资损失	-34	0	0	0
营运资金变动	-11667	11194	4205	-3042
其他经营现金流	88012	79294	101217	125618
<b>投资活动现金流</b>	-9724	-3564	-3564	-3564
资本支出	-2595	-3564	-3564	-3564
长期投资	-7268	0	0	0
其他投资现金流	138	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-58889	-43595	-50793	-59062
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-58889	-43595	-50793	-59062
<b>现金净增加额</b>	-2019	56587	57467	59237

资料来源：wind，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。