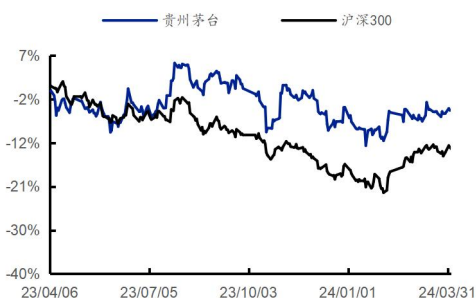


研究所：  
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 证券分析师：秦一方 S0350523120001  
 qinyf@ghzq.com.cn  
 联系人：景皓 S0350124030009  
 jingh@ghzq.com.cn

## 保持高增，砥砺前行

### ——贵州茅台（600519）2023 年年报点评

#### 最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/04/03		
表现	1M	3M	12M	
贵州茅台	2.3%	1.3%	-4.6%	
沪深 300	0.8%	5.6%	-12.9%	

市场数据		2024/04/03
当前价格(元)		1,715.11
52 周价格区间(元)		1,555.55-1,935.00
总市值(百万)		2,154,517.41
流通市值(百万)		2,154,517.41
总股本(万股)		125,619.78
流通股本(万股)		125,619.78
日均成交额(百万)		5,002.39
近一月换手(%)		0.19

#### 相关报告

- 《贵州茅台（600519）动态点评：提价释放积极信号，长期发展更添动力（买入）\*白酒II\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-11-02
- 《贵州茅台（600519）2023 年三季报点评：业绩稳，信心足，长线增长无忧（买入）\*白酒II\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-10-22
- 《贵州茅台（600519）2022 年年报点评：改革深化中，向上势能足（买入）\*白酒II\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-03-31
- 《贵州茅台（600519）点评报告：2022 年圆满收

#### 事件：

**2024 年 4 月 3 日，贵州茅台公告 2023 年报：**2023 年公司实现营业收入 1476.94 亿元，同比+19.01%；归母净利润 747.34 亿元，同比+19.16%；扣非归母净利润 747.53 亿元，同比+19.05%。2023 年公司 EPS 为 59.49 元/股，拟每 10 股派 308.76 元（含税）。

#### 投资要点：

- **公司业绩超预期，首次实现营收利润总额“双千亿元”。**2023 年公司营业总收入/归母净利润同比分别+18.04%/19.16%，均高于此前发布的 2023 年度生产经营情况中的业绩预告增速（同比分别+17.2%/17.2%），实现利润总额 1036.63 亿元，同比+18.20%。公司首次达成营收、利润总额“双千亿元”目标，营收增速亦创下 2019 年以来新高。受益于产品结构优化、提价政策落地、直营占比提升等因素，公司整体利润端增速略高于收入端。2023Q4 营业收入/归母净利润分别为 444.25/218.58 亿元，同比分别+20.26%/19.33%。2024 年公司营业总收入增速目标仍定为 15%，公司在业绩基数逐年提高的情况下仍保持高增长，体现了行业龙头的经营韧性和担当。
- **“千、百、十”亿元级大单品布局已成型，量价齐升推动营收增长。**  
**产品端：1) 茅台酒：**2023 年实现营收 1265.89 亿元，同比+17.39%；销量同比+11.10%至 4.21 万吨，吨价同比+5.66%至 300.62 万元/吨，主要系茅台酒产能扩张逐步落地；具体来看，贵州茅台酒全球唯一千亿元级酒类大单品地位持续巩固。**2) 系列酒：**2023 年实现营收 206.30 亿元，同比+29.43%；销量同比+2.94%至 3.12 万吨，吨价同比+25.74%至 66.20 万元/吨，主要受益于茅台 1935 等主力产品的持续发力，使得系列酒产品结构进一步优化，利润贡献率进一步提升。据酒业家和财联社报道，2023 年茅台 1935 销售额已突破 110 亿元，同比翻倍增长。其余系列酒产品中，2023 年茅台王子酒单品营收超 40 亿元，汉酱、贵州大曲、赖茅单品营收分别超 10 亿元，形成了千、百、十亿元级大单品格局，产品矩阵全面构建。  
**产能端：**公司产能扩建项目持续落地，2023 年公司茅台酒产量 5.72 万吨，同比+0.69%；系列酒产量达到 4.29 万吨，同比+22.41%。目前公司茅台酒“十四五”技改建设项目稳步实施，建成后可新增茅台酒产能 1.98 万吨/年，储酒能力 8.47 万吨；3 万吨酱香系列酒技

官，明年有望继续加速（买入）\*白酒II\*薛玉虎，刘洁铭》——2022-12-30

《贵州茅台（600519）点评报告：利好持续释放，增持彰显信心（买入）\*白酒II\*薛玉虎，刘洁铭》

——2022-11-30

改工程亦有序推进。长期来看公司规划至2030年酒厂产量达到10万吨，我们预计随着公司提价政策实施及产能扩张落地，茅台酒量价仍具备增长空间，系列酒步入“后200亿元时代”的发展基础将进一步夯实。

- **“i茅台”贡献渠道新增量，带动直营占比持续提升。**分销售渠道来看，2023年公司直销渠道/批发代理分别实现营收672.33/799.86亿元，同比分别+36.16%/7.52%。直销渠道中，“i茅台”实现营收223.74亿元，同比+88.29%，毛利率为96.09%，同比+0.83pct，较公司整体毛利率91.96%高出4.13pct。受益于“i茅台”等线上渠道的高速增长，2022-2023年直销渠道占比由40%提升至46%。据“i茅台”微信公众号，截至2023年12月31日，i茅台注册用户数超5300万，平台全年交易额累计超280亿元，新增11家茅台文化体验馆入驻，共有2475家上线门店。“i茅台”彰显了公司营销数字化改革的成果，助力公司实现了破局年轻化、培育新渠道、拓展新赛道，不仅为公司产品带来流量加持，亦丰富了渠道生态。随着公司继续深化渠道改革、提升直销占比，我们预计未来“i茅台”等线上渠道有望带动直销渠道进一步增长，贡献利润增量。
- **盈利预测和投资评级：**我们认为公司未来在量、价和产品结构方面都有持续提升空间，业绩高质量增长确定性强。公司连续两年特别分红，持续提升对股东的现金回报。我们调整公司的盈利预测，预计公司2024-2026年EPS分别为68.71/79.40/90.07元，对应PE分别为25/22/19X，中长期继续看好公司在产品结构优化升级+营销渠道改革+产能扩张等多重红利下的业绩稳定性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 消费力下行抑制行业需求；2) 宏观经济大幅波动；3) 行业政策发生变化；4) 营销工作执行效果不达预期；5) 价格改革的市场预期引发波动。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	150560	172978	198421	223787
增长率(%)	18	15	15	13
归母净利润（百万元）	74734	86310	99739	113140
增长率(%)	19	15	16	13
摊薄每股收益（元）	59.49	68.71	79.40	90.07
ROE(%)	35	36	36	37
P/E	29.01	24.96	21.60	19.04
P/B	10.05	8.89	7.88	6.99
P/S	14.40	12.46	10.86	9.63
EV/EBITDA	20.22	17.12	14.69	12.78

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：贵州茅台盈利预测表

证券代码：	600519				股价：	1,715.11				投资评级：	买入				日期：	2024/04/03			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	35%	36%	36%	37%	EPS	59.49	68.71	79.40	90.07										
毛利率	92%	92%	93%	93%	BVPS	171.68	192.98	217.60	245.52										
期间费率	9%	8%	8%	8%	<b>估值</b>														
销售净利率	51%	51%	51%	51%	P/E	29.01	24.96	21.60	19.04										
<b>成长能力</b>					P/B	10.05	8.89	7.88	6.99										
收入增长率	18%	15%	15%	13%	P/S	14.40	12.46	10.86	9.63										
利润增长率	19%	15%	16%	13%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.56	0.59	0.60	0.60	营业收入	150560	172978	198421	223787										
应收账款周转率	3632.83	3246.33	3836.42	3551.54	营业成本	11981	13175	14475	15913										
存货周转率	0.28	0.26	0.26	0.26	营业税金及附加	22234	25303	29202	32997										
<b>偿债能力</b>					销售费用	4649	4907	5736	6524										
资产负债率	18%	17%	16%	15%	管理费用	9729	11040	12696	14347										
流动比	4.62	5.06	5.45	5.75	财务费用	-1790	-2176	-2914	-3896										
速动比	1.43	1.84	2.32	2.77	其他费用/（-收入）	157	169	202	226										
					<b>营业利润</b>	<b>103709</b>	<b>120637</b>	<b>139099</b>	<b>157750</b>										
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	-46	-120	-105	-100										
现金及现金等价物	69471	92909	124076	161080	<b>利润总额</b>	<b>103663</b>	<b>120518</b>	<b>138995</b>	<b>157650</b>										
应收款项	74	100	124	132	所得税费用	26141	30491	35164	39863										
存货净额	46435	52579	57836	63620	<b>净利润</b>	<b>77521</b>	<b>90027</b>	<b>103831</b>	<b>117787</b>										
其他流动资产	109192	110083	110178	110284	少数股东损益	2787	3717	4092	4648										
<b>流动资产合计</b>	<b>225173</b>	<b>255671</b>	<b>292214</b>	<b>335116</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>74734</b>	<b>86310</b>	<b>99739</b>	<b>113140</b>										
固定资产	19909	20523	20951	21172															
在建工程	2137	2043	1954	1865	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	25480	26768	28026	29326	<b>经营活动现金流</b>	<b>66593</b>	<b>86957</b>	<b>103856</b>	<b>118882</b>										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	74734	86310	99739	113140										
<b>资产总计</b>	<b>272700</b>	<b>305005</b>	<b>343145</b>	<b>387479</b>	少数股东损益	2787	3717	4092	4648										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	1937	2089	2213	2323										
应付款项	3093	3226	3593	3964	公允价值变动	-3	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-11667	-5230	-2246	-1285										
其他流动负债	45605	47302	50065	54307	<b>投资活动现金流</b>	<b>-9724</b>	<b>-3967</b>	<b>-3869</b>	<b>-3811</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>48698</b>	<b>50528</b>	<b>53658</b>	<b>58271</b>	资本支出	-2595	-4023	-3922	-3853										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-7268	-3	-3	-3										
其他长期负债	346	346	346	346	其他	138	58	56	45										
<b>长期负债合计</b>	<b>346</b>	<b>346</b>	<b>346</b>	<b>346</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-58889</b>	<b>-59554</b>	<b>-68820</b>	<b>-78066</b>										
<b>负债合计</b>	<b>49043</b>	<b>50874</b>	<b>54004</b>	<b>58616</b>	债务融资	0	0	0	0										
股本	1256	1256	1256	1256	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	223656	254131	289142	328863	其它	-58889	-59554	-68820	-78066										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>272700</b>	<b>305005</b>	<b>343145</b>	<b>387479</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-2019</b>	<b>23438</b>	<b>31167</b>	<b>37004</b>										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

## 【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。