

贵州茅台 (600519.SH) / 食品饮料

证券研究报告/公司点评

2024年4月3日

评级：买入（维持）

市场价格：1715.11元

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email：fanjs@zts.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email：hect@zts.com.cn

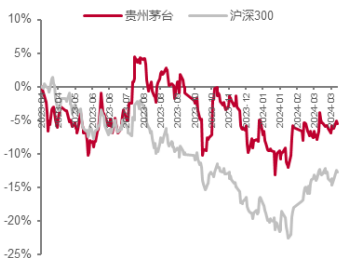
分析师：赵襄彭

执业证书编号：S0740524010001

Email：zhaoxp@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,256
流通股本(百万股)	1,256
市价(元)	1,715.11
市值(百万元)	2,154,517
流通市值(百万元)	2,154,517

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	124,100	147,694	172,185	196,109	219,736
增长率 yoy%	17%	19%	17%	14%	12%
净利润(百万元)	62,716	74,734	87,287	99,341	111,007
增长率 yoy%	20%	19%	17%	14%	12%
每股收益(元)	49.93	59.49	69.48	79.08	88.37
每股现金流量	29.21	53.01	54.74	64.31	74.54
净资产收益率	31%	33%	34%	34%	33%
P/E	34.4	28.8	24.7	21.7	19.4
P/B	10.9	10.0	8.7	7.7	6.8

备注：股价数据更新截止2023年4月3日

投资要点

- **事件：公司公布2023年度年报：2023年实现营业总收入1,505.60亿元，同比增长18.04%；归属于上市公司股东的净利润747.34亿元，同比增长19.16%。**
- **业绩略超预期，Q4合同负债环比提升。**此前公告预计23年营业总收入/归母净利润分别同增17.2%/17.2%，实际年报业绩略超预期。单Q4营业总收入实现452.44亿元，同增19.8%；归母净利润实现218.58亿元，同增19.33%。综合考虑回款来看，4Q23末合同负债环比3Q23末增加40.6亿元，4Q23营业收入+△合同负债同增15.87%；从销售收现的角度来看，公司4Q23实现销售收现524.46亿元，同增17.42%。总体看收现与收入增速相对一致。
- **茅台酒量增驱动力强，1935拉动系列酒结构升级。**23年茅台酒营收约1265.89亿元，其中销量/单价分别同增11.1%/5.7%，毛利率基本同比持平。根据我们对茅台酒产品结构的拆分，预计23年非标和飞天同步放量，非标中主要由生肖、精品、24节气等驱动，飞天中100ml小茅也贡献了增长。23年系列酒营收约206.30亿元，其中销量/单价分别2.9%/25.7%，毛利率同增2.54pct至79.76%。预计23年系列酒销量仍然受到产能限制，单价的提升主要源于茅台1935拉动的产品结构升级，茅台年底的市场工作会议上公布，茅台1935预计2023年销售额超过110亿元，超额完成目标。
- **直销占比继续提升，24年或有放缓。**23年公司批发代理/直销渠道分别实现收入799.86/672.33亿元，分别同增7.52%/36.16%，直销渠道收入占比提升至45.67%，其中i茅台实现收入224亿元，同增88.3%。由于经销渠道拥有更强的蓄水池能力，以及飞天提价对经销渠道收入的提振作用，我们预计24年i茅台和直销渠道的收入占比提升速度将有所放缓，各渠道增长将更加平衡。
- **盈利能力稳健，24年费用率有望改善。**23年销售毛利率为91.96%，销售净利率为52.49%，与22年基本一致。费用率中，销售费用率同比提升0.5pct至3.09%，主要由于广告及市场拓展费用增加，预计其中品鉴会、茅粉节等投入较高，24年费用投放效率有望提升，推动销售费用率优化；管理费用率同比降低0.61pct至6.46%，主要受益于规模效应。整体来看，24年费用率有望得到进一步优化。
- **24年增长目标积极，提价以外生肖、精品、小茅、坛储酒值得期待，系列酒增长驱动切换。**根据年报，2024年公司目标实现营业总收入较上年度增长15%左右，优于此前市场预期。拆分增长来源看，茅台酒方面，飞天提价提供稳定增长来源，此外生肖、精品、小茅消费场景逐步成熟、需求持续扩容。另外坛储酒有望成为超预期点，在稳定大单品价盘的同时贡献业绩增长；系列酒方面，预计增长驱动从千元拉动的结构升级切换至次高端放量，迎宾、王子、大曲、汉酱均有较好市场基础和增长潜力。
- **盈利预测及投资建议：维持“买入”评级。**由于公司实际公告的收入利润高于预期、飞

天提价以及生肖精品放量对 24 年增长的积极贡献，我们调整盈利预测。预计公司 2024-2026 年营收分别为 1722/1961/2197 亿元（2024-2025 年前值分别为 1683/1927 亿元），同比增长 17%/14%/12%；净利润分别为 873/993/1110 亿元（2024-2025 年前值分别为 858/984 亿元），同比增长 17%/14%/12%；对应 EPS 分别为 69.48/79.08/88.37 元（2024-2025 年前值分别为 68.28/78.37 元），对应 2023-2025 年 PE 分别为 25/22/19 倍，重点推荐。

- 风险提示：全球疫情持续扩散、高端酒行业竞争加剧、食品品质事故、研报信息更新不及时的风险。

图表 1: 盈利预测表

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
货币资金	69,070	83,850	100,922	121,697	营业收入	147,694	172,185	196,109	219,736
应收票据	14	16	19	21	营业成本	11,867	13,756	15,905	17,898
应收账款	60	70	80	90	税金及附加	22,234	25,828	29,416	32,960
预付账款	35	40	46	52	销售费用	4,649	4,821	5,099	5,493
存货	46,435	53,827	62,235	70,034	管理费用	9,729	11,192	12,355	13,843
合同资产	0	0	0	0	研发费用	157	183	209	234
其他流动资产	109,558	127,659	145,341	162,804	财务费用	-4,543	-4,641	-4,641	-4,641
流动资产合计	225,173	265,462	308,644	354,697	信用减值损失	38	3	3	3
其他长期投资	4	4	4	4	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	3	3	3	3
固定资产	19,909	18,661	17,577	16,643	投资收益	34	34	34	34
在建工程	2,137	2,237	2,237	2,137	其他收益	35	35	35	35
无形资产	8,572	9,401	10,146	10,818	营业利润	103,709	121,120	137,841	154,023
其他非流动资产	16,904	16,902	16,901	16,900	营业外收入	87	87	87	86
非流动资产合计	47,527	47,206	46,866	46,502	营业外支出	133	133	133	133
资产合计	272,700	312,668	355,509	401,199	利润总额	103,663	121,074	137,795	153,976
短期借款	0	97	226	335	所得税	26,142	30,532	34,749	38,829
应付票据	0	0	0	0	净利润	77,521	90,542	103,046	115,147
应付账款	3,093	3,585	4,146	4,665	少数股东损益	2,787	3,256	3,705	4,140
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	74,734	87,287	99,341	111,007
合同负债	14,126	16,468	18,756	21,016	NOPLAT	74,124	87,071	99,576	111,676
其他应付款	5,213	5,213	5,213	5,213	EPS (按最新股本摊薄)	59.49	69.48	79.08	88.37
一年内到期的非流动负债	57	57	57	57					
其他流动负债	26,209	29,226	32,381	35,535	主要财务比率				
流动负债合计	48,698	54,647	60,779	66,821	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	19.0%	16.6%	13.9%	12.0%
其他非流动负债	346	346	346	346	EBIT增长率	19.5%	17.5%	14.4%	12.2%
非流动负债合计	346	346	346	346	归母公司净利润增长率	19.2%	16.8%	13.8%	11.7%
负债合计	49,043	54,992	61,125	67,167	获利能力				
归属母公司所有者权益	215,669	246,432	279,436	314,944	毛利率	92.0%	92.0%	91.9%	91.9%
少数股东权益	7,988	11,243	14,949	19,089	净利率	52.5%	52.6%	52.5%	52.4%
所有者权益合计	223,656	257,676	294,384	334,033	ROE	33.4%	33.9%	33.7%	33.2%
负债和股东权益	272,700	312,668	355,509	401,199	ROIC	47.9%	48.3%	47.9%	47.0%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	18.0%	17.6%	17.2%	16.7%
					债务权益比	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	流动比率	4.6	4.9	5.1	5.3
经营活动现金流	66,593	68,760	80,788	93,633	速动比率	3.7	3.9	4.1	4.3
现金收益	74,844	88,448	100,931	113,016	营运能力				
存货影响	-7,611	-7,392	-8,408	-7,799	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.5
经营性应收影响	915	-18	-18	-18	应收账款周转天数	0	0	0	0
经营性应付影响	1,354	492	560	519	应付账款周转天数	83	87	87	89
其他影响	-2,909	-12,771	-12,277	-12,086	存货周转天数	1,293	1,312	1,313	1,330
投资活动现金流	-9,724	-2,189	-2,149	-2,109	每股指标 (元)				
资本支出	-3,450	-2,228	-2,187	-2,147	每股收益	59.49	69.48	79.08	88.37
股权投资	0	0	0	0	每股经营现金流	53.01	54.74	64.31	74.54
其他长期资产变化	-6,274	39	38	38	每股净资产	171.68	196.17	222.45	250.71
融资活动现金流	-58,889	-51,791	-61,567	-70,749	估值比率				
借款增加	-52	97	129	109	P/E	29	25	22	19
股利及利息支付	-58,755	-68,825	-78,328	-87,525	P/B	10	9	8	7
股东融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	32	27	24	21
其他影响	-82	16,937	16,632	16,667					

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。