贵州茅台（600519.SH） 冲刺之年，势能不减

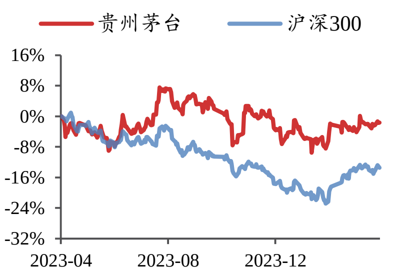
2024 年 04 月 07 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2024/4/3
当前股价(元)	1,715.11
一年最高最低(元)	1,935.00/1,555.55
总市值(亿元)	21,545.17
流通市值(亿元)	21,545.17
总股本(亿股)	12.56
流通股本(亿股)	12.56
近 3 个月换手率(%)	13.6

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《预收款指标良好，全年目标游刃有余—公司信息更新报告》-2023.10.24

《直营占比持续提升，成长空间清晰从容—公司信息更新报告》-2023.8.6

《成长动力充足，业绩好于预期—公司信息更新报告》-2023.4.26

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

逄晓娟（分析师）
pangxiaojuan@kysec.cn
证书编号：S0790521060002

张恒玮（分析师）
zhanghengwei@kysec.cn
证书编号：S0790524010001

● **业绩公告超预期，产品量价齐升，增长韧性强劲，维持"买入"评级**

贵州茅台 2023 年营业总收入 1505.6 亿元，同比+18.0%，归母净利润 747.3 亿元，同比+19.2%，增速超此前业绩预告（之前公告营收+17%，净利润+17%），我们上调 2024-2025 年盈利预测，并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年净利润分别为 886.9（+13.5）亿元、1045.3（+24.3）亿元、1221.2 亿元，同比分别+18.7%、+17.9%、+16.8%，EPS 分别为 70.60（+1.07）元、83.21（+1.94）元、97.21 元，当前股价对应 PE 分别为 24.3、20.6、17.6 倍，维持"买入"评级。

● **茅台酒放量加速，系列酒价格贡献更多**

2023 年茅台酒实现收入 1265.9 亿元，同比+17.4%，销量 4.2 万吨，同比+11.1%，销量较 2018 年以来明显提速，吨酒价同比+5.7%，吨价优化主要来自于超高端和非标产品占比提升；2023 年其他系列酒收入 206.3 亿元，同比+29.4%，销量同比+2.9%，吨酒价同比+25.7%，系列酒价格大幅提升得益于 1935 增速较快。

● **直营渠道占比持续提升**

2023 年直销渠道收入 672.3 亿元，同比+36.2%，占比+5.8pct 至 45.7%；批发渠道收入 799.9 亿元，同比+7.5%，占比-5.8pct 至 54.3%。其中 2023 年"i 茅台"数字营销平台实现收入 223.7 亿元，同比+88.3%。后续茅台酒增量绝大部分仍会放在面向 C 端的直营渠道，直营占比将进一步提升。

● **现金流良好，预收款指标正常，盈利能力持续改善**

2023 年 Q4 合同负债 141.3 亿元，环比 Q3+27.3 亿元。2023 年销售商品、提供劳务收到的现金为 1637.0 亿元，同比+16.4%。2023 年 Q4 销售商品、提供劳务收到的现金为 524.5 亿元，同比+17.4%。受益于产品结构改善，2023 年毛利率提升+0.09pct 至 91.96%；税金及附加/销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比+0.27pct/+0.50pct/-0.61pct/-0.01pct/-0.10pct。销售费用率提升主要是系列酒价格带竞争激烈，市场费用投放增加所致。归母净利率+0.47pct 至 49.64%。

● **风险提示：** 宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	127,554	150,560	174,939	202,056	231,775
YOY(%)	16.5	18.0	16.2	15.5	14.7
归母净利润(百万元)	62,717	74,734	88,692	104,531	122,115
YOY(%)	19.6	19.2	18.7	17.9	16.8
毛利率(%)	92.1	92.1	92.4	92.9	93.5
净利率(%)	51.3	51.5	53.3	54.2	55.0
ROE(%)	31.9	34.7	29.4	27.4	25.7
EPS(摊薄/元)	49.93	59.49	70.60	83.21	97.21
P/E(倍)	34.4	28.8	24.3	20.6	17.6
P/B(倍)	10.9	10.0	7.1	5.6	4.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	216611	225173	329251	415377	506066
现金	58274	69070	169523	252039	340531
应收票据及应收账款	126	74	159	110	199
其他应收款	32	28	41	38	53
预付账款	897	35	1048	202	1232
存货	38824	46435	48949	53456	54520
其他流动资产	118457	109531	109531	109531	109531
非流动资产	37889	47527	53162	59002	66658
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	19743	19909	23180	26797	30955
无形资产	7274	8790	9645	10444	11405
其他非流动资产	10873	18828	20336	21761	24298
资产总计	254501	272700	382413	474379	572724
流动负债	49066	48698	65242	74040	76239
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2408	3093	3062	3546	3421
其他流动负债	46657	45605	62180	70494	72817
非流动负债	497	346	346	346	346
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	497	346	346	346	346
负债合计	49563	49043	65587	74386	76584
少数股东权益	7458	7988	12465	17482	22917
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	193798	211982	268885	339344	426556
归属母公司股东权益	197480	215669	304361	382512	473222
负债和股东权益	254501	272700	382413	474379	572724

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	36699	66593	105799	114441	127335
净利润	65376	77521	93169	109548	127551
折旧摊销	1611	1865	1736	2107	2538
财务费用	-1392	-1790	-2079	-2402	-2755
投资损失	-64	-34	0	0	0
营运资金变动	-29127	-11667	13003	5225	17
其他经营现金流	294	698	-29	-37	-16
投资活动现金流	-5537	-9724	-7368	-7947	-10193
资本支出	5307	2620	7370	7947	10194
长期投资	-210	-7268	0	0	0
其他投资现金流	-20	163	1	1	1
筹资活动现金流	-57425	-58889	2022	-23979	-28650
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-57425	-58889	2022	-23979	-28650
现金净增加额	-26262	-2019	100453	82516	88492

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	127554	150560	174939	202056	231775
营业成本	10093	11867	13277	14254	15029
营业税金及附加	18496	22234	24841	28692	32912
营业费用	3298	4649	3901	4041	4636
管理费用	9012	9729	10496	11113	11589
研发费用	135	157	140	162	185
财务费用	-1392	-1790	-2079	-2402	-2755
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	25	35	30	32	31
公允价值变动收益	0	3	1	1	1
投资净收益	64	34	0	0	0
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	87880	103709	124366	146192	170196
营业外收入	71	87	59	72	72
营业外支出	249	133	200	200	200
利润总额	87701	103663	124226	146064	170068
所得税	22325	26141	31056	36516	42517
净利润	65376	77521	93169	109548	127551
少数股东损益	2659	2787	4477	5017	5436
归属母公司净利润	62717	74734	88692	104531	122115
EBITDA	89313	105528	125961	148171	172606
EPS(元)	49.93	59.49	70.60	83.21	97.21

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	16.5	18.0	16.2	15.5	14.7
营业利润(%)	17.6	18.0	19.9	17.5	16.4
归属于母公司净利润(%)	19.6	19.2	18.7	17.9	16.8
获利能力					
毛利率(%)	92.1	92.1	92.4	92.9	93.5
净利率(%)	51.3	51.5	53.3	54.2	55.0
ROE(%)	31.9	34.7	29.4	27.4	25.7
ROIC(%)	48.4	53.8	70.5	85.7	98.1
偿债能力					
资产负债率(%)	19.5	18.0	17.2	15.7	13.4
净负债比率(%)	-28.4	-30.9	-53.5	-63.0	-68.6
流动比率	4.4	4.6	5.0	5.6	6.6
速动比率	1.2	1.4	2.6	3.4	4.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	12184.5	3703.3	3703.3	3703.3	3703.3
应付账款周转率	4.6	4.3	4.3	4.3	4.3
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	49.93	59.49	70.60	83.21	97.21
每股经营现金流(最新摊薄)	29.21	53.01	84.22	91.10	101.37
每股净资产(最新摊薄)	157.20	171.68	242.29	304.50	376.71
估值比率					
P/E	34.4	28.8	24.3	20.6	17.6
P/B	10.9	10.0	7.1	5.6	4.6
EV/EBITDA	23.6	19.8	15.9	13.0	10.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	**说明**
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn