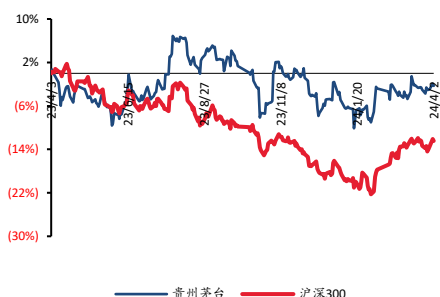


贵州茅台：业绩超预期，2024 年增长信心充足

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	12.56/12.56
总市值/流通(亿元)	21,531.1/21,531.1
	31.1
12 个月内最高/最低价(元)	1,935/1,555.5
	5

相关研究报告

- <<贵州茅台：产品提价落地超预期，彰显行业龙头本色>>—2023-11-02
- <<贵州茅台：业绩符合预期，合同负债留有余力>>—2023-10-23
- <<贵州茅台(600519)：经营指标超预期完成，营销改革将助力提速>>—2022-01-03

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

事件：贵州茅台发布 2023 年年报，2023 年实现营收 1505.60 亿元，同比+18.04%，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%。2023Q4 实现营收 452.44 亿元，同比+19.80%，归母净利润 218.58 亿元，同比+19.33%，扣非归母净利润为 219.37 亿元，同比+19.23%。

2023 年业绩超额完成目标，系列酒表现亮眼。2023 年公司超额完成年初制定的 15% 增长目标，业绩略超此前预告。2023 年公司茅台酒/系列酒分别实现营收 1265.89/206.30 亿元，同比+17.39%/+29.43%，其中 2023Q4 茅台酒/系列酒分别实现营收 393.20/50.36 亿元，同比+17.6%/+48.2%，茅台酒受益于飞天提价以及非标产品放量实现稳步增长，系列酒因产能增加和 1935 放量增长明显，2023 年茅台 1935 含税销售额超过 110 亿元，同比翻倍增长，上市两年成为百亿大单品。茅台王子酒单品营收已超 40 亿，汉酱、贵州大曲、赖茅单品营收分别超 10 亿元。拆分量价来看，茅台酒销量/吨价分别为 4.21 万吨/300.62 万元/吨，同比+11.1%/+5.7%，茅台酒量增明显主要由于非标投放量增加，吨价提升主因四季度提价和直销比例增加，系列酒销量/吨价分别为 3.12 万吨/66.20 万元/吨，同比+2.94%/+25.7%，系列酒吨价提升较快主因 1935 放量。生产端方面，公司生产茅台酒基酒约 5.72 吨，同比增长 0.7%，系列酒基酒约 4.29 万吨，同比增长 22.4%，系列酒产能增加明显。

直营占比已达 45.7%，i 茅台增长显著。2023 年公司直销/批发渠道分别实现收入 672.33/799.86 亿元，同比+36.2%/+7.5%，直营占比 45.7%，同比+5.8pct，2024Q4 公司直销/批发渠道分别实现收入 210.26/233.29 亿元，占比 47.4%/52.6%，直营占比近一半，直销比例稳步提升。i 茅台全年实现收入 223.7 亿元，同比+88.3%，“i 茅台”数字营销平台注册用户已超 5300 万人，日活用户超 480 万人，交易额达 443 亿元。经销商国内/国外分别达 2080/106 个，净增加-4/+1 个。

合同负债环比上升，2024 年公司展望积极。2023 年公司毛利率为 91.96%，同比+0.09pct，其中 2023Q4 毛利率 92.56%，同比+0.71pct，系茅台酒和系列酒内部产品结构提升。2023 年税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.77%/3.09%/6.46%/0.10%/-1.19%，同比+0.27/+0.50/-0.61/-0.01/-0.10pct，税率及费用率较为稳定，净利率达 52.49%，同比-0.19pct。公司经营性现金流净额为 665.93 亿元，合同负债达 141.26 亿元，环比+27.31 亿元，同比-13.46 亿元，蓄水池保持稳定。公司 2024 年展望积极，目标实现营业总收入增长 15% 左右，完成固定资产投资 61.79 亿元。茅台酒方面，飞天于 2023 年 11 月 1 日提价 20%，或将直接贡献约 5% 的收入增速，另外 2024 年茅台酒的投放量预计将达到 4.5 万吨，同比增长约 7%，其中增量主要由非标

和新品贡献。系列酒方面，两款大单品酱香经典和金王子酒分别提价 10 元和 20 元，同时公司推出定价约 600 元的汉酱新品，1935 目标积极，将进一步推升系列酒的产品结构，在产能逐渐释放的背景下或将延续量价齐升态势，公司业绩增长抓手充足。公司全年累计分红达 565.5 亿元，分红率高达 75.7%，分红金额再创历史新高，较去年增长约 18 亿元，当前市值对应的股息率为 2.6%。

投资建议：考虑到茅台酒提价以及系列酒产能增加步入放量周期，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 69.75/81.00/92.90 元，对应 PE 分别为 25x/21x/18x，按照 2025 年业绩给予 25 倍，目标价 2025.00 元，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策风险、食品安全风险、结构升级不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	150,560	175,563	203,421	232,922
营业收入增长率(%)	18.04%	16.61%	15.87%	14.50%
归母净利润（百万元）	74,734	87,623	101,753	116,704
净利润增长率(%)	19.16%	17.25%	16.13%	14.69%
摊薄每股收益（元）	59.49	69.75	81.00	92.90
市盈率（PE）	29.01	24.57	21.16	18.45

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	58,274	69,070	164,796	211,148	268,265
应收和预付款项	1,024	109	1,169	1,243	1,493
存货	38,824	46,435	51,082	59,050	67,934
其他流动资产	118,489	109,558	109,577	109,586	109,593
流动资产合计	216,611	225,173	326,624	381,027	447,285
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	5	4	6	8	9
固定资产	19,743	19,909	22,952	25,694	28,342
在建工程	2,208	2,137	2,021	1,903	1,785
无形资产开发支出	7,274	8,790	9,794	10,863	11,899
长期待摊费用	146	160	166	170	170
其他非流动资产	225,124	241,698	343,413	397,997	464,396
资产总计	254,501	272,700	378,351	436,634	506,602
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	2,408	3,093	3,146	3,623	4,176
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	47,154	45,950	59,785	68,330	75,618
负债合计	49,563	49,043	62,931	71,953	79,794
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	194,860	213,043	300,666	344,869	401,337
归母公司股东权益	197,480	215,669	303,291	347,494	403,962
少数股东权益	7,458	7,988	12,129	17,188	22,846
股东权益合计	204,938	223,656	315,420	364,681	426,809
负债和股东权益	254,501	272,700	378,351	436,634	506,602

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	36,699	66,593	100,352	108,360	121,840
投资性现金流	-5,537	-9,724	-4,768	-4,504	-4,487
融资性现金流	-57,425	-58,889	-52,574	-57,504	-60,235
现金增加额	-26,262	-2,019	43,010	46,352	57,118

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	127,554	150,560	175,563	203,421	232,922
营业成本	10,199	11,981	13,393	15,547	17,849
营业税金及附加	18,496	22,234	24,725	29,899	34,553
销售费用	3,298	4,649	4,636	5,182	6,636
管理费用	9,012	9,729	10,645	12,358	14,416
财务费用	-1,392	-1,790	-1,020	-2,783	-4,645
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	64	34	92	107	122
公允价值变动	0	3	0	0	0
营业利润	87,880	103,709	123,146	143,184	164,053
其他非经营损益	-178	-46	-135	-55	-55
利润总额	87,701	103,663	123,011	143,129	163,998
所得税	22,325	26,141	31,247	36,318	41,636
净利润	65,376	77,521	91,764	106,811	122,362
少数股东损益	2,659	2,787	4,141	5,059	5,659
归母股东净利润	62,717	74,734	87,623	101,753	116,704

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	91.87%	91.96%	92.20%	92.20%	92.20%
销售净利率	50.54%	50.60%	51.03%	51.05%	51.00%
销售收入增长率	16.53%	18.04%	16.61%	15.87%	14.50%
EBIT 增长率	17.17%	17.88%	19.75%	15.05%	13.54%
净利润增长率	19.55%	19.16%	17.25%	16.13%	14.69%
ROE	31.76%	34.65%	28.89%	29.28%	28.89%
ROA	24.64%	27.41%	23.16%	23.30%	23.04%
ROIC	31.37%	34.01%	28.81%	28.68%	27.82%
EPS (X)	49.93	59.49	69.75	81.00	92.90
PE (X)	34.59	29.01	24.57	21.16	18.45
PB (X)	10.99	10.05	7.10	6.20	5.33
PS (X)	17.48	14.68	12.54	10.80	9.41
EV/EBITDA (X)	23.97	20.61	16.23	13.77	11.77

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。