



贵州茅台 (600519.SH): 业绩表现优异, 24 年势能不减

2024 年 4 月 10 日

强烈推荐/维持

贵州茅台

公司报告

事件: 公司 23 年实现营业收入 1505.6 亿元, 同比+18.04%; 实现归母净利润 747.34 亿元, 同比+19.16%。其中 23Q4 实现营业收入 452.44 亿元, 同比+19.8%; 归母净利润 218.58 亿元, 同比+19.33%。公司业绩表现优异。

茅台酒吨价稳步增长, 1935 等大单品持续放量。 23 年茅台酒实现营业收入 1265.89 亿, 同比增长 17.39%, 系列酒实现营业收入 206.3 亿, 同比增长 29.43%。其中, 23 年茅台酒销量 4.21 万吨, 同比增长 11.1%, 吨价同比增长 5.66%, 主要是非标产品进一步放量以及直营比例提升带来的。系列酒销量 3.12 万吨, 同比增长 2.9%, 吨价同比增长 25.74%, 主要来自于 1935 等大单品的快速增长带动, 其中茅台 1935 营收超百亿, 茅台王子酒营收超 40 亿元, 汉酱、贵州大曲、赖茅营收分别超 10 亿元。

i 茅台销售快速增长, 推动直营比例继续提升。 23 年茅台直营实现收入 672.33 亿, 直营占比 45.52%, 同比提升 5.37 个百分点。直营占比的快速提升, 主要来自于 i 茅台平台的快速增长, 商超、团购等其他直销渠道也稳步提升。23 年 i 茅台实现收入 223.74 亿元, 同比增长 88.29%, 主要是来自于非标品、1935 和 100 毫升飞天茅台投放的增加。

净利率持续提升, 费用率较为平稳。 23 年公司整体毛利率 91.96%, 同比提升 0.09pct, 其中, 茅台酒毛利率同比下降 0.07 个百分点, 系列酒毛利率同比提升 2.54 个百分点。茅台酒毛利率略有下降, 主要是成本中直接材料占比提升带来的影响。23 年销售费用率实现 3.09%, 同比提升 0.5pct, 主要是广告及市场拓展费用增加; 管理费用率实现 6.57%, 同比下降 0.6pct, 主要是职工薪酬费用支出慢于收入增长。

公司盈利预测和评级: 展望 24 年, 公司指引收入增长 15%左右, 给与市场较强的增长信心。去年 11 月公司对飞天/五星进行调价, 预计调价对销售收入贡献 5-6%, 加上非标产品投放继续增长, 直营渠道的进一步放量, 以及系列酒持续高速增长, 公司保持稳定增长可期。我们预期 2024 年公司实现销售收入同比增长 15.1%, 归母净利润增长 17.73%, 对应 EPS 70.04 元, 当前股价对应估值 23.73 倍。考虑到茅台历史估值水平以及业绩增长的确定性, 我们给予目标估值 30 倍, 目标价 2101 元, 给与“强烈推荐”评级。

风险提示: 宏观消费恢复不及预期, 市场竞争过于激烈, 公司产品结构提升不及预期等。

公司简介:

公司主营贵州茅台酒系列产品的生产和销售。

资料来源: 公司公告

未来 3-6 个月重大事项提示:

无

发债及交叉持股介绍:

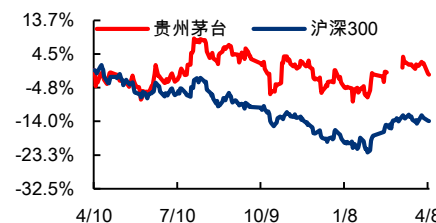
无

交易数据

52 周股价区间 (元)	1,897.0-1,577.0
总市值 (亿元)	20,880.77
流通市值 (亿元)	20,880.77
总股本/流通 A 股 (万股)	125,620/125,620
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	0.51

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

分析师: 孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520070004

分析师: 王洁婷

021-25102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520070003

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	127,553.96	150,560.33	173,294.94	197,902.82	225,213.41
增长率（%）	16.53%	18.04%	15.10%	14.20%	13.80%
归母净利润（百万元）	62,716.44	74,734.07	87,984.36	101,819.17	117,254.34
元）					
增长率（%）	19.55%	19.16%	17.73%	15.72%	15.16%
净资产收益率（%）	31.75%	34.65%	37.52%	39.73%	41.68%
每股收益(元)	49.93	59.49	70.04	81.05	93.34
PE	33.29	27.94	23.73	20.51	17.81
PB	10.57	9.68	8.91	8.15	7.42

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	216611	225173	248015	271900	299064	营业收入	127554	150560	173295	197903	225213
货币资金	58274	69070	85418	104151	125250	营业成本	10093	11867	13933	15239	16215
应收账款	21	60	47	53	61	营业税金及附加	18496	22234	25994	29685	33782
其他应收款	32	28	32	36	41	营业费用	3298	4649	6065	6452	6892
预付款项	897	35	711	1444	2245	管理费用	9012	9729	10918	11874	12995
存货	38824	46435	52247	56645	61883	财务费用	-1392	-1790	-1441	-1696	-1686
其他流动资产	161	71	71	71	71	研发费用	135	157	191	218	248
非流动资产合计	37753	47527	41589	39573	37532	资产减值损失	0.00	0.00	12.47	14.24	16.20
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	3.15	3.15	3.15	3.15
固定资产	19743	19909	19218	17928	16338	投资净收益	63.84	34.03	34.03	34.03	34.03
无形资产	7083	8572	8386	8203	8025	加: 其他收益	24.51	34.64	39.88	45.54	51.82
其他非流动资产	0	110	110	110	110	营业利润	87880	103709	117700	136200	156840
资产总计	254365	272700	289603	311474	336596	营业外收入	70.85	86.78	86.78	86.78	86.78
流动负债合计	49066	48698	47234	47525	47871	营业外支出	248.88	132.88	132.88	132.88	132.88
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	87701	103663	117654	136154	156794
应付账款	2408	3093	3452	3743	4089	所得税	22326	26141	29669	34335	39539
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	65375	77521	87984	101819	117254
一年内到期的非流动负	109	57	57	57	57	少数股东损益	2659	2787	0	0	0
非流动负债合计	334	346	80	81	82	归属母公司净利润	62716	74734	87984	101819	117254
长期借款	0	0	1	2	3	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
负债合计	49400	49043	47314	47606	47953	成长能力					
少数股东权益	7458	7988	7988	7988	7988	营业收入增长	16.53%	18.04%	15.10%	14.20%	13.80%
实收资本 (或股本)	1256	1256	1256	1256	1256	营业利润增长	17.56%	18.01%	13.49%	15.72%	15.15%
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	归属于母公司净利润增	19.55%	19.16%	17.73%	15.72%	15.16%
未分配利润	161302	172983	182901	194388	207576	获利能力					
归属母公司股东权益合	197507	215669	234301	255880	280655	毛利率(%)	91.87%	91.96%	91.96%	92.30%	92.80%
负债和所有者权益	254365	272700	289603	311474	336596	净利率(%)	51.25%	51.49%	50.77%	51.45%	52.06%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	24.66%	27.41%	30.35%	32.63%	34.76%
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE(%)	31.75%	34.65%	37.52%	39.73%	41.68%
经营活动现金流	66593	66593	79654	96388	110527	偿债能力					
净利润	65375	77521	87144	100921	115872	资产负债率(%)	19%	18%	16%	15%	14%
折旧摊销	1688.45	1937.42	1984.16	2048.78	2079.50	流动比率	4.41	4.62	5.24	5.71	6.25
财务费用	-1392	-1790	-1441	-1696	-1686	速动比率	3.62	3.67	4.10	4.47	4.94
应收账款减少	-21	-39	14	-7	-7	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.50	0.57	0.62	0.66	0.69
投资活动现金流	36699	-9724	3763	-10	-17	应收账款周转率	12184	3703	3214	3892	3886
公允价值变动收益	0	3	3	3	3	应付账款周转率	57.74	54.73	51.92	52.78	55.71
长期投资减少	0	0	3981	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	64	34	34	34	34	每股收益(最新摊薄)	49.93	59.49	70.04	81.05	93.34
筹资活动现金流	-57425	-58889	-67069	-77645	-89410	每股净现金流(最新摊	-20.91	-1.61	11.68	14.53	18.09
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	157.23	171.68	186.66	203.99	223.95
长期借款增加	0	0	1	1	1	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	33.29	27.94	23.73	20.51	17.81
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	10.57	9.68	8.91	8.15	7.42
现金净增加额	45867	-2020	16348	18732	21099	EV/EBITDA	23.02	19.44	16.95	14.55	12.49

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业：糖酒会酒企反馈积极，悲观预期修复	2024-03-25
行业普通报告	食品饮料行业：食品饮料视角看政府工作报告	2024-03-13
行业深度报告	食品饮料行业：两宏观因素推动企业现金流好转—2020年复盘和2024年展望	2024-02-23
行业普通报告	食品饮料行业：物价温和回升预期增强，食品饮料企业盈利有望进一步增强	2024-01-31
行业普通报告	食品饮料行业：建议关注长期基本面扎实个股	2024-01-23
行业普通报告	食品饮料行业：食品饮料行业高分红个股梳理	2024-01-08
行业普通报告	食品饮料行业：11月社零数据进一步回暖，餐饮业加速复苏	2023-12-29
行业普通报告	食品饮料行业：“转型”、“分化”为白酒关键词，复苏仍待经济回暖	2023-12-28
公司深度报告	食品饮料行业2024年投资展望：顺周期优先	2023-11-29
公司普通报告	贵州茅台（600519）：业绩稳定增长，龙头稳健性凸显	2023-08-07
公司普通报告	贵州茅台（600519）：一季度业绩实现开门红，高质量发展延续	2023-04-19

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师, 工商管理硕士, 曾任职太平洋证券、民生证券等, 10 年食品饮料行业研究经验, 2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士, 2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究, 主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526