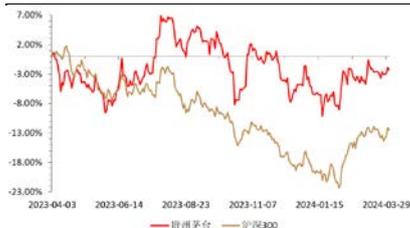


评级： 买入

赵瑞  
农业食饮分析师  
SAC 执证编号：S0110522120001  
zhaorui2022@sczq.com.cn

易嘉豪  
联系人  
yijiahao@sczq.com.cn

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

- 年初业绩目标顺利完成，2024 年发展势能依旧充足
- 三季度业绩稳健，阶段性回调迎来中长期布局机遇
- 行稳致远，龙头全年业绩有望持续稳健增长

## 核心观点

事件：贵州茅台发布 23 年年报，年度内公司实现营业总收入 1505.60 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%。

- 23 年全年业绩目标高质量超额完成，茅台酒及系列酒两翼齐飞：**23 年公司圆满完成年初设定的 15% 的营业总收入增长目标，23 年第四季度茅台营业总收入 452.44 亿元，Q4 单季同比增长 19.8%，环比提升 6.66pct。其中茅台酒 23Q4 营业收入为 393.2 亿元，单季同比增长 17.6%，系列酒 23Q4 营业收入 50.36 亿元，单季同比增长 48.19%。茅台酒四季度营业收入增加我们预计主要与 11 月飞天提价有一定关系，系列酒增速的提升我们推测可能主要与公司四季度 1935 放量有关。
- 盈利能力优秀，直销渠道继续拓展：**根据 23 年年报，公司 2023 年毛利率为 91.96%，同比提升 0.09pct；销售净利率 52.49%，同比于去年略微下降 0.19pct，公司整体盈利能力优秀。23 年直销渠道营业收入 672.3 亿元，同比增长 36.16%，代理收入 799.86 亿元，同比增长 7.52%。我们推测直销收入的高质量增长可能与 i 茅台营收增加有关。
- 24 年目标设定合理科学，预计全年目标达成概率较大：**公司 2024 年主要目标为实现营业总收入较上年度增长 15% 左右，与 2023 年年初设立目标一致。受益于 23 年 11 月飞天提价以及产品、渠道、品牌、终端四端齐抓的继续推进，我们预计 24 年全年业绩目标的实现概率较大。
- 批价基本稳定，中长期布局机遇凸显：**4.10 日飞天整箱/散瓶价格分别为 2790/2505 元，渠道利润依旧丰厚，股份公司实现 2024 年增长目标的工具箱依旧充足，我们认为当前位置或已迎来中长期布局机遇。
- 投资建议：**根据公司公告调整盈利预测，预计 24-26 年营业总收入实现 1757.19/2050.99/2394.12 亿元；24-26 年归母净利润预计实现 871.39/1015.30/1170.35 亿元；24-26 年 EPS 预计实现 69.37/80.82/93.17 元，当前股价对应 PE 分别为 24.7/21.2/18.4 倍。维持“买入”评级。
- 风险提示：**经济复苏不及预期，行业政策风险，食品安全问题等。

## 盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（亿元）	1505.60	1757.19	2050.99	2394.12
营收增速（%）	18.0	16.7	16.7	16.7
归母净利润（亿元）	747.72	871.39	1015.30	1170.35
归母净利润增速（%）	19.3	16.5	16.5	15.3
EPS(元/股)	59.52	69.37	80.82	93.17
PE	28.8	24.7	21.2	18.4

资料来源：Wind，首创证券



## 分析師簡介

趙瑞：農業及食品飲料行業分析師，復旦大學金融碩士，2022年11月加入首創證券研究發展部。

易嘉豪：南開大學金融碩士，首席研究員，主要覆蓋白酒行業，五年行業產業研究經驗，一年食品飲料買方研究經歷，四年頭部白酒企業市場研究及一線運營經歷，2023年5月加入首創證券研究發展部。

## 分析師聲明

本報告清晰準確地反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響，作者將對報告的內容和觀點負責。

## 免責聲明

本報告由首創證券股份有限公司（已具備中國證監會批復的證券投資諮詢業務資格）制作。本報告所在資料的來源及觀點的出處皆被首創證券認為可靠，但首創證券不保證其準確性或完整性。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求，必要時就法律、商業、財務、稅收等方面諮詢專業財務顧問的意見。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，首創證券及/或其關聯人員均不承擔任何法律責任。投資者需自主作出投資決策並自行承擔投資風險，任何形式的分享證券投資收益或者分擔證券投資損失的書面或口頭承諾均為無效。

本報告所載的信息、材料或分析工具僅提供給閣下作參考用，不是也不應被視為出售、購買或認購證券或其他金融工具的要約或要約邀請。該等信息、材料及預測無需通知即可隨時更改。過往的表現亦不應作為日後表現的預示和擔保。在不同時期，首創證券可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。

首創證券的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。首創證券沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。首創證券的自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

在法律許可的情況下，首創證券可能會持有本報告中提及公司所發行的證券頭寸並進行交易，也可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。因此，投資者應當考慮到首創證券及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。投資者請勿將本報告視為投資或其他決定的唯一信賴依據。

本報告的版權僅為首創證券所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、複製、刊登、發表或引用。

## 評級說明

	評級	說明
<b>1. 投資建議的比較標準</b>		
投資評級分為股票評級和行業評級	<b>股票投資評級</b>	買入 相對滬深300指數漲幅15%以上
以報告發布後的6個月內的市場表現為比較標準，報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深300指數的漲跌幅為基準	增持	相對滬深300指數漲幅5%-15%之間
	中性	相對滬深300指數漲幅-5%-5%之間
	減持	相對滬深300指數跌幅5%以上
<b>2. 投資建議的評級標準</b>	<b>行業投資評級</b>	看好 行業超越整體市場表現
報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深300指數的漲跌幅為基準	中性	行業與整體市場表現基本持平
	看淡	行業弱於整體市場表現