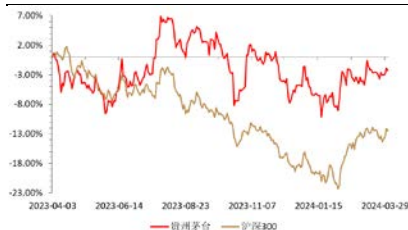


评级： 买入

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

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	225173	258145	296830	340473	经营活动现金流	66593	70608	81778	95490
现金	69070	76823	85418	93853	净利润	74772	87139	101530	117035
应收账款	60	53	62	72	折旧摊销	1865	2569	2489	2417
其它应收款	28	32	37	44	财务费用	13	-1790	-1790	0
预付账款	35	40	46	54	投资损失	-34	-17	-17	-17
存货	46435	53415	62185	72495	营运资金变动	-11675	-20542	-24223	-28313
其他	109130	127366	148661	173532	其它	-1135	-1	5	5
非流动资产	47527	46777	46108	45511	投资活动现金流	-9724	-1803	-1803	-1803
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-2620	-1819	-1819	-1819
固定资产	19909	20065	20208	20338	长期投资	7691	0	0	0
无形资产	8790	7916	7130	6422	其他	-14795	16	16	16
其他	4426	4426	4426	4426	筹资活动现金流	-58889	-61052	-71379	-85253
资产总计	272700	304922	342938	385984	短期借款	0	0	0	0
流动负债	48698	53318	59188	66089	长期借款	-52	-57	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-60139	-62785	-73169	-85253
应付账款	3093	3559	4143	4830	现金净增加额	-2020	7752	8596	8435
其他	13857	15943	18560	21637					
非流动负债	346	346	346	346	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	267	267	267	267	营业收入	18.0%	16.7%	16.7%	16.7%
负债合计	49043	53663	59534	66435	营业利润	18.1%	16.6%	16.5%	15.3%
少数股东权益	7988	11236	15021	19384	归属母公司净利润	19.3%	16.5%	16.5%	15.3%
归属母公司股东权益	215669	240022	268383	300165	获利能力				
其他	267	267	267	267	毛利率	92.1%	92.2%	92.3%	92.3%
负债和股东权益	272700	304922	342938	385984	净利率	49.7%	49.6%	49.5%	48.9%
					ROE	34.7%	36.3%	37.8%	39.0%
					ROIC	34.1%	35.5%	36.7%	38.0%
					偿债能力				
					资产负债率	18.0%	17.6%	17.4%	17.2%
					净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	4.62	4.84	5.02	5.15
					速动比率	3.67	3.84	3.96	4.05
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.58	0.60	0.62
					应收账款周转率	1500.37	2447.72	2732.40	2732.51
					应付账款周转率	4.31	4.11	4.13	4.13
					每股指标(元)				
					每股收益	59.52	69.37	80.82	93.17
					每股经营现金	53.01	56.21	65.10	76.02
					每股净资产	171.68	191.07	213.65	238.95
					估值比率				
					P/E	28.8	24.7	21.2	18.4
					P/B	9.99	8.98	8.03	7.18
利润表 (百万元)									
	2023	2024E	2025E	2026E					
营业收入	150560	175719	205099	239412					
营业成本	11867	13653	15895	18531					
营业税金及附加	22234	25950	30288	35355					
营业费用	4649	5425	6333	7392					
研发费用	157	184	214	250					
管理费用	9729	11355	13254	15471					
财务费用	-1790	-1790	-1790	0					
资产减值损失	38	38	38	38					
公允价值变动收益	3	3	3	3					
投资净收益	68	13	13	13					
营业利润	103747	120996	140959	162467					
营业外收入	87	11	11	11					
营业外支出	133	133	133	133					
利润总额	103700	120874	140837	162346					
所得税	26141	30487	35523	40948					
净利润	77559	90387	105315	121398					
少数股东损益	2787	3248	3785	4363					
归属母公司净利润	74772	87139	101530	117035					
EBITDA	103608	121776	141658	164884					
EPS (元)	59.52	69.37	80.82	93.17					

分析师简介

赵瑞：农业及食品饮料行业分析师，复旦大学金融硕士，2022年11月加入首创证券研究发展部。

易嘉豪：南开大学金融硕士，首席研究员，主要覆盖白酒行业，五年行业产业研究经验，一年食品饮料买方研究经历，四年头部白酒企业市场研究及一线运营经历，2023年5月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现