

## 业绩稳健 势能延续

——贵州茅台（600519.SH）年报点评

食品饮料/白酒

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 事件：

公司发布 2023 年度年报，年度内公司实现营收 1505.60 亿元、同比增长 18.04%，归母净利润 747.34 亿元、同比增长 19.16%。其中 Q4 实现营收 452.44 亿元、同比增长 19.80%，归母净利润 218.58 亿元、同比增长 19.33%，超公司此前发布的 2023 年度生产经营情况公告。

## 投资摘要：

**茅台酒量价齐增、量增超过 10%，1935 过百亿带动系列酒高增。**全年茅台酒实现营收 1265.89 亿元、同比 17.39%，拆分量价看销量 4.21 万吨、同比 +11.10%，吨价 300.62 万元/吨、同比+5.66%，吨价提高预计主要系茅台酒年底提价及非标产品放量带动。其中 Q4 茅台酒实现营收 393.20 亿元、同比 +17.60%。23 年系列酒营收 206.30 亿元、同比+29.43%，销量 3.12 万吨、吨价 66.20 万元，销量/吨价分别+2.94%/+25.73%，预计受茅台 1935 带动吨价提升明显。其中 Q4 系列酒营收同比增长 48.19%带动整体四季度营收超预期。全年茅台 1935 营收超百亿、王子酒超 40 亿元，汉酱和贵州大曲及赖茅营收超 10 亿元，系列酒大单品聚焦、吨价驱动增长为主，结构升级明显。

**直销比例进一步加大，i 茅台同比高增，其他直销渠道营收增速也超公司整体。**

公司 23 年直销/分销渠道分别实现营收 672.33/799.86 亿元、分别同比 +36.16%/+7.52%，i 茅台带动下直销高增、直销占比提高到 45.67%，同比提高 5.77pct；i 茅台实现销售 223.74 亿元、同比+88.29%，i 茅台占直销比例 33.28%、同比提高 9.21pct。除 i 茅台外，其他直销渠道 23 年实现营收 448.59 亿元、占公司营收比例 30.47%，营收同比+19.64%、增速超过公司整体增速。Q4 直营收入 210.26 亿元、同比+20.17%，较前三季度增速 44.93%有所放缓，预计主要为 i 茅台体量已较大增速放缓且其他直销渠道增长平稳。

**年末合同负债环比较同期小幅少增。**全年销售收现 1637.00 亿元+期末合同负债 141.26 亿元，合计同比 22 年增长 13.87%，其中年末合同负债同比减少 13.46 亿元，Q4 季度环比增加 27.31 亿元、较同期少增 9.04 亿元，预计主要受春节较去年延后回款节奏略有不同影响。

**销售费用略有增加，盈利能力同比提高，基酒产能和储量进一步提升。**全年销售费用率同比增加 0.50pct 至 3.09%，预计主要为系列酒的渠道和广宣等投入及销售小幅增加。管理费用率 6.46%、同比减少 0.61pct，预计主要受营收基数扩大表现有所节约，公司销售毛利率同比提高 0.09pct、净利润率提高 0.24pct，盈利能力进一步提高。全年茅台酒基酒新增产能 52.50 吨、实际产量 5.72 万吨，系列酒新增产能 6400 吨、实际产量 4.29 万吨，年末半成品酒含基酒库存量 27.98 万吨、同比提高 5.94%。公司制定 24 年目标增速 15%，与 23 年目标增速一致，定调积极。

**投资建议：**预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 1746.89、2011.90、2295.12 亿元，归母净利润分别为 874.61 亿元、1012.50 亿元和 1157.80 亿元，每股收益分别为 69.62 元、80.60 元和 92.17 元，对应 PE 分别为 23.87X、20.62X 和 18.03X，给予“买入”评级。

**风险提示：**消费场景复苏缓慢、渠道和新品开拓不及预期

## 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	174,689.39	201,190.32	229,511.91
增长率（%）	16.53%	18.04%	16.03%	15.17%	14.08%
归母净利润（百万元）	62,716.44	74,734.07	87,461.15	101,249.55	115,780.24
增长率（%）	19.55%	19.16%	17.03%	15.77%	14.35%
净资产收益率（%）	31.75%	34.65%	31.08%	28.24%	25.90%
每股收益（元）	49.93	59.49	69.62	80.60	92.17
PE	33.29	27.94	23.87	20.62	18.03
PB	10.57	9.68	7.42	5.82	4.67

资料来源：公司 2022-2023 年财报，申港证券研究所

评级

买入

2024 年 04 月 10 日

徐广福

分析师

SAC 执业证书编号：S1660524030001

## 交易数据

时间 2024.4.10

总市值/流通市值（亿元）	20,701.89/20,701.89
总股本（万股）	125,619.78
资产负债率（%）	17.98
每股净资产（元）	171.68
收盘价（元）	1,647.98
一年内最低价/最高价（元）	1,555.55/1,935.0

## 公司股价表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

## 相关报告

1、《贵州茅台半年报点评：茅台稳如磐石 直销驱动高增》2023-08-04

表1: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元		
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	127554	150560	174689	201190	229512	流动资产合计	216611	225173	296876	380054	475309
营业成本	10093	11867	13788	16011	18400	货币资金	58274	69070	242035	261670	374862
营业税金及附加	18496	22234	25365	29012	33050	应收账款	21	60	49	69	72
营业费用	3298	4649	4717	5090	5608	其他应收款	32	28	32	37	42
管理费用	9012	9729	11040	12273	13610	预付款项	897	35	633	735	845
研发费用	135	157	184	206	231	存货	38824	46435	53494	62383	71540
财务费用	-1392	-1790	-1591	-1690	-1640	其他流动资产	161	71	152	175	199
资产减值损失	0	0	0	0	0	非流动资产合计	37753	47527	45681	44030	42279
公允价值变动收益	0	3	2	2	2	长期股权投资	0	0	0	0	0
投资净收益	64	34	49	41	45	固定资产	19743	19909	18303	16781	15205
营业利润	87880	103709	121285	140393	160355	无形资产	7083	8572	8387	8205	8027
营业外收入	71	87	5	46	25	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	249	133	2	67	35	其他非流动资产	0	110	64	73	84
利润总额	87701	103663	121288	140371	160345	资产总计	254365	272700	342557	424084	517588
所得税	22326	26141	30565	35346	40247	流动负债合计	49066	48698	49589	50225	50880
净利润	65375	77521	90723	105026	120099	短期借款	0	0	0	0	0
少数股东损益	2659	2787	3262	3776	4318	应付账款	2408	3093	3395	3942	4530
归属母公司净利润	62716	74734	87461	101250	115780	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	95014	112143	121536	140556	160568	一年内到期的非流动负债	109	57	57	57	57
EPS (元)	49.93	59.49	69.62	80.60	92.17	非流动负债合计	334	346	346	346	346
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
						应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	49400	49043	49935	50570	51225
营业收入增长	16.53%	18.04%	16.03%	15.17%	14.08%	少数股东权益	7458	7988	11250	15026	19345
营业利润增长	17.56%	18.01%	16.95%	15.75%	14.22%	实收资本(或股本)	1256	1256	1256	1256	1256
归属于母公司净利润增长	19.55%	19.16%	17.03%	15.77%	14.35%	资本公积	1375	1375	1000	1000	1000
获利能力						未分配利润	161302	172983	231188	298744	375895
毛利率(%)	92.09%	92.12%	92.11%	92.04%	91.98%	归属母公司股东权益合计	197507	215669	281372	358487	447018
净利率(%)	51.25%	51.49%	51.93%	52.20%	52.33%	负债和所有者权益	254365	272700	342557	424084	517588
总资产净利润(%)	24.66%	27.41%	25.53%	23.87%	22.37%	现金流量表					
ROE(%)	31.75%	34.65%	31.08%	28.24%	25.90%	单位:百万元					
偿债能力						经营活动现金流	36699	66593	193085	42245	138864
资产负债率(%)	19%	18%	15%	12%	10%	净利润	65375	77521	90723	105026	120099
流动比率	4.41	4.62	5.99	7.57	9.34	折旧摊销	1600	1848	1842	1853	1854
速动比率	3.62	3.67	4.91	6.32	7.94	财务费用	-1392	-1790	-1591	-1690	-1640
营运能力						应付帐款减少	-21	-39	11	-19	-3
总资产周转率	0.50	0.57	0.57	0.52	0.49	预收帐款增加	0	0	0	0	0
应收账款周转率	12184	3703	3184	3406	3269	投资活动现金流	-5537	-9724	47	-166	-63
应付账款周转率	57.74	54.73	53.85	54.84	54.18	公允价值变动收益	0	3	2	2	2
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	49.93	59.49	69.62	80.60	92.17	投资收益	64	34	49	41	45
每股净现金流(最新摊薄)	-20.91	-1.61	137.69	15.63	90.11	筹资活动现金流	-57425	-58889	-20167	-22444	-25609
每股净资产(最新摊薄)	157.23	171.68	223.99	285.37	355.85	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	33.29	27.94	23.87	20.62	18.03	普通股增加	0	0	0	0	0
P/B	10.57	9.68	7.42	5.82	4.67	资本公积增加	0	0	-375	0	0
EV/EBITDA	21.36	18.00	15.19	12.99	10.67	现金净增加额	-26263	-2020	172965	19635	113192

资料来源: wind, 公司2022-2023年财报, 申港证券研究所

### 分析师承诺

敬请参阅最后一页免责声明

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独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。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，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。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

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 投资评级说明

### 申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：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 指数或纳斯达克指数。）

### 申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：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 指数或纳斯达克指数。）