

23 年靓丽收官，24 年势能延续

2024 年 04 月 03 日

► **事件：**公司发布 2023 年年报，2023 年实现营业总收入 1505.6 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，23Q4 营业总收入 452.44 亿元，同比增长 19.8%，归母净利润 218.58 亿元，同比增长 19.33%。公司收入业绩略超业绩预告。

► **系列酒结构升级延续，公司产品矩阵全面构建。**23 年公司酒类收入 +18.94%，其中茅台酒/系列酒营业收入 1,265.89/206.30 亿元，同比 +17.39%/+29.43%，茅台酒占酒类收入比重同比变动-1.14pct 至 85.99%。量价拆分看，茅台酒/系列酒销量 4.21/3.12 万吨，同比+11.10%/+2.94%，茅台 1935 成为营收百亿级大单品，茅台王子酒单品营收超 40 亿元，汉酱、贵州大曲、赖茅单品营收分别超 10 亿元，形成了千、百、十亿级大单品格局，产品矩阵全面构建。茅台酒/系列酒吨价 300.62/66.20 万元/吨，同比 +5.66%/+25.74%，系列酒结构升级趋势延续；23 年公司酒类业务毛利率 92.11%，同比+0.11pct，其中茅台酒/系列酒毛利率 94.12%/79.76%，同比变动-0.07pct/+2.54pct。

► **直销占比高达 46%，i 茅台收入突破 200 亿。**23 年公司批发代理/直销收入 799.86/672.33 亿元，同比+7.52%/+36.16%，直销渠道收入占比同比+5.77pct 至 45.67%，其中 23 年“i 茅台”收入+88.29%至 223.74 亿元，毛利率同比 +0.83pct 至 96.09%。23 年经销商数量基本持平，平均经销商规模同比变动 7.67%至 3659.02 万元/家。

► **盈利水平稳定提升，23 年现金分红比例高达 84%。**23 年公司毛利率/归母净利率分别同比变动+0.10/+0.06pct 至 91.96%/50.60%，主因产品结构提升。公司销售费用率/管理费用率分别同比变动+0.49/-0.67pct 至 3.15%/6.59%。23 年经营性现金流同比+81.46%至 665.93 亿元，合同负债同比变动-13.46 亿元至 141.26 亿元，相较于 23Q3 变动+27.31 亿元。23 年茅台酒/系列酒实际产能分别 5.72/4.29 万吨，同比+0.69%/+22.41%。茅台酒/系列酒基酒新增产能分别于 23 年 10 月/11 月投产，均将在 24 年释放。23 年度分红 388 亿元，结合此前特别分红 240 亿元，公司 23 年现金分红比例为 84%。

► **投资建议：公司 24 年经营目标：1、营业总收入同比增长 15%左右；2、完成固定资产投资 61.79 亿元。**随着茅台产能逐步扩产、茅台酒系列酒双轮驱动，营销改革红利将持续释放，集团“十四五”双翻番（营收翻一番从 1000 亿元到 2000 亿元；利税翻一番达到 1800 亿元）兑现预期强。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 877/1029/1080 亿元，同比增长 17.4%/17.3%/14.7%，当前股价对应 PE 分别为 25/21/18 倍，维持“推荐”评级

► **风险提示：**渠道改革、产品结构升级不及预期，食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	150,560	176,306	205,958	235,860
增长率 (%)	18.0	17.1	16.8	14.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	74,734	87,743	102,926	118,048
增长率 (%)	19.2	17.4	17.3	14.7
每股收益 (元)	59.49	69.85	81.93	93.97
PE	29	25	21	18
PB	10.0	8.1	6.7	5.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 2 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

1,713.99 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

- 1.贵州茅台 (600519.SH) 2023 年度经营数据公告点评：大集团一盘棋显效，高质量完成全年目标-2024/01/01
- 2.贵州茅台 (600519.SH) 事件点评：再次实施特别分红，兑现发展红利-2023/11/21
- 3.贵州茅台 (600519.SH) 重大事项公告点评：飞天提价，业绩增长动能充足-2023/11/02
- 4.贵州茅台 (600519.SH) 2023 年三季报点评：业绩稳健增长，延续高质量发展-2023/10/23
- 5.贵州茅台 (600519.SH) 2023 年半年报点评：直营占比持续提升，茅台酒 23Q2 环比提速-2023/08/03

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	150,560	176,306	205,958	235,860
营业成本	11,981	12,947	15,173	17,640
营业税金及附加	22,234	25,565	29,865	34,201
销售费用	4,649	5,289	6,179	7,076
管理费用	9,729	11,460	13,387	15,331
研发费用	157	188	219	251
EBIT	101,882	120,899	141,183	161,417
财务费用	-1,790	-815	-1,583	-2,318
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	34	41	47	54
营业利润	103,709	121,754	142,813	163,788
营业外收支	-46	-46	-46	-46
利润总额	103,663	121,708	142,767	163,742
所得税	26,141	30,692	36,002	41,292
净利润	77,521	91,016	106,765	122,451
归属于母公司净利润	74,734	87,743	102,926	118,048
EBITDA	103,820	122,861	143,186	163,448

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	69,070	133,089	194,317	263,352
应收账款及票据	74	0	0	0
预付款项	35	0	0	0
存货	46,435	0	0	0
其他流动资产	109,558	109,531	109,531	109,531
流动资产合计	225,173	242,620	303,848	372,883
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	19,909	20,622	21,097	21,413
无形资产	8,572	8,572	8,572	8,572
非流动资产合计	47,527	47,526	47,525	47,523
资产合计	272,700	290,146	351,372	420,405
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	3,093	0	0	0
其他流动负债	45,605	13,914	13,914	13,914
流动负债合计	48,698	13,914	13,914	13,914
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	346	346	346	346
非流动负债合计	346	346	346	346
负债合计	49,043	14,260	14,260	14,260
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
少数股东权益	7,988	11,261	15,099	19,502
股东权益合计	223,656	275,886	337,113	406,146
负债和股东权益合计	272,700	290,146	351,372	420,405

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	18.04	17.10	16.82	14.52
EBIT 增长率	17.89	18.66	16.78	14.33
净利润增长率	19.16	17.41	17.30	14.69
盈利能力 (%)				
毛利率	91.96	92.72	92.69	92.56
净利润率	50.60	49.77	49.97	50.05
总资产收益率 ROA	27.41	30.24	29.29	28.08
净资产收益率 ROE	34.65	33.16	31.96	30.53
偿债能力				
流动比率	4.62	17.44	21.84	26.80
速动比率	1.43	9.59	13.99	18.96
现金比率	1.42	9.57	13.97	18.93
资产负债率 (%)	17.98	4.91	4.06	3.39
经营效率				
应收账款周转天数	0.10	0.06	—	—
存货周转天数	1293.20	651.61	—	—
总资产周转率	0.56	0.63	0.64	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	59.49	69.85	81.93	93.97
每股净资产	171.68	210.66	256.34	307.79
每股经营现金流	53.01	83.42	86.60	99.10
每股股利	30.88	36.25	42.52	48.77
估值分析				
PE	29	25	21	18
PB	10.0	8.1	6.7	5.6
EV/EBITDA	20.08	16.97	14.56	12.75
股息收益率 (%)	1.80	2.11	2.48	2.85

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	77,521	91,016	106,765	122,451
折旧和摊销	1,937	1,962	2,003	2,032
营运资金变动	-11,667	11,788	0	0
经营活动现金流	66,593	104,786	108,781	124,488
资本开支	-2,595	-1,935	-1,976	-2,004
投资	-7,268	0	0	0
投资活动现金流	-9,724	-1,895	-1,928	-1,950
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-58,889	-38,872	-45,624	-53,504
现金净流量	-2,019	64,019	61,228	69,035

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026