

公司研究

超额收官，高质量增长路径延续

——贵州茅台（600519.SH）2023年度生产经营情况公告点评

要点

事件：贵州茅台发布2023年度生产经营情况公告，初步核算2023年度公司实现营业收入1495亿元（其中茅台酒营业收入约1258亿元，系列酒营收约204亿元），同比增长约17.2%，实现归母净利润约735亿元，同比增长17.2%。2023年度公司生产茅台酒基酒约5.72万吨，系列酒基酒约4.29万吨。

超额完成年度增长目标，23Q4茅台酒营收稳健增长，系列酒营收增长提速。2023年度公司总营收同比增长约17.2%，超额完成此前制定的总营收增长15%左右的目标，亦基本符合我们此前预期。估算23Q4单季总营收约441.84亿元，同比增长约17%。分产品看，2023年度茅台酒/系列酒营收分别约1258/204亿元，同比增长约16.7%/28.0%，其中23Q4单季茅台酒/系列酒营收约385.3/48.1亿元，同比增长约15.24%/41.43%，茅台酒保持稳健增长，飞天茅台全年供需关系保持紧俏，价盘基本平稳，公司此前宣布2023年11月1日起对飞天、五星等飞天系列产品提价约20%，估计吨价提升为Q4主要增长贡献。系列酒收入增长环比提速，估计茅台1935贡献较多，23年茅台1935实现营收超百亿目标。23年生产系列酒基酒约4.29万吨、较2022年度增长约22.3%，基酒产量增加亦为系列酒后续发展奠定基础。利润端估算23Q4归母净利润约206.24亿元，同比增长约12.6%、增速环比放缓，估算23Q4归母净利率约46.7%，同比下降1.8pct，估计或与毛利率相对较低的系列酒收入增长提速有关。

强化终端建设，24年蓄势待发、增长工具箱更加充足。据茅台集团2024年度市场工作会，2023年茅台集团实现营业收入1639亿元、同比增长20%，利润总额首超千亿元、同比增长超19%。23年兔年生肖茅台酒、24节气文化茅台酒、新版汉酱等产品上新、继续丰富公司产品矩阵，满足不同消费者需求，线下门店、i茅台/巽风数字世界等线上数字化渠道逐渐完善，截至2023年底，i茅台注册用户已经超过5300万，累计交易额已达到443亿元，数字化建设成效明显。公司提出当前及今后仍是终端为王的时代，集团将坚持“一盘棋”和“五合营销法”，展望2024年，预期茅台产品需求韧性仍足，春节开门红有望稳健运行，全年来看主力产品提价、非标/直营比例增加有望继续增厚利润，增长工具箱充足，24年仍有望保持稳健增长，同时公司连续两年实施特别分红、积极回报股东，治理水平持续提升，高质量发展路径有望延续。

盈利预测、估值与评级：维持2023-2025年归母净利润预测为739.04/885.43/1014.56亿元，折合EPS为58.83/70.49/80.76元，当前股价对应P/E为29/24/21倍，维持“买入”评级。

风险提示：高端白酒需求疲软，渠道改革不及预期，飞天茅台批价下行。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	109,464	127,554	149,774	177,823	203,480
营业收入增长率	11.71%	16.53%	17.42%	18.73%	14.43%
净利润（百万元）	52,460	62,716	73,904	88,543	101,456
净利润增长率	12.34%	19.55%	17.84%	19.81%	14.58%
EPS（元）	41.76	49.93	58.83	70.49	80.76
ROE（归属母公司）（摊薄）	27.68%	31.75%	31.08%	30.67%	29.46%
P/E	41	35	29	24	21
P/B	11.4	11.0	9.1	7.5	6.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-12-29

买入（维持）

当前价：1,726.00元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001

021-52523795

yangz@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.56
总市值(亿元)	21682.01
一年最低/最高(元)	1575.36/1912.92
近3月换手率	12.05%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.46	4.01	11.52
绝对	-0.82	-1.75	2.47

资料来源：Wind

相关研报

提价落地，增长工具箱更加充足——贵州茅台（600519.SH）重大事项公告点评（2023-11-01）

业绩符合预期，持续稳步向前——贵州茅台（600519.SH）2023年三季度报点评（2023-10-22）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	109,464	127,554	149,774	177,823	203,480
营业成本	8,983	10,093	12,083	14,295	16,890
折旧和摊销	1,469	1,600	2,269	2,450	2,583
税金及附加	15,304	18,496	21,118	24,895	28,487
销售费用	2,737	3,298	3,744	4,357	4,985
管理费用	8,450	9,012	10,334	12,181	13,938
研发费用	62	135	75	89	102
财务费用	-935	-1,392	-50	-22	-23
投资收益	58	64	0	0	0
营业利润	74,751	87,880	102,506	122,064	139,141
利润总额	74,528	87,701	102,426	121,984	139,061
所得税	18,808	22,326	25,606	30,496	34,765
净利润	55,721	65,375	76,819	91,488	104,296
少数股东损益	3,260	2,659	2,915	2,945	2,839
归属母公司净利润	52,460	62,716	73,904	88,543	101,456
EPS(元)	41.76	49.93	58.83	70.49	80.76

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	64,029	36,699	84,876	89,280	100,179
净利润	52,460	62,716	73,904	88,543	101,456
折旧摊销	1,469	1,600	2,269	2,450	2,583
净营运资金增加	8,979	949	1,037	8,839	10,523
其他	1,121	-28,566	7,665	-10,553	-14,383
投资活动产生现金流	-5,562	-5,537	-3,869	-4,125	-4,100
净资本支出	-3,406	-5,306	-3,859	-4,050	-4,050
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-2,156	-231	-10	-75	-50
融资活动现金流	-26,564	-57,425	-33,570	-37,620	-45,721
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	104	5	-9	0	0
无息负债变化	12,431	-8,816	3,917	3,863	3,402
净现金流	31,900	-26,262	47,436	47,536	50,358

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	91.8%	92.1%	91.9%	92.0%	91.7%
EBITDA 率	68.9%	69.1%	69.9%	70.0%	69.6%
EBIT 率	67.6%	67.8%	68.4%	68.6%	68.4%
税前净利润率	68.1%	68.8%	68.4%	68.6%	68.3%
归母净利润率	47.9%	49.2%	49.3%	49.8%	49.9%
ROA	21.8%	25.7%	25.5%	25.5%	24.8%
ROE (摊薄)	27.7%	31.8%	31.1%	30.7%	29.5%
经营性 ROIC	34.2%	39.0%	46.6%	52.2%	55.6%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	23%	19%	18%	16%	14%
流动比率	3.81	4.41	4.99	5.63	6.31
速动比率	3.24	3.62	4.20	4.76	5.34
归母权益/有息债务	1816.91	1806.17	2378.00	2887.02	3444.14
有形资产/有息债务	2363.72	2226.64	2944.28	3522.24	4142.64

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	255,168	254,365	301,481	359,191	421,144
货币资金	51,810	58,274	105,711	153,247	203,605
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收账款	0	21	0	0	0
应收票据	0	105	75	89	102
其他应收款 (合计)	33	32	0	0	0
存货	33,394	38,824	42,290	50,031	59,113
其他流动资产	135,139	116,334	116,889	117,590	118,232
流动资产合计	220,766	216,611	266,011	322,042	382,477
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	17,472	19,743	21,489	21,091	20,988
在建工程	2,322	2,208	1,956	3,267	4,550
无形资产	6,208	7,083	6,991	6,901	6,812
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	5,485	4,135	4,135	4,135	4,135
非流动资产合计	34,403	37,753	35,470	37,148	38,667
总负债	58,211	49,400	53,308	57,171	60,572
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,010	2,408	2,779	3,574	4,222
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	23,300	14,853	14,853	14,853	14,853
流动负债合计	57,914	49,066	53,306	57,169	60,570
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	296	334	2	2	2
股东权益	196,958	204,965	248,173	302,020	360,572
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
公积金	26,518	33,898	33,898	33,898	33,898
未分配利润	160,717	161,302	202,657	253,559	309,271
归属母公司权益	189,539	197,507	237,800	288,702	344,414
少数股东权益	7,418	7,458	10,373	13,318	16,157

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	2.50%	2.59%	2.50%	2.45%	2.45%
管理费用率	7.72%	7.07%	6.90%	6.85%	6.85%
财务费用率	-0.85%	-1.09%	-0.03%	-0.01%	-0.01%
研发费用率	0.06%	0.11%	0.05%	0.05%	0.05%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	21.68	25.91	29.96	36.41	41.51
每股经营现金流	50.97	29.21	67.57	71.07	79.75
每股净资产	150.88	157.23	189.30	229.82	274.17
每股销售收入	87.14	101.54	119.23	141.56	161.98

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	41	35	29	24	21
PB	11.4	11.0	9.1	7.5	6.3
EV/EBITDA	28.5	24.3	20.1	16.6	14.3
股息率	1.3%	1.5%	1.7%	2.1%	2.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
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；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP