



买入（维持）

所属行业：食品饮料/白酒 II
当前价格(元)：1,779.50

证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002
邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.06	-3.87	-5.80
相对涨幅(%)	2.61	2.39	5.30

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《贵州茅台（600519）2023 三季度报点评：放慢步伐立足长远，基本面及业绩无忧》，2023.10.22
- 《贵州茅台（600519）2023 中报点评：收入业绩符合前期预告，确定性成长性兼具》，2023.8.8
- 《贵州茅台（600519.SH）：股东增持显信心，价值底部布局时》，2022.11.30

贵州茅台（600519）提价点评：时隔 6 年提价，引领白酒打开价格天花板

投资要点

- 事件：**贵州茅台发布公告，自 2023 年 11 月 1 日起上调公司 53%vol 贵州茅台酒（飞天、五星）出厂价格，平均上调幅度约为 20%。此次调整不涉及公司产品的市场指导价格。我们认为，茅台时隔 6 年再提价，对行业中长期意义远大于短期报表增利。
- 提价直接增厚 24 年收入利润，盈利预测有望上调。**我们预计茅台此次提价约 20% 大概率到 1169 元，直接增厚 2024 年茅台公司收入和业绩，提高收入业绩增速，2024 年净利润增速大概率超过 20%，考虑到此次提价动作意味的市场化，或带来茅台估值溢价，我们认为提价催化下有望迎来估值业绩共振。考虑到当前需求恢复仍偏弱，我们认为此次提价短期内对茅台批价或带来提升，中期内价格仍由供需决定，但明年业绩已有提价作为部分保障，我们认为明年不论是普飞还是非标产品，放量的压力都不大，若市场环境仍是弱恢复，公司有充足的余地把控市场投放量，进而把控市场价格稳定。
- 提价对行业中长期影响远大于短期报表，显著提振行业信心。**茅台时隔 6 年再提价，考虑到此前五粮液、国窖出厂价已与茅台相近，白酒价格上行天花板近几年被持续封锁，此次茅台大幅提价，我们认为一方面代表高端酒价格管控放松，另一方面明年普飞非标市场价都有望稳中回升，对于白酒行业来说价格天花板预计会有稳定支撑，其余高端、次高端产品价格继续下行的压力也得到一定缓解，同时也提振了整个产业的信心。
- 投资建议：**茅台此次提价，除了增厚自身收入利润外，为自身明年做好市场把控留出了空间，同时也为高端五粮液、国窖带来了靠提价实现业绩增长的战略机会。此次上修业绩后，我们预计 2023-2025 年实现营收 1503.58/1813.15/2123.96 亿元，实现归母净利润 744.16/915.08/1089.48 亿元，当前股价对应 PE 为 30.0x/24.4x/20.5x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**消费税落地，新品推广不及预期，需求恢复不及预期

股票数据

总股本(百万股):	1,256.20
流通 A 股(百万股):	1,256.20
52 周内股价区间(元):	933.27-1897.00
总市值(百万元):	2,235,403.99
总资产(百万元):	262,076.42
每股净资产(元):	173.39

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	109,464	127,554	150,358	181,315	212,396
(+/-)YOY(%)	11.7%	16.5%	17.9%	20.6%	17.1%
净利润(百万元)	52,460	62,716	74,416	91,508	108,948
(+/-)YOY(%)	12.3%	19.6%	18.7%	23.0%	19.1%
全面摊薄 EPS(元)	41.76	49.93	59.24	72.85	86.73
毛利率(%)	91.5%	91.9%	93.0%	93.9%	94.5%
净资产收益率(%)	27.7%	31.8%	31.1%	27.7%	24.8%

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	49.93	59.24	72.85	86.73
每股净资产	157.23	190.55	263.40	350.13
每股经营现金流	29.21	71.81	73.98	98.18
每股股利	47.82	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	34.59	30.04	24.43	20.52
P/B	10.98	9.34	6.76	5.08
P/S	17.53	14.87	12.33	10.52
EV/EBITDA	23.97	19.98	15.71	12.55
股息率%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	91.9%	93.0%	93.9%	94.5%
净利润率	52.7%	53.4%	54.2%	54.8%
净资产收益率	31.8%	31.1%	27.7%	24.8%
资产回报率	24.7%	24.4%	22.5%	20.8%
投资回报率	31.4%	31.0%	27.3%	24.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	16.5%	17.9%	20.6%	17.1%
EBIT 增长率	17.2%	20.7%	22.1%	18.0%
净利润增长率	19.6%	18.7%	23.0%	19.1%
偿债能力指标				
资产负债率	19.4%	17.7%	14.5%	11.7%
流动比率	4.4	4.9	6.2	7.9
速动比率	1.2	2.1	3.4	5.3
现金比率	1.2	2.1	3.4	5.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	1,287.9	1,243.6	1,259.7	1,263.7
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4
固定资产周转率	6.5	7.3	8.4	9.4

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	62,716	74,416	91,508	108,948
少数股东损益	2,659	4,089	4,859	5,460
非现金支出	1,703	2,014	2,171	2,349
非经营收益	-1,253	72	-10	-25
营运资金变动	-29,127	9,620	-5,600	6,605
经营活动现金流	36,699	90,210	92,928	123,336
资产	-5,306	-3,650	-4,235	-4,187
投资	-210	-2	-3	-2
其他	-21	51	82	91
投资活动现金流	-5,537	-3,601	-4,157	-4,098
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-57,425	-32,549	0	0
融资活动现金流	-57,425	-32,549	0	0
现金净流量	-26,262	54,059	88,771	119,238

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 1 日
资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	127,554	150,358	181,315	212,396
营业成本	10,199	10,355	10,955	11,693
毛利率%	91.9%	93.0%	93.9%	94.5%
营业税金及附加	18,496	21,529	26,075	30,787
营业税金率%	14.9%	14.6%	14.7%	14.7%
营业费用	3,298	3,674	4,359	5,119
营业费用率%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	9,012	10,435	12,455	14,416
管理费用率%	7.3%	7.1%	7.0%	6.9%
研发费用	135	108	143	183
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	86,424	104,282	127,360	150,238
财务费用	-1,392	-874	-1,685	-3,017
财务费用率%	-1.1%	-0.6%	-0.9%	-1.4%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	64	51	82	91
营业利润	87,880	105,207	129,127	153,345
营业外收支	-178	-122	-72	-66
利润总额	87,701	105,085	129,055	153,279
EBITDA	88,112	106,296	129,531	152,586
所得税	22,326	26,580	32,688	38,871
有效所得税率%	25.5%	25.3%	25.3%	25.4%
少数股东损益	2,659	4,089	4,859	5,460
归属母公司所有者净利润	62,716	74,416	91,508	108,948

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	58,274	112,334	201,105	320,343
应收账款及应收票据	126	2,193	658	2,557
存货	38,824	31,828	43,921	37,228
其它流动资产	119,386	119,333	119,275	119,449
流动资产合计	216,611	265,688	364,958	479,577
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	19,743	20,702	21,701	22,690
在建工程	2,208	1,844	1,642	1,416
无形资产	7,083	7,868	8,885	9,778
非流动资产合计	37,753	39,270	41,265	43,039
资产总计	254,365	304,958	406,223	522,616
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,408	1,550	2,773	1,944
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	46,657	52,153	55,829	58,643
流动负债合计	49,066	53,703	58,602	60,586
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	334	334	334	334
非流动负债合计	334	334	334	334
负债总计	49,400	54,037	58,936	60,921
实收资本	1,256	1,256	1,256	1,256
普通股股东权益	197,507	239,374	330,882	439,829
少数股东权益	7,458	11,547	16,406	21,866
负债和所有者权益合计	254,365	304,958	406,223	522,616

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 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6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。