

# 贵州茅台 (600519)

## 茅台再提价，边际利好再下一重城

买入 (维持)

2023 年 11 月 03 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	127,554	149,936	176,898	202,775
同比	17%	18%	18%	15%
归属母公司净利润 (百万元)	62,716	74,916	89,370	103,150
同比	20%	19%	19%	15%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	49.93	59.64	71.14	82.11
P/E (现价&最新股本摊薄)	35.64	29.84	25.01	21.67

关键词: #消费升级

### 投资要点

■ **事件:** 近日贵州茅台发布公告: 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%, 此次调整不涉及本公司产品的市场指导价格, 为 18 年以来再次提高出厂价。

■ **提价幅度处于历史中枢水平, 增厚利润预计在 7% 左右。** 1) 价增: 复盘 2006.2.10 日到 2018.1.1 日六次提价, 平均提价幅度在 19-20%, 本次上调幅度 20% 左右处于中枢。我们预计非标品类相对增量更高, 普飞提价增量低于整体茅台酒增量, 测算飞天出厂价从 969 元/瓶提升至 1169 元。2) 销量方面, 综合看飞天、五星各类规格产品和各渠道 (包括海外、集团营销等) 产品的量预计在 2-2.2 万吨左右。3) 提价对利润增厚: 以 2 万吨左右来做简化测算, 我们综合考虑税金扣除等, 利润增厚约 50-55 亿元, 相对此前我们 2023 年预期的归母净利润增幅在 7% 左右。

■ **茅台提价影响几何: “一提振、二增强”, 内外多重积极影响**

1) 增强量价确定性: 近几年茅台酒吨价稳中有升, 本次直接提价, 直接强化价增逻辑; 茅台稳定每年量增, 考虑到 24 年末预计 1.98 万吨茅台酒新增产能投产, 同时考虑茅台酒供不应求、渠道利润空间丰厚, 量价齐升确定性进一步增强, 往后看量价逻辑仍不变, 长期发展基础坚实。

2) 提振估值: 本次提价时点超预期, 公司营销改革红利持续释放, 在渠道创新/产品结构/数字化营销/经营治理等方面不断突破, 变化之下品牌优越性/业绩确定性/企业稳定性持续提升。在茅台估值表现里, 提价是最核心的工具, 但并不是唯一或一次性工具, 综合看估值应享有溢价。

3) 增强信心恢复: 从 2017 年底提价后的表现来看, 板块单月、单季度涨幅均呈现较好的收益, 高端表现相比次高端要更好。站在当下时点, 市场情绪较低迷, 茅台率先提价, 涨价影响逐渐自上而下传导到其它高端/次高端品牌, 有助于板块信心恢复, 催化板块表现。

■ **盈利预测与投资评级:** 出厂价进一步提升吨价, 有望助推板块信心恢复。我们上调公司 23-25 年的盈利预测为 749、894、1032 亿元 (前值为 745、867、1002 亿元), 分别同比+19%、19%、15% (前值为+19%/+16%/15%), 当前市值对应 PE 为 30/25/22X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 下游需求恢复不及预期、食品安全问题

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	1,811.24
一年最低/最高价	1,435.15/1,935.00
市净率(倍)	10.45
流通 A 股市值(百万元)	2,275,275.70
总市值(百万元)	2,275,275.70

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	173.39
资产负债率(% ,LF)	14.14
总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股(百万股)	1,256.20

### 相关研究

《贵州茅台(600519): 2023 年三季报点评: 实力信而有征, 逆势铸信心》

2023-10-22

《贵州茅台(600519): 2023 年中报点评: Q2 增长双超 20%, 韧性凸显》

2023-08-03

## 贵州茅台三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>216,611</b>	<b>274,715</b>	<b>340,864</b>	<b>416,586</b>	<b>营业总收入</b>	<b>127,554</b>	<b>149,936</b>	<b>176,898</b>	<b>202,775</b>
货币资金及交易性金融资产	58,274	113,165	174,809	242,063	营业成本(含金融类)	10,199	11,322	12,686	14,186
经营性应收款项	1,024	3,822	4,859	5,797	税金及附加	18,496	20,991	24,766	28,388
存货	38,824	38,961	42,265	49,476	销售费用	3,298	4,423	5,130	5,678
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,012	8,996	10,083	11,153
其他流动资产	118,489	118,768	118,931	119,249	研发费用	135	150	177	203
<b>非流动资产</b>	<b>37,753</b>	<b>41,547</b>	<b>43,685</b>	<b>46,773</b>	财务费用	(1,392)	(9)	(15)	(21)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	25	30	35	41
固定资产及使用权资产	20,145	19,874	19,887	19,711	投资净收益	64	75	90	102
在建工程	2,208	6,248	8,368	11,628	公允价值变动	0	4	2	4
无形资产	7,083	7,118	7,133	7,148	减值损失	(15)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	146	136	126	115	<b>营业利润</b>	<b>87,880</b>	<b>104,172</b>	<b>124,199</b>	<b>143,335</b>
其他非流动资产	8,170	8,170	8,170	8,170	营业外净收支	(178)	(122)	(74)	(72)
<b>资产总计</b>	<b>254,365</b>	<b>316,262</b>	<b>384,548</b>	<b>463,359</b>	<b>利润总额</b>	<b>87,701</b>	<b>104,049</b>	<b>124,125</b>	<b>143,264</b>
<b>流动负债</b>	<b>49,066</b>	<b>60,426</b>	<b>66,419</b>	<b>71,581</b>	减:所得税	22,326	26,012	31,031	35,816
短期借款及一年内到期的非流动负债	109	109	109	109	<b>净利润</b>	<b>65,375</b>	<b>78,037</b>	<b>93,094</b>	<b>107,448</b>
经营性应付款项	2,408	1,861	1,981	1,904	减:少数股东损益	2,659	3,121	3,724	4,298
合同负债	15,472	20,833	22,582	23,832	<b>归属母公司净利润</b>	<b>62,716</b>	<b>74,916</b>	<b>89,370</b>	<b>103,150</b>
其他流动负债	31,076	37,623	41,746	45,735	每股收益-最新股本摊薄(元)	49.93	59.64	71.14	82.11
非流动负债	334	334	334	334	EBIT	86,424	104,054	124,056	143,167
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	88,112	105,935	126,053	145,254
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	92.00	92.45	92.83	93.00
租赁负债	334	334	334	334	归母净利率(%)	49.17	49.97	50.52	50.87
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	16.53	17.55	17.98	14.63
<b>负债合计</b>	<b>49,400</b>	<b>60,761</b>	<b>66,753</b>	<b>71,916</b>	归母净利润增长率(%)	19.55	19.45	19.29	15.42
归属母公司股东权益	197,507	244,922	303,492	372,842					
少数股东权益	7,458	10,579	14,303	18,601					
<b>所有者权益合计</b>	<b>204,965</b>	<b>255,502</b>	<b>317,795</b>	<b>391,443</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>254,365</b>	<b>316,262</b>	<b>384,548</b>	<b>463,359</b>					

  

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36,699	88,109	96,558	106,191	每股净资产(元)	157.23	194.97	241.60	296.80
投资活动现金流	(5,537)	(5,722)	(4,116)	(5,141)	最新发行在外股份(百万股)	1,256	1,256	1,256	1,256
筹资活动现金流	(57,425)	(27,500)	(30,799)	(33,797)	ROIC(%)	31.99	33.83	32.41	30.24
现金净增加额	(26,262)	54,887	61,642	67,254	ROE-摊薄(%)	31.75	30.59	29.45	27.67
折旧和摊销	1,688	1,881	1,997	2,086	资产负债率(%)	19.42	19.21	17.36	15.52
资本开支	(5,306)	(5,807)	(4,219)	(5,256)	P/E(现价&最新股本摊薄)	35.64	29.84	25.01	21.67
营运资本变动	(29,127)	1,880	(2,473)	(6,975)	P/B(现价)	11.32	9.13	7.37	6.00

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>