

贵州茅台 (600519 CH)

2024 年必须消费首推

在行业遇冷周期内，茅台实现率先涨价，强化了其稳居高端白酒市场头部的地位并打破了市场对于公司市场化定位的担忧。收入来看，虽然自提价举措后暂时没有出现渠道囤货以及集中订购现象，我们认为，这次较平稳的渠道涨幅（提价发布 30 天后，终端价格上涨约 0.7%，而上轮提价 30 天后终端涨价幅度达到 11.5%）是由于直销渠道兴起叠加白酒行业进入年度淡季所致，终端价格上涨还需一段时间反应。利润来看，预计公司在 2024 年中，可以做到渠道利差压缩，与经销商利润再分配并持续实现直营引流。展望下一阶段，我们认为，公司有实力利用品牌影响力再度实现量价齐增并利润增速高于收入增速，并在未来持续改善运营机制。

■ **提价有望打破行业下行周期。**中长期看，茅台提价对行业有领头羊作用，其他品牌的高端及次高端产品在中长期内的发展提供了更大的向上发展空间。短期内来看，市场信心被提振，随贵州茅台 2023 年 11 月 1 日将“飞茅”出厂价提升 20% 以后，市场有多个关于白酒品牌提价的消息传出，高端市场中，对于“五粮液八代”和“国窖 1573”，五粮液及国窖均回应称，对提价保持观望态度。11 月初，五粮液曾否认过内部讨论提价传闻，并称正大力研发满足年轻消费者的低度酒。而 11 月末，有五粮液大商透露，公司旗下核心大单品“五粮液八代”将提价 100-200 元，提价幅度为 10-20%。11 月 1 日，泸州老窖的腰部产品--三款不同度数的 500ml“60 版特曲”经销商结算价均上调 20 元左右，上调幅度为 4%-5%，公司日常化的价格调整措施仍在实行；11 月末，公司公告称，“价格倒挂”现象在预计范围内，公司没有针对“国窖 1573”的价格调整计划。11 月末，洋河旗下头牌酒“40.8 度苏酒·头排酒”出厂价提升 3%。我们认为，酒企的决策侧面隐含了供应端提价动力仍然偏弱，中高端白酒消费需求遇冷趋势延续。

■ **展望明年，结构性机会仍然存在，终端零售价有攀升的可能。**在当前白酒价格倒挂加剧市场中，酒企提价需首先解决渠道库存积压量大的问题。鉴于高端白酒市场产量依然有限，且各品牌市场地位相对稳定，叠加监管层面或有对于行业高质量发展的支持，我们预计，高端白酒实现提价可能较高。同时，“弱复苏，强分化”的行业发展态势或仍将延续。

■ **特别分红方案对股价有提振作用。**茅台公告将派发特别股息，每股派发现金红利 19.11 人民币。以此计算合计拟派发现金红利 240 亿元人民币。连同年终派息，我们预计 2023 年年终分红率将达到 76.1%。

■ **盈利预测调整。**综上，我们分别调高 2024-25 年度收入/净利润预测约 5%/7%。

■ **估值。**我们中长期看好茅台作为龙头企业受益于提价后对利润收入的利好。维持公司“买入”评级，目标价 2,219 元人民币，基于 38x 2023 年预测市盈率，对应 2018 年以来均值。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	109,464	127,554	147,435	179,647	201,129
同比增长(%)	11.7	16.5	15.6	21.8	12.0
净利润(百万人民币)	52,460.1	62,716.2	73,346.8	90,831.7	102,362.2
每股收益(人民币)	41.76	49.93	58.39	72.31	81.49
同比增长(%)	12.3	19.6	17.0	23.8	12.7
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	59.05	70.36	81.65
市盈率(倍)	47.2	36.0	30.1	24.3	21.6
市净率(倍)	13.1	11.4	10.3	8.3	6.8
股息(%)	1.1	1.2	1.4	1.8	2.0
股本回报率(%)	29.9	32.4	35.6	37.7	34.7

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价	人民币 2,219
(此前目标价)	人民币 2,279)
潜在升幅	26.7%
当前股价	人民币 1,751

中国必需消费

黄铭谦

(852) 3900 0838
josephwong@cmbi.com.hk

李昀嘉

(852) 3757 6202
bellali@cmbi.com.hk

公司数据

市值(亿元人民币)	21,992
3 月平均流通量(百万人民币)	4,030.6
52 周内股价高/低(人民币)	1912.9/1628.9
总股本(百万)	1256.2

资料来源：FactSet

股东结构

贵州茅台酒集团	54.1%
港交所	7.3%

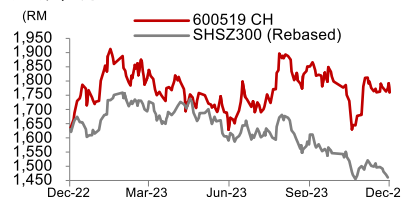
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.2%	1.3%
3-月	-4.9%	5.1%
6-月	7.6%	17.6%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

相关报告：

1. Yili Industrial (600887 CH) – 3Q rev/np +3%/59%; cost cut was key to profit growth – Nov 1, 2023
2. Tsingtao Brewery (168 HK) – 3Q rev/np -4.6%/+4.7%; above market expectation – Oct 30, 2023
3. Kweichow Moutai (600519 CH) – 3Q rev/np +13%/16%; mixed near-term outlook – Oct 24, 2023

图 1: 盈利预测调整

人民币 百万	更新后			更新前			差		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
收入	147,435	179,647	201,129	148,629	170,234	191,336	-0.8%	5.5%	5.1%
毛利润	136,560	167,897	188,415	137,492	157,962	177,924	-0.7%	6.3%	5.9%
EBIT	101,028	124,602	139,942	101,120	116,303	131,100	-0.1%	7.1%	6.7%
净利润	73,347	90,832	102,362	73,416	84,786	95,894	-0.1%	7.1%	6.7%
毛利率	92.6%	93.5%	93.7%	92.5%	92.8%	93.0%	0.1ppt	0.7ppt	0.7ppt
EBIT 利润率	68.5%	69.4%	69.6%	68.0%	68.3%	68.5%	0.5ppt	1ppt	1.1ppt
净利率	49.7%	50.6%	50.9%	49.4%	49.8%	50.1%	0.4ppt	0.8ppt	0.8ppt

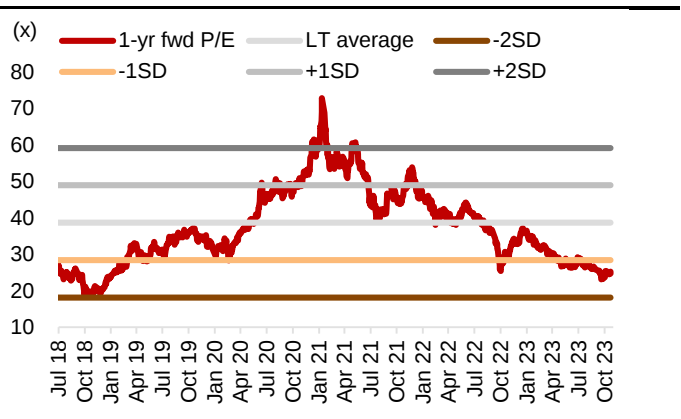
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 2: 招银国际预测对比市场一致预测

人民币 百万	招银国际预期			一致预期			差		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
收入	147,435	179,647	201,129	149,503	172,891	199,085	-1.4%	3.9%	1.0%
毛利润	136,560	167,897	188,415	138,141	160,393	185,087	-1.1%	4.7%	1.8%
EBIT	101,028	124,602	139,942	104,324	122,000	141,672	-3.2%	2.1%	-1.2%
净利润	73,347	90,832	102,362	74,359	87,232	101,185	-1.4%	4.1%	1.2%
毛利率	92.6%	93.5%	93.7%	92.4%	92.8%	93.0%	0.2ppt	0.7ppt	0.7ppt
EBIT 利润率	68.5%	69.4%	69.6%	69.8%	70.6%	71.2%	-1.3ppt	-1.2ppt	-1.6ppt
净利率	49.7%	50.6%	50.9%	49.7%	50.5%	50.8%	0ppt	0.1ppt	0.1ppt

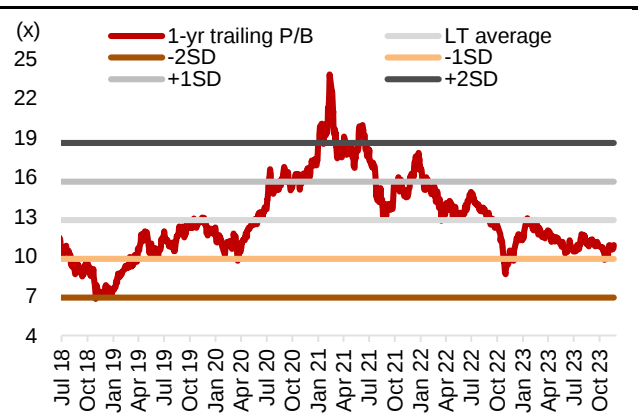
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 3: 12 个月滚动市盈率走势图



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 4: 12 个月市净率走势图



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	97,993	109,464	127,554	147,435	179,647	201,129
销售成本	(8,265)	(9,157)	(10,199)	(10,875)	(11,750)	(12,714)
毛利	89,728	100,307	117,355	136,560	167,897	188,415
运营费用	(23,275)	(26,554)	(30,941)	(35,532)	(43,296)	(48,473)
销售费用	(16,434)	(18,042)	(21,794)	(25,507)	(31,080)	(34,796)
行政费用	(6,840)	(8,512)	(9,147)	(10,026)	(12,216)	(13,677)
以公允价值计量的盈亏	5	(2)	0	0	0	0
其他盈亏	(71)	(13)	(15)	0	0	0
EBITDA	67,704	75,217	88,010	102,643	126,554	142,263
折旧	(1,196)	(1,345)	(1,444)	(1,615)	(1,952)	(2,321)
其他摊销	(121)	(135)	(168)	0	0	0
EBIT	66,387	73,738	86,399	101,028	124,602	139,942
利息收入	279	945	1,475	1,377	1,490	1,863
利息支出	0	(14)	(12)	0	0	0
外汇收益/损失	0	0	0	0	0	0
其他收入/支出	(425)	(144)	(90)	(154)	(154)	(154)
其他	(44)	3	(72)	(75)	(79)	(83)
税前利润	66,197	74,528	87,701	102,176	125,859	141,568
所得税	(16,674)	(18,808)	(22,326)	(26,011)	(32,040)	(36,039)
非控股权益	(2,826)	(3,260)	(2,659)	(2,818)	(2,987)	(3,167)
净利润	46,697	52,460	62,716	73,347	90,832	102,362
总股息	24,236	27,228	27,227	31,842	39,433	44,439

资产负债表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	185,652	220,766	216,611	233,644	284,404	341,641
现金与现金等价物	154,291	186,878	174,447	188,743	235,905	289,294
应收账款	2,466	422	1,056	1,220	1,487	1,664
存货	28,869	33,394	38,824	41,396	44,728	48,398
其他流动资产	27	72	2,284	2,284	2,284	2,284
非流动资产	27,744	34,403	37,753	43,303	49,855	56,932
物业及厂房及设备 (净额)	18,673	19,794	21,951	26,469	31,991	38,037
无形资产	4,817	6,208	7,083	8,114	9,145	10,176
其他非流动资产	4,254	8,400	8,719	8,719	8,719	8,719
总资产	213,396	255,168	254,365	276,947	334,259	398,573
流动负债	45,674	57,914	49,066	51,325	54,251	57,475
短期债务	0	0	0	0	0	0
应付账款	29,822	34,510	34,103	36,362	39,289	42,512
其他流动负债	15,852	23,404	14,963	14,963	14,963	14,963
非流动负债	1	296	334	334	334	334
长期债务	1	296	334	334	334	334
总负债	45,675	58,211	49,400	51,659	54,586	57,809
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
留存收益	157,769	185,860	193,825	211,329	262,728	320,652
其他储备	2,297	2,423	2,426	2,426	2,426	2,426
股东权益总额	161,323	189,539	197,507	215,011	266,410	324,334
少数股东权益	6,398	7,418	7,458	10,276	13,264	16,430
总负债和股东权益	213,396	255,168	254,365	276,947	334,259	398,573

现金流量表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	66,197	74,528	87,701	102,176	125,859	141,568
折旧摊销	1,317	1,480	1,611	1,615	1,952	2,321
税款	(16,674)	(18,808)	(22,326)	(26,011)	(32,040)	(36,039)
营运资金变化	857	7,860	(29,127)	(477)	(672)	(624)
其他	(29)	(1,032)	(1,163)	0	0	0
净经营现金流	51,669	64,029	36,699	77,303	95,099	107,226
投资现金流						
资本开支	(2,090)	(3,409)	(5,307)	(6,134)	(7,474)	(8,367)
收购与投资	0	2	0	0	0	0
处理短期投资所得现金	(20)	(2,150)	(210)	0	0	0
其他	304	(6)	(21)	(1,031)	(1,031)	(1,031)
净投资现金流	(1,805)	(5,562)	(5,537)	(7,164)	(8,505)	(9,398)
融资现金流						
已支付股息	(24,236)	(27,228)	(27,227)	(31,842)	(39,433)	(44,439)
股票回购	0	0	0	0	0	0
其他	108	664	(30,197)	0	0	0
净融资现金流	(24,128)	(26,564)	(57,425)	(55,842)	(39,433)	(44,439)
净现金流变动						
年初现金	121,004	146,741	178,641	152,379	166,675	213,837
汇率变动	0	(2)	1	0	0	0
其他	25,737	31,900	(26,262)	14,296	47,162	53,389
年末现金	146,741	178,641	152,379	166,675	213,837	267,226
增长率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
销售收入	10.3%	11.7%	16.5%	15.6%	21.8%	12.0%
毛利润	10.4%	11.8%	17.0%	16.4%	22.9%	12.2%
EBITDA	12.3%	11.1%	17.0%	16.6%	23.3%	12.4%
EBIT	12.5%	11.1%	17.2%	16.9%	23.3%	12.3%
净利润	13.3%	12.3%	19.6%	17.0%	23.8%	12.7%
盈利能力比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
毛利率	91.6%	91.6%	92.0%	92.6%	93.5%	93.7%
利息折旧及摊销前利润	69.1%	68.7%	69.0%	69.6%	70.4%	70.7%
股本回报率	31.4%	29.9%	32.4%	35.6%	37.7%	34.7%
资产负债比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	na	na	na	na	na	na
流动比率 (倍)	4.1	3.8	4.4	4.6	5.2	5.9
应收账款周转天数	9.2	1.4	3.0	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	1,274.9	1,331.0	1,389.4	1,389.4	1,389.4	1,389.4
应付帐款周转天数	1,317.0	1,375.5	1,220.4	1,220.4	1,220.4	1,220.4
估值指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
市盈率	39.6	47.2	36.0	30.1	24.3	21.6
市盈率 (摊薄)	39.6	47.2	36.0	30.1	24.3	21.6
市帐率	11.5	13.1	11.4	10.3	8.3	6.8
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	1.3	1.1	1.2	1.4	1.8	2.0

资料来源：公司及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。