

## 证券研究报告

## 公司研究

## 点评报告

### 贵州茅台 (600519.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

#### 相关研究

贵州茅台 (600519): 锚定目标, 坚定信心 2023.10.22

贵州茅台 (600519): 大象再次起舞, 抗周期能力更强

2023.8.3

贵州茅台 (600519): 稳健不失速度, 结构改善重于简单提价

2023.8.3

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 市场导向, 创新驱动

2024年01月02日

**事件:** 公司公告, 经初步核算, 2023年公司生产茅台酒基酒约5.72万吨, 系列酒基酒约4.29万吨; 预计实现营业总收入约1495亿元(其中茅台酒营业收入约1258亿元, 系列酒营业收入约204亿元), 同比增长约17.2%; 预计实现归母净利润约735亿元, 同比增长约17.2%。

#### 点评:

- **Q4 收入环比提速, 系列酒跨越 200 亿。** 23Q4, 公司预计营业总收入约 441.8 亿元(同比+约 17.0%), 归母净利润约 206.2 亿元(同比+约 12.1%)。其中茅台酒收入约 385.3 亿元(同比+约 15.2%), 系列酒收入约 48.1 亿元(同比+约 41.4%)。由于 11 月 1 日起飞天茅台出厂价提高约 20%, 我们预计 11-12 月的茅台酒吨价贡献为其收入环比提速的主要原因。系列酒四季度高增与去年同期基数较低有关, 全年收入有望跨越 200 亿元(其中茅台 1935 销售超 110 亿), 进一步做实第二增长曲线。利润端增速略低预期, 我们认为: ①系列酒四季度高增(收入同比+41.39%), 对净利率有影响, ②营业税金率的同期基数较低, 四季度或回归中枢水平。
- **市场工作硕果累累, 创新驱动势能不减。** 回顾 2023 年, 公司在多领域实现突破: ①巽风 APP 开启数字生态打造, 节气酒推广贯穿全年; ②“+茅台”营销加快年轻化布局, 联名造势扩大影响, “茅小凌”美食项目营收 4.3 亿元, 同比+58.24%; ③i 茅台注册用户超 5300 万, 全年交易额超 280 亿元, 持续完善直销平台打造。④茅台酒新增企业建档客户 8000 家, 企业团购布局加速。展望 2024 年, 公司仍将在更多领域展开工作, 包括“π社区”交流平台上线、巽风酒发布、散花飞天亮相等, 持续打造品牌势能, 筑牢护城河。
- **四项抓手并驾齐驱, 动销作为第一要务。** 在新的宏观环境变化下, 白酒行业的周期性调整仍在持续, 行业龙头在品牌力领先的基础上, 更加重视市场建设的支撑性。2024 年度工作会上, 丁雄军董事长明确提出要以“产品、渠道、品牌、终端”四项抓手为核心, 层层递进, 高度重视终端动销工作, 用丰富的产品矩阵满足消费者多样化、个性化的需求。我们认为, 公司管理层对白酒市场的深刻理解, 一方面在产品矩阵、渠道矩阵上不断发挥茅台的品牌势能, 另一方面也在更多抓手上修炼内功, 积蓄势能, 实现长期正向循环。
- **盈利预测与投资评级:** 基于提价靴子落地, 茅台 2024 年的增长手段更加灵活, 且茅台酒产品矩阵仍在丰富, 系列酒有望在产能建成基础上进入放量周期, 单品的价格表现或能借助更优的供需匹配得以调节。我们预计, 公司 2023-2025 年摊薄每股收益分别为 58.51 元、69.39 元、80.67 元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 宏观经济不确定性风险; 技改建设项目进度不及预期风险

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	109,464	127,554	149,502	175,122	201,881
增长率 YoY %	11.7%	16.5%	17.2%	17.1%	15.3%
归属母公司净利润 (百万元)	52,460	62,716	73,498	87,167	101,340
增长率 YoY%	12.3%	19.6%	17.2%	18.6%	16.3%
毛利率%	91.5%	91.9%	91.6%	91.6%	91.7%
净资产收益率ROE%	27.7%	31.8%	34.3%	36.1%	36.6%
EPS(摊薄)(元)	41.76	49.93	58.51	69.39	80.67
市盈率 P/E(倍)	40.35	33.75	28.80	24.28	20.89
市净率 P/B(倍)	11.17	10.72	9.87	8.76	7.64

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 01 月 02 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	220,766	216,611	240,444	276,604	321,866	
货币资金	51,810	58,274	61,967	88,783	124,801	
应收票据	0	105	82	96	110	
应收账款	0	21	41	48	55	
预付账款	389	897	369	433	497	
存货	33,394	38,824	43,422	50,127	56,615	
其他	135,172	118,489	134,563	137,118	139,787	
<b>非流动资产</b>	34,403	37,753	43,447	45,321	47,039	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	17,472	19,743	20,992	22,080	23,009	
无形资产	6,208	7,083	7,933	8,783	9,633	
其他	10,722	10,928	14,522	14,457	14,398	
<b>资产总计</b>	255,168	254,365	283,891	321,925	368,905	
<b>流动负债</b>	57,914	49,066	58,816	66,428	74,284	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	2,010	2,408	2,735	3,208	3,682	
其他	55,904	46,657	56,081	63,220	70,602	
<b>非流动负债</b>	296	334	415	415	415	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	296	334	415	415	415	
<b>负债合计</b>	58,211	49,400	59,231	66,843	74,699	
少数股东权益	7,418	7,458	10,203	13,458	17,242	
归属母公司股东权益	189,539	197,507	214,457	241,624	276,964	
<b>负债和股东权益</b>	255,168	254,365	283,891	321,925	368,905	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	109,464	127,554	149,502	175,122	201,881	
同比 (%)	11.7%	16.5%	17.2%	17.1%	15.3%	
归属母公司净利润	52,460	62,716	73,498	87,167	101,340	
同比 (%)	12.3%	19.6%	17.2%	18.6%	16.3%	
毛利率 (%)	91.5%	91.9%	91.6%	91.6%	91.7%	
ROE%	27.7%	31.8%	34.3%	36.1%	36.6%	
EPS (摊薄)(元)	41.76	49.93	58.51	69.39	80.67	
P/E	40.35	33.75	28.80	24.28	20.89	
P/B	11.17	10.72	9.87	8.76	7.64	
EV/EBITDA	33.50	23.97	19.96	16.62	14.10	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	109,464	127,554	149,502	175,122	201,881	
营业成本	9,157	10,199	12,425	14,564	16,711	
<b>营业税金及附加</b>	15,304	18,496	22,019	25,324	29,237	
销售费用	2,737	3,298	4,154	4,479	4,773	
管理费用	8,450	9,012	9,747	10,681	11,933	
研发费用	62	135	147	172	199	
财务费用	-935	-1,392	-1,152	-1,226	-1,762	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
<b>投资净收益</b>	58	64	73	86	99	
其他	5	10	29	34	40	
<b>营业利润</b>	74,751	87,880	102,266	121,247	140,929	
营业外收支	-223	-178	-200	-200	-200	
<b>利润总额</b>	74,528	87,701	102,066	121,047	140,729	
所得税	18,808	22,326	25,823	30,625	35,604	
<b>净利润</b>	55,721	65,375	76,243	90,422	105,124	
少数股东损益	3,260	2,659	2,745	3,255	3,784	
<b>归属母公司净利润</b>	52,460	62,716	73,498	87,167	101,340	
EBITDA	75,342	88,112	102,985	122,047	141,348	
EPS (当年)(元)	41.76	49.93	58.51	69.39	80.67	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	64,029	36,699	68,181	91,043	106,232	
净利润	55,721	65,375	76,243	90,422	105,124	
折旧摊销	1,581	1,688	2,071	2,226	2,381	
财务费用	14	12	13	13	13	
投资损失	-58	-64	-73	-86	-99	
营运资金变动	7,860	-29,127	-8,956	-1,733	-1,387	
其它	-1,088	-1,186	-1,117	200	200	
<b>投资活动现金流</b>	-5,562	-5,537	-7,880	-4,214	-4,201	
资本支出	-3,406	-5,306	-4,371	-4,300	-4,300	
长期投资	-2,144	-210	-3,509	0	0	
其他	-12	-21	1	86	99	
<b>筹资活动现金流</b>	-26,564	-57,425	-56,609	-60,013	-66,013	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-26,476	-57,370	-56,564	-60,013	-66,013	
<b>现金流净增加额</b>	31,900	-26,262	3,693	26,815	36,018	

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

**娄青丰**，金融硕士，毕业于中央财经大学，3年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**唐有力**，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

**王雪骄**，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

**满静雅**，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。