

# 贵州茅台（600519.SH）

## 价格管理能力突出，业绩增长工具充足

### ◆ 公司研究 · 公司快评

**证券分析师：** 张向伟 021-60933131  
**证券分析师：** 李文华 021-60375461  
**联系人：** 张未艾 021-61761031

### ◆ 食品饮料 · 白酒 II

zhangxiangwei@guosen.com.cn  
 liwenhua2@guosen.com.cn  
 zhangweiai@guosen.com.cn

### ◆ 投资评级：买入（维持评级）

执证编码：S0980523090001  
 执证编码：S0980523070002

### 事项：

事件：2024年3月21日，第二十届中国国际酒业博览会在四川泸州开幕。茅台股份、茅台家族产品“一盘棋”参展，向消费者集中展示了茅台产品的品质与文化。

**国信食品饮料观点：** 1) 贵州茅台价格管理能力突出，或有效熨平需求波动周期。2) 配额投放更加多元化，歧视性定价确保价格体系稳定性。3) 业绩增长工具充足，短期&中期业绩达成压力相对较小。4) 投资建议：维持此前盈利预测，我们预计 2023-2025 年有望实现营收 1495.0/1719.3/1977.1 亿元，同比 +17.2%/+15.0%/+15.0%；预计归母净利润 735.2/862.7/1001.9 亿元，同比 +17.2%/+17.3%/+16.1%，对应 PE 分别为 29.1/24.8/21.3X，维持“买入”评级。

### 评论：

#### ◆ 贵州茅台价格管理能力突出，或有效熨平需求波动周期

短期看，原箱茅台酒批价出现一定波动，市场或担心需求下滑、酒厂价格管控能力弱化，但我们认为：1) 本次短期茅台酒批价波动是阶段性放货所致，和底层需求关联不大，更多是节奏扰动；2) 酒厂价格管理手段日臻完善，仍然可以通过发货节奏、发货结构、发货区域等技术性手段保证价格体系稳定性；3) 茅台酒经销商自发组织维护价盘，经销商联谊会或自发通过收货、价盘托底等方式，保证流通渠道价格稳定。

#### ◆ 配额投放更加多元化，歧视性定价确保价格体系稳定性

在库存维度，贵州茅台近期重点围绕老酒市场不断做动作，致力于打造良性的老酒价格体系，进而提升社会库存老酒的价值感，减少社会库存对茅台酒价格的负向冲击。在供给维度，酒厂希望实现配额投放多元化、社会库存散点化等来保证价格体系稳定性：1) 传统经销商飞天配额维持不变，电商、KA 等平台投放量同比增加，企业团购 2024 年配额或进一步增投。2) 增量配额方面，公司通过渠道结构优化，提升增量配额开瓶率。3) 在定价层面，公司或适当采取“歧视性定价”策略，来确保价格体系的稳定性。

#### ◆ 业绩增长工具充足，短期&中期业绩达成压力相对较小

从业绩置信度看，我们发现公司业绩增长工具较多，或有望实现跨周期增长：1) 2023 年公司对飞天茅台酒主动提价，经测算预计能贡献 4-5% 业绩增量；2) 公司新品散花飞天、巽风酒等，预计能贡献一定增量；3) 茅台酒计划拿酒量同比上年略有高个位数增长，预计团购渠道等新兴渠道能有效承接。中期维度看，茅台集团层面对于 2027 年中期目标主动减压，我们仍认为贵州茅台中期经营约束不明显，仍能继续采取长期化运作。

#### ◆ 投资建议：维持“买入”评级

维持此前盈利预测，我们预计 2023-2025 年有望实现营收 1495.0/1719.3/1977.1 亿元，同比 +17.2%/+15.0%/+15.0%；预计归母净利润 735.2/862.7/1001.9 亿元，同比 +17.2%/+17.3%/+16.1%，对应 PE 分别为 29.1/24.8/21.3X，维持“买入”评级。

## ◆ 风险提示

需求复苏不及预期；竞争加剧；提价传导不及预期等。

表1: 可比公司盈利预测及估值（更新至 2024 年 03 月 27 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,701.00	21,367.9	58.5	68.7	79.8	29.1	24.8	21.3
000858.SZ	五粮液	买入	152.66	5,925.7	7.8	8.9	10.1	19.5	17.2	15.0
000568.SZ	泸州老窖	买入	184.45	2,715.1	8.9	10.9	13.1	20.6	16.9	14.0

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

## 相关研究报告：

- 《贵州茅台（600519.SH）-2023 年顺利收官，2024 年终端为王》——2024-01-01
- 《贵州茅台（600519.SH）-再次特别分红，提振市场信心》——2023-11-22
- 《贵州茅台（600519.SH）-提价强化中长期经营质量，行业秩序和竞争格局改善》——2023-11-01
- 《贵州茅台（600519.SH）-第三季度业绩平稳增长，稳定价盘坚守长期主义》——2023-10-24
- 《贵州茅台（600519.SH）-二季度业绩稳健增长，直销拓展稳步推进》——2023-07-14

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	51810	58274	214646	260732	314128	营业收入	109464	127554	149500	171925	197714
应收款项	33	158	185	213	245	营业成本	8983	10093	12274	13953	15775
存货净额	33394	38824	45305	52473	59981	营业税金及附加	15304	18496	21678	24929	28668
其他流动资产	461	1058	1240	1426	1640	销售费用	2737	3298	4463	5133	5705
<b>流动资产合计</b>	<b>220766</b>	<b>216611</b>	<b>263501</b>	<b>316969</b>	<b>378118</b>	管理费用	8450	9012	11295	12431	13659
固定资产	19794	21951	22824	22472	22323	研发费用	62	135	158	182	210
无形资产及其他	6208	7083	6800	6517	6233	财务费用	(935)	(1392)	(2727)	(4754)	(5749)
投资性房地产	8400	8719	8719	8719	8719	投资收益	58	64	151	151	151
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>255168</b>	<b>254365</b>	<b>301844</b>	<b>354677</b>	<b>415394</b>	其他收入	(228)	(231)	(158)	(182)	(210)
短期借款及交易性金融负债	104	109	0	0	0	营业利润	74751	87880	102510	120202	139596
应付款项	2010	2408	2554	3124	3558	营业外净收支	(223)	(178)	0	0	0
其他流动负债	55800	46548	56023	63734	72278	<b>利润总额</b>	<b>74528</b>	<b>87701</b>	<b>102510</b>	<b>120202</b>	<b>139596</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>57914</b>	<b>49066</b>	<b>58576</b>	<b>66858</b>	<b>75836</b>	所得税费用	18808	22326	25884	30291	35178
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	3260	2659	3108	3644	4232
其他长期负债	296	334	334	334	334	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>52460</b>	<b>62716</b>	<b>73518</b>	<b>86267</b>	<b>100186</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>296</b>	<b>334</b>	<b>334</b>	<b>334</b>	<b>334</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>58211</b>	<b>49400</b>	<b>58911</b>	<b>67193</b>	<b>76171</b>	净利润	52460	62716	73518	86267	100186
少数股东权益	7418	7458	9012	10834	12950	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	189539	197507	233921	276650	326274	折旧摊销	1469	1600	2410	2635	2784
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>255168</b>	<b>254365</b>	<b>301844</b>	<b>354677</b>	<b>415394</b>	公允价值变动损失	2	0	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(935)	(1392)	(2727)	(4754)	(5749)
每股收益	41.76	49.93	58.52	68.67	79.75	营运资本变动	5759	(15288)	2930	900	1224
每股红利	21.08	45.67	29.54	34.66	40.25	其它	1615	227	1554	1822	2116
每股净资产	150.88	157.23	186.21	220.23	259.73	<b>经营活动现金流</b>	<b>61305</b>	<b>49255</b>	<b>80413</b>	<b>91624</b>	<b>106310</b>
ROIC	100.55%	88.25%	85%	92%	98%	资本开支	0	(3600)	(3000)	(2000)	(2352)
ROE	27.68%	31.75%	31%	31%	31%	其它投资现金流	(16868)	16771	116173	0	0
毛利率	92%	92%	92%	92%	92%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(16868)</b>	<b>13171</b>	<b>113173</b>	<b>(2000)</b>	<b>(2352)</b>
EBIT Margin	68%	68%	67%	67%	68%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBITDA Margin	69%	69%	68%	69%	69%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	12%	17%	17%	15%	15%	支付股利、利息	(26476)	(57370)	(37104)	(43538)	(50563)
净利润增长率	12%	20%	17%	17%	16%	其它融资现金流	24236	58779	(109)	0	0
资产负债率	26%	22%	23%	22%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(28718)</b>	<b>(55962)</b>	<b>(37213)</b>	<b>(43538)</b>	<b>(50563)</b>
股息率	1.2%	2.7%	1.7%	2.0%	2.4%	<b>现金净变动</b>	<b>15719</b>	<b>6464</b>	<b>156372</b>	<b>46086</b>	<b>53396</b>
P/E	40.7	34.1	29.1	24.8	21.3	货币资金的期初余额	36091	51810	58274	214646	260732
P/B	11.3	10.8	9.1	7.7	6.5	货币资金的期末余额	51810	58274	214646	260732	314128
EV/EBITDA	29.1	24.8	21.5	18.7	16.2	企业自由现金流	0	47206	76816	87778	101662
						权益自由现金流	0	105985	78744	91333	105961

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032