

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): 营收增速
创新高, 产品矩阵强构建
2024.04.03

贵州茅台 (600519): 市场导
向, 创新驱动 2024.01.02

贵州茅台 (600519): 锚定目
标, 坚定信心 2023.10.22

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

立足长远发展, 坚守五大核心

2024年05月30日

事件: 公司召开 2023 年度股东大会, 现场参会人数 1700 人左右, 创下自 2018 年股东大会以来的新高。股东大会后, 公司董事会选举张德芹为公司第四届董事会董事长。

点评:

- **管理层低调务实, 诚恳交流。** 公司新董事长张德芹为贵州仁怀人, 毕业后进入茅台酒厂工作, 从生产一线做起, 后也曾任职于习酒, 拥有近 30 年的白酒从业经验。从会议交流中, 我们感受到董事长是一位低调务实的管理者, 产业内评价较高, 对企业发展的核心竞争力有深刻理解。对茅台来说, 董事长职位时隔多年再次由产业出身的领导担任, 我们认为有助于公司更好的提高自我纠偏能力, 有利于公司在行业调整期中稳定正确的战略方向。
- **坚守核心竞争力, 回归本源。** 会议中, 张德芹董事长重点剖析了茅台发展的五大核心竞争力。**1) 品质:** 当产量、效益、速度与质量发生矛盾时, 质量是第一位的。**2) 品牌:** 品牌既是一份责任, 也是一个相对群体和场景的共识, 公司重视对品牌美誉度的提升, 希望渠道方能够共同参与。**3) 工艺:** 崇本守道, 坚守工艺, 贮足陈酿, 不卖新酒。公司对工艺、对品质的坚守始终不变。**4) 环境:** 水更清, 山更绿, 天更蓝, 酒更香。守护好品牌发展。**5) 文化:** 用一颗仁爱的心去酿造, 随民族文化共同发展。我们认为, 公司依然在围绕如何酿造好产品、提升品牌价值和传播力而努力, 不断强化自身发展要素。
- **价格匹配需求, 保持矩阵发展。** 对于价格的理解, 公司更多从满足消费者需求出发, 且伴随经济环境变化, 价格出现波动也是合理的, 公司会通过大量市场调研做出分析, 更好匹配消费需求。过去公司在创新上做了很多尝试, 未来也会保持创新精神, 也将在调研中持续优化产品矩阵的构建, 以提升对行业周期波动的抵御能力。
- **盈利预测与投资评级:** 对于未来, 公司重视稳定、健康、可持续的发展, 但不会为了稳定而放慢节奏, 我们认为新董事长对企业发展的思路清晰, 今年有望更好的实现对内部各项业务的梳理。**我们预计, 公司 2024-2026 年摊薄每股收益分别为 69.76 元、81.27 元、94.30 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	127,554	150,560	175,052	202,527	233,117
增长率 YoY %	16.5%	18.0%	16.3%	15.7%	15.1%
归属母公司净利润 (百万元)	62,717	74,734	87,633	102,096	118,462
增长率 YoY%	19.6%	19.2%	17.3%	16.5%	16.0%
毛利率%	91.9%	92.0%	92.2%	92.2%	92.2%
净资产收益率ROE%	31.8%	34.7%	36.0%	37.1%	37.7%
EPS(摊薄)(元)	49.93	59.49	69.76	81.27	94.30
市盈率 P/E(倍)	33.53	28.14	24.00	20.60	17.75
市净率 P/B(倍)	10.65	9.75	8.64	7.64	6.70

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 05 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	216,611	225,173	256,776	294,254	340,070	
货币资金	58,274	69,070	94,675	123,898	160,537	
应收票据	105	14	24	28	32	
应收账款	21	60	48	55	64	
预付账款	897	35	40	47	54	
存货	38,824	46,435	52,410	60,640	69,788	
其他	118,489	109,558	109,579	109,586	109,595	
非流动资产	37,889	47,527	49,825	51,612	53,245	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	19,743	19,909	21,068	22,067	22,907	
无形资产	7,083	8,572	9,422	10,272	11,122	
其他	11,064	19,046	19,334	19,272	19,216	
资产总计	254,501	272,700	306,600	345,866	393,315	
流动负债	49,066	48,698	51,694	55,051	59,614	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	2,408	3,093	3,369	3,898	4,486	
其他	46,657	45,605	48,325	51,152	55,127	
非流动负债	497	346	347	347	347	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	497	346	347	347	347	
负债合计	49,563	49,043	52,041	55,398	59,961	
少数股东权益	7,458	7,988	11,260	15,073	19,497	
归属母公司股东权益	197,480	215,669	243,299	275,394	313,856	
负债和股东权益	254,501	272,700	306,600	345,866	393,315	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	127,554	150,560	175,052	202,527	233,117	
同比 (%)	16.5%	18.0%	16.3%	15.7%	15.1%	
归属母公司净利润	62,717	74,734	87,633	102,096	118,462	
同比 (%)	19.6%	19.2%	17.3%	16.5%	16.0%	
毛利率 (%)	91.9%	92.0%	92.2%	92.2%	92.2%	
ROE%	31.8%	34.7%	36.0%	37.1%	37.7%	
EPS (摊薄)(元)	49.93	59.49	69.76	81.27	94.30	
P/E	33.53	28.14	24.00	20.60	17.75	
P/B	10.65	9.75	8.64	7.64	6.70	
EV/EBITDA	23.97	20.22	16.49	14.01	11.90	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	127,554	150,560	175,052	202,527	233,117	
营业成本	10,199	11,981	13,602	15,730	18,097	
营业税金及附加	18,496	22,234	25,806	29,905	34,470	
销售费用	3,298	4,649	5,161	5,782	6,434	
管理费用	9,012	9,729	10,667	11,962	13,098	
研发费用	135	157	172	199	230	
财务费用	-1,392	-1,790	-2,061	-2,830	-3,706	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	64	34	34	40	46	
其他	10	75	34	40	46	
营业利润	87,880	103,709	121,774	141,858	164,586	
营业外收支	-178	-46	-80	-80	-80	
利润总额	87,701	103,663	121,694	141,778	164,506	
所得税	22,325	26,141	30,789	35,870	41,620	
净利润	65,376	77,521	90,905	105,908	122,886	
少数股东损益	2,659	2,787	3,273	3,813	4,424	
归属母公司净利润	62,717	74,734	87,633	102,096	118,462	
EBITDA	88,112	103,820	121,790	141,261	163,267	
EPS (当年)(元)	49.93	59.49	69.76	81.27	94.30	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	36,699	66,593	90,288	103,374	120,784	
净利润	65,376	77,521	90,905	105,908	122,886	
折旧摊销	1,688	1,937	2,158	2,313	2,467	
财务费用	12	13	11	11	11	
投资损失	-64	-34	-34	-40	-46	
营运资金变动	-29,127	-11,667	-3,002	-4,898	-4,614	
其它	-1,187	-1,177	251	80	80	
投资活动现金流	-5,537	-9,724	-4,670	-4,140	-4,134	
资本支出	-5,306	-2,595	-4,184	-4,180	-4,180	
长期投资	-210	-7,268	0	0	0	
其他	-21	138	-485	40	46	
筹资活动现金流	-57,425	-58,889	-60,014	-70,011	-80,011	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-57,370	-58,755	-60,011	-70,011	-80,011	
现金流净增加额	-26,262	-2,019	25,605	29,223	36,639	

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。

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。

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。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深入研究百龙创园、嘉必优）。

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

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

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。

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（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深入研究农夫山泉）行业。

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。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。