

# 贵州茅台 (600519.SH)

## 坚守核心竞争力，行稳致远

### 投资要点:

#### 事件:

贵州茅台于2024年5月29日召开2023年度股东大会，会议通过了利润分配方案、选举董事的议案等议案。本次股东大会超1700位股东及代表出席，创下了自2019年以来的历史新高。

#### 新董事长在行业深耕多年，深入一线，经验丰富。

本次会议选举了张德芹为公司第四届董事会董事，并在随后召开的第四届董事会2024年度第六次会议上选举张德芹为公司第四届董事会董事长。张德芹1973年出生于贵州仁怀，毕业后在茅台从车间工人做起，基层经验丰富。2010年张德芹被调至当时仍由茅台集团控股的贵州习酒，并带领习酒进入快速发展阶段。张德芹曾在茅台工作多年，对一线情况了解深厚，在白酒行业经验丰富。履行后，张董事长先后调研了制酒车间，组织了茅台集团老领导座谈会、贵州茅台浙闽苏三省经销商座谈会等诸多会议，深入一线，作风务实，在当前消费修复阶段，有利于公司平稳穿越周期，稳定市场信心。

#### 坚守五大核心竞争力，行稳致远。

本次股东大会系新董事长张德芹履新后的首次股东大会亮相，会上张董事长以“让我们携手，共同致力于茅台的稳定、健康、可持续发展”为题发表演讲，提出了茅台要“在行稳致远的基础上，保持健康和可持续发展”，并明确了茅台的核心竞争力是品质、品牌、工艺、文化、环境，五大方面。

#### 坚持长期主义，引领行业发展。

在茅台股东大会前夕，由贵州省白酒产业发展促进会、茅台集团共同主办的2024贵州白酒企业发展圆桌会议在茅台镇召开。根据会议披露的数据，24Q1全国规模以上白酒企业981家，其中亏损企业342个，企业亏损面为34.9%，比上年（29.6%）提高5.3个百分点，白酒产业增长放缓，目前仍在去库期，存量竞争下内卷加剧。作为引领行业发展的龙头，茅台公司也表示必须坚持长期主义，进一步深化“茅台好，大家才能好；大家好，茅台才会更好”的发展共识。我们认为，在当前的行业调整期内，茅台的稳健发展以及在产区建设、白酒出海等方面贡献的成果将更明显的成为稳定行业发展信心的旗帜。

#### 盈利预测与投资建议

公司稳字为先，规划2024年公司维持15%的营收目标不变，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为889.23/1059.49/1231.19亿元（前值886.66/1053.46/1227.71亿元），维持“买入”评级。

#### 风险提示

经济修复不及预期，茅台批价下滑，高端酒动销下滑等。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	127,554	150,560	175,613	206,093	235,572
增长率(%)	17%	18%	17%	17%	14%
净利润(百万元)	62,716	74,734	88,923	105,949	123,119
增长率(%)	20%	19%	19%	19%	16%
EPS(元/股)	49.93	59.49	70.79	84.34	98.01
市盈率(P/E)	33.0	27.7	23.3	19.5	16.8
市净率(P/B)	10.5	9.6	6.8	5.0	3.9

数据来源：公司公告、华福证券研究所

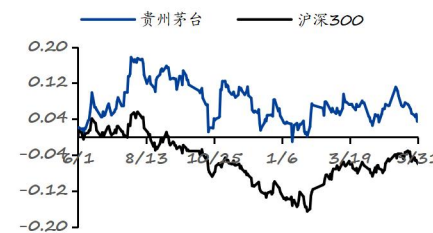
## 买入 (维持评级)

当前价格: 1,648.45 元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,256.20/1,256.20
流通A股市值(百万元)	2,070,779.26
每股净资产(元)	190.84
资产负债率(%)	12.95
一年内最高/最低价(元)	1,935.00/1,555.55

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)

lc30103@hfzq.com.cn

分析师: 张东雪(S0210523060001)

zdx30145@hfzq.com.cn

联系人: 李妍冰(S0210123060028)

lyb30131@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 开门红业绩稳健，短期利润率波动不改盈利向好趋势——2024.04.28
- 23年超额完成目标，24年高质量增长可期——2024.04.03
- 【华福食品饮料】贵州茅台(600519.SH): 23年高质量收官，24年蓄势待发——2023.12.30



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	69,070	110,097	388,238	516,120
应收票据及账款	74	87	102	116
预付账款	35	37	41	45
存货	46,435	47,414	54,063	58,806
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	109,558	169,249	1,511	1,976
流动资产合计	225,173	326,885	443,954	577,063
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	19,909	20,244	20,882	21,531
在建工程	2,137	1,897	1,759	1,626
无形资产	8,572	9,126	9,589	10,121
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	16,908	16,901	16,889	16,884
非流动资产合计	47,527	48,167	49,118	50,161
<b>资产合计</b>	<b>272,700</b>	<b>375,051</b>	<b>493,073</b>	<b>627,224</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	3,093	3,031	3,422	3,715
预收款项	0	0	0	0
合同负债	14,126	22,830	27,822	31,802
其他应付款	5,213	5,213	5,213	5,213
其他流动负债	26,266	27,859	30,739	33,071
流动负债合计	48,698	58,933	67,197	73,802
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	346	346	346	346
非流动负债合计	346	346	346	346
<b>负债合计</b>	<b>49,043</b>	<b>59,279</b>	<b>67,542</b>	<b>74,148</b>
归属母公司所有者权益	215,669	304,588	410,536	533,655
少数股东权益	7,988	11,185	14,994	19,421
<b>所有者权益合计</b>	<b>223,656</b>	<b>315,773</b>	<b>425,531</b>	<b>553,076</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>272,700</b>	<b>375,051</b>	<b>493,073</b>	<b>627,224</b>

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>66,593</b>	<b>44,148</b>	<b>279,666</b>	<b>127,683</b>
现金收益	77,635	93,912	110,036	125,890
存货影响	-7,611	-979	-6,648	-4,743
经营性应收影响	915	-15	-20	-18
经营性应付影响	1,354	-62	391	294
其他影响	-5,700	-48,708	175,907	6,260
<b>投资活动现金流</b>	<b>-9,724</b>	<b>-3,877</b>	<b>-3,877</b>	<b>-4,183</b>
资本支出	-3,450	-3,195	-3,593	-3,774
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-6,274	-682	-284	-409
<b>融资活动现金流</b>	<b>-58,889</b>	<b>756</b>	<b>2,352</b>	<b>4,382</b>
借款增加	-52	0	0	0
股利及利息支付	-58,755	0	0	0
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-82	756	2,352	4,382

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	150,560	175,613	206,093	235,572
营业成本	11,867	12,629	14,198	15,353
税金及附加	22,234	25,317	29,711	33,961
销售费用	4,649	5,159	5,992	6,732
管理费用	9,729	10,997	12,885	14,658
研发费用	157	96	112	128
财务费用	-4,543	-756	-2,352	-4,382
信用减值损失	-38	-38	-38	-38
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	3	3	3
投资收益	34	38	43	43
其他收益	35	35	35	35
<b>营业利润</b>	<b>106,500</b>	<b>122,209</b>	<b>145,587</b>	<b>169,165</b>
营业外收入	87	86	87	86
营业外支出	133	191	191	191
<b>利润总额</b>	<b>106,454</b>	<b>122,104</b>	<b>145,483</b>	<b>169,060</b>
所得税	26,142	29,984	35,725	41,515
<b>净利润</b>	<b>80,312</b>	<b>92,120</b>	<b>109,758</b>	<b>127,545</b>
少数股东损益	2,787	3,197	3,809	4,427
<b>归属母公司净利润</b>	<b>74,734</b>	<b>88,923</b>	<b>105,949</b>	<b>123,119</b>
EPS (按最新股本摊薄)	59.49	70.79	84.34	98.01

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	18.0%	16.6%	17.4%	14.3%
EBIT 增长率	17.9%	19.1%	18.0%	15.1%
归母公司净利润增长率	19.2%	19.0%	19.1%	16.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	92.1%	92.8%	93.1%	93.5%
净利率	53.3%	52.5%	53.3%	54.1%
ROE	34.7%	28.2%	24.9%	22.3%
ROIC	49.3%	40.7%	35.1%	30.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	18.0%	15.8%	13.7%	11.8%
流动比率	4.6	5.5	6.6	7.8
速动比率	3.7	4.7	5.8	7.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4
应收账款周转天数	0	0	0	0
存货周转天数	1,293	1,338	1,287	1,323
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	59.49	70.79	84.34	98.01
每股经营现金流	53.01	35.14	222.63	101.64
每股净资产	171.68	242.47	326.81	424.82
<b>估值比率</b>				
P/E	28	23	20	17
P/B	10	7	5	4
EV/EBITDA	33	28	24	21

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

Table with 3 columns: 类别 (Category), 评级 (Rating), 评级说明 (Rating Description). Rows include 公司评级 (Company Rating) and 行业评级 (Industry Rating) with sub-categories like 买入, 持有, 中性, 回避, 卖出, 强于大市, 跟随大市, 弱于大市.

备注：评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海
公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层
邮编：200120
邮箱：hfjys@hfzq.com.cn