

# 贵州茅台（600519.SH）

## 坚持长期主义，兼顾发展质量

优于大市

### ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：张向伟  
证券分析师：李文华  
联系人：张未艾

021-60375461  
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：优于大市（维持）

执证编码：S0980523090001  
执证编码：S0980523070002

## 事项：

公司公告：2024年05月29日，贵州茅台召开2023年度股东大会。

**国信食品饮料观点：**1) 贵州茅台继续坚守长期主义，平衡好发展速度和发展质量的关系。2) 茅台尊重经销商正常经营利润，正确处理好酱酒企业的竞合关系。3) 2024年或更加考验茅台的经营智慧，后续渠道改革或是重要观察点。4) 投资建议：维持此前盈利预测，我们预计2024-2026年公司有望实现营收1739.2/1998.9/2238.1亿元，同比+15.5%/+14.9%/+12.0%；预计归母净利润874.5/1015.2/1143.6亿元，同比+17.0%/+16.1%/+12.6%，对应PE分别为24.0/20.7/18.4X，维持“优于大市”评级。

## 评论：

### ◆ 贵州茅台继续坚守长期主义，平衡好发展速度和发展质量的关系

2023年度股东大会上，新任董事长张德芹发表题为“让我们携手共同致力于，茅台的稳定、健康、可持续发展”的演讲。公司将继续坚持长期主义，“品质”要素列为长期核心竞争力的首位，遵循“产量服从质量”、“效益服从质量”和“速度服从质量”的三大原则。在品牌方面，公司将聚焦于提升品牌的美誉度，尊重经销商的盈利模式，也期待经销商发哺公司的美誉度。我们认为，茅台未来或不会刻意放缓增长的速度，在坚持品质为中心的前提下，继续保持良性健康的发展。

### ◆ 茅台尊重经销商正常经营利润，正确处理好酱酒企业的竞合关系

从厂商关系看，复盘历史发现，在行业历次调整中，茅台极其重视厂商关系的维护，保证渠道的合理利润。预计茅台将继续重视经销商正常的经营利润，预计不会要求包销系列酒和周边产品，进而保证经销商队伍的稳定性，并为茅台美誉度的建设奠定基础。在竞合关系上，贵州茅台预计和酱酒企业在竞争中相互完善、相互成全、相互进步，不会用茅台的资源帮助其他企业。

### ◆ 2024年或更加考验茅台的经营智慧，后续渠道改革或是重要观察点

从公司经营规划看，2024年公司经营目标增长15%，在上年提价效应凸显下，我们应该更多观测茅台中期价值实现的路径判断。在渠道改革上，公司在直营渠道占比较高的背景下，后续或积极寻找渠道结构的平衡，进而实现中期的稳健增长。在产品多元化上，2024年茅台继续以文化为内核，推出散花飞天等非标文创酒。预计公司后续在品牌表达更具艺术性，继续拓宽茅台酒的“朋友圈”，为后续长期发展储备更多产品工具。

### ◆ 投资建议：持续看好公司穿越周期的经营能力，维持“优于大市”评级。

维持此前盈利预测，我们预计2024-2026年公司有望实现营收1739.2/1998.9/2238.1亿元，同比+15.5%/+14.9%/+12.0%；预计归母净利润874.5/1015.2/1143.6亿元，同比+17.0%/+16.1%/+12.6%，对应PE分别为24.0/20.7/18.4X，维持“优于大市”评级。

**◆ 风险提示**

需求复苏不及预期；竞争加剧；改革不及预期等。

表1: 可比公司盈利预测及估值（更新至 2024 年 05 月 29 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,674.00	21,028.8	59.5	69.6	80.8	28.1	24.0	20.7
000858.SZ	五粮液	优于大市	149.21	5,791.7	7.8	8.9	10.1	19.0	16.8	14.7
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	179.01	2,635.0	8.9	10.9	13.1	20.0	16.4	13.6

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）——一季度收入增长 18%，利润率受生产节奏扰动》——2024-05-04
- 《贵州茅台（600519.SH）-2023 年营收增长 18%，2024 年经营目标积极》——2024-04-03
- 《贵州茅台（600519.SH）-价格管理能力突出，业绩增长工具充足》——2024-03-28
- 《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

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	58274	69070	182561	193650	204544	<b>营业收入</b>	<b>127554</b>	<b>150560</b>	<b>173915</b>	<b>199890</b>	<b>223809</b>
应收款项	158	102	118	135	151	营业成本	10093	11867	13684	15447	17306
存货净额	38824	46435	52895	60297	67769	营业税金及附加	18496	22234	25218	28984	32452
其他流动资产	1058	3611	4171	4794	5368	销售费用	3298	4649	5184	5962	6620
<b>流动资产合计</b>	<b>216611</b>	<b>225173</b>	<b>240145</b>	<b>259277</b>	<b>278233</b>	管理费用	9012	9729	11408	12860	13239
固定资产	21951	22047	22905	22541	22392	研发费用	135	157	157	157	176
无形资产及其他	7083	8572	8229	7886	7544	财务费用	(1392)	(1790)	(2515)	(3762)	(3982)
投资性房地产	8719	16908	16908	16908	16908	投资收益	64	34	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	0	3	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>254365</b>	<b>272700</b>	<b>288188</b>	<b>306612</b>	<b>325076</b>	其他收入	(231)	(199)	(157)	(157)	(176)
短期借款及交易性金融负债	109	57	0	0	0	营业利润	87880	103709	120929	140392	158148
应付款项	2408	3093	3329	3850	4368	营业外净收支	(178)	(46)	0	0	0
其他流动负债	46548	45547	51777	59138	65210	<b>利润总额</b>	<b>87701</b>	<b>103663</b>	<b>120929</b>	<b>140392</b>	<b>158148</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>49066</b>	<b>48698</b>	<b>55106</b>	<b>62989</b>	<b>69578</b>	所得税费用	22326	26141	30232	35098	39537
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2659	2787	3252	3775	4252
其他长期负债	334	346	346	346	346	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>62716</b>	<b>74734</b>	<b>87445</b>	<b>101519</b>	<b>114358</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>334</b>	<b>346</b>	<b>346</b>	<b>346</b>	<b>346</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>49400</b>	<b>49043</b>	<b>55451</b>	<b>63334</b>	<b>69924</b>	<b>净利润</b>	62716	74734	87445	101519	114358
少数股东权益	7458	7988	9614	11501	13627	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	197507	215669	223123	231777	241525	折旧摊销	1600	1848	2484	2707	2856
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>254365</b>	<b>272700</b>	<b>288188</b>	<b>306612</b>	<b>325076</b>	公允价值变动损失	0	(3)	0	0	0
						财务费用	(1392)	(1790)	(2515)	(3762)	(3982)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(15288)	(18601)	(570)	(160)	(1472)
每股收益	49.93	59.49	69.61	80.81	91.04	其它	227	596	1626	1888	2126
每股红利	45.67	46.77	63.68	73.93	83.27	<b>经营活动现金流</b>	<b>49255</b>	<b>58574</b>	<b>90985</b>	<b>105954</b>	<b>117869</b>
每股净资产	157.23	171.68	177.62	184.51	192.27	资本开支	0	(1750)	(3000)	(2000)	(2364)
ROIC	88.25%	75.98%	74%	79%	82%	其它投资现金流	16771	12342	105554	0	0
ROE	31.75%	34.65%	39%	44%	47%	<b>投资活动现金流</b>	<b>16771</b>	<b>10591</b>	<b>102554</b>	<b>(2000)</b>	<b>(2364)</b>
毛利率	92%	92%	92%	92%	92%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBIT Margin	68%	68%	68%	68%	69%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	69%	69%	69%	70%	70%	支付股利、利息	(57370)	(58755)	(79991)	(92865)	(104610)
收入增长	17%	18%	16%	15%	12%	其它融资现金流	55177	59140	(57)	0	0
净利润增长率	20%	19%	17%	16%	13%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(59562)</b>	<b>(58370)</b>	<b>(80048)</b>	<b>(92865)</b>	<b>(104610)</b>
资产负债率	22%	21%	23%	24%	26%	<b>现金净变动</b>	<b>6464</b>	<b>10796</b>	<b>113491</b>	<b>11089</b>	<b>10894</b>
股息率	2.7%	2.8%	3.8%	4.4%	5.0%	货币资金的期初余额	51810	58274	69070	182561	193650
P/E	33.5	28.1	24.0	20.7	18.4	货币资金的期末余额	58274	69070	182561	193650	204544
P/B	10.6	9.8	9.4	9.1	8.7	企业自由现金流	0	57718	87612	102907	114531
EV/EBITDA	24.4	20.7	17.9	15.6	13.9	权益自由现金流	0	116858	89441	105728	117518

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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