

贵州茅台 (600519.SH)

公司快报

坚守本源，立足长远

食品饮料 | 白酒III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2024-06-04)

1,653.20 元

交易数据

总市值(百万元)	2,076,746.20
流通市值(百万元)	2,076,746.20
总股本(百万股)	1,256.20
流通股本(百万股)	1,256.20
12个月价格区间	1,882.96/1,612.80

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.35	-4.09	8.01
绝对收益	-3.04	-1.89	1.64

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号: S0910523120001
 lixinxin@huajinsec.com

相关报告

 贵州茅台: 23年圆满收官, 24年四端齐驱-
 贵州茅台公司分析 2024.2.1

◆ 事件:

贵州茅台召开 2023 年年度股东大会, 参与人数达 1700 余人, 创下 2019 年以来参会历史人数最高记录。会上茅台集团党委书记、董事长张德芹全程脱稿, 发表了《让我们携手, 共同致力于茅台的稳定、健康、可持续发展》的主题演讲, 并就投资者关心的问题进行了解答。

◆ 点评:

◆ 如何稳定、健康、可持续发展? 坚守和加强公司的核心竞争力。茅台集团党委书记、董事长张德芹认为茅台稳定、健康、可持续发展: 一是需要股东的理解和支持; 二是需要坚守维护茅台的核心竞争力; 三是需要人才与创新。

1) **股东理解和支持:** 茅台的今天成绩是沉淀了几代茅台人的智慧、汗水、心血。茅台生在大山, 注定就有山一样的担当与责任, 茅台要带动父老乡亲一起富裕, 茅台必须要走稳、走远。

2) **坚守核心竞争力:** 茅台的核心竞争力包括品质、品牌、工艺、环境和文化。对于品质, 张董提出“三个服从”, 即当产量、效益、速度与质量发生矛盾时, 均服从于质量, 全方位强化质量管控, 确保每一瓶茅台酒品质如一; 对于品牌, 张董提出两点思考: 品牌是相对群体和相对场景的共识, 品牌建设关键在于提升品牌美誉度, 呼吁广大股东、经销商、社会各界共同参与一起把茅台的美誉度持续提高。

3) **人才与创新:** 茅台将用更大的诚意吸引人才, 更多的绩效激励人才, 让公司发展更好更稳定; 此外, 茅台将不断创新, 过去做了很多尝试, 未来也会永不停息, 以保证茅台长久稳定增长。

◆ **新董事长作为仁怀人老茅台人, 酒业经验丰富。** 张德芹总出生于贵州仁怀, 1995 年大学毕业后即进入茅台工作, 历任茅台制酒车间技术员、主任、茅台集团总经理助理、副总经理等职务, 2010-2018 年、2022-2024 年就职于习酒, 先后担任习酒总经理、董事长等, 具有近 30 年的酒业生产和管理经验。2018 年以来茅台经历了李保芳时代、高卫东时代和丁雄军时代, 他们到任前均无酒业从业经验, 张德芹董事长酒业经验丰富, 我们认为茅台在新董事长带领下将有望走向稳定、健康、可持续发展的道路。

◆ **竞争合作共同进步, 24 年继续稳中求进。** 对于习酒等本地酒的竞争, 公司表示希望双方能在竞合过程中相互完善、相互成全和更加进步。此外公司股东大会审议通过《2024 年度财务预算方案》, 明确 24 年营业收入增长 15% 的目标, 24 年公司有望继续稳中求进。

◆ **中长期来看, 行业调整过半, 期待行业复苏。** 我们将本轮白酒调整周期跟上轮调整周期类比, 思考如下: 1) **周期判断:** 按照上一轮调整经验 (12Q4-16 年初/持续



三年多），本轮调整 21Q4 开始预计调整至 24 年结束，此外上轮调整股价见底是 15Q3，本轮预计现在处于 15 年初曙光乍现阶段，不宜过度悲观；**2）预期节奏：**终端销售变差/库存积压（已实现）—酒企调整战略方向及人事变动（已出现）—战略执行/终端改善（半年时间）—报表改善（预期 25 年）；**3）当下时点及关注：**当下处于战略执行情况，白酒子赛道关注高端及地产酒，股票关注稳定性、确定性两类，稳定性选高端（贵州茅台）、确定性优选地产酒（苏酒、徽酒等）；**4）公司层面：**我们预计未来三年量增价增，公司业绩确定性强。销量端，因茅台酒工艺原因，第 T 年销量与 T-4 年基酒产量挂钩，未来三年公司基酒储备充足，茅台酒基酒 CAGR 为 4.4%、系列酒基酒 CAGR 为 11.8%，充足的基酒储备为后续产品销售提供支持；吨价端，随着非标产品的推出放量、1935 等大单品的放量，产品结构有望继续升级。

◆ **投资建议：**短期来看，公司制定 15% 的业绩目标，有望稳中求进，业绩确定性强。中期看，根据上轮周期经验，本轮白酒周期调整已过半，当下处于战略改变执行阶段，高端白酒具有布局性价比。此外，公司新董事长作为仁怀本地人老茅台人，对茅台有深厚的感情，具有丰富的酒业管理经验，有望带领茅台沿着稳定、健康、可持续的发展轨道继续前进。我们预测公司 2024 年至 2026 年营业收入增速分别为 15.4%、16.1% 和 17.1%，归母净利润增速分别为 16.9%、17.6%、17.9%，EPS 分别为 69.57、81.81 和 96.47 元，对应 PE 分别为 23x、20x、17x，维持公司“买入-A”建议。

◆ **风险提示：**省内竞争加剧，公司出现重大管理瑕疵；宏观经济发生较大的波动，白酒消费有大幅下滑等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	127,554	150,560	173,674	201,685	236,138
YoY(%)	16.5	18.0	15.4	16.1	17.1
归母净利润(百万元)	62,716	74,734	87,398	102,765	121,184
YoY(%)	19.6	19.2	16.9	17.6	17.9
毛利率(%)	92.1	92.1	92.6	92.5	92.4
EPS(摊薄/元)	49.93	59.49	69.57	81.81	96.47
ROE(%)	31.9	34.7	29.0	26.6	24.7
P/E(倍)	32.8	27.6	23.6	20.0	17.0
P/B(倍)	10.4	9.5	6.8	5.3	4.2
净利率(%)	49.2	49.6	50.3	51.0	51.3

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	216611	225173	316830	405036	515429	营业收入	127554	150560	173674	201685	236138
现金	58274	69070	160292	232534	337526	营业成本	10093	11867	12834	15086	18022
应收票据及应收账款	126	74	157	112	203	营业税金及附加	18496	22234	25038	29368	34433
预付账款	897	35	1040	208	1254	营业费用	3298	4649	4732	5645	6778
存货	38824	46435	45769	62613	66862	管理费用	9012	9729	11289	13311	15585
其他流动资产	118489	109558	109572	109569	109585	研发费用	135	157	155	201	231
非流动资产	37753	47527	50978	54823	59470	财务费用	-1392	-1790	-2842	-5347	-7919
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-15	38	1	10	24
固定资产	19743	19909	22555	25590	29195	公允价值变动收益	0	3	0	1	2
无形资产	7274	8790	9645	10444	11405	投资净收益	64	34	50	49	44
其他非流动资产	10737	18828	18778	18789	18870	营业利润	87880	103709	122548	143508	169108
资产总计	254365	272700	367809	459858	574900	营业外收入	71	87	76	78	80
流动负债	49066	48698	52286	57152	63384	营业外支出	249	133	100	150	150
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	87701	103663	122523	143436	169038
应付票据及应付账款	2408	3093	2856	4137	4218	所得税	22326	26141	31003	36327	42737
其他流动负债	46657	45605	49430	53015	59166	税后利润	65375	77521	91521	107109	126301
非流动负债	334	346	346	346	346	少数股东损益	2659	2787	4123	4344	5118
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	62716	74734	87398	102765	121184
其他非流动负债	334	346	346	346	346	EBITDA	87564	103455	120796	139584	162914
负债合计	49400	49043	52632	57497	63729	主要财务比率					
少数股东权益	7458	7988	12111	16455	21572	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	1256	1256	1256	1256	1256	成长能力					
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	营业收入(%)	16.5	18.0	15.4	16.1	17.1
留存收益	193825	211982	271836	348062	447658	营业利润(%)	17.6	18.0	18.2	17.1	17.8
归属母公司股东权益	197507	215669	303067	385906	489598	归属于母公司净利润(%)	19.6	19.2	16.9	17.6	17.9
负债和股东权益	254365	272700	367809	459858	574900	获利能力					
						毛利率(%)	92.1	92.1	92.6	92.5	92.4
						净利率(%)	49.2	49.6	50.3	51.0	51.3
						ROE(%)	31.9	34.7	29.0	26.6	24.7
						ROIC(%)	32.4	35.2	29.3	26.6	24.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	19.4	18.0	14.3	12.5	11.1
						流动比率	4.4	4.6	6.1	7.1	8.1
						速动比率	1.2	1.4	3.1	4.1	5.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	2018.4	1500.4	1500.4	1500.4	1500.4
						应付账款周转率	4.6	4.3	4.3	4.3	4.3
						估值比率					
						P/E	32.8	27.6	23.6	20.0	17.0
						P/B	10.4	9.5	6.8	5.3	4.2
						EV/EBITDA	22.9	19.3	15.8	13.2	10.7

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn