

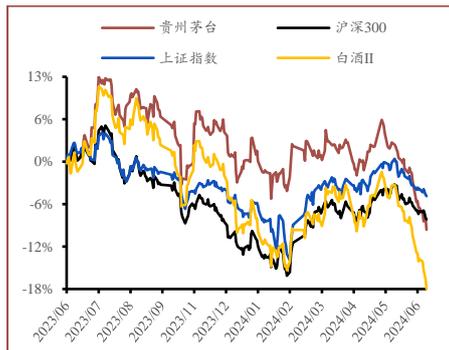
 投资评级:买入(维持)

## 基本数据

2024-06-21

收盘价(元)	1,471.00
流通股本(亿股)	12.56
每股净资产(元)	190.84
总股本(亿股)	12.56

## 最近 12 月市场表现



分析师 吴文德

SAC 证书编号: S0160523090004  
wuwd01@ctsec.com

分析师 任金星

SAC 证书编号: S0160524010001  
renjx@ctsec.com

## 相关报告

- 《坚守本质，行稳致远》 2024-05-31
- 《提价兑现开启，巨轮从容远行》 2024-04-28
- 《稳驭赴长程，冲刺十四五》 2024-04-05

## 核心观点

- ❖ **事件：**近期茅台批价持续走弱，根据今日酒价，近期散飞批价下跌至 2200 元附近。针对批价下行，茅台公司也相继出台了稳价政策。
- ❖ **需求偏淡是本质原因，投机扰动放大价格波动。** 24Q2 进入淡季后未能对元春良好需求形成平滑承接，五一/端午两个小高峰对高端商务宴请、礼赠未有明显催化，对批价形成一定压制。但短期内的高频波动已跳脱出常规的季节性周期表现，主要是投机环节的扰动影响，电商补贴及黄牛抛售放大了淡季下的价格波动。传统渠道端结构性因素并未被触及，掌握大量货源、资金充裕的大商信心并未受损，多持捂货惜售态度。我们认为短期内价盘仍可回归稳态。
- ❖ **茅台挺价积极，由控直销拓展到控渠道。** 茅台供给端挺价手段逐步发力。初期以直营体系控量为主，包括暂停 1499 企业团购申请、巽风酒暂停行权、贵州国资特产平台收缩等。近期逐步加码渠道端调控：1) 取消 12 瓶装的大箱投放，大箱拆箱是流通市场散飞的重要来源；2) 取消经销商“拆箱令”，减少散飞流通；3) 停发精品、15 年等非标茅台，遏制非标产品的跟随式跌价；4) 分批次开展回款发货，避免集中投放市场。我们认为此轮茅台应对手段相对谨慎且精准，兼顾了业绩与市场的平衡，向经销商及市场释放出明确的稳价信号，同时也留足了后手。我们判断茅台工具箱仍然充足，如发动经销商回购、阶段性控货等，预计仍可匹配市场变化灵活出招。
- ❖ **短期批价波动对茅台业绩影响有限。** 价的方面，茅台批价与出厂价（1169 元）差距较大，渠道利润仍然丰厚，批价阶段性波动对出厂价不构成压制；且上轮提价已基本锁定部分业绩增长。量的方面，当前回款节奏稳健，经销商信心稳定，截至 24Q2 已实现回款进度 55% 左右，同比基本持平，后续回款或将有序推进。
- ❖ **投资建议：**我们认为价格体系的调整短期有冲击、但中长期或是金融和消费需求的再分配，茅台业绩端确定性仍强，短期悲观情绪对估值形成压制，不改白酒龙头长期价值。预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 875/1016/1174 亿元，同比增长 17.1%/16.0%/15.6%，对应 PE 分别为 21.1/18.2/15.7 倍，当前对应股息率 3.4%（2023 年），维持“买入”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济增长不及预期；批价波动超预期；食品安全风险。

## 盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	127554	150560	175725	202071	231850
收入增长率(%)	16.53	18.04	16.71	14.99	14.74
归母净利润(百万元)	62717	74734	87542	101568	117422
净利润增长率(%)	19.55	19.16	17.14	16.02	15.61
EPS(元/股)	49.93	59.49	69.69	80.85	93.47
PE	34.59	29.01	21.11	18.19	15.74
ROE(%)	31.76	34.65	36.41	37.74	38.87
PB	10.99	10.05	7.69	6.87	6.12

数据来源：wind 数据，财通证券研究所 股价日期：2024 年 5 月 30 日

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>127553.96</b>	<b>150560.33</b>	<b>175725.00</b>	<b>202071.16</b>	<b>231850.13</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	10199.20	11980.84	12850.35	13827.55	14869.65	营业收入增长率	16.5%	18.0%	16.7%	15.0%	14.7%
营业税费	18495.82	22234.18	25126.72	29459.48	33812.73	营业利润增长率	17.6%	18.0%	18.5%	15.5%	15.5%
销售费用	3297.72	4648.61	5351.56	6240.64	7145.31	净利润增长率	19.6%	19.2%	17.1%	16.0%	15.6%
管理费用	9012.19	9729.39	11193.04	12794.79	14771.87	EBITDA 增长率	17.0%	17.8%	18.8%	15.2%	15.3%
研发费用	135.19	157.37	157.18	202.85	228.04	EBIT 增长率	17.2%	17.9%	18.8%	15.3%	15.4%
财务费用	-1391.81	-1789.50	-1715.89	-2217.94	-2735.31	NOPLAT 增长率	16.8%	18.3%	18.7%	15.2%	15.5%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	4.1%	9.1%	12.9%	13.1%	13.3%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>3.15</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	4.1%	9.1%	12.9%	13.1%	13.3%
投资和汇兑收益	63.84	34.03	72.26	75.79	78.09	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>87879.52</b>	<b>103708.66</b>	<b>122872.68</b>	<b>141888.65</b>	<b>163897.34</b>	毛利率	91.9%	92.0%	92.7%	93.2%	93.6%
加:营业外净收支	-178.03	-46.10	-148.99	-124.38	-106.49	营业利润率	70.8%	70.2%	71.3%	71.5%	71.9%
<b>利润总额</b>	<b>87701.49</b>	<b>103662.55</b>	<b>122723.68</b>	<b>141764.27</b>	<b>163790.85</b>	净利率	52.7%	52.5%	53.2%	53.4%	53.7%
减:所得税	22325.45	26141.08	31052.83	35902.60	41409.65	EBITDA/营业收入	71.0%	70.3%	71.6%	71.6%	71.8%
<b>净利润</b>	<b>62717.47</b>	<b>74734.07</b>	<b>87541.52</b>	<b>101568.36</b>	<b>117422.41</b>	EBIT/营业收入	69.6%	69.0%	70.3%	70.4%	70.6%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	58274.32	69070.14	89168.11	109879.18	147871.01	固定资产周转天数	56	48	47	45	42
交易性金融资产	0.00	400.71	400.71	400.71	400.71	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>313</b>	<b>260</b>	<b>233</b>	<b>217</b>	<b>184</b>
应收账款	20.94	60.37	38.69	38.55	38.79	流动资产周转天数	620	546	532	520	512
应收票据	105.45	13.93	273.09	57.55	322.42	应收帐款周转天数	0	0	0	0	0
预付帐款	897.38	34.59	567.38	618.88	455.42	存货周转天数	1288	1293	1332	1372	1413
存货	38824.37	46435.19	46773.70	56621.48	57994.93	总资产周转天数	739	643	607	591	575
其他流动资产	116333.56	109130.09	118951.80	118951.80	118951.80	投资资本周转天数	588	543	525	516	510
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	31.8%	34.7%	36.4%	37.7%	38.9%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	24.6%	27.4%	28.4%	29.6%	30.5%
投资性房地产	5.34	4.14	4.14	4.14	4.14	ROIC	31.4%	34.0%	35.8%	36.5%	37.2%
固定资产	19742.62	19909.28	22403.74	24866.62	26737.14	费用率					
在建工程	2208.33	2137.46	3568.73	3784.37	3392.18	销售费用率	2.7%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
无形资产	7083.18	8572.27	9823.97	11029.17	12344.50	管理费用率	7.3%	6.6%	6.5%	6.4%	6.5%
其他非流动资产	4134.74	2240.38	2464.42	2710.86	2981.95	财务费用率	-1.1%	-1.2%	-1.0%	-1.1%	-1.2%
<b>资产总额</b>	<b>254500.83</b>	<b>272699.66</b>	<b>307864.94</b>	<b>343702.14</b>	<b>384595.71</b>	三费/营业收入	8.8%	8.5%	8.6%	8.5%	8.4%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	2408.37	3093.09	2257.87	3738.64	2736.04	资产负债率	19.5%	18.0%	18.0%	16.9%	15.9%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	24.2%	21.9%	21.9%	20.4%	18.9%
其他流动负债	14853.32	13856.99	13856.99	13856.99	13856.99	流动比率	4.41	4.62	4.66	4.98	5.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.19	1.43	1.64	1.93	2.44
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	7188.07	8070.13	11143.37	12390.05	13806.47
<b>负债总额</b>	<b>49562.74</b>	<b>49043.19</b>	<b>55324.89</b>	<b>58133.67</b>	<b>61132.59</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>7458.04</b>	<b>7987.90</b>	<b>12117.23</b>	<b>16410.54</b>	<b>21369.33</b>	DPS(元)	25.91	30.88	25.91	27.57	28.12
股本	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20	分红比率					
留存收益	194859.66	213043.47	237797.72	266532.83	299468.68	股息收益率	1.5%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%
<b>股东权益</b>	<b>204938.08</b>	<b>223656.47</b>	<b>252540.05</b>	<b>285568.47</b>	<b>323463.11</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	49.93	59.49	69.69	80.85	93.47
净利润	62717.47	74734.07	87541.52	101568.36	117422.41	BVPS(元)	157.20	171.68	191.39	214.26	240.48
加:折旧和摊销	1688.45	1937.42	2274.07	2524.45	2721.81	PE(X)	34.6	29.0	21.1	18.2	15.7
资产减值准备	14.69	-37.87	-3.39	-7.73	-12.62	PB(X)	11.0	10.1	7.7	6.9	6.1
公允价值变动损失	0.00	-3.15	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	12.02	12.62	10.87	11.27	11.67	P/S	17.0	14.4	12.3	10.7	9.3
投资收益	-63.84	-34.03	-72.26	-75.79	-78.09	EV/EBITDA	24.0	20.2	14.3	12.2	10.4
少数股东损益	2658.57	2787.40	4129.33	4293.31	4958.79	CAGR(%)					
营运资金的变动	-29126.70	-11667.45	-4705.36	-7886.03	3165.80	PEG	1.8	1.5	1.2	1.1	1.0
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>36698.60</b>	<b>66593.25</b>	<b>90477.00</b>	<b>100133.72</b>	<b>128190.85</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-5536.83</b>	<b>-9724.41</b>	<b>-7624.07</b>	<b>-6583.44</b>	<b>-5702.86</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-57424.53</b>	<b>-58889.10</b>	<b>-62754.96</b>	<b>-72839.20</b>	<b>-84496.16</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10% 之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5%~5% 之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。