

# 贵州茅台 (600519)

## 释放风险，提升价值

买入 (维持)

2024年07月03日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	127554	150560	173222	191119	210574
同比 (%)	16.53	18.04	15.05	10.33	10.18
归母净利润 (百万元)	62717	74734	86845	95912	105965
同比 (%)	19.55	19.16	16.20	10.44	10.48
EPS-最新摊薄 (元/股)	49.93	59.49	69.13	76.35	84.35
P/E (现价&最新摊薄)	29.86	25.06	21.56	19.52	17.67

### 股价走势



**事件:** 上证报消息, 7月1日贵州茅台党委副书记、代总经理王莉在北京主持召开投资者交流会, 听取投资者对茅台市值管理工作的意见建议, 解答投资者关心的问题并探讨茅台未来发展的新路径。

■ **回应市场关切, 体现龙头担当。** 5月以来飞天茅台酒批价持续快速下跌, 引发集中关注和较大担忧, 市场对公司能否采取有效稳价举措信心不足, 对中长期需求的稳定性信心不足。近期公司管理层一方面加强市场调研和经销商沟通指导, 批价应声企稳反弹 (当前散瓶批价较6月低位反弹约250元), 一方面加强和投资者互动, 倾听投资者声音和建议, 正面回应市场关切, 体现了龙头担当。

■ **调整期价格回落释放风险, 渠道布局完善更具韧性。** 公司认为茅台酒处于调整期, 且逢“三期叠加”——新旧动能转化的宏观经济周期、白酒行业周期和茅台自身周期。我们认为在行业调整期认知前提下, 茅台酒批价适度回调能够释放价格和经营风险, 公司将以拓展新兴产业需求增强供需适配和加码国际化等举措应对国内宏观周期, 以加强渠道管控和精准化投放来平衡量价, 稀释“投资需求”变弱和黄牛乱价带来的波动加剧。相比上一轮调整期, 茅台核心竞争力更加强化, 产品矩阵更加完善, 渠道更加多元, 消费者价值和渠道利润护城河更厚更宽, 抵御周期的韧性也更强。

■ **多举措齐出助批价强反弹, 利益一致, 公司市值管理有余力。** 随着茅台酒批价回调探底, 公司打出组合拳, 6月23日名酒研究所报道“公司取消开箱政策, 取消大箱投放, 停发15年和精品茅台”; 继张德芹董事长广东调研座谈之后, 6月25-30日集团总经理王莉先后率队到上海、浙江、江苏、北京等地市场调研, 并组织苏沪皖三省区和北部七省区市场工作会, 同经销商、电商平台等经行座谈和指导; 此外还对一些市场和渠道进行停货整顿, 这些都提振了市场信心, 部分减少了散货供给, 从而带来批价反弹。从连续2年的特别分红到更为积极的投资者互动, 都彰显了利益的一致性, 无论短期和中长期, 公司市值管理工具箱仍较为丰满, 平衡量价, 保持合理增速水平, 较高分红, 都易获得投资者认同。

■ **国际化可更多期待。** 2023年茅台酒国际市场收入占比不到3%, 但43.5亿元的金额绝对值仍是行业第一位, 中国白酒龙头也必然是中国白酒国际化的先锋。2023年度股东大会上公司领导针对投资者提问也有精准分级, 加快布局的意思表述, 国际化将成为公司最重要战略之一, 从中资出海企业出发, 更加系统化和针对性的操作将会带来更好效果。

■ **盈利预测与投资评级:** 综合考虑外部经济环境、公司经营节奏以及长期发展规划, 我们略调整2024-2026年归母净利润为868、959、1060亿元 (前值分别为872、1004、1155亿元), 分别同比+16%、10%、10% (前值分别为17%、15%、15%), 当前市值对应PE分别为22、20、18倍, 估值位于公司历史低位, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 宏观经济持续下行导致需求减弱大幅超预期; 批价大幅回落引发恐慌; 市场对未来合理降速反应过度等。

### 市场数据

收盘价(元)	1,490.70
一年最低/最高价	1,414.01/1,935.00
市净率(倍)	7.81
流通A股市值(百万元)	1,872,614.06
总市值(百万元)	1,872,614.06

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	190.84
资产负债率(% ,LF)	12.95
总股本(百万股)	1,256.20
流通A股(百万股)	1,256.20

### 相关研究

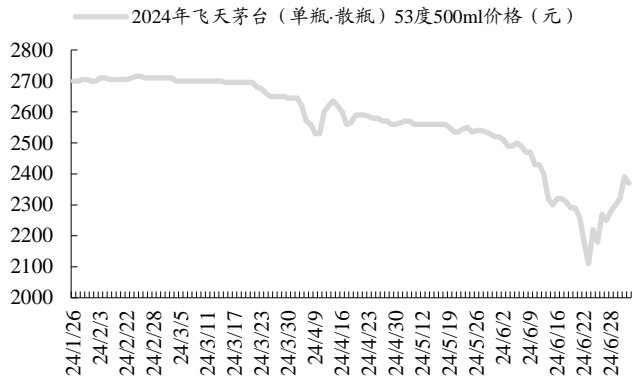
《贵州茅台(600519): 2024Q1季报点评: 销售稳定兑现, 着眼长期价值》

2024-04-28

《贵州茅台(600519): 2023年年报点评: 巍巍巨轮, 稳步前行》

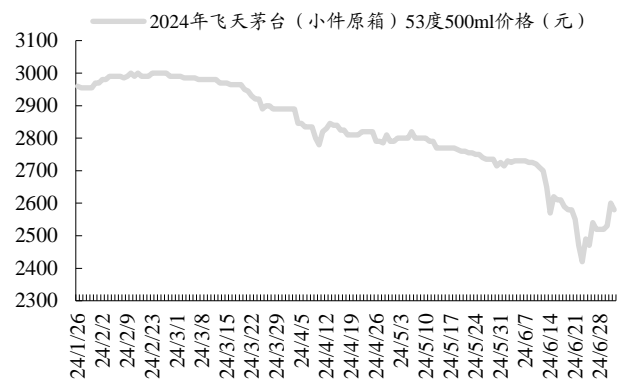
2024-04-03

图1: 今年以来散茅价格下跌和急跌走势



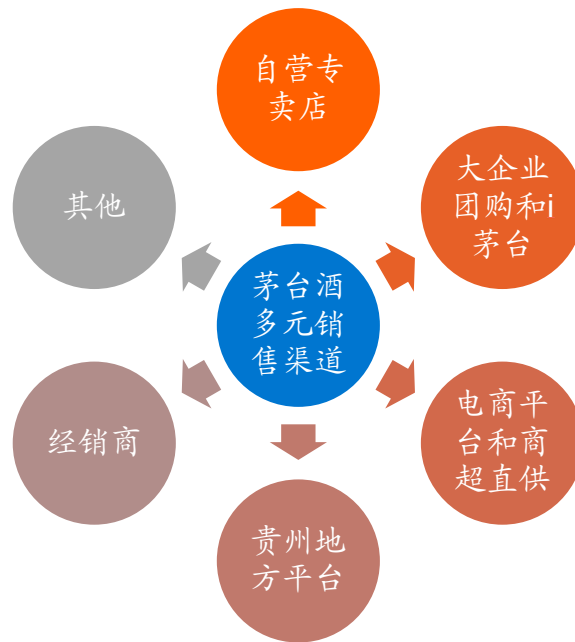
数据来源: 易茅、东吴证券研究所

图2: 今年以来24原箱普飞价格下跌和急跌走势



数据来源: 易茅、东吴证券研究所

图3: 茅台已经构建起多元渠道体系



数据来源: 公司公开信息, 东吴证券研究所整理作图

## 贵州茅台三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>225,173</b>	<b>263,117</b>	<b>299,648</b>	<b>341,592</b>	<b>营业总收入</b>	<b>150,560</b>	<b>173,222</b>	<b>191,119</b>	<b>210,574</b>
货币资金及交易性金融资产	69,471	79,659	93,277	119,538	营业成本(含金融类)	11,981	13,502	15,009	16,472
经营性应收款项	109	900	753	844	税金及附加	22,234	25,101	27,932	30,813
存货	46,435	51,559	59,676	77,157	销售费用	4,649	5,325	5,760	6,188
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,729	10,461	11,309	12,135
其他流动资产	109,158	130,999	145,941	144,054	研发费用	157	155	113	216
<b>非流动资产</b>	<b>47,527</b>	<b>48,899</b>	<b>51,762</b>	<b>54,112</b>	财务费用	(1,790)	(1,926)	(2,211)	(2,314)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	35	34	39	44
固定资产及使用权资产	20,223	21,886	22,947	23,345	投资净收益	34	71	72	71
在建工程	2,137	1,124	615	392	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	8,572	9,824	11,029	12,344	减值损失	38	38	38	38
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	160	160	160	160	<b>营业利润</b>	<b>103,709</b>	<b>120,748</b>	<b>133,355</b>	<b>147,216</b>
其他非流动资产	16,434	15,905	17,010	17,871	营业外净收支	(46)	(149)	(124)	(106)
<b>资产总计</b>	<b>272,700</b>	<b>312,016</b>	<b>351,410</b>	<b>395,705</b>	<b>利润总额</b>	<b>103,663</b>	<b>120,599</b>	<b>133,230</b>	<b>147,110</b>
<b>流动负债</b>	<b>48,698</b>	<b>57,930</b>	<b>60,178</b>	<b>63,433</b>	减:所得税	26,141	30,515	33,741	37,192
短期借款及一年内到期的非流动负债	57	90	86	78	<b>净利润</b>	<b>77,521</b>	<b>90,084</b>	<b>99,489</b>	<b>109,917</b>
经营性应付款项	3,093	2,057	2,856	2,540	减:少数股东损益	2,787	3,239	3,577	3,952
合同负债	14,126	17,877	19,158	20,233	<b>归属母公司净利润</b>	<b>74,734</b>	<b>86,845</b>	<b>95,912</b>	<b>105,965</b>
其他流动负债	31,422	37,906	38,078	40,583	每股收益-最新股本摊薄(元)	59.49	69.13	76.35	84.35
非流动负债	346	346	346	346	EBIT	101,882	118,675	130,996	144,756
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	103,820	120,830	133,305	147,180
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.96	92.20	92.13	92.16
租赁负债	267	267	267	267	归母净利率(%)	50.60	51.17	51.22	51.31
其他非流动负债	79	79	79	79	收入增长率(%)	18.04	15.05	10.33	10.18
<b>负债合计</b>	<b>49,043</b>	<b>58,276</b>	<b>60,523</b>	<b>63,778</b>	归母净利润增长率(%)	19.16	16.20	10.44	10.48
归属母公司股东权益	215,669	242,513	276,082	313,170					
少数股东权益	7,988	11,227	14,804	18,757					
<b>所有者权益合计</b>	<b>223,656</b>	<b>253,740</b>	<b>290,886</b>	<b>331,926</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>272,700</b>	<b>312,016</b>	<b>351,410</b>	<b>395,705</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	66,593	74,921	80,779	99,859	每股净资产(元)	171.68	193.05	219.78	249.30
投资活动现金流	(9,724)	(4,757)	(4,806)	(4,705)	最新发行在外股份(百万股)	1,256	1,256	1,256	1,256
筹资活动现金流	(58,889)	(59,975)	(62,355)	(68,893)	ROIC(%)	35.49	37.08	35.88	34.69
现金净增加额	(2,019)	10,189	13,618	26,260	ROE-摊薄(%)	34.65	35.81	34.74	33.84
折旧和摊销	1,937	2,155	2,309	2,424	资产负债率(%)	17.98	18.68	17.22	16.12
资本开支	(2,595)	(4,204)	(4,191)	(4,021)	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.06	21.56	19.52	17.67
营运资本变动	(11,667)	(18,519)	(20,623)	(12,383)	P/B(现价)	8.68	7.72	6.78	5.98

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>