

2024年02月01日

贵州茅台 (600519.SH)

公司快报

食品饮料 | 白酒III

投资评级

买入-A(首次)

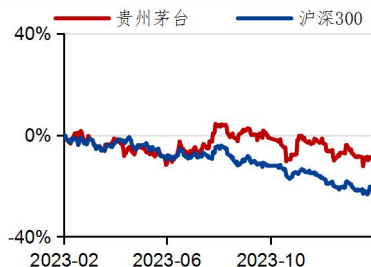
股价(2024-01-31)

1,604.91 元

交易数据

总市值(百万元)	2,016,084.41
流通市值(百万元)	2,016,084.41
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	-0.73	6.37	11.95
绝对收益	-7.02	-3.63	-10.7

分析师

李鑫鑫

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

相关报告

投资要点

◆ **23年圆满收官、新品渠道亮点颇多。**2023年12月29日公司发布2023年度生产经营情况公告,预计全年实现营业总收入约1495亿元,同比增长约17.2%,其中茅台酒营业收入约1258亿元,系列酒营业收入约204亿元,超额完成年初15%的增长目标;预计实现归属于上市公司股东的净利润约735亿元,同比增长约17.2%;公司生产茅台酒基酒约5.72万吨,同比增长约0.7%,系列酒基酒约4.29万吨,同比增长约22.3%。

根据茅台集团2024年度市场工作会议及贵州茅台公众号,2023年茅台集团预计实现营收1645亿元,同比增长20.5%,利润总额将首次超千亿元,实现利润1083.5亿元,同比增长18.8%,主要经济指标保持两位数增长,持续领跑行业。**2023年茅台经营亮点颇多:**1) **新品:**茅台1935单品销售超110亿,超额完成年初设定的百亿目标,成为新的百亿大单品;2) **新渠道:**2023年“i茅台”数字营销平台注册用户超5300万人,日活用户超480万人,平台累计交易额达443亿元,巽风数字世界注册用户530万人,交易额48亿,茅台家族产品新增渠道数量同比增加170%。

◆ **24年“四端”并驾齐驱,坚持“终端为王”。**2024年度市场工作会议上,董事长丁雄军总提出2024年坚持“产品、渠道、品牌、终端”四端并驾齐驱,打出第四张王牌“终端为王”,丁总综合梳理白酒产业发展规律,认为在计划经济时代是产品为王;上世纪90年代后,市场经济时代是渠道为王;2000年之后,随着收入和消费观念的转变,白酒进入品牌为王的时代;如今到今后一个时期内将是“终端为王”的时代。

此外,2024年将继续保持按月投放和高附加值产品分销政策基本不变,市场费用将重点加大对精品、生肖、100ml茅台酒、24节气及巽风酒市场投入力度,预计随着非标产品销售放量,公司茅台酒产品结构有望持续改善。

◆ **短期来看,茅台酒量价策略游刃有余。**1) **价:**公司2023年11月公告,自2023年11月1日起上调本公司53%vol贵州茅台酒(飞天、五星)出厂价格,平均上调幅度约为20%,提价将有效体现在24年报表中。2) **量:**因茅台酒工艺原因,第T年销量与T-4年基酒产量挂钩,2020年茅台酒基酒5.02万吨,较上一年增长0.63%。公司产品以产定销,2024年基酒储备充足;3) **产品结构:**2024年公司市场费用将重点加大对精品、生肖、100ml茅台酒、24节气及巽风酒市场投入力度,预计随着非标产品销售放量,公司茅台酒产品结构有望持续改善。此外,茅台1935大单品放量趋势有望延续,公司业绩确定性强。

◆ **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:** 未来三年量增价增, 公司业绩确定性强。从销量来看, 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; 从吨价来看, 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, 公司量价策略更加游刃有余, 一方面公司上调飞天出厂价, 幅度约 20%, 另一方面, 2020 年基酒储备充足为 2024 年茅台酒销售提供支持, 第三, 公司精品、生肖、100ml 茅台酒、24 节气及 1935 等大单品有望延续趋势继续放量, 公司业绩确定性强。中长期看, 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。我们预测公司 2023 年至 2025 年营业收入增速分别为 17.2%、16.9% 和 15.9%, 归母净利润增速分别为 17.3%、18.0%、16.8%, EPS 分别为 58.58、69.13 和 80.77 元, 对应 PE 分别为 28x、23x、20x, 首次覆盖, 给予“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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	109,464	127,554	149,501	174,731	202,487
YoY(%)	11.7	16.5	17.2	16.9	15.9
净利润(百万元)	52,460	62,716	73,588	86,835	101,464
YoY(%)	12.3	19.6	17.3	18.0	16.8
毛利率(%)	91.8	92.1	92.5	92.3	92.2
EPS(摊薄/元)	41.76	49.93	58.58	69.13	80.77
ROE(%)	28.3	31.9	31.0	29.2	27.3
P/E(倍)	38.8	32.4	27.6	23.4	20.0
P/B(倍)	10.7	10.3	8.5	6.8	5.5
净利率(%)	47.9	49.2	49.2	49.7	50.1

数据来源: 聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

分业务来看：

- (1) **茅台酒**：一方面，从销量来看，因茅台酒工艺原因，第 T 年销量与 T-4 年基酒产量挂钩，2020 年-2022 茅台酒基酒产量分别为 5.02 万吨、5.65 万吨、5.68 万吨，分别较上一年增长 0.63%、12.42%、0.60%，年化增速 4.4%。另一方面，从吨价来看，公司 2023 年 11 月上调飞天茅台出厂价 20%，将有效提升产品吨价，此外，精品、生肖、100ml 茅台酒、24 节气等非标产品有望持续放量，吨价有望持续提升。我们预计 2023-2025 年公司茅台酒业务营收增速分别为 17%、16%、15%。
- (2) **其他系列酒**：一方面，1935、王子酒等大单品持续放量，汉酱、迎宾系列聚焦，贵州大曲错位竞争，吨价有望延续趋势持续提升，再一方面，茅台扩展项目近年密集落地，3 万吨酱香系列酒技改、习水同民坝一起等项目建设，为系列酒销售提供支持。我们预计 2023-2025 年公司其他系列酒营收增速分别为 28%、25%、23%。
- (3) **其他业务**：保守来看未来几年收入增速设定为 0%，2023 年因已披露经营数据，倒推计算可得计算其他业务增速为-13%。因此我们预计 2023-2025 年公司其他业务营收增速分别为-13%、0%、0%。

表 1：公司业务拆分（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1) 茅台酒	848.31	934.65	1078.34	1258.10	1459.39	1678.30
YoY		10%	15%	17%	16%	15%
毛利率	94%	94%	94%	95%	95%	95%
2) 其他系列酒	99.91	125.95	159.39	204.01	255.02	313.67
YoY		26%	27%	28%	25%	23%
毛利率	70%	74%	77%	79%	79%	79%
3) 其他业务	31.71	34.05	37.82	32.90	32.90	32.90
YoY		7%	11%	-13%	0%	0%
毛利率	98%	97%	95%	95%	95%	95%
总计	979.93	1094.64	1275.54	1495.01	1747.31	2024.87
YoY		12%	17%	17%	17%	16%
总成本	81.54	89.83	100.93	112.03	133.81	158.17
毛利率	92%	92%	92%	93%	92%	92%

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、可比公司估值

公司是中国白酒高端行业白酒龙头，主要产品为高端及超高端白酒，产品价格带位于 1000 元以上，可比公司选择时，我们选择高端酒及典型地产白酒，具体标的为五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、古井贡酒。

估值来看，**1) 横向对比：**贵州茅台作为中国白酒行业绝对龙头，享有一定龙头估值溢价，同时公司产品具有一定收藏价值，具有金融属性和奢侈品属性，估值体系可对标爱马仕等海外奢侈品公司。**2) 纵向对比：**截至 24/1/31 贵州茅台 PE-ttm 为 28.32x，处于 2014 年 1 月（近十年）以来的 37%分位、2016 年 1 月（价值发现）以来的 21%分位，估值处于历史底部位置，公司股价处于超跌状态。

表 2：可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE		
			2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000858.SZ	五粮液	4902	267	303	343	389	16	14	13
000568.SZ	泸州老窖	2161	104	132	163	197	16	13	11
600809.SH	山西汾酒	2441	81	105	131	160	23	19	15
002304.SZ	洋河股份	1376	94	107	125	145	13	11	10
000596.SZ	古井贡酒	924	31	44	57	71	21	16	13
	平均	-	115	138	164	193	18	15	12
603369.SH	贵州茅台	20,161	627	736	868	1,015	28	23	20

资料来源：Wind 一致预期，贵州茅台盈利预测来自华金证券研究所，股价为 2024 年 1 月 31 日收盘价

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	220766	216611	259184	326887	402512	营业收入	109464	127554	149501	174731	202487
现金	51810	58274	98717	152673	224297	营业成本	8983	10093	11203	13381	15817
应收票据及应收账款	0	126	22	151	49	营业税金及附加	15304	18496	21255	24870	28990
预付账款	389	897	610	1152	890	营业费用	2737	3298	3830	4454	5195
存货	33394	38824	41333	54408	58759	管理费用	8450	9012	10465	12231	14174
其他流动资产	135172	118489	118501	118502	118516	研发费用	62	135	107	136	172
非流动资产	34403	37753	41120	44799	48482	财务费用	-935	-1392	-1502	-2946	-4762
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-13	-15	-48	-32	-42
固定资产	17472	19743	22560	25504	28515	公允价值变动收益	-2	0	1	-0	0
无形资产	6208	7274	7870	8591	9231	投资净收益	58	64	50	57	57
其他非流动资产	10722	10737	10690	10704	10736	营业利润	74751	87880	104165	122651	142939
资产总计	255168	254365	300304	371686	450993	营业外收入	69	71	50	63	62
流动负债	57914	49066	49922	57863	59882	营业外支出	292	249	300	250	250
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	74528	87701	103916	122464	142750
应付票据及应付账款	2010	2408	2496	3362	3562	所得税	18808	22326	26284	31019	36201
其他流动负债	55904	46657	47427	54502	56321	税后利润	55721	65375	77632	91446	106549
非流动负债	296	334	334	334	334	少数股东损益	3260	2659	4043	4611	5085
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	52460	62716	73588	86835	101464
其他非流动负债	296	334	334	334	334	EBITDA	74453	87564	103187	120635	139379
负债合计	58211	49400	50257	58198	60217	主要财务比率					
少数股东权益	7418	7458	11501	16112	21197	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	1256	1256	1256	1256	1256	成长能力					
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	营业收入(%)	11.7	16.5	17.2	16.9	15.9
留存收益	185860	193825	231165	275150	326400	营业利润(%)	12.2	17.6	18.5	17.7	16.5
归属母公司股东权益	189539	197507	238546	297376	369580	归属于母公司净利润(%)	12.3	19.6	17.3	18.0	16.8
负债和股东权益	255168	254365	300304	371686	450993	获利能力					
						毛利率(%)	91.8	92.1	92.5	92.3	92.2
						净利率(%)	47.9	49.2	49.2	49.7	50.1
						ROE(%)	28.3	31.9	31.0	29.2	27.3
						ROIC(%)	28.7	32.4	31.8	29.8	27.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	22.8	19.4	16.7	15.7	13.4
						流动比率	3.8	4.4	5.2	5.6	6.7
						速动比率	0.9	1.2	2.0	2.6	3.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	142.8	2018.4	2018.4	2018.4	2018.4
						应付账款周转率	5.4	4.6	4.6	4.6	4.6
						估值比率					
						P/E	38.8	32.4	27.6	23.4	20.0
						P/B	10.7	10.3	8.5	6.8	5.5
						EV/EBITDA	26.7	22.7	18.9	15.7	13.1

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