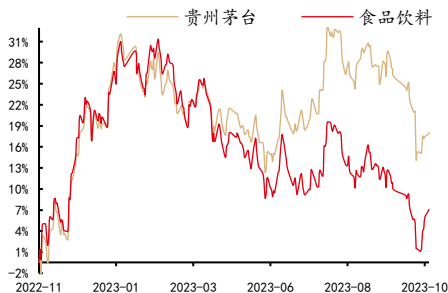


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	1,684.58
总股本/流通股本(亿股)	12.56 / 12.56
总市值/流通市值(亿元)	21,162 / 21,162
52周内最高/最低价	1,912.90 / 1,439.50
资产负债率(%)	19.4%
市盈率	33.74
第一大股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司

研究所

分析师: 蔡雪昱  
SAC 登记编号: S1340522070001  
Email: caixueyu@cnpsec.com

## 贵州茅台(600519)

### 飞天提价助力可持续发展，重塑行业价升逻辑

#### ● 事件

贵州茅台发布重大事项公告，经研究决定，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%。此次调整不涉及本公司产品的市场指导价格。此次价格调整将会对本公司经营业绩产生一定影响。

#### ● 核心观点

**整体来看，提价幅度克制、留有余力。**飞天出厂价格从 969 元提升至 20% 至 1169 元左右，前次提价为 2018 年初，由 819 元提价至 969 元、提价幅度为 18.32%。纵观 2001 年至今，飞天进行了 9 次提价，出厂价年复合涨幅为 7.93%、低于全国城镇居民可支配收入的复合增速 9.85%。渠道反馈当前散飞市场成交价格在 2700 元左右，提价后渠道利润为 1531 元/瓶、经销商毛利率为 56.7%、利润空间丰厚。

茅台此次提价落地，出厂价提升而保持市场指导价格不变，更多在于茅台生产/销售/流通各环节的**利润重新分配和价值回归**，遵循市场规律下，助力公司可以更健康、更可持续的发展，同时增厚业绩，保障国有资产增值，维护股东权益。以当前外部市场环境/需求情况背景下，我们预判提高出厂价并不会影响实际的市场成交价格，从而能较好的实现提价的初衷。乐观一点看未来，在经济、商务需求逐步恢复过程中，**龙头提价为行业打开价格空间、重塑价升的行业增长逻辑，从而推升白酒板块整体估值。**

#### ● 盈利预测与投资建议

**提价增厚当年及中期业绩。考虑到五星茅台销售占比较小，我们以飞天来做测算。**此次提价影响的是经销部分的出厂结算价格，渠道反馈当前尚未进行 11 月配额的回款，因此今年会提升 11 月&12 月的飞天收入及利润。经测算，今年收入端由此前的预测值 1487.76 亿元增厚 11.77 亿元至 1499.53 亿元，归母净利润由此前的预测值 741.24 亿元增厚 7.24 亿元至 748.48 亿元。2024-2025 年收入各增厚 69.21 亿元、提升至 1796.04、2063.64 亿元，归母净利润分别增厚 42.55、42.52 亿元至 909.88、1054.26 亿元。2023-2025 年收入增速为 17.56%、19.77%、14.90%，归母净利润增速为 19.34%、21.56%、15.87%，2023-2025 年 EPS 为 59.58/72.43/83.92 元，对应三年 PE 为 28/23/20 倍。维持“买入”评级。

#### ● 风险提示：

下游需求不及预期风险；食品安全风险；原材料成本变动风险；市场竞争加剧风险

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	127554	149953	179604	206364
增长率(%)	16.53	17.56	19.77	14.90
EBITDA(百万元)	87920.76	106831.78	128703.41	148745.80
归属母公司净利润(百万元)	62716.44	74847.76	90988.16	105425.72
增长率(%)	19.55	19.34	21.56	15.87
EPS(元/股)	49.93	59.58	72.43	83.92
市盈率(P/E)	33.74	28.27	23.26	20.07
市净率(P/B)	10.71	8.87	7.34	6.11
EV/EBITDA	24.19	19.08	15.49	13.04

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

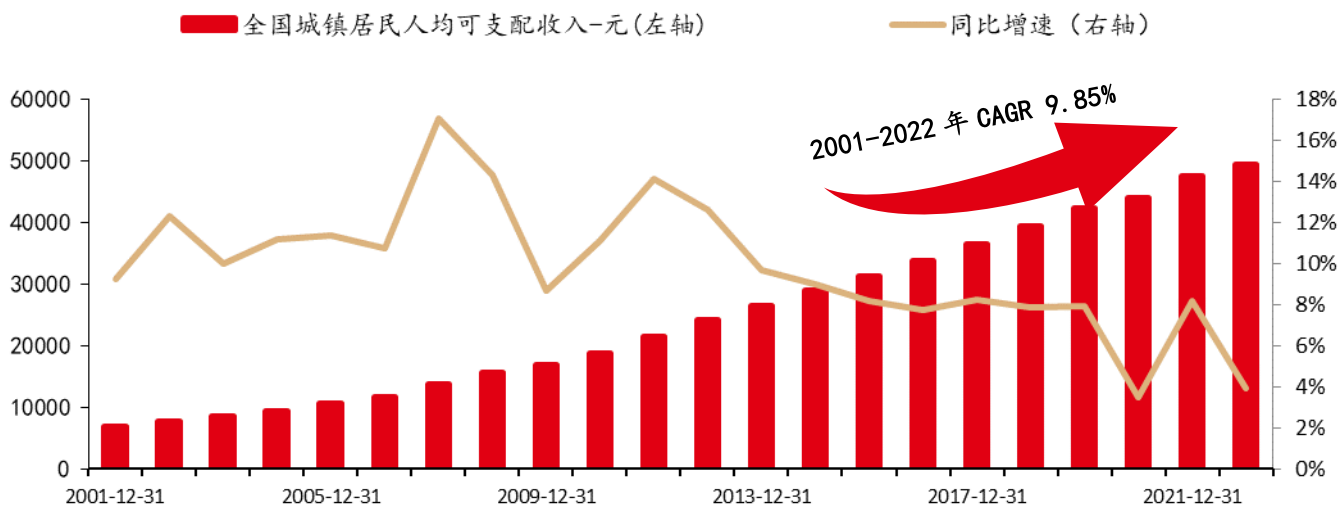
## 1 附注（图）

图表1：茅台历年提价及复合涨幅

指标 频率/单位	出厂价:53度茅台:500ml 日/元/瓶
2023-11-01	1169
2017-12-28	969
2012-09-01	819
2011-01-01	619
2010-01-01	499
2008-01-11	438
2007-04-01	358
2006-02-10	308
2003-10-01	268
2001-08-10	218

资料来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表2：全国城镇居民人均可支配收入（2001-2022年）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	127554	149953	179604	206364	营业收入	16.5%	17.6%	19.8%	14.9%
营业成本	10093	12451	14428	16289	营业利润	17.6%	15.7%	20.5%	15.7%
税金及附加	18496	21819	26259	30274	归属于母公司净利润	19.6%	19.3%	21.6%	15.9%
销售费用	3298	4027	4643	5232	<b>获利能力</b>				
管理费用	9012	9320	10714	11898	毛利率	92.1%	91.7%	92.0%	92.1%
研发费用	135	120	126	124	净利率	49.2%	49.9%	50.7%	51.1%
财务费用	-1392	-261	-428	-631	ROE	31.8%	31.4%	31.5%	30.4%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	42.2%	50.7%	58.9%	66.3%
<b>营业利润</b>	<b>91334</b>	<b>105640</b>	<b>127305</b>	<b>147355</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	71	75	165	210	资产负债率	19.4%	19.6%	18.5%	17.3%
营业外支出	249	231	180	189	流动比率	4.41	4.49	4.82	5.25
<b>利润总额</b>	<b>91156</b>	<b>105484</b>	<b>127290</b>	<b>147376</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	22326	26681	32064	36844	应收账款周转率	6092.23	17781.77	17781.77	17781.77
<b>净利润</b>	<b>68829</b>	<b>78804</b>	<b>95226</b>	<b>110532</b>	存货周转率	0.26	0.27	0.27	0.27
归母净利润	66171	74848	90988	105426	总资产周转率	0.50	0.48	0.48	0.47
<b>每股收益(元)</b>	<b>49.93</b>	<b>59.58</b>	<b>72.43</b>	<b>83.92</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	49.93	59.58	72.43	83.92
货币资金	58274	99520	151876	214011	每股净资产	157.23	189.91	229.65	275.70
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	126	858	1028	1181	PE	33.74	28.27	23.26	20.07
预付款项	897	1018	1219	1401	PB	10.71	8.87	7.34	6.11
存货	38824	46087	53405	60293	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>216611</b>	<b>271644</b>	<b>331889</b>	<b>401428</b>	净利润	65375	78838	95125	110295
固定资产	20145	20789	23202	25383	折旧和摊销	1611	1609	1841	2001
在建工程	2208	3267	3325	2383	营运资本变动	-29127	4651	416	255
无形资产	7083	6878	6671	6464	其他	-1240	-387	-413	-565
<b>非流动资产合计</b>	<b>37753</b>	<b>39145</b>	<b>41303</b>	<b>42303</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>36620</b>	<b>84710</b>	<b>96969</b>	<b>111986</b>
<b>资产总计</b>	<b>254365</b>	<b>310788</b>	<b>373192</b>	<b>443731</b>	资本开支	-5307	-3000	-4000	-3000
短期借款	0	0	0	0	其他	-230	-6882	86	171
应付票据及应付账款	2408	2602	3015	3404	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-5537</b>	<b>-9882</b>	<b>-3914</b>	<b>-2829</b>
其他流动负债	46657	57927	65819	73089	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>49066</b>	<b>60529</b>	<b>68835</b>	<b>76493</b>	债务融资	38	-60	-57	-66
其他	334	275	217	151	其他	-57463	-33523	-40642	-46955
<b>非流动负债合计</b>	<b>334</b>	<b>275</b>	<b>217</b>	<b>151</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-57425</b>	<b>-33582</b>	<b>-40699</b>	<b>-47021</b>
<b>负债合计</b>	<b>49400</b>	<b>60804</b>	<b>69052</b>	<b>76644</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-26341</b>	<b>41245</b>	<b>52356</b>	<b>62135</b>
股本	1256	1256	1256	1256					
资本公积金	1375	1375	1375	1375					
未分配利润	194876	235939	285858	343697					
少数股东权益	7458	11414	15652	20758					
其他	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>204965</b>	<b>249984</b>	<b>304140</b>	<b>367086</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>254365</b>	<b>310788</b>	<b>373192</b>	<b>443731</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048