

买入

贵州茅台（600519.SH）

提价强化中长期经营质量，行业秩序和竞争格局改善

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 食品饮料 · 白酒 II

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090001

证券分析师：李文华

021-60375461

liwenhua2@guosen.com.cn

执证编码：S0980523070002

联系人：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

事项：

公司公告：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。

国信食品饮料观点：1) 预计本次提价对收入贡献约3.4%-4.9%，增厚利润约4.3%-5.6%；2) 茅台提价信号意义更重要，行业价格秩序和格局迎来改善契机；3) 茅台提价对中长期经营影响大于短期业绩，增长质量和速度有望同步改善；4) 投资建议：持续看好公司穿越周期的经营能力，维持“买入”评级。上修此前盈利预测，我们预计2023-2025年有望实现营收1472.0/1692.8/1946.7亿元（前值为1472.0/1678.1/1898.4亿元，2024-2025年上调0.9%/2.5%），同比+15.4%/+15.0%/+15.0%；预计归母净利润740.8/871.7/1012.2亿元（前值为740.8/864.4/987.9亿元，2024-2025年上调0.8%/2.5%），同比+18.1%/+17.7%/+16.1%，对应PE分别为28.6/24.3/20.9X，维持“买入”评级。

评论：

◆ 预计本次提价对收入贡献约3.4%-4.9%，增厚利润约4.3%-5.6%

此次公司公告提价产品主要为批发渠道的飞天茅台、五星茅台，目前批发渠道主要包括经销商渠道、茅台集团营销公司和贵州省内国资平台等，预计体量约2万吨左右。考虑到茅台提价覆盖面的不确定性，我们分情景进行测算，测算如下：

1) 假设仅经销商渠道参与提价，提价涉及配额约1.4万吨。经过测算，预计贡献营收约51亿元，较2023年营收同比+3.4%；预计贡献利润约32亿元，较2023年利润同比+4.3%。

2) 假设所有批发渠道同步提价，提价涉及配额约2.0万吨。经过测算，预计贡献收入约73亿元，较2023年收入同比+4.9%；预计贡献业绩约42亿元，较2023年利润同比+5.6%。

◆ 茅台提价信号意义更重要，行业价格秩序和格局迎来改善契机

过去，贵州茅台通过茅台1935、企业团购、非标茅台等产品放量来实现收入增长目标，行业竞争格局和价格秩序受到一定的扰动。此次，飞天茅台提价缓解公司中长期业绩增长压力，预计2024年茅台1935等产品投放或趋于放缓，千元价格带供给端有望改善，五粮液、泸州老窖也能更加从容平衡好量价关系。再之，茅台提价具有极强的示范效应，后续不排除其他酒企提价的可能性，对于其他酒企2023年回款、2024年合同签订、批价支撑均有正向影响。

◆ 茅台提价对中长期经营影响大于短期业绩，增长质量和速度有望同步改善

贵州茅台时隔六年对旗下大单品飞天茅台进行提价，未来三年15%收入增长的确性增强。从中长期经营看，后续预计公司将适度减少茅台酒投放量，进而强化渠道形成茅台酒长期价格上涨的预期，给茅台批价形成较强的价格支撑。综合来看，本次茅台提价对于公司短期业绩增长和中期经营均有极强的正向影响。

◆ **投资建议：持续看好公司穿越周期的经营能力，维持“买入”评级。**

上修此前盈利预测，我们预计 2023-2025 年有望实现营收 1472.0/1692.8/1946.7 亿元（前值为 1472.0/1678.1/1898.4 亿元，2024-2025 年上调 0.9%/2.5%），同比+15.4%/+15.0%/+15.0%；预计归母净利润 740.8/871.7/1012.2 亿元（前值为 740.8/864.4/987.9 亿元，2024-2025 年上调 0.8%/2.5%），同比+18.1%/+17.7%/+16.1%，对应 PE 分别为 28.6/24.3/20.9X，维持“买入”评级。

◆ **风险提示**

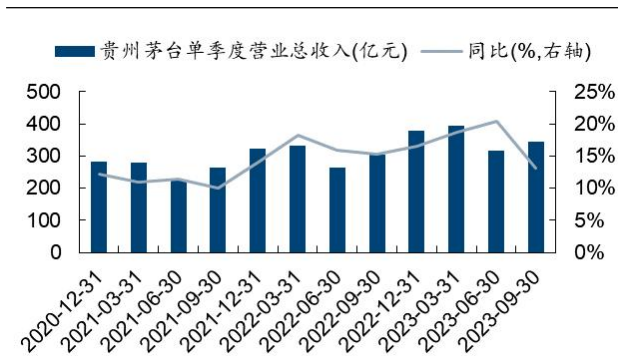
竞争加剧；需求复苏不及预期；疫情反复等。

表1：可比公司盈利预测及估值（更新至 2023 年 10 月 31 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,684.58	21,161.7	59.0	69.4	80.6	28.6	24.3	20.9
000858.SZ	五粮液	买入	156.00	6,055.3	7.8	8.9	10.1	19.9	17.5	15.4
000568.SZ	泸州老窖	买入	214.61	3,159.0	8.9	10.9	13.1	24.0	19.7	16.3

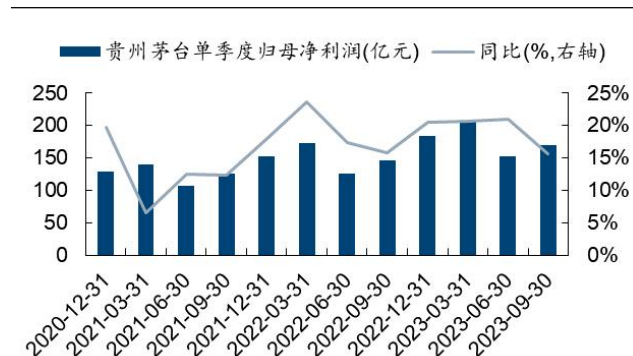
资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

图1：贵州茅台单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



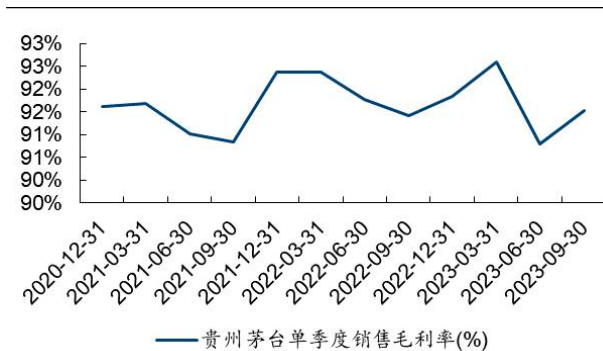
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：贵州茅台单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



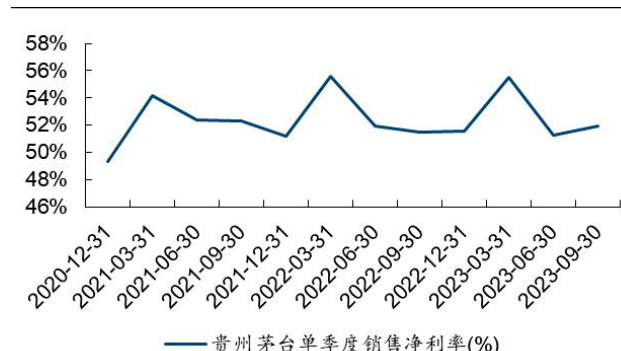
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：贵州茅台单季度销售毛利率（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：贵州茅台单季度销售净利率（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告：

- 《贵州茅台（600519.SH）-第三季度业绩平稳增长，稳定价盘坚守长期主义》——2023-10-24
- 《贵州茅台（600519.SH）-二季度业绩稳健增长，直销拓展稳步推进》——2023-07-14
- 《贵州茅台（600519.SH）-i 茅台贡献主要增量，直销拓展是增长核心引擎》——2023-04-26
- 《贵州茅台（600519.SH）-直销量翻倍亮眼，非标酒放量及直销拓展仍将是增长源动力》——2023-03-31
- 《贵州茅台（600519.SH）-渠道视角剖析成长：渠道变革史回顾暨未来直销发展贡献展望》——2022-12-28

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	51810	58274	214075	260364	314382	营业收入	109464	127554	147197	169277	194668
应收款项	33	158	183	210	241	营业成本	8983	10093	11593	12891	14364
存货净额	33394	38824	42813	49181	55940	营业税金及附加	15304	18496	20608	23699	27254
其他流动资产	461	1058	1221	1404	1615	销售费用	2737	3298	4100	4546	4644
流动资产合计	220766	216611	260415	313283	374302	管理费用	8450	9012	10683	11736	13453
固定资产	19794	21951	22824	22472	22323	研发费用	62	135	156	179	206
无形资产及其他	6208	7083	6800	6517	6233	财务费用	(935)	(1392)	(2721)	(4744)	(5747)
投资性房地产	8400	8719	8719	8719	8719	投资收益	58	64	151	151	151
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0	0
资产总计	255168	254365	298759	350992	411578	其他收入	(228)	(231)	(156)	(179)	(206)
短期借款及交易性金融负债	104	109	0	0	0	营业利润	74751	87880	102929	121121	140646
应付款项	2010	2408	2413	2928	3318	营业外净收支	(223)	(178)	0	0	0
其他流动负债	55800	46548	52795	59502	67430	利润总额	74528	87701	102929	121121	140646
流动负债合计	57914	49066	55208	62430	70748	所得税费用	18808	22326	25732	30280	35161
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	3260	2659	3120	3672	4264
其他长期负债	296	334	334	334	334	归属于母公司净利润	52460	62716	74076	87169	101221
长期负债合计	296	334	334	334	334	现金流量表（百万元）					
负债合计	58211	49400	55543	62764	71083		2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	7418	7458	9018	10854	12986	净利润	52460	62716	74076	87169	101221
股东权益	189539	197507	234197	277373	327509	资产减值准备	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	255168	254365	298759	350992	411578	折旧摊销	1469	1600	2410	2635	2784
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	2	0	0	0	0
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(935)	(1392)	(2721)	(4744)	(5747)
每股收益	41.76	49.93	58.97	69.39	80.58	营运资本变动	5759	(15288)	2076	642	1318
每股红利	21.08	45.67	29.76	35.02	40.67	其它	1615	227	1560	1836	2132
每股净资产	150.88	157.23	186.43	220.80	260.71	经营活动现金流	61305	49255	80123	92282	107455
ROIC	100.55%	88.25%	86%	93%	99%	资本开支	0	(3600)	(3000)	(2000)	(2352)
ROE	27.68%	31.75%	32%	31%	31%	其它投资现金流	(16868)	16771	116173	0	0
毛利率	92%	92%	92%	92%	93%	投资活动现金流	(16868)	13171	113173	(2000)	(2352)
EBIT Margin	68%	68%	68%	69%	69%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBITDA Margin	69%	69%	70%	70%	71%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	12%	17%	15%	15%	15%	支付股利、利息	(26476)	(57370)	(37385)	(43993)	(51085)
净利润增长率	12%	20%	18%	18%	16%	其它融资现金流	24236	58779	(109)	0	0
资产负债率	26%	22%	22%	21%	20%	融资活动现金流	(28718)	(55962)	(37495)	(43993)	(51085)
股息率	1.3%	2.7%	1.8%	2.1%	2.4%	现金净变动	15719	6464	155801	46289	54018
P/E	40.3	33.7	28.6	24.3	20.9	货币资金的期初余额	36091	51810	58274	214075	260364
P/B	11.2	10.7	9.0	7.6	6.5	货币资金的期末余额	51810	58274	214075	260364	314382
EV/EBITDA	28.8	24.6	21.2	18.3	15.9	企业自由现金流	0	47206	76529	88447	102811
						权益自由现金流	0	105985	78461	92005	107122

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032