

贵州茅台（600519.SH）

优于大市

持续加强消费者层面的触达和转化，国际化思路清晰

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 食品饮料 · 白酒 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090001

联系人： 张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

事项：

11月27日公司召开临时股东大会，会议审议通过《2024-2026年度现金分红回报规划》《2024年中期利润分配方案》《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的方案》等5项议案，并就市场关切问题与投资者进行交流。

国信食品饮料观点：

我们认为公司重视品质和品牌，具有较强的危机意识，主动解决短期供需适配的问题。面对消费行业结构性变化，公司通过10大渠道（4个自营体系+6个社会分销体系）增加消费者触达，同时围绕产品功能价值、体验价值和情绪价值做好服务转型。我们预计明年公司经营目标或更稳健，通过创新产品、挖掘增量需求解决增长问题。长期看，公司对国内市场不断强化消费者培育，增长工具充分；国际化思路从“产品出口”转向“品牌出海”，或逐步贡献业绩增量。我们认为公司增长基础扎实，维持收入及盈利预测，预计2024-2026年收入1739/1916/2067亿元，同比+15.5%/+10.2%/+7.9%，预计归母净利润852/940/1023亿元，同比+14.0%/+10.4%/+8.8%，当前股价对应22.5/20.4倍2024/2025年PE，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 加强消费者层面的触达和转化，公司有能力和调节供需关系

公司认为茅台酒基本属性、基本面没有改变，本轮周期面临供需适配问题，公司将调动各个渠道、优势互补，增加消费者需求触达、转化客户、提供服务。1) 需求触达上，当前茅台渠道结构多元，接下来将开拓私域流量，形成4个自营体系（自营公司、i茅台、大客户、私域）+6个社会分销体系（经销、商超、百货、餐饮、烟草、电商）；2) 客户转化上，建立品牌文化体验馆、品牌形象店、专卖店以及在商超、百货专柜等系列场景进行消费者培育；3) 服务提供上，围绕产品的功能价值、体验价值和情绪价值，进行客户转型、场景转型和服务转型。2024年第三季度以来公司积极实施以上组合拳举措，如开放i茅台整箱龙茅申购成效较好。

◆ 国际化思路清晰，打造全球视野公司

贵州茅台作为中国高端白酒代表，全球品牌基础和群众基础最好，国际化经营思路从“产品出口”转向“品牌出海”，积极打造具有国际化视野、价值创造能力的国际化公司。产品矩阵按照“T”字形结构，53度、43度茅台酒为支柱，横向补充高附加值产品，及以茅台王子酒为主的系列酒，同时借鉴海外烈酒经验，适度开发新品以满足海外消费者需求。

◆ 公司具有较强的危机意识，主动拥抱新变化

行业存量竞争背景下，产业结构和人口结构变化催生了多元化、悦己化的场景和需求，居民消费行为更加理性，追求质价比，这些变化对白酒行业和公司提出更多挑战。我们认为公司具有较强的危机意识：1) 开拓客群层面，公司在年中营销大会上提出向“新商务”转型，本次会议进一步提出开拓优质制造业、服务业企业的私域渠道，谋求新增量。2) 产品迭代层面，主动为消费者提供情绪价值，产品开发坚持中国传统文化元素不变，适度增强绿色化和数字化。3) 价值坚守层面，公司重视品质，拒绝不同产品打包售

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

卖，保证每个产品的市场独立性和供给稀缺性，同时提升业务团队和经销商的“行商”能力，主动解决消费者需求触达的问题。

◆ 投资建议

2024 年前三季度公司收入增长稳健，第四季度公司适度增加 1000ml 飞天茅台酒发货量，我们预计全年实现 15% 收入增长目标的确定性强。同时我们预计 2025 年公司收入目标或更加稳健，且增长工具较多，飞天茅台价格将进入低波动阶段，估值扰动因素减少。我们维持收入及盈利预测，预计 2024-2026 年营业总收入分别为 1739/1916/2067 亿元，同比+15.5%/+10.2%/+7.9%，预计归母净利润 852/940/1023 亿元，同比+14.0%/+10.4%/+8.8%，当前股价对应 22.5/20.4 倍 2024/2025 年 PE，维持“优于大市”评级。

表 1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）总市值（亿元）		归母净利润（亿元）		PE	
			2024/11/29	2024/11/29	2024E	2025E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,525.74	19,166.31	852	940	22.5	20.4
000858.SZ	五粮液	优于大市	146.77	5,697.04	330	361	17.2	15.8
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	138.73	2,042.06	143	157	14.2	13.0
600809.SH	山西汾酒	优于大市	203.69	2,484.95	125	144	19.9	17.2
002304.SZ	洋河股份	中性	85.75	1,291.78	88	87	14.8	14.8
000799.SZ	酒鬼酒	中性	59.96	194.83	2	2	100.7	80.3
600702.SH	舍得酒业	中性	78.64	262.00	10	11	26.7	24.6
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	189.63	898.18	57	66	15.8	13.5
603369.SH	今世缘	优于大市	44.96	564.02	37	42	15.4	13.5
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	61.64	493.12	27	32	18.0	15.3
603589.SH	口子窖	优于大市	40.56	243.36	17	19	14.0	13.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除贵州茅台以外其他公司采用 Wind 一致预期

◆ 风险提示

宏观经济增长持续放缓，商务场景消费减少；食品安全问题等。

相关研究报告：

《贵州茅台（600519.SH）-第三季度茅台酒增速快于整体，全年 15% 收入增速可期》——2024-10-28

《贵州茅台（600519.SH）-实施注销式回购，提振市场信心》——2024-09-23

《贵州茅台（600519.SH）-第二季度收入增速稳健，分红率指引积极》——2024-08-09

《贵州茅台（600519.SH）-坚持长期主义，兼顾发展质量》——2024-06-02

《贵州茅台（600519.SH）-一季度收入增长 18%，利润率受生产节奏扰动》——2024-05-04

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	174447	174624	181046	191413	201589	营业收入	127554	150560	173926	191590	206669
应收款项	158	102	118	130	140	营业成本	10093	11867	13914	15327	15500
存货净额	38824	46435	56481	61971	65468	营业税金及附加	18496	22234	27480	30271	32654
其他流动资产	1058	3611	4171	4595	4956	销售费用	3298	4649	6261	6897	7233
流动资产合计	216611	225173	242217	258509	272554	管理费用	9012	9729	10778	12605	13570
固定资产	21951	22047	22905	22541	22392	研发费用	135	157	182	200	216
无形资产及其他	7083	8572	8229	7886	7544	财务费用	(1392)	(1790)	(2500)	(3725)	(3930)
投资性房地产	8719	16908	16908	16908	16908	投资收益	64	34	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	3	0	0	0
资产总计	254365	272700	290260	305844	319397	其他收入	(231)	(199)	(182)	(200)	(216)
短期借款及交易性金融负债	109	57	0	0	0	营业利润	87880	103709	117810	130014	141426
应付款项	2408	3093	3554	3957	4220	营业外净收支	(178)	(46)	0	0	0
其他流动负债	46548	45547	54649	60943	64564	利润总额	87701	103663	117810	130014	141426
流动负债合计	49066	48698	58204	64900	68785	所得税费用	22326	26141	29452	32504	35357
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2659	2787	3168	3496	3803
其他长期负债	334	346	346	346	346	归属于母公司净利润	62716	74734	85190	94015	102267
长期负债合计	334	346	346	346	346	现金流量表 (百万元)					
负债合计	49400	49043	58549	65246	69130	净利润	62716	74734	85190	94015	102267
少数股东权益	7458	7988	8780	9654	10605	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	197507	215669	222931	230945	239663	折旧摊销	1600	1848	2484	2707	2856
负债和股东权益总计	254365	272700	290260	305844	319397	公允价值变动损失	0	(3)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(1392)	(1790)	(2500)	(3725)	(3930)
每股收益	49.93	59.49	67.82	74.84	81.41	营运资本变动	(15288)	(18601)	(1059)	772	15
每股红利	45.67	46.77	62.03	68.46	74.47	其它	227	596	792	874	951
每股净资产	157.23	171.68	177.46	183.84	190.78	经营活动现金流	49255	58574	87406	98368	106089
ROIC	88.3%	76.0%	72.0%	74.2%	77.0%	资本开支	0	(1750)	(3000)	(2000)	(2364)
ROE	31.8%	34.7%	38.2%	40.7%	42.7%	其它投资现金流	16771	12342	105554	0	0
毛利率	92.1%	92.1%	92.0%	92.0%	92.5%	投资活动现金流	16771	10591	102554	(2000)	(2364)
EBIT Margin	67.8%	67.7%	66.3%	65.9%	66.5%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	69.1%	68.9%	67.7%	67.3%	67.9%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	16.5%	18.0%	15.5%	10.2%	7.9%	支付股利、利息	(57370)	(58755)	(77928)	(86000)	(93549)
净利润增长率	19.6%	19.2%	14.0%	10.4%	8.8%	其它融资现金流	55177	59140	(57)	0	0
资产负债率	22.4%	20.9%	23.2%	24.5%	25.0%	融资活动现金流	(59562)	(58370)	(77985)	(86000)	(93549)
股息率	3.0%	3.1%	4.1%	4.5%	4.9%	现金净变动	6464	10796	111976	10367	10176
P/E	30.6	25.6	22.5	20.4	18.7	货币资金的期初余额	51810	58274	69070	181046	191413
P/B	9.7	8.9	8.6	8.3	8.0	货币资金的期末余额	58274	69070	181046	191413	201589
EV/EBITDA	22.3	18.9	16.8	15.4	14.1	企业自由现金流	0	57718	84907	96196	103630
						权益自由现金流	0	116858	86725	98990	106577

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测; 注: 现金及现金等价物项目包含拆出资金

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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提及的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