

保持战略定力，尽显龙头风范

华泰研究

2023年6月14日 | 中国内地

动态点评

饮料

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

2,364.00

研究员 龚源月
SAC No. S0570520100001 gongyuanyue@htsc.com
SFC No. BQL737 + (86) 21 2897 2228

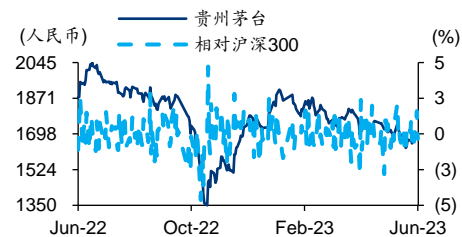
研究员 张墨
SAC No. S0570521040001 zhangmo@htsc.com
SFC No. BQM965 + (86) 21 2897 2228

联系人 王可欣
SAC No. S0570122010019 wangkexin019215@htsc.com
+ (86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	2,364.00
收盘价(人民币 截至6月13日)	1,699
市值(人民币百万)	2,134,280
6个月平均日成交额(人民币百万)	4,250
52周价格范围(人民币)	1,350.00-2,045.00
BVPS(人民币)	173.76

股价走势图



资料来源: Wind

保持战略定力，尽显龙头风范

6.13日召开2022年度股东大会，会上公司就市场普遍关心的经营情况、未来发展规划、产品价格、产业基金设立等展开了积极交流，管理层坦诚开放，对完成15%年度收入增长目标传递充足的信心，并明确表示将继续加大国际化布局、对标世界一流企业，有望提振市场信心。23年公司将继续保持战略定力，“五线生态体系”规划日益清晰，同时持续推进营销体制改革和价格改革，通过多种方式实现量价齐升，外部环境向好与内部改革势能加速释放下，公司发展势能有望延续。我们看好公司持续兑现高质量发展，同时作为行业龙头、引领行业向前发展，预计23-25年EPS 59.10/68.44/79.10元，参考可比公司23年PE平均28x (Wind一致预期)，考虑公司龙头地位、业绩稳健性较强，给予23年40x PE，目标价2364.00元，“买入”。

“五线生态体系”规划清晰，产业基金设立议案顺利通过

股东大会上丁雄军董事长进一步阐释了茅台的“五线”生态体系，追求多样性、系统性、平衡性，清晰地传递了茅台发展的全新信号。通过21年9月至今近两年的实践和完善，茅台的“美学观”和“生态观”持续融入企业发展全过程，“五线”道路已经升华为以茅台美学为价值内涵的“五线”高质量发展之路，形成了公司可持续发展的“五大生态体系”。此外，据茅台时空，会上13项议案全部获得现场超过99%的高票通过，包括市场普遍关心的产业基金设立议案。我们认为设立产业基金是符合公司提高资金收益的模式探索，公司从市场化角度运作，借助专业投资机构，提升资金收益率。

产品生态完善与渠道系统性建设并举，文化营销为抓手探索国际化布局

产品端，尊品/珍品/精品/经典等茅台酒产品持续打磨，对核心产品提价保持开放心态，系列酒有望维持成长速度，将聚焦茅台1935/茅台王子酱香经典/金王子/汉酱/紫迎宾等大单品，阶梯式布局清晰，产品生态更加完善。渠道端，公司坚持系统性布局，追求渠道多样性，目前已构建了自营、i茅台、社会经销商、商超、电商、团购等相互协同的渠道生态，目标实现BC端协同，达成渠道平衡，并将良好的渠道生态作为公司做市场的最大底气。此外，管理层明确表示将加大国际化布局，把今年视为国际化的战略布局年，持续探索新渠道/新产品/新价格/新方式，力争构建国际与国内相互促进的格局。

未来发展有望兼顾速度与质量，维持“买入”评级

我们看好公司改革举措成效持续显现，保持战略定力、高质量发展有望延续，股东大会的积极沟通有望提振市场信心。我们维持盈利预测，预计23-25年EPS 59.10/68.44/79.10元，目标价2364.00元，“买入”。

风险提示：省内竞争加剧、行业需求不达预期、食品安全问题。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	109,464	127,554	148,658	170,702	195,380
+/-%	11.71	16.53	16.55	14.83	14.46
归属母公司净利润(人民币百万)	52,460	62,716	74,241	85,976	99,362
+/-%	12.34	19.55	18.38	15.81	15.57
EPS(人民币，最新摊薄)	41.76	49.93	59.10	68.44	79.10
ROE(%)	28.29	31.90	27.41	24.09	21.78
PE(倍)	40.68	34.03	28.75	24.82	21.48
PB(倍)	11.26	10.81	7.85	5.97	4.67
EV EBITDA(倍)	27.80	23.70	19.37	16.06	13.28

资料来源：公司公告、华泰研究预测

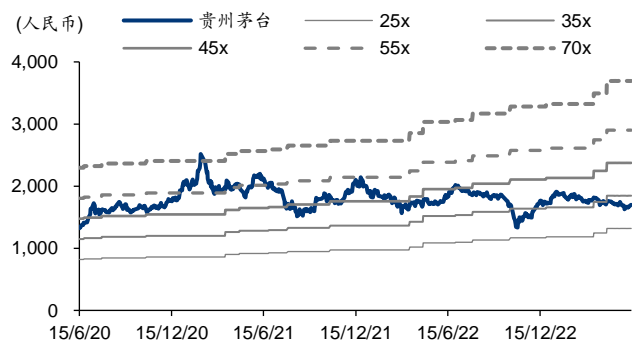
图表1: 可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值(mn)	PE (倍)					EPS (元)				22-24 净利润 CAGR
			2023/6/13	21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E	
五粮液	000858 CH	671,829	29	25	22	19	6.02	6.82	8.01	9.24	15%	
山西汾酒	600809 CH	249,849	47	32	24	19	4.37	6.37	8.51	10.71	35%	
泸州老窖	000568 CH	325,162	41	32	25	20	5.43	6.85	8.88	10.91	26%	
顺鑫农业	000860 CH	23,403	229	(70)	35	25	0.14	-0.45	0.90	1.25	109%	
海天味业	603288 CH	278,086	32	37	40	35	1.58	1.35	1.24	1.44	6%	
平均值		309,666	75	12	28	24	3.51	4.19	5.51	6.71	38%	
中间值		278,086	41	32	25	20	4.37	6.37	8.01	9.24	26%	
贵州茅台	600519 CH	2,134,280	41	34	29	25	41.76	49.93	59.10	68.44	18%	

注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

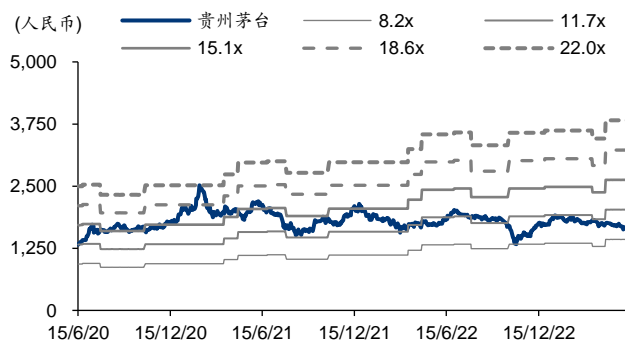
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表2: 贵州茅台 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 贵州茅台 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	220,766	216,611	294,108	386,758	491,772
现金	51,810	58,274	133,125	219,189	320,213
应收账款	0.00	20.94	3.46	24.56	7.51
其他应收账款	33.16	31.82	43.91	43.05	56.48
预付账款	389.11	897.38	601.96	1,120	850.86
存货	33,394	38,824	41,859	47,801	52,149
其他流动资产	135,139	118,563	118,475	118,581	118,495
非流动资产	34,403	37,753	40,861	43,813	46,787
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	17,472	19,743	22,880	25,497	28,075
无形资产	6,208	7,083	7,645	8,329	8,917
其他非流动资产	10,722	10,928	10,336	9,987	9,795
资产总计	255,168	254,365	334,969	430,571	538,559
流动负债	57,914	49,066	52,282	58,263	62,677
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,010	2,408	2,528	2,958	3,157
其他流动负债	55,904	46,657	49,754	55,305	59,520
非流动负债	296.47	334.45	334.45	334.45	334.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	296.47	334.45	334.45	334.45	334.45
负债合计	58,211	49,400	52,616	58,597	63,011
少数股东权益	7,418	7,458	10,605	14,250	18,462
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
留存公积	185,860	193,825	271,213	360,834	464,408
归属母公司股东权益	189,539	197,507	271,748	357,724	457,085
负债和股东权益	255,168	254,365	334,969	430,571	538,559

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	64,029	36,699	78,069	88,880	103,035
净利润	55,721	65,375	77,388	89,621	103,574
折旧摊销	1,581	1,688	1,779	2,141	2,506
财务费用	(934.52)	(1,392)	(1,677)	(2,177)	(3,369)
投资损失	(58.26)	(63.84)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	7,860	(29,127)	696.25	(585.59)	447.28
其他经营现金	(140.19)	217.36	(17.12)	(19.65)	(22.50)
投资活动现金	(5,562)	(5,537)	(4,787)	(4,993)	(5,380)
资本支出	(3,409)	(5,307)	(4,806)	(4,992)	(5,354)
长期投资	(2,144)	(210.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(9.74)	(20.28)	18.88	(0.89)	(26.60)
筹资活动现金	(26,564)	(57,425)	1,568	2,177	3,369
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(26,564)	(57,425)	1,568	2,177	3,369
现金净增加额	31,900	(26,262)	74,851	86,064	101,024

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	109,464	127,554	148,658	170,702	195,380
营业成本	8,983	10,093	11,277	12,531	13,969
营业税金及附加	15,304	18,496	21,110	24,240	27,745
营业费用	2,737	3,298	3,546	3,935	4,504
管理费用	8,450	9,012	10,206	11,549	13,218
财务费用	(934.52)	(1,392)	(1,677)	(2,177)	(3,369)
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(2.24)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	58.26	63.84	100.00	100.00	100.00
营业利润	74,751	87,880	104,147	120,547	139,208
营业外收入	68.99	70.85	37.00	13.00	55.00
营业外支出	291.84	248.88	366.48	332.25	317.25
利润总额	74,528	87,701	103,817	120,227	138,945
所得税	18,808	22,326	26,429	30,607	35,372
净利润	55,721	65,375	77,388	89,621	103,574
少数股东损益	3,260	2,659	3,147	3,645	4,212
归属母公司净利润	52,460	62,716	74,241	85,976	99,362
EBITDA	75,178	87,927	103,836	120,096	137,972
EPS (人民币, 基本)	41.76	49.93	59.10	68.44	79.10

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	11.71	16.53	16.55	14.83	14.46
营业利润	12.18	17.56	18.51	15.75	15.48
归属母公司净利润	12.34	19.55	18.38	15.81	15.57
获利能力 (%)					
毛利率	91.79	92.09	92.41	92.66	92.85
净利率	50.90	51.25	52.06	52.50	53.01
ROE	28.29	31.90	27.41	24.09	21.78
ROIC	41.58	47.61	56.65	65.52	76.19
偿债能力					
资产负债率 (%)	22.81	19.42	15.71	13.61	11.70
净负债比率 (%)	(26.25)	(28.38)	(47.15)	(58.93)	(67.34)
流动比率	3.81	4.41	5.63	6.64	7.85
速动比率	0.90	1.19	2.55	3.77	5.11
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.50	0.50	0.45	0.40
应收账款周转率	NA	12,184	12,184	12,184	12,184
应付账款周转率	5.36	4.57	4.57	4.57	4.57
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	41.76	49.93	59.10	68.44	79.10
每股经营现金流(最新摊薄)	50.97	29.21	62.15	70.75	82.02
每股净资产(最新摊薄)	150.88	157.23	216.33	284.77	363.86
估值比率					
PE (倍)	40.68	34.03	28.75	24.82	21.48
PB (倍)	11.26	10.81	7.85	5.97	4.67
EV EBITDA (倍)	27.80	23.70	19.37	16.06	13.28

免责声明

分析师声明

本人, 龚源月、张墨, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。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, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚源月、张墨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司