

贵州茅台 (600519)

股东底部增持，信心更上一层楼

买入 (维持)

2022年11月29日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

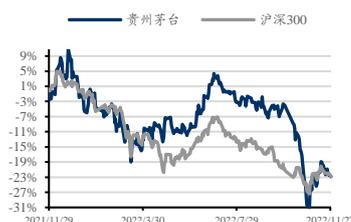
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	109,464	126,431	145,775	167,860
同比	12%	16%	15%	15%
归属母公司净利润 (百万元)	52,460	62,000	72,146	83,604
同比	12%	18%	16%	16%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	41.76	49.36	57.43	66.55
P/E (现价&最新股本摊薄)	36.16	30.59	26.29	22.69

关键词: #大股东增持

投资要点

- **股价低位增持，也是2014年后的首次增持，充分彰显发展信心。** 1) 集团和技开公司拟通过集中竞价交易的方式，对股份公司进行增持，且本次不设增持价格区间，并且出于对公司长期发展的信心，增持主体也倡导其他股东利用本次分红所得资金自愿增持，进一步支持公司的长期稳定健康发展。2) 梳理历年增持时间，公司在2010、2012、2013、2022年分别实际增持了总股本的0.04%、0.05%、0.18%，2010-2012年增持股本数量较小，2013年增持幅度较大，恰逢调整期，增持期间茅台最低PE为8倍。本次增持的金额，按照当前股价计算，茅台集团+技开公司计划增持102到205万股，占比在0.08%到0.16%之间；按照2022-2023年收入同比+16%/15%，利润同比+18%/16%的盈利预测表现，当前股价对应PE为31/26X，处于公司历史估值中枢的下沿（近三年当年的估值中枢在45X、近五年在38X、且2018年茅台最低20X左右）。
- **今年以来疫情反复消费承压，茅台回调幅度较大。** 今年疫情反复超预期，消费承压，近期疫情仍有扩散蔓延加剧，且区域政策更严格，上海11月24日起抵沪未满足5天不得进入部分公共场所，郑州/三亚/长沙/合肥/杭州/南昌/武汉/衡阳/哈尔滨/厦门等也出台类似政策，区域流动受限有所加强。茅台股价年初至今下跌幅度达到26%。
- **茅台渠道表现良性，全年+15%的目标实现确定性高。** 从批价角度来看，茅台散瓶2600-2700、整箱2900-3000，相比年初下跌了100-200元，考虑到大环境及近几年的价格表现，当前批价仍处于正常区间；整体渠道库存0.5M左右，同比去年略高一点，在行业中处于低位，渠道表现良性。公司2022年营业总收入目标同比+15%，股东大会提及要推动茅台高质强业新征程迈上新台阶，达成确定性高：1) 截至11月21日公司实现茅台酒不含税营收894.08亿元，11-12月份仍在正常发货之中；2) i茅台全年收入有望过百亿；3) 1935截至目前超过42亿元，前三季度系列酒收入125亿元/+31%，我们预计系列酒整体全年有望维持25%以上的增速，销售额达成150-160亿元。
- **盈利预测与投资评级：** 大环境长期向好趋势不变，在弱动销、慢复苏进程下白酒板块优选确定性+估值性价比，茅台利润贡献点仍多，渠道表现良性，估值具备长期较强的安全边际，股东增持带来信心更上一层楼，我们预计22-24年利润同比+18%/16%/16%，EPS为49.4/57.4/66.6元，对应PE为31/26/23X，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 疫情反复超预期、需求疲软超预期、食品安全问题

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,509.88
一年最低/最高价	1,333.00/2,216.96
市净率(倍)	9.18
流通 A 股市值(百万元)	1,896,707.93
总市值(百万元)	1,896,707.93

基础数据

每股净资产(元,LF)	164.55
资产负债率(% ,LF)	13.85
总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股(百万股)	1,256.20

相关研究

《贵州茅台(600519): 2022年三季度报点评: 实际报表质量佳, 长期行稳致远》

2022-10-17

《贵州茅台(600519): 1-9月主要经营数据点评: 行稳致远, 发展势能仍持续向上》

2022-10-13

内容目录

1. 公司 11 月 28 日晚间公告重点梳理.....	4
1.1. 特别分红（首次）.....	4
1.2. 控股股东增持（也梳理过去历次增持表现）.....	4
1.3. 章程修订.....	4
2. 增持公告点评：股东底部增持，信心更上一层楼.....	5
3. 风险提示.....	6

图表目录

表 1: 茅台上市以来增持情况梳理.....	4
------------------------	---

1. 公司 11 月 28 日晚间公告重点梳理

1.1. 特别分红（首次）

1、公司拟实施特别分红，每股派发现金红利 21.91 元。

2、特别分红的目的：一是公司持续、稳定、健康发展的需要；二是在保证公司正常经营和长期发展不受影响的前提下，加大现金分红力度，提振市场信心；三是积极回报股东，与股东分享公司发展红利，增强广大股东的获得感

1.2. 控股股东增持（也梳理过去历次增持表现）

1、茅台集团、茅台技开公司计划利用公司特别分红集中竞价增持公司股票，增持金额不低于 15.47 亿元，不高于 30.94 亿元。

2、截至本公告披露日，茅台集团公司持有 678,291,955 股公司股票，占公司总股本的 54.00%；茅台技术开发公司持有 27,812,088 股公司股票，占公司总股本的 2.21%。

3、拟增持股份方式为集中竞价，且本次不设增持价格区间。

4、梳理上市以来公司的增持表现

表1：茅台上市以来增持情况梳理

第一次增持			
增持时间	增持股数	增持比例	涨幅
2010.5.7	41,600 股	0.0044%	当月涨幅 10.77%
2010.5.7--2010.6.30	增持 359100 股	0.0380%	首个季度涨幅 0.01%
2010.7.1--2010.9.30	增持 22000 股	0.0023%	第二个季度涨幅 33.72%
累计	422700	0.0448%	增持首年涨幅 47.27%
第二次增持			
增持时间	增持股数	增持比例	涨幅
2012.12.11	452,506 股	0.0436%	当月 6.27%
2012.12.11--2012.12.31	增持 74644 股	0.0072%	首个季度 5.15%
2013.1.1--2013.3.31	增持 7700 股	0.0007%	第二个季度-19.21%
累计	534850	0.0515%	首年-29.13%
第三次增持			
增持时间	增持股数	增持比例	涨幅
2013.9.3	406,773 股	0.0392%	当月-10.52%
2013.9.4--2013.9.30	1,508,200 股	0.1453%	首季度-10.52%
累计	1914973	0.1845%	首年 22.62%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1.3. 章程修订

公司修订公司章程、董事会议事规则，如增设公司党委（之前是集团党委统一领导和管理）、新增数项董事会决定事项、将重大投资事项中的范围从“主营业务以外的其他投资”修改为“其他投资”等。

2. 增持公告点评：股东底部增持，信心更上一层楼

股价低位增持，也是 2014 年后的首次增持，充分彰显发展信心。

1) 集团和技开公司拟通过集中竞价交易的方式，对股份公司进行增持，且本次不设增持价格区间。在本次增持前，茅台集团持有公司总股本的 54%，茅台技开公司持有总股份的 2.21%，并且出于对公司长期发展的信心，增持主体也倡导其他股东利用本次分红所得资金自愿增持，进一步支持公司的长期稳定健康发展。

2) 梳理历年增持时间，公司在 2010、2012、2013、2022 年分别实际增持了总股本的 0.04%、0.05%、0.18%，2010-2012 年增持股本数量较小，2013 年增持幅度较大，恰逢调整期，增持期间茅台最低 PE 为 8 倍。本次增持的金额，按照当前股价计算，茅台集团+技开公司计划增持 102 到 205 万股，占比在 0.08%到 0.16%之间；按照 2022-2023 年收入同比+16%/15%，利润同比+18%/16%的盈利预测表现，当前股价对应 PE 为 31/26X，处于公司历史估值中枢的下沿（近三年当年的估值中枢在 45X、近五年在 38X、且 2018 年茅台最低 20X 左右）

今年以来疫情反复消费承压，茅台回调幅度较大。今年疫情反复超预期，消费承压，近期疫情仍有扩散蔓延加剧，且区域政策更严格，上海 11 月 24 日起抵沪未满 5 天不得进入部分公共场所，郑州/三亚/长沙/合肥/杭州/南昌/武汉/衡阳/哈尔滨/厦门等也出台类似政策，区域流动受限有所加强。茅台股价年初至今下跌幅度达到 26%。

茅台渠道表现良性，全年+15%的目标实现确定性高。从批价角度来看，茅台散瓶 2600-2700、整箱 2900-3000，相比年初下跌了 100-200 元，考虑到大环境及近几年的价格表现，当前批价仍处于正常区间；整体渠道库存 0.5M 左右，同比去年略高一点，在行业中处于低位，渠道表现良性。公司 2022 年营业总收入目标同比+15%，股东大会提及要推动茅台高质强业新征程迈上新台阶，达成确定性高：1) 截至 11 月 21 日公司实现茅台酒不含税营收 894.08 亿元，11-12 月份仍在正常发货之中；2) i 茅台全年收入有望过百亿；3) 1935 截至目前超过 42 亿元，前三季度系列酒收入 125 亿元/+31%，我们预计系列酒整体全年有望维持 25%以上的增速，销售额达成 150-160 亿元。

盈利预测：大环境长期向好趋势不变，在弱动销、慢复苏进程下白酒板块优选确定性+估值性价比，茅台利润贡献点仍多，渠道表现良性，估值具备长期较强的安全边际，股东增持带来信心更上一层楼，我们预计 22-24 年利润同比+18%/16%/16%，EPS 为 49.4/57.4/66.6 元，对应 PE 为 31/26/23X，维持“买入”评级。

3. 风险提示

疫情反复超预期、需求疲软超预期、食品安全问题

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	220,766	259,236	305,992	361,048	营业总收入	109,464	126,431	145,775	167,860
货币资金及交易性金融资产	51,810	87,490	132,472	182,069	营业成本(含金融类)	9,157	9,615	10,192	11,008
经营性应收款项	389	3,231	3,965	4,682	税金及附加	15,304	17,448	20,117	23,165
存货	33,394	33,087	33,955	38,391	销售费用	2,737	2,908	3,353	3,861
合同资产	0	0	0	0	管理费用	8,450	8,597	9,913	11,414
其他流动资产	135,172	135,427	135,600	135,907	研发费用	62	63	77	89
非流动资产	34,403	38,387	40,714	43,993	财务费用	-935	-9	-12	-17
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	21	38	44	50
固定资产及使用权资产	17,835	17,754	17,957	17,971	投资净收益	58	63	50	77
在建工程	2,322	6,362	8,482	11,742	公允价值变动	-2	4	2	4
无形资产	6,208	6,243	6,258	6,273	减值损失	-13	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	139	129	119	108	营业利润	74,751	87,914	102,232	118,472
其他非流动资产	7,898	7,898	7,898	7,898	营业外净收支	-223	-157	-130	-121
资产总计	255,168	297,622	346,706	405,041	利润总额	74,528	87,756	102,102	118,351
流动负债	57,914	62,051	65,359	68,730	减:所得税	18,808	21,939	25,525	29,588
短期借款及一年内到期的非流动负债	104	104	104	104	净利润	55,721	65,817	76,576	88,763
经营性应付款项	2,010	1,581	1,592	1,478	减:少数股东损益	3,260	3,817	4,431	5,159
合同负债	12,718	17,692	18,142	18,493	归属母公司净利润	52,460	62,000	72,146	83,604
其他流动负债	43,082	42,674	45,521	48,655	每股收益-最新股本摊薄(元)	41.76	49.36	57.43	66.55
非流动负债	296	296	296	296	EBIT	73,760	87,800	102,124	118,324
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	75,342	89,491	103,930	120,220
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.63	92.39	93.01	93.44
租赁负债	296	296	296	296	归母净利率(%)	47.92	49.04	49.49	49.81
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	11.71	15.50	15.30	15.15
负债合计	58,211	62,347	65,655	69,026	归母净利润增长率(%)	12.34	18.18	16.36	15.88
归属母公司股东权益	189,539	224,039	265,385	315,189					
少数股东权益	7,418	11,236	15,666	20,826					
所有者权益合计	196,958	235,275	281,051	336,015					
负债和股东权益	255,168	297,622	346,706	405,041					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	64,029	68,945	79,993	88,608	每股净资产(元)	150.88	178.35	211.26	250.91
投资活动现金流	-5,562	-5,769	-4,213	-5,215	最新发行在外股份(百万股)	1,256	1,256	1,256	1,256
筹资活动现金流	-26,564	-27,500	-30,799	-33,797	ROIC(%)	30.21	30.41	29.62	28.73
现金净增加额	31,900	35,676	44,981	49,596	ROE-摊薄(%)	27.68	27.67	27.19	26.53
折旧和摊销	1,581	1,691	1,807	1,896	资产负债率(%)	22.81	20.95	18.94	17.04
资本开支	-3,406	-5,842	-4,275	-5,306	P/E(现价&最新股本摊薄)	36.16	30.59	26.29	22.69
营运资本变动	7,860	2,009	-1,141	-4,915	P/B(现价)	10.01	8.47	7.15	6.02

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

