

# 贵州茅台（600519）

证券研究报告

2023年11月29日

## 提价增厚公司营收，特别分红提振市场信心

**事件一：**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%。此次调整不涉及公司产品的市场指导价。

**事件二：**公司发布特别分红公告：①截至23年9月30日，贵州茅台酒股份有限公司未分配利润为1801.27亿元，公司总股本为12.56亿股，公司拟向全体股东每股派发现金红利19.11元（含税），合计拟派发现金红利240.01亿元（含税）。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。

**核心变量调整，渠道利润再分配。**我们认为此次茅台酒出厂价由969元提至1169元产生以下几点影响：①上调幅度20%直接增厚茅台营收与利润；②顺应市场供需关系，促使茅台回归商品属性；③此次涨价不涉及市场指导价的调整，意在实现厂家和渠道之间的利润再分配。

**充分提振市场信心，引领价格体系发展。**此次提价距离上一次贵州茅台价格调整已接近6年（2018年1月1日，出厂价由819元/瓶提高至969元/瓶，调整幅度为18%）。从短期来看，茅台此次提价动作将有助于提振行业信心。从长期来看，对仍处于复苏阶段的白酒行业而言，茅台提价有望引领行业价格体系发展，也或将引起高端白酒新一轮发展浪潮，带动行业的产品结构升级和高端继续扩容。

**特别分红方案尽显诚意，与股东分享红利的同时有效提振市场信心。**

①23年来看：这是继22年贵州茅台首次实施特别分红后，连续第二年进行特别分红，加上年中分红325.5亿元，本年度贵州茅台合计分红近565.5亿元（超过23Q1-3归母净利润548.3亿元）；

②累计金额来看：截至本公告前，公司累计现金分红已突破2086亿元，占上市以来累计净利润约56%，加上此次特别分红金额，累计分红金额将达2326.6亿元。

③近年平均情况来看：贵州茅台连续9年分红规模占净利润比超50%（仅22/23年，含本次拟分红金额贵州茅台累计分红1113.0亿元，占上市以来分红总金额的47.8%；近四年常规年度分红一直稳定在51.9%高比例）。

从报表质量看，此次分红后贵州茅台账面上仍留有超千亿充足资金，资金实力雄厚。**不到1个月连放三重利好，股息率提升的同时有望利好估值稳定。**近一个月公司连放三重利好：经营稳健/出厂价提价20%/实施特别分红。我们认为：以上利好既反映出公司现金流的健康稳定，也利于通过提升股息率回报股东，从而吸引长期资金稳定估值。

我们预计2023-2025年公司营收分别为1485.37/1782.44/2058.00亿元（23-25年前值为1485.37/1714.71/1979.80亿元），增长率分别为16%/20%/15%，归母净利润分别为738.97/907.95/1053.73亿元（23-25年前值为739.18/857.56/995.56亿元，提升预测值主要系提价增厚营收和利润），增长率分别为18%/23%/16%，对应PE分别为30X/24X/21X，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策效果不及预期，宏观经济影响，税率上升，改革进程不及预期等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	109,464.28	127,553.96	148,536.59	178,243.90	205,800.41
增长率(%)	11.71	16.53	16.45	20.00	15.46
EBITDA(百万元)	75,513.72	88,318.19	104,025.18	126,675.00	146,131.09
归属母公司净利润(百万元)	52,460.14	62,716.44	73,896.83	90,795.40	105,372.88
增长率(%)	12.34	19.55	17.83	22.87	16.06
EPS(元/股)	41.76	49.93	58.83	72.28	83.88
市盈率(P/E)	42.36	35.43	30.07	24.48	21.09
市净率(P/B)	11.72	11.25	9.48	7.94	6.68
市销率(P/S)	20.30	17.42	14.96	12.47	10.80
EV/EBITDA	33.40	23.87	20.56	16.48	14.00

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/白酒 II
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	1769.04元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,256.20
流通A股股本(百万股)	1,256.20
A股总市值(百万元)	2,222,264.16
流通A股市值(百万元)	2,222,264.16
每股净资产(元)	173.39
资产负债率(%)	14.14
一年内最高/最低(元)	1935.00/1551.00

### 作者

**吴立** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

**何宇航** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110523090002  
heyuhang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《贵州茅台-季报点评:直销比例持续抬升，业绩保持稳健增长》2023-10-28
- 《贵州茅台-半年报点评:业绩略超预期预告，利润端表现稳定》2023-08-07
- 《贵州茅台-公司点评:二次分红重视股东权益，技改扩产创造增量空间》2022-12-15

## 1. 公司事件：茅台酒提价+公司特别分红

**事件一：**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%。此次调整不涉及公司产品市场指导价格。

**事件二：**公司发布特别分红公告：① 截至 23 年 9 月 30 日，贵州茅台酒股份有限公司未分配利润为 1801.27 亿元，公司总股本为 12.56 亿股，公司拟向全体股东每股派发现金红利 19.11 元（含税），合计拟派发现金红利 240.01 亿元（含税）。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。

## 2. 事件点评：提价驱动盈利增强，特别分红尽显诚意

**核心变量调整，渠道利润再分配。**我们认为此次茅台酒出厂价由 969 元提至 1169 元产生以下几点影响：①上调幅度 20%直接增厚茅台营收与利润；②顺应市场供需关系，促使茅台回归商品属性；③此次涨价不涉及市场指导价调整，意在实现厂家和渠道之间的利润再分配。

**充分提振市场信心，引领价格体系发展。**此次提价距离上一次贵州茅台价格调整已接近 6 年（2018 年 1 月 1 日，出厂价由 819 元/瓶提高至 969 元/瓶，调整幅度为 18%）。从短期来看，茅台此次提价动作将有助于提振行业信心。从长期来看，对仍处于复苏阶段的白酒行业而言，茅台提价有望引领行业价格体系发展，也或将引起高端白酒新一轮发展浪潮，带动行业的产品结构升级和高端继续扩容。

**特别分红方案尽显诚意，与股东分享红利的同时有效提振市场信心。**

① 23 年来看：这是继 22 年贵州茅台首次实施特别分红后，连续第二年进行特别分红，加上年中分红 325.5 亿元，本年度贵州茅台合计分红近 565.5 亿元（超过 23Q1-3 归母净利润 548.3 亿元）；

② 累计金额来看：截至此公告前，公司累计现金分红已突破 2086 亿元，占上市以来累计净利润约 56%，加上此次特别分红金额，累计分红金额将达 2326.6 亿元。

③ 近年平均情况来看：贵州茅台连续 9 年分红规模占净利润比超 50%（仅 22/23 年，含本次拟分红金额贵州茅台累计分红 1113.0 亿元，占上市以来分红总金额的 47.8%；近四年常规年度分红一直稳定在 51.9%高比例）。

从报表质量看，此次分红后贵州茅台账面上仍留有超千亿充足资金，资金实力雄厚。

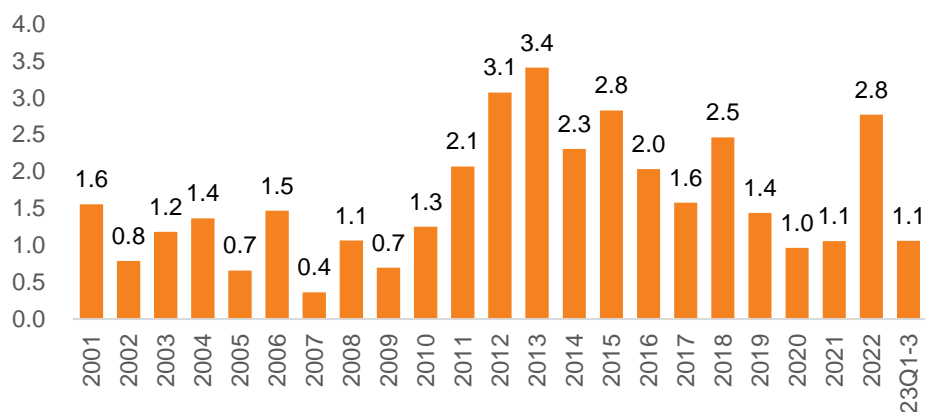
表 1：贵州茅台历年分红情况梳理一览

	归母净利润(亿元)	每股股利(元)	现金分红总额(亿元)	股息率(%)	股利支付率(%)
2001	3.3	0.6	1.5	1.6	45.7
2002	3.8	0.2	0.6	0.8	14.6
2003	5.9	0.3	0.9	1.2	15.5
2004	8.2	0.5	2.0	1.4	24.0
2005	11.2	0.3	1.4	0.7	12.7
2006	15.4	0.7	6.6	1.5	42.8
2007	28.3	0.8	7.9	0.4	27.9
2008	38.0	1.2	10.9	1.1	28.7
2009	43.1	1.2	11.2	0.7	25.9
2010	50.5	2.3	21.7	1.3	43.0
2011	87.6	4.0	41.5	2.1	47.4
2012	133.1	6.4	66.6	3.1	50.1

2013	151.4	4.4	45.4	3.4	30.0
2014	153.5	4.4	50.0	2.3	32.5
2015	155.0	6.2	77.5	2.8	50.0
2016	167.2	6.8	85.3	2.0	51.0
2017	270.8	11.0	138.2	1.6	51.0
2018	352.0	14.5	182.6	2.5	51.9
2019	412.1	17.0	213.9	1.4	51.9
2020	467.0	19.3	242.4	1.0	51.9
2021	524.6	21.7	272.3	1.1	51.9
2022	627.2	47.8	600.7	2.8	95.8
23Q1-3	528.8	19.1	240.0	1.1	45.4

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 1：贵州茅台历年股息率



资料来源：Wind，天风证券研究所

不到 1 个月连放三重利好，股息率提升的同时有望利好估值稳定。近一个月公司连放三重利好：经营稳健/出厂价提价 20%/实施特别分红。我们认为：以上利好既反映出公司现金流的健康稳定，也利于通过提升股息率回报股东，从而吸引长期资金稳定估值。

我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 1485.37/1782.44/2058.00 亿元（23-25 年前值为 1485.37/1714.71/1979.80 亿元），增长率分别为 16%/20%/15%，归母净利润分别为 738.97/907.95/1053.73 亿元（23-25 年前值为 739.18/857.56/995.56 亿元，提升预测值主要系提价增厚营收和利润），增长率分别为 18%/23%/16%，对应 PE 分别为 30X/24X/21X，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	51,810.24	58,274.32	86,241.63	138,081.20	183,431.22
应收票据及应收账款	0.00	126.39	3,256.94	704.03	3,754.98
预付账款	389.11	897.38	1,450.05	659.51	1,766.32
存货	33,394.37	38,824.37	46,388.44	49,662.52	58,704.15
其他	135,171.97	118,488.98	125,816.29	121,066.52	123,483.52
<b>流动资产合计</b>	<b>220,765.69</b>	<b>216,611.44</b>	<b>263,153.34</b>	<b>310,173.79</b>	<b>371,140.18</b>
长期股权投资	0.00	0.00	50.00	80.00	105.00
固定资产	17,472.17	19,742.62	19,905.49	18,882.83	21,971.06
在建工程	2,321.99	2,208.33	4,377.57	5,154.62	1,423.79
无形资产	6,208.36	7,273.71	7,109.87	6,959.02	6,789.53
其他	8,399.98	8,528.70	7,052.87	7,976.63	7,829.19
<b>非流动资产合计</b>	<b>34,402.50</b>	<b>37,753.37</b>	<b>38,495.79</b>	<b>39,053.11</b>	<b>38,118.56</b>
<b>资产总计</b>	<b>255,168.20</b>	<b>254,364.80</b>	<b>301,649.14</b>	<b>349,226.89</b>	<b>409,258.75</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,009.83	2,408.37	2,365.16	3,115.22	3,182.66
其他	43,185.92	31,185.38	55,259.01	54,201.58	58,716.21
<b>流动负债合计</b>	<b>45,195.76</b>	<b>33,593.75</b>	<b>57,624.17</b>	<b>57,316.79</b>	<b>61,898.87</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	296.47	334.45	210.79	280.57	275.27
<b>非流动负债合计</b>	<b>296.47</b>	<b>334.45</b>	<b>210.79</b>	<b>280.57</b>	<b>275.27</b>
<b>负债合计</b>	<b>58,210.69</b>	<b>49,400.12</b>	<b>57,834.96</b>	<b>57,597.36</b>	<b>62,174.14</b>
少数股东权益	7,418.14	7,458.02	9,402.67	11,792.02	14,564.99
股本	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20
资本公积	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96
留存收益	185,859.69	193,824.76	230,773.17	276,170.87	328,857.31
其他	1,048.51	1,050.75	1,007.17	1,035.48	1,031.13
<b>股东权益合计</b>	<b>196,957.51</b>	<b>204,964.69</b>	<b>243,814.17</b>	<b>291,629.53</b>	<b>347,084.60</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>255,168.20</b>	<b>254,364.80</b>	<b>301,649.14</b>	<b>349,226.89</b>	<b>409,258.75</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	55,720.53	65,375.14	73,896.83	90,795.40	105,372.88
折旧摊销	1,479.61	1,611.08	1,796.05	1,832.15	2,100.14
财务费用	13.53	12.02	(1,936.89)	(3,006.52)	(4,309.11)
投资损失	(58.26)	(63.84)	(40.80)	(54.30)	(52.98)
营运资金变动	(1,230.01)	(22,120.42)	(11,308.59)	3,841.52	(10,804.51)
其它	8,103.27	(8,115.38)	3,889.31	4,778.71	5,545.94
<b>经营活动现金流</b>	<b>64,028.68</b>	<b>36,698.60</b>	<b>66,295.91</b>	<b>98,186.95</b>	<b>97,852.37</b>
资本支出	3,686.73	4,783.76	4,137.97	1,395.92	1,318.34
长期投资	0.00	0.00	50.00	30.00	25.00
其他	(9,249.18)	(10,320.58)	(5,407.46)	(3,021.08)	(2,691.04)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,562.45)</b>	<b>(5,536.83)</b>	<b>(1,219.49)</b>	<b>(1,595.16)</b>	<b>(1,347.70)</b>
债权融资	1,038.84	1,396.84	1,827.54	3,006.52	4,309.11
股权融资	(27,101.82)	(60,070.39)	(38,936.65)	(47,758.74)	(55,463.76)
其他	(501.16)	1,249.03	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(26,564.14)</b>	<b>(57,424.53)</b>	<b>(37,109.11)</b>	<b>(44,752.23)</b>	<b>(51,154.65)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>31,902.09</b>	<b>(26,262.76)</b>	<b>27,967.31</b>	<b>51,839.57</b>	<b>45,350.02</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>109,464.28</b>	<b>127,553.96</b>	<b>148,536.59</b>	<b>178,243.90</b>	<b>205,800.41</b>
营业成本	8,983.38	10,093.47	12,333.38	13,724.78	15,435.03
营业税金及附加	15,304.47	18,495.82	20,646.59	24,062.93	27,371.45
销售费用	2,737.37	3,297.72	3,490.61	4,188.73	4,939.21
管理费用	8,450.27	9,012.19	9,803.41	11,407.61	13,994.43
研发费用	61.92	135.19	74.27	71.30	82.32
财务费用	(934.52)	(1,391.81)	(1,936.89)	(3,006.52)	(4,309.11)
资产/信用减值损失	(13.02)	(14.69)	(33.03)	(20.25)	(22.65)
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	40.80	54.30	52.98
其他	67.52	(17.30)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>74,750.88</b>	<b>87,879.52</b>	<b>104,132.99</b>	<b>127,829.13</b>	<b>148,317.40</b>
营业外收入	68.99	70.85	50.30	63.38	61.51
营业外支出	291.84	248.88	329.97	290.23	289.70
<b>利润总额</b>	<b>74,528.03</b>	<b>87,701.49</b>	<b>103,853.32</b>	<b>127,602.27</b>	<b>148,089.22</b>
所得税	18,807.50	22,326.35	26,067.18	32,028.17	37,170.39
<b>净利润</b>	<b>55,720.53</b>	<b>65,375.14</b>	<b>77,786.14</b>	<b>95,574.10</b>	<b>110,918.83</b>
少数股东损益	3,260.39	2,658.69	3,889.31	4,778.71	5,545.94
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>52,460.14</b>	<b>62,716.44</b>	<b>73,896.83</b>	<b>90,795.40</b>	<b>105,372.88</b>
每股收益(元)	41.76	49.93	58.83	72.28	83.88

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	11.71%	16.53%	16.45%	20.00%	15.46%
营业利润	12.18%	17.56%	18.50%	22.76%	16.03%
归属于母公司净利润	12.34%	19.55%	17.83%	22.87%	16.06%
<b>获利能力</b>					
毛利率	91.79%	92.09%	91.70%	92.30%	92.50%
净利率	47.92%	49.17%	49.75%	50.94%	51.20%
ROE	27.68%	31.75%	31.52%	32.45%	31.69%
ROIC	43.33%	47.11%	56.22%	62.11%	74.10%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	22.81%	19.42%	19.17%	16.49%	15.19%
净负债率	-26.25%	-28.38%	-35.37%	-47.35%	-52.85%
流动比率	3.81	4.41	4.57	5.41	6.00
速动比率	3.24	3.62	3.76	4.55	5.05
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	142.84	2,018.41	87.80	90.00	92.31
存货周转率	3.52	3.53	3.49	3.71	3.80
总资产周转率	0.47	0.50	0.53	0.55	0.54
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	41.76	49.93	58.83	72.28	83.88
每股经营现金流	50.97	29.21	52.78	78.16	77.90
每股净资产	150.88	157.23	186.60	222.77	264.70
<b>估值比率</b>					
市盈率	42.36	35.43	30.07	24.48	21.09
市净率	11.72	11.25	9.48	7.94	6.68
EV/EBITDA	33.40	23.87	20.56	16.48	14.00
EV/EBIT	34.07	24.31	20.92	16.73	14.20

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com