

贵州茅台 (600519)

回购彰显态度，重视股东回报一以贯之 买入 (维持)

2024年09月22日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

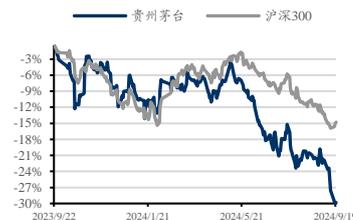
研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	127554	150560	173222	189840	208913
同比 (%)	16.53	18.04	15.05	9.59	10.05
归母净利润 (百万元)	62717	74734	86845	95167	104999
同比 (%)	19.55	19.16	16.20	9.58	10.33
EPS-最新摊薄 (元/股)	49.93	59.49	69.13	75.76	83.58
P/E (现价&最新摊薄)	25.32	21.25	18.28	16.68	15.12

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司 9 月 20 日晚间公告《以集中竞价交易方式回购公司股份方案》。
- **拟大金额回购股份注销。** 公司拟以自有资金回购公司股票并注销，回购金额 30 亿元 (含) -60 亿元 (含)，该方案回购金额为白酒行业至今最高水平，回购价格不高于 1795.78 元/股 (含) (不高于公司董事会通过回购股份决议前 30 个交易日公司股票交易均价的 130%)，回购方式为“集中竞价交易”，期限为自公司股东大会审议通过回购方案之日起 12 个月内。该方案须股东大会审议，预计通过无虞。
- **高比例分红和大金额回购，重视股东回报一以贯之，当下更加积极。** 公司 2015 年度分红比例即 50%，领先白酒行业平均水平，2022-2023 连续特别分红更将年度分红率推升至 80% 以上，分红金额大幅领先。在行业增长放缓，地方财政承压，国企多维考核背景下，稳健经营和提升股东回报是企业核心任务。我们判断公司本轮干部调整后，经营将“稳中求进，稳字优先”，市值维护和股东回报更趋增强，我们认为公司有获支持的包括回购/增持在内的一整套方案预案，彰显了其省管国企市值维护的态度。
- **批价有待企稳，公司积极应对。** 前期散茅价格大跌，公司采取了：1) 取消 12 瓶装箱茅投放；2) 减少贵州平台散茅积分购的供货；3) 调整包括巽风 375ml 茅台的投放；4) 渠道座谈稳定信心等举措，效果显著。近期茅台酒批价回落，箱茅普飞价格跌至 6 月低位，核心是需求不足，价格下行中投资收藏需求萎缩，经济/商务承压下开瓶消费减弱，应对方面，我们既看到公司 i 茅台投放规则调整，普飞和非标茅台的投放配比动态优化，也看到新旧动能转换下公司营销转向，另外国际化也将持续动作。
- **极端假设下，贵州茅台投资价值已经开始凸显。** 我们认为白酒企业应当“减压增长，稳定预期，提升回报”三管齐下，作为龙头酒企，公司已经在分红，回购/增持等方面做出行业示范。公司承诺 2024-2026 年三年分红不低于净利润 75%，当前 ttm 股息率已经达到 3.95%，在极端假设下，我们认为公司 2024-2026 乃至更长时期股息率持续 4% 以上，对估值构成强支撑，对冲批价下行的估值压力，以股息率和非负增长为依托的投资价值已经凸显。
- **盈利预测与投资评级:** 我们认为公司 2024 年能够保障完成全年经营计划，在宏观判断下 2025 年经营计划将理性趋稳，公司飞天厂价格也有潜在空间。我们预计 2024-2026 年公司总营收分别为 1732.2、1898.4、2089.1 亿元 (前值分别为 1732.2、1911.2、2105.7 亿元)，EPS 分别为 69.13/75.76/83.58 元 (前值为 69.13、76.35、84.35 元)，当前市值对应 PE 分别为 18.3x、16.7x、15.1x，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观承压消费持续走弱，需求企稳不及预期；市场对合理降速的非理性反应等。

市场数据

收盘价(元)	1,263.92
一年最低/最高价	1,245.83/1,850.00
市净率(倍)	7.26
流通 A 股市值(百万元)	1,587,733.52
总市值(百万元)	1,587,733.52

基础数据

每股净资产(元,LF)	174.00
资产负债率(% ,LF)	18.32
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): 2024H1 业绩点评: 提分红呵护股东回报，调渠道帮助稳定价盘》
2024-08-09
- 《贵州茅台(600519): 释放风险，提升价值》
2024-07-03

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	225,173	263,117	299,242	340,742	营业总收入	150,560	173,222	189,840	208,913
货币资金及交易性金融资产	69,471	79,659	93,014	104,093	营业成本(含金融类)	11,981	13,502	14,992	16,434
经营性应收款项	109	900	750	842	税金及附加	22,234	25,101	27,741	30,566
存货	46,435	51,559	59,546	76,960	销售费用	4,649	5,325	5,752	6,178
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,729	10,461	11,281	12,100
其他流动资产	109,158	130,999	145,931	158,847	研发费用	157	155	112	220
非流动资产	47,527	48,899	51,762	54,112	财务费用	(1,790)	(1,926)	(2,211)	(2,307)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	35	34	39	44
固定资产及使用权资产	20,223	21,886	22,947	23,345	投资净收益	34	71	71	70
在建工程	2,137	1,124	615	392	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	8,572	9,824	11,029	12,344	减值损失	38	38	38	38
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	160	160	160	160	营业利润	103,709	120,748	132,320	145,875
其他非流动资产	16,434	15,905	17,010	17,871	营业外净收支	(46)	(149)	(124)	(106)
资产总计	272,700	312,016	351,003	394,854	利润总额	103,663	120,599	132,196	145,769
流动负债	48,698	57,930	60,060	63,245	减:所得税	26,141	30,515	33,479	36,853
短期借款及一年内到期的非流动负债	57	90	86	78	净利润	77,521	90,084	98,716	108,915
经营性应付款项	3,093	2,057	2,850	2,533	减:少数股东损益	2,787	3,239	3,550	3,916
合同负债	14,126	17,877	19,136	20,184	归属母公司净利润	74,734	86,845	95,167	104,999
其他流动负债	31,422	37,906	37,988	40,450	每股收益-最新股本摊薄(元)	59.49	69.13	75.76	83.58
非流动负债	346	346	346	346	EBIT	101,882	118,675	129,962	143,422
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	103,820	120,830	132,271	145,846
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.96	92.20	92.09	92.12
租赁负债	267	267	267	267	归母净利率(%)	50.60	51.17	51.17	51.25
其他非流动负债	79	79	79	79	收入增长率(%)	18.04	15.05	9.59	10.05
负债合计	49,043	58,276	60,405	63,590	归母净利润增长率(%)	19.16	16.20	9.58	10.33
归属母公司股东权益	215,669	242,513	275,822	312,571					
少数股东权益	7,988	11,227	14,776	18,693					
所有者权益合计	223,656	253,740	290,598	331,264					
负债和股东权益	272,700	312,016	351,003	394,854					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	66,593	74,921	80,033	84,050	每股净资产(元)	171.68	193.05	219.57	248.82
投资活动现金流	(9,724)	(4,757)	(4,807)	(4,706)	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	(58,889)	(59,975)	(61,871)	(68,265)	ROIC(%)	35.49	37.08	35.61	34.43
现金净增加额	(2,019)	10,189	13,355	11,079	ROE-摊薄(%)	34.65	35.81	34.50	33.59
折旧和摊销	1,937	2,155	2,309	2,424	资产负债率(%)	17.98	18.68	17.21	16.10
资本开支	(2,595)	(4,204)	(4,191)	(4,021)	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.25	18.28	16.68	15.12
营运资本变动	(11,667)	(18,519)	(20,598)	(27,191)	P/B(现价)	7.36	6.55	5.76	5.08

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

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>