

贵州茅台 (600519)

股东回报持续完善, 适配供需运筹决胜

买入 (维持)

2024 年 11 月 28 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

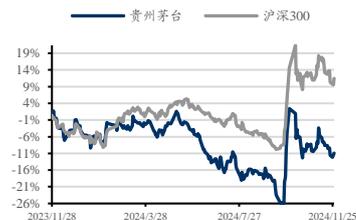
研究助理 于思淼

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	173269	187597	203550
同比 (%)	16.53	18.04	15.08	8.27	8.50
归母净利润 (百万元)	62717	74734	85991	92936	100828
同比 (%)	19.55	19.16	15.06	8.08	8.49
EPS-最新摊薄 (元/股)	49.93	59.49	68.45	73.98	80.26
P/E (现价&最新摊薄)	30.43	25.53	22.19	20.53	18.93

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司召开临时股东大会, 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》等内容, 并就发展规划等问题进行简要交流。
- **完善渠道触达及品牌服务, 更好推动茅台供需适配。** 茅台基本属性、基本需求没有变, 需要解决的是供需适配问题, 要增加消费者触达面, 围绕客户转型、场景转型和服务转型, 做品牌、产品、渠道变革。1) 客户触达层面, 公司将进一步对接挖掘私域圈层流量, 并充分发挥自营体系 (自营公司、i 茅台、大客户、私域等 4 类) 及社会体系 (经销、商超百货、餐饮、电商等 6 类) 渠道的各自优势, 从而相互补充, 更好实现客户触达。2) 消费转化层面, 1 是通过建立品牌文化体验馆、形象店、专卖店、专柜等, 强化品牌体验以促进消费转化; 2 是根据客户在产业背景、年龄代际、消费场景方面的变化, 相应跟进产品匹配。3) 服务跟进层面, 围绕产品的情绪价值、体验价值、功能价值做好服务转型, 与消费者 0 距离接触的举措在逐步推出。
- **从产品出口迈向品牌出海, 部署 6 大体系落实 2 推广 1 转化。** 茅台作为中国消费品牌翘楚, 下一步需要推进品牌出海, 规划到 2035 年能够成为具备全球化视野及价值创造能力的国际化公司。基于此, 公司正着手构建 6 大体系以落实品牌、产品推广, 从而实现客群转化: 1) 品宣体系: 要结合国际化传播范式, 建立有内容、有形式、有载体、有受众的推广及体验策略。2) 法规体系: 根据全球各地的经济、人口、华人分布、烈酒消费、政策法规情况, 分类构建战略、重点、潜力型市场。3) 产品体系: 将以既有产品与开发新品相结合。既有产品, 茅台酒以高低度飞天为主, 辅以其他文创类的高价值产品, 系列酒以茅台王子酒为主; 开发新品, 主要考虑国际烈酒价格分布相对偏低, 将研究策划推出一些相适应的产品。4) 渠道体系: 注重协同海外酒类连锁生态。5) 价格体系: 针对各国关税政策, 协调制定价格走廊。6) 政策体系: 根据市场分级分类, 相应制定营销服务支持政策。
- **高比例分红和大金额回购正式落地, 重视股东回报一以贯之。** 在行业增长放缓、地方财政承压、国企多维考核背景下, 稳健高质发展、重视股东回报是企业的核心考量, 市值维护也在边际加强。1) 分红方面, 2022~2023 年公司通过连续特别分红将年度分红率由此前的 50% 推升至 80% 以上, 而《2024-2026 年度现金分红回报规划》拟定年度分红比率不低于 75%, 推动公司常态化分红力度再上台阶, 并向市场传达稳定高额的分红预期。24H1 公司中期红利分配方案已及时出台, 分红率 72%。2) 市值管理方面, 公司回购方案正式步入实施阶段 (期限 12 个月), 回购金额 30~60 亿元, 回购股本占比不低于 0.133%~0.266% (按回购上限价格 1795.78 元/股测算)。本次回购为公司上市以来首次, 回购力度亦超过此前历次增持, 帮助呵护市值表现, 与股东共享公司现金创造成果。
- **盈利预测与投资评级:** 预计公司 2024 年将稳健保障全年经营计划顺利

市场数据

收盘价(元)	1,519.05
一年最低/最高价	1,245.83/1,910.00
市净率(倍)	8.03
流通 A 股市值(百万元)	1,908,227.27
总市值(百万元)	1,908,227.27

基础数据

每股净资产(元,LF)	189.23
资产负债率(% ,LF)	13.63
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): 2024 年前三季度业绩点评: 目标稳步兑现, 优化量价统筹》
2024-10-27
- 《贵州茅台(600519): 回购彰显态度, 重视股东回报一以贯之》
2024-09-22

完成；2025年在宏观结构转型、渠道信心偏弱背景下，经营目标将更为理性客观，以便兼顾短期增长与长期发展，统筹平衡量价空间。期待公司通过产品创新、场景开拓（政商务消费之外的自饮、聚饮等场景）及服务升级（触达私域圈层并提供定制化服务等），更好实现需求挖掘，并引领白酒行业发展迸发新活力。考虑经营定调更趋务实，我们略调整2024~2026年归母净利润至860、929、1008亿元（前值为859.5、947.1、1024.4亿元），当前市值对应PE为22、21、19x，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。

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	247,521	269,885	298,579	营业总收入	150,560	173,269	187,597	203,550
货币资金及交易性金融资产	69,471	67,640	67,038	78,662	营业成本(含金融类)	11,981	13,022	14,461	15,847
经营性应收款项	109	878	722	819	税金及附加	22,234	26,652	28,663	30,825
存货	46,435	48,005	58,040	60,592	销售费用	4,649	6,278	7,388	8,408
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,729	9,670	9,903	10,163
其他流动资产	109,158	130,999	144,085	158,507	研发费用	157	155	110	208
非流动资产	47,527	49,270	52,331	54,674	财务费用	(1,790)	(1,926)	(1,875)	(1,791)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	35	34	38	43
固定资产及使用权资产	20,223	21,936	23,116	23,569	投资净收益	34	71	70	68
在建工程	2,137	1,179	750	463	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	119,562	129,093	140,038
其他非流动资产	16,434	16,171	17,276	18,137	营业外净收支	(46)	(149)	(124)	(106)
资产总计	272,700	296,791	322,216	353,253	利润总额	103,663	119,413	128,969	139,932
流动负债	48,698	49,792	53,411	55,515	减:所得税	26,141	30,215	32,662	35,378
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	89,198	96,307	104,554
经营性应付款项	3,093	1,870	2,860	2,328	减:少数股东损益	2,787	3,207	3,371	3,726
合同负债	14,126	13,400	14,188	15,095	归属母公司净利润	74,734	85,991	92,936	100,828
其他流动负债	31,422	34,431	36,278	38,015	每股收益-最新股本摊薄(元)	59.49	68.45	73.98	80.26
非流动负债	346	346	346	346	EBIT	101,882	117,489	127,073	138,103
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	103,820	119,649	129,397	140,544
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.96	92.48	92.28	92.20
租赁负债	267	267	267	267	归母净利率(%)	50.60	50.65	50.58	50.54
其他非流动负债	79	79	79	79	收入增长率(%)	18.04	15.08	8.27	8.50
负债合计	49,043	50,137	53,757	55,860	归母净利润增长率(%)	19.16	15.06	8.08	8.49
归属母公司股东权益	215,669	235,459	253,893	279,100					
少数股东权益	7,988	11,195	14,566	18,292					
所有者权益合计	223,656	246,654	268,459	297,392					
负债和股东权益	272,700	296,791	322,216	353,253					

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	69,478	78,934	91,978	每股净资产(元)	171.68	187.44	202.11	222.18
投资活动现金流	(9,724)	(5,134)	(5,021)	(4,716)	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)	(66,175)	(74,515)	(75,637)	ROIC(%)	35.49	37.27	36.79	36.43
现金净增加额	(2,019)	(1,831)	(602)	11,624	ROE-摊薄(%)	34.65	36.52	36.60	36.13
折旧和摊销	1,937	2,160	2,324	2,441	资产负债率(%)	17.98	16.89	16.68	15.81
资本开支	(2,595)	(4,315)	(4,405)	(4,029)	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.53	22.19	20.53	18.93
营运资本变动	(11,667)	(23,082)	(19,303)	(14,920)	P/B(现价)	8.85	8.10	7.52	6.84

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>