

贵州茅台 (600519.SH)

改革持续推进，基本面稳健无虞，重申配置价值

5月19日，丁雄军董事长率队走进上交所举办贵州茅台业绩说明会。公司拟设立产业基金以提升资金收益率，公司周密设计基金架构，确保投资稳健高效。会上管理层也对价格改革做出正面回应，公司坚持营销体制改革和价格改革的同时，也会继续通过更丰富的产品、渠道、科技赋能和文化挖掘为股东创造更多价值。展望今年，公司超预期的开门红表现奠定全年基础，15%的收入增长目标有望超额完成。当前茅台对应23年不足30x，重申公司作为确定性龙头的配置价值，维持“强烈推荐”投资评级。

- **事件：**5月19日，丁雄军董事长率队自茅台上市以来首次走进上交所举办业绩说明会，会上公司管理层对市场关注的产业基金设立、企业改革、产品规划等多个方面做出真诚沟通，投资者交流更加深入顺畅。
- **管理层周密设计基金架构，确保投资稳健高效。**对于市场关注的产业基金设立，丁总表示，公司主要目的是借助专业投资机构的优势提升资金收益率，为全体股东创造更多价值。产业基金设计业绩报酬计提基准6%远高于目前公司的资金收益率，管理层也比广大中小股东更关注基金的投资效果和潜在风险，对此进行了周密的方案设计：1) 谨慎选择合作伙伴；2) 降低首次实缴比例；3) 设立两支基金分散投资风险；4) 茅台旗下基金公司参与其中，通过专业、市场化的高效沟通，保证基金投资稳健；5) 基金管理人出资金额较高，且茅台招华基金出资结构中包括基金管理人员工跟投700万，公司已经通过充分的论证和较为完善的架构设计确保基金各参与方利益一致，确保产业基金稳健高效的市场化运作。
- **营销机制持续改革，实现更多价值创造。**交流会上，丁雄军董事长对价格改革做出正面回应：公司将严格遵循法律和市场两方面制定价格，坚定相信市场力量。价格作为价值的体现，在关注价格的同时也应更加关注企业的价值实现和价值创造，公司会继续通过更完善的产品系列、更多元的渠道发展、更科技化的营销模式和更丰富的茅台文化，坚持营销体制改革和价格改革，不断为股东创造更多价值。
- **六定原则丰富产品布局，1935 锚定更大目标。**去年以来茅台持续梳理完善不同价位带的产品布局，围绕“定位、定档、定形、定价、定量、定景”打造出茅台酒产品中尊品、珍品、精品、经典四大系列，以及其他文创类产品和酱香系列酒。其中茅台1935自去年上市以来表现强劲，目前价格处于合理区间，且监测数据表明库存在20%以下，动销情况好于预期。公司对今年1935的百亿目标充满信心，明年也将朝着更大目标前进。
- **投资建议：改革持续推进，基本面稳健无虞，重申配置价值。**近期板块受市场风格影响和淡季平淡反馈持续调整，茅台对应23年不足30x，实际公司超预期的开门红表现已经奠定全年基础，15%的收入增长目标有望超额完成。我们维持公司23-25年EPS为58.91、68.32、78.93元，重申公司作为确定性龙头的配置价值，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：外资流出、税率上升、宏观经济影响、投资不达预期等**

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	109464	127554	148761	171109	196253

强烈推荐 (维持)

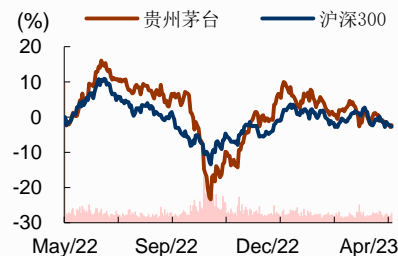
消费品/食品饮料
目标股价：2300元
当前股价：1699.5元

基础数据

总股本(万股)	125620
已上市流通股(万股)	125620
总市值(亿元)	21349
流通市值(亿元)	21349
每股净资产(MRQ)	173.8
ROE(TTM)	30.4
资产负债率	12.4%
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有
主要股东持股比例	54.06%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	10	-1
相对表现	1	6	0



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《贵州茅台(600519)——产业基金落地，估值超跌布局》2023-05-19
- 2、《贵州茅台(600519)——开门红奠基全年，逆向布局最佳窗口，上调盈利预测》2023-04-26
- 3、《贵州茅台(600519)——22年吨价增幅超预期，增长动力十足》2023-03-31

于佳琦 S1090518090005

✉ yujiaqi@cmschina.com.cn

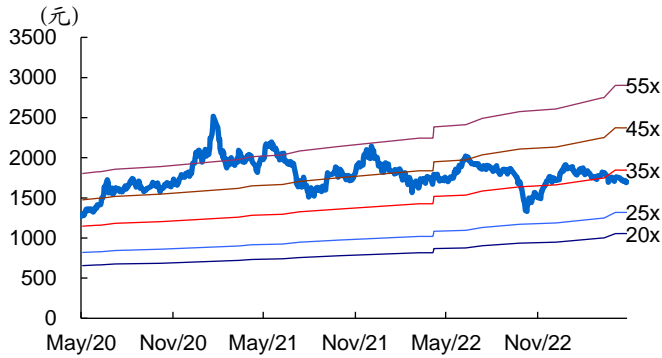
陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

同比增长	12%	17%	17%	15%	15%
营业利润(百万元)	74751	87880	103661	120208	138835
同比增长	12%	18%	18%	16%	15%
归母净利润(百万元)	52460	62716	73999	85829	99146
同比增长	12%	20%	18%	16%	16%
每股收益(元)	41.76	49.93	58.91	68.32	78.93
PE	40.7	34.0	28.9	24.9	21.5
PB	11.3	10.8	8.9	7.5	6.3

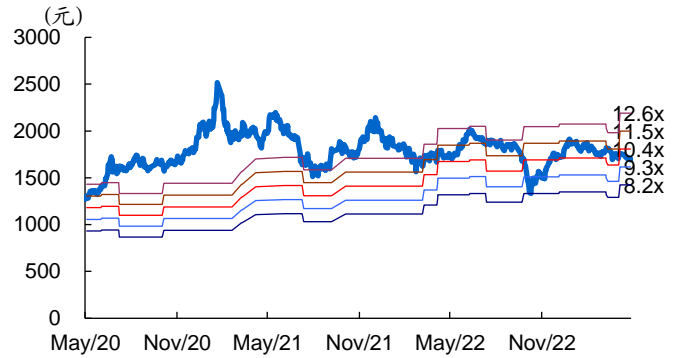
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 贵州茅台历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 贵州茅台历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《贵州茅台（600519）—产业基金落地，估值超跌布局》2023-05-19
- 2、《贵州茅台（600519）—开门红奠基全年，逆向布局最佳窗口，上调盈利预测》2023-04-26
- 3、《贵州茅台（600519）—22 年吨价增幅超预期，增长动力十足》2023-03-31
- 4、《贵州茅台（600519）—产能扩张奠基发展，股东增持彰显信心》2022-12-15
- 5、《贵州茅台（600519）—经营实力雄厚，坚守确定性龙头，重申强烈推荐》2022-10-26
- 6、《贵州茅台（600519）—税金维持高位，增长潜力十足》2022-10-17
- 7、《贵州茅台（600519）—疫情不改经营节奏，结构优化仍是重要看点》2022-08-03
- 8、《贵州茅台（600519）—高质量加速发展，五线道路绘制蓝图》2022-06-20
- 9、《贵州茅台（600519）—业绩再超预期，戴维斯双击可期，重申强烈推荐》2022-04-27
- 10、《贵州茅台（600519）—21 年圆满收官，22 年提质提速》2022-03-31
- 11、《贵州茅台（600519）—改革攻坚大踏步，开门红超预期兑现》2022-03-08
- 12、《贵州茅台（600519）—品质成为信仰，品牌彰显价值》2022-02-23

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	220766	216611	264065	316637	379369
现金	186878	174447	216468	263503	320301
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	105	123	141	162
应收款项	0	21	15	17	20
其它应收款	33	32	37	43	49
存货	33394	38824	43747	48741	54072
其他	461	3182	3675	4191	4765
非流动资产	34403	37753	38929	40048	40615
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	17472	19743	20711	21604	21928
无形资产商誉	6208	7274	7010	6760	6522
其他	10722	10737	11208	11684	12166
资产总计	255168	254365	302994	356685	419984
流动负债	57914	49066	53108	55736	60231
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2010	2408	2714	3024	3354
预收账款	12718	15472	17434	19424	21549
其他	43186	31185	32960	33288	35328
长期负债	296	334	334	334	334
长期借款	0	0	0	0	0
其他	296	334	334	334	334
负债合计	58211	49400	53442	56071	60565
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积金	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	186908	194876	236325	283750	338351
少数股东权益	7418	7458	10595	14234	18437
归属于母公司所有者权益	189539	197507	238957	286381	340982
负债及权益合计	255168	254365	302994	356685	419984

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	64029	36699	76191	86952	102354
净利润	52460	62716	73999	85829	99146
折旧摊销	1480	1611	1925	1981	2033
财务费用	14	12	(1500)	(1500)	(1500)
投资收益	(58)	(64)	(89)	(89)	(89)
营运资金变动	7988	(29015)	(1278)	(2909)	(1441)
其它	2145	1437	3134	3640	4205
投资活动现金流	(5562)	(5537)	(3011)	(3011)	(2511)
资本支出	(3409)	(5307)	(3100)	(3100)	(2600)
其他投资	(2154)	(230)	89	89	89
筹资活动现金流	(26564)	(57425)	(31159)	(36905)	(43045)
借款变动	(3559)	(31626)	(109)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(24236)	(27228)	(32549)	(38405)	(44545)
其他	1231	1430	1500	1500	1500
现金净增加额	31902	(26263)	42021	47036	56798

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	109464	127554	148761	171109	196253
营业成本	8983	10093	11374	12672	14058
营业税金及附加	15304	18496	21270	24465	28061
营业费用	2737	3298	3974	4266	4579
管理费用	8450	9012	9913	10905	11995
研发费用	62	135	158	181	208
财务费用	(935)	(1392)	(1500)	(1500)	(1500)
资产减值损失	(13)	(15)	0	0	0
公允价值变动收益	(2)	0	0	0	0
其他收益	21	25	25	25	25
投资收益	58	64	64	64	64
营业利润	74751	87880	103661	120208	138835
营业外收入	69	71	71	71	71
营业外支出	292	249	249	249	249
利润总额	74528	87701	103483	120030	138657
所得税	18808	22326	26347	30562	35308
少数股东损益	3260	2659	3137	3638	4203
归属于母公司净利润	52460	62716	73999	85829	99146

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	12%	17%	17%	15%	15%
营业利润	12%	18%	18%	16%	15%
归母净利润	12%	20%	18%	16%	16%
获利能力					
毛利率	91.8%	92.1%	92.4%	92.6%	92.8%
净利率	47.9%	49.2%	49.7%	50.2%	50.5%
ROE	27.7%	31.8%	31.0%	30.0%	29.1%
ROIC	28.0%	31.4%	30.5%	29.4%	28.5%
偿债能力					
资产负债率	22.8%	19.4%	17.6%	15.7%	14.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.8	4.4	5.0	5.7	6.3
速动比率	3.2	3.6	4.1	4.8	5.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	143.0	2018.0	1125.0	1153.0	1152.0
应付账款周转率	5.4	4.6	4.4	4.4	4.4
每股资料(元)					
EPS	41.76	49.93	58.91	68.32	78.93
每股经营净现金	50.97	29.21	60.65	69.22	81.48
每股净资产	150.88	157.23	190.22	227.97	271.44
每股股利	21.68	25.91	30.57	35.46	40.96
估值比率					
PE	40.7	34.0	28.9	24.9	21.5
PB	11.3	10.8	8.9	7.5	6.3
EV/EBITDA	27.0	23.1	19.5	16.8	14.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

于佳琦：食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，6年消费品研究经验。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

陈书慧：美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

任龙：美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

刘成：上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

胡思蓓：复旦大学本科，复旦大学硕士，22年加入招商证券。

黄越：中央财经大学本科，北京大学硕士，23年加入招商证券，曾就职于永赢基金。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得金牛奖第五名，wind金牌分析师第一名。22年获得金牛奖第四名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。