

## 贵州茅台 (600519.SH)

### 产业基金落地，估值超跌布局

贵州茅台发布公告，公司拟以自有资金参与设立“茅台招华基金”、“茅台金石基金”两只产业发展基金，投资范围包括但不限于新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、大消费等领域的投资机会。优化资金使用效率，提高财务收益，提高股东回报的同时，也彰显了茅台作为国企龙头的使命担当。当前茅台对应 23 年不足 30x，估值超跌建议加大配置，重申强烈推荐。

□ **事件：**贵州茅台发布公告，公司拟以自有资金参与设立“茅台招华基金”、“茅台金石基金”两只产业发展基金，两只基金公司认缴出资额均为 50 亿，占比 90.74%，首期实缴 20 亿，三次实缴比例原则为 40%、30%、30%。基金投资期为 5 年，退出期为 5 年，经执行事务合伙人同意可延期 1 年。投资范围包括但不限于新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、大消费等领域的投资机会。

□ **优化财务管理，为股东创造价值。**公司 22 年底账面现金及现金等价物余额 1523.8 亿，现金流充裕。此次产业发展基金的设立是茅台积极探索新资金管理方式的体现。公司坚持以“市场化主导、专业化运作、效益化投资”为原则，产业基金设置业绩报酬计提基准 6%，体现出公司对股东回报的重视程度，公司有效提高现有资金的使用效率，为股东创造更多价值。

□ **龙头使命，守正创新。**年初丁总曾带队前往招商局集团等机构进行拜访合作，提出在战略新兴产业、高品质生活、现代服务等多方面，持续深挖合作潜力，努力实现互利共赢，共同助推高质量发展。本次产业基金的投资方向包括茅台深耕熟悉的大消费领域，公司有望借助股权投资灵活布局上下游产业链。茅台私募基金公司投资的项目中包括嘉美包装等，我们认为茅台作为行业龙头，具备强大产业背景和充足现金流，对产业生态的整合和影响力不容忽视。而对新能源、新材料等新兴产业的探索，更彰显了茅台作为国企、名企的社会担当。

□ **投资建议：产业基金落地，估值超跌布局。**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。本次茅台设立产业基金，优化资金使用效率，提高财务收益，提高股东回报的同时，也彰显了公司作为国企龙头的使命担当。我们维持公司 23-25 年 EPS 为 58.91、68.32、78.93 元，维持目标价 2300 元，公司配置价值凸显，当前估值超跌建议加大布局，重申“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、跨界投资不达预期等

#### 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
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%

### 强烈推荐 (维持)

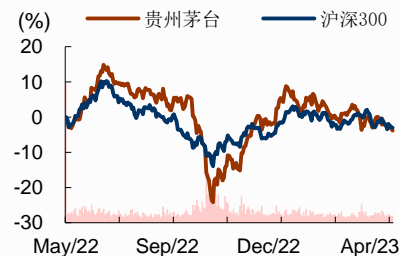
消费品/食品饮料  
 目标股价：2300 元  
 当前股价：1691.0 元

#### 基础数据

总股本 (万股)	125620
已上市流通股 (万股)	125620
总市值 (亿元)	21242
流通市值 (亿元)	21242
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	-4	9	-2
相对表现	1	5	-1



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《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
- 《贵州茅台 (600519) — 22 年吨价增幅超预期，增长动力十足》2023-03-31
- 《贵州茅台 (600519) — 产能扩张奠基发展，股东增持彰显信心》2022-12-15

于佳琦 S1090518090005

✉ yujiaqi@cmschina.com.cn

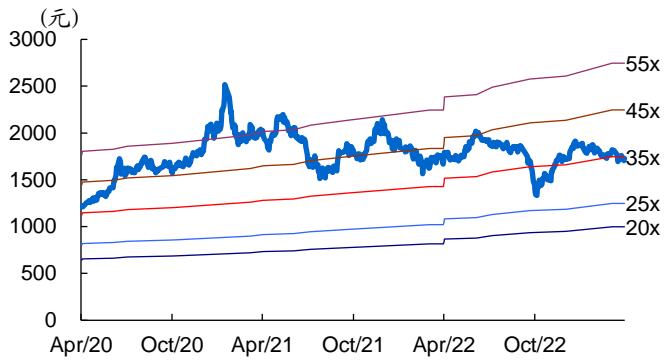
陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

每股收益(元)	41.76	49.93	58.91	68.32	78.93
PE	41.4	34.7	29.4	25.3	21.9
PB	11.5	11.0	9.1	7.6	6.4

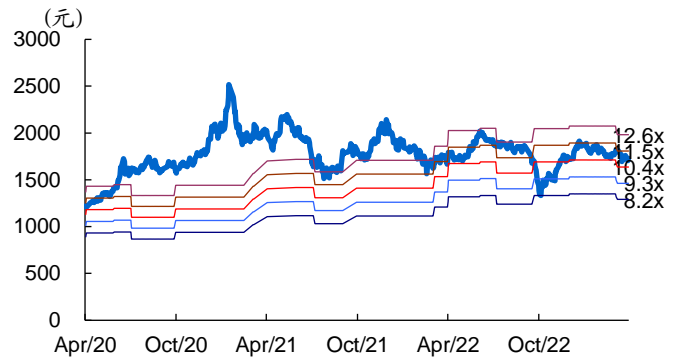
资料来源：公司数据、招商证券

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）—22 年吨价增幅超预期，增长动力十足》2023-03-31
- 2、《贵州茅台（600519）—产能扩张奠基发展，股东增持彰显信心》2022-12-15
- 3、《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
- 4、《贵州茅台（600519）—税金维持高位，增长潜力十足》2022-10-17
- 5、《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
- 6、《贵州茅台（600519）—高质量加速发展，五线道路绘制蓝图》2022-06-20
- 7、《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
- 8、《贵州茅台（600519）—21 年圆满收官，22 年提质提速》2022-03-31
- 9、《贵州茅台（600519）—改革攻坚大踏步，开门红超预期兑现》2022-03-08
- 10、《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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>255168</b>	<b>254365</b>	<b>302994</b>	<b>356685</b>	<b>419984</b>
<b>流动负债</b>	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
<b>长期负债</b>	296	334	334	334	334
长期借款	0	0	0	0	0
其他	296	334	334	334	334
<b>负债合计</b>	<b>58211</b>	<b>49400</b>	<b>53442</b>	<b>56071</b>	<b>60565</b>
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
<b>负债及权益合计</b>	<b>255168</b>	<b>254365</b>	<b>302994</b>	<b>356685</b>	<b>419984</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	(5562)	(5537)	(3011)	(3011)	(2511)
资本支出	(3409)	(5307)	(3100)	(3100)	(2600)
其他投资	(2154)	(230)	89	89	89
<b>筹资活动现金流</b>	(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
<b>现金净增加额</b>	<b>31902</b>	<b>(26263)</b>	<b>42021</b>	<b>47036</b>	<b>56798</b>

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
<b>营业总收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	74528	87701	103483	120030	138657
所得税	18808	22326	26347	30562	35308
少数股东损益	3260	2659	3137	3638	4203
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>52460</b>	<b>62716</b>	<b>73999</b>	<b>85829</b>	<b>99146</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股资料(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
PE	41.4	34.7	29.4	25.3	21.9
PB	11.5	11.0	9.1	7.6	6.4
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。

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wind金牌分析师第一名。

## 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。