

贵州茅台（600519.SH）

实施注销式回购，提振市场信心

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 食品饮料 · 白酒 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090001

联系人：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

事项：

9月20日公司发布《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告》，在保证公司正常经营和长期发展不受影响的前提下，实施注销式回购，增强投资信心。

国信食品饮料观点：

此次回购为公司上市23年以来首次注销式回购，回购股份资金总额为30-60亿元，测算回购股份数量占股本总额不低于0.13-0.27%。公司重视股东回报，加强市值管理，中报后发布3年分红回报规划，75%分红率假设下对应股息率超过4%，本次回购进一步提振市场信心，彰显公司发展动能。管理层履新以来，公司在组织、渠道、产品层面积极改革，上半年报表兑现稳健增长，全年15%的收入增长目标达成确定性较强。维持此前盈利预测，预计公司2024-2025年营收1739.26/1961.24亿元，同比+15.5%/+12.8%；预计归母净利润852.97/969.03亿元，同比+14.0%/+13.7%，当前股价对应24-25年估值18.6/16.4X，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 上市以来首次注销式回购，回购股份资金总额为30-60亿元

此次回购股份金额为30-60亿元（含），回购股份价格不超过1795.78元/股（含），资金来源为公司自有资金，采用集中竞价方式，回购股份用于注销并减少公司注册资本，回购期限自股东大会审议通过之日12个月内，且截至公告日公司控股股东、实际控制人、董事、监事及高级管理人员未来3个月、未来6个月不存在减持公司股份的计划。按照回购金额和价格上限计算，预计本次回购股份数量不低于167.06-334.12万股，约占总股本不低于0.13-0.27%。

◆ 公司重视股东回报，回购提振市场信心

公司重视股东回报，加强市值管理。8月8日公司发布三年现金分红回报规划，2024-2026年公司每年度现金分红率不低于75%，每年度实施年中和年末两次分红，我们测算分红率75%对应2024年股息率4.1%，红利资产价值凸显。公司近期股价回调较多，本次注销式回购对公司EPS略有增厚，也进一步维护了集团、股份公司和投资者利益，也彰显了公司长期发展的信心。

◆ 经营治理层面积极改革，全年15%收入增长目标确定性较强

管理层履新以来，公司围绕“生产是一线、销售是火线”进行改革，上半年报表兑现稳健增长；第二季度消费需求疲软，飞天批价波动，公司通过供给端调整熨平价格波动，对渠道仍有较强的品牌话语权。当前组织人事调整接近尾声，预计后续在产品（结构、投放节奏）、渠道（优化组织架构、明确权责、厂商关系）等层面持续落实改革举措，整体看公司今年15%的收入增长目标有望实现。长期看，公司品牌力赋予的商业模式价值并未发生改变，公司积极拓展新场景、新客群，培育新需求，为未来高质量发展打下基础。

◆ 风险提示

经济增长不及预期，影响白酒消费需求，公司批价仍有下探压力；市场竞争加剧。

相关研究报告：

- 《贵州茅台（600519.SH）-第二季度收入增速稳健，分红率指引积极》——2024-08-09
- 《贵州茅台（600519.SH）-坚持长期主义，兼顾发展质量》——2024-06-02
- 《贵州茅台（600519.SH）-一季度收入增长 18%，利润率受生产节奏扰动》——2024-05-04
- 《贵州茅台（600519.SH）-2023 年营收增长 18%，2024 年经营目标积极》——2024-04-03
- 《贵州茅台（600519.SH）-价格管理能力突出，业绩增长工具充足》——2024-03-28

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	58274	69070	181838	192359	204099	营业收入	127554	150560	173926	196124	219615
应收款项	158	102	118	133	149	营业成本	10093	11867	13914	15690	16691
存货净额	38824	46435	56481	63517	70109	营业税金及附加	18496	22234	27480	30988	34699
其他流动资产	1058	3611	4171	4704	5267	销售费用	3298	4649	6261	6864	7687
流动资产合计	216611	225173	243009	261113	280025	管理费用	9012	9729	10778	12110	13520
固定资产	21951	22047	22905	22541	22392	研发费用	135	157	182	205	230
无形资产及其他	7083	8572	8229	7886	7544	财务费用	(1392)	(1790)	(2508)	(3742)	(3965)
投资性房地产	8719	16908	16908	16908	16908	投资收益	64	34	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	3	0	0	0
资产总计	254365	272700	291052	308448	326869	其他收入	(231)	(199)	(182)	(205)	(230)
短期借款及交易性金融负债	109	57	0	0	0	营业利润	87880	103709	117818	134009	150754
应付款项	2408	3093	3554	4056	4519	营业外净收支	(178)	(46)	0	0	0
其他流动负债	46548	45547	54649	61482	68119	利润总额	87701	103663	117818	134009	150754
流动负债合计	49066	48698	58204	65538	72638	所得税费用	22326	26141	29454	33502	37688
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2659	2787	3168	3603	4054
其他长期负债	334	346	346	346	346	归属于母公司净利润	62716	74734	85195	96903	109012
长期负债合计	334	346	346	346	346	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	49400	49043	58549	65883	72984	净利润	62716	74734	85195	96903	109012
少数股东权益	7458	7988	9572	11374	13400	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	197507	215669	222931	231192	240484	折旧摊销	1600	1848	2484	2707	2856
负债和股东权益总计	254365	272700	291052	308448	326869	公允价值变动损失	0	(3)	0	0	0
						财务费用	(1392)	(1790)	(2508)	(3742)	(3965)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(15288)	(18601)	(1059)	(249)	(71)
每股收益	49.93	59.49	67.82	77.14	86.78	其它	227	596	1584	1802	2027
每股红利	45.67	46.77	62.04	70.56	79.38	经营活动现金流	49255	58574	88204	101163	113824
每股净资产	157.23	171.68	177.46	184.04	191.44	资本开支	0	(1750)	(3000)	(2000)	(2364)
ROIC	88.3%	76.0%	72.0%	75.6%	79.2%	其它投资现金流	16771	12342	105554	0	0
ROE	31.8%	34.7%	38.2%	41.9%	45.3%	投资活动现金流	16771	10591	102554	(2000)	(2364)
毛利率	92.1%	92.1%	92.0%	92.0%	92.4%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBIT Margin	67.8%	67.7%	66.3%	66.4%	66.8%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	69.1%	68.9%	67.7%	67.8%	68.1%	支付股利、利息	(57370)	(58755)	(77933)	(88643)	(99719)
收入增长	16.5%	18.0%	15.5%	12.8%	12.0%	其它融资现金流	55177	59140	(57)	0	0
净利润增长率	19.6%	19.2%	14.0%	13.7%	12.5%	融资活动现金流	(59562)	(58370)	(77990)	(88643)	(99719)
资产负债率	22.4%	20.9%	23.4%	25.0%	26.4%	现金净变动	6464	10796	112768	10521	11740
股息率	3.6%	3.7%	4.9%	5.6%	6.3%	货币资金的期初余额	51810	58274	69070	181838	192359
P/E	25.3	21.2	18.6	16.4	14.6	货币资金的期末余额	58274	69070	181838	192359	204099
P/B	8.0	7.4	7.1	6.9	6.6	企业自由现金流	0	57718	84907	98158	110513
EV/EBITDA	18.6	15.8	14.0	12.4	11.1	权益自由现金流	0	116858	86731	100965	113486

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032