

贵州茅台 (600519.SH)

开门红业绩稳健，短期利润率波动不改盈利向好趋势

买入 (维持评级)

当前价格: 1,709.43 元
 目标价格: 2117.5 元

投资要点:

事件:

贵州茅台发布一季报，24Q1 公司实现营业总收入 464.85 亿元，同比增长 18.04%；实现归母净利润 240.65 亿元，同比增长 15.73%。24Q1 公司开门红圆满完成，为全年营收 15% 的增长目标奠定了良好开局。

公司 2024Q1 预收账款(统计口径为合同负债与其他流动负债的总和)为 106.69 亿元，同比增加 13.58 亿元，环比减少 52.79 亿元。按照“季度营业收入+季度间预收账款变动”所体现出来的真实营收，公司 2024Q1 真实营收同比增长约 16.12%。

茅台酒与系列酒双轮驱动，经销渠道提速。

分产品看，公司茅台酒/系列酒 24Q1 分别实现营收 397.07/59.36 亿元，同比分别增长 17.75%/18.39%，去年 Q1 茅台酒/系列酒同比分别增长 16.8%/46.3%，基数较高，今年茅台酒与系列酒增长相对均衡。

分渠道看，直销/经销渠道分别实现营收 193.19/263.24 亿元，同比分别增长 8.49%/25.78%。其中，公司在“i 茅台”平台实现营收 53.43 亿元，同比增长 8.96%，占营业收入的比重为 11.67%。自推进渠道改革以来，公司直销渠道占比持续提升，24Q1 经销渠道提速，直销渠道占比同比下滑 3.6pct 至 42.3%，利润更高的直销渠道占比下降预计对毛利率产生一定压力。

分地区看，公司国内/国外分别实现营收 448.30/8.13 亿元，同比分别增长 17.73%/23.56%，截至 24Q1 经销商数量分别为 2097/106 个。

费用端管控较好，净利率微降。

费用端，24Q1 公司销售费用率/管理/研发/财务费用率分别为 2.45%/4.44%/0.06%/-1.05%，同比分别变化+0.53/-0.67/0.00/+0.02pct，期间费用率同比下降 0.12pct，费用管控良好。利润端，公司 24Q1 毛利率/净利率分别为 92.61%/52.57%，同比分别+0.02/-1.08pct。公司历年 Q1 净利率水平高于全年，今年 Q1 净利率有所下滑，主要系税金及附加/营收同比增加 1.6pct。全年来看，公司去年年底对飞天进行提价，由于提价时间较晚 23Q4 反映不明显，今年全年预计量价将良性平衡。

盈利预测与投资建议

公司一季度业绩稳健，全年目标达成确定性高。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 886.66/1053.46/1227.71 亿元(前值 886.04/1053.04/1221.47 亿元)，给予公司 2024 年 30 倍 PE，对应目标价 2117.5 元，维持买入评级。

风险提示

经济修复不及预期，公司高管更换导致策略变动风险等。

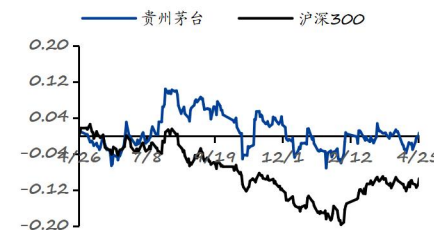
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	127,554	150,560	175,613	206,093	235,572
增长率(%)	17%	18%	17%	17%	14%
净利润(百万元)	62,716	74,734	88,666	105,646	122,771
增长率(%)	20%	19%	19%	19%	16%
EPS(元/股)	49.93	59.49	70.58	84.10	97.73
市盈率(P/E)	34.2	28.7	24.2	20.3	17.5
市净率(P/B)	10.9	10.0	7.1	5.2	4.0

数据来源:公司公告、华福证券研究所

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,256.20/1,256.20
流通 A 股市值(百万元)	2,147,382.21
每股净资产(元)	190.84
资产负债率(%)	12.95
一年内最高/最低价(元)	1,935.00/1,555.55

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)
 lc30103@hfzq.com.cn
 分析师: 张东雪(S0210523060001)
 zdx30145@hfzq.com.cn
 联系人: 李妍冰(S0210123060028)
 lyb30131@hfzq.com.cn

相关报告

- 23 年起超额完成目标，24 年高质量增长可期——2024.04.03
- 【华福食品饮料】贵州茅台(600519.SH): 23 年高质量收官，24 年蓄势待发——2023.12.30
- 贵州茅台(600519.SH): 岿然引领，时代中的茅台迎风发展——2023.11.29

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	69,070	109,929	387,773	515,311	营业收入	150,560	175,613	206,093	235,572
应收票据及账款	74	87	102	116	营业成本	11,867	12,629	14,198	15,353
预付账款	35	37	41	45	税金及附加	22,234	25,317	29,711	33,961
存货	46,435	47,414	54,063	58,806	销售费用	4,649	5,247	6,095	6,849
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,729	11,173	13,091	14,893
其他流动资产	109,558	169,249	1,511	1,976	研发费用	157	184	215	246
流动资产合计	225,173	326,716	443,490	576,254	财务费用	-4,543	-755	-2,348	-4,375
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-38	-38	-38	-38
固定资产	19,909	20,244	20,882	21,531	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	2,137	1,897	1,759	1,626	公允价值变动收益	3	3	3	3
无形资产	8,572	9,126	9,589	10,121	投资收益	34	38	43	43
商誉	0	0	0	0	其他收益	35	35	35	35
其他非流动资产	16,908	16,901	16,889	16,884	营业利润	106,500	121,856	145,172	168,687
非流动资产合计	47,527	48,167	49,118	50,161	营业外收入	87	87	87	87
资产合计	272,700	374,883	492,608	626,415	营业外支出	133	191	191	191
短期借款	0	0	0	0	利润总额	106,454	121,752	145,068	168,583
应付票据及账款	3,093	3,031	3,422	3,715	所得税	26,142	29,898	35,623	41,398
预收款项	0	0	0	0	净利润	80,312	91,854	109,445	127,185
合同负债	14,126	22,830	27,822	31,802	少数股东损益	2,787	3,188	3,798	4,414
其他应付款	5,213	5,213	5,213	5,213	归属母公司净利润	74,734	88,666	105,646	122,771
其他流动负债	26,266	27,957	30,854	33,202	EPS (按最新股本摊薄)	59.49	70.58	84.10	97.73
流动负债合计	48,698	59,031	67,311	73,933					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	346	346	346	346					
非流动负债合计	346	346	346	346					
负债合计	49,043	59,376	67,657	74,278					
归属母公司所有者权益	215,669	304,331	409,977	532,748					
少数股东权益	7,988	11,176	14,974	19,389					
所有者权益合计	223,656	315,507	424,952	552,137					
负债和股东权益	272,700	374,883	492,608	626,415					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	66,593	43,981	279,373	127,346
现金收益	77,635	93,647	109,725	125,536
存货影响	-7,611	-979	-6,648	-4,743
经营性应收影响	915	-15	-20	-18
经营性应付影响	1,354	-62	391	294
其他影响	-5,700	-48,610	175,925	6,277
投资活动现金流	-9,724	-3,877	-3,877	-4,183
资本支出	-3,450	-3,195	-3,593	-3,774
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-6,274	-682	-284	-409
融资活动现金流	-58,889	755	2,348	4,375
借款增加	-52	0	0	0
股利及利息支付	-58,755	0	0	0
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-82	755	2,348	4,375

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	18.0%	16.6%	17.4%	14.3%
EBIT 增长率	17.9%	18.7%	18.0%	15.1%
归母公司净利润增长率	19.2%	18.6%	19.1%	16.2%
获利能力				
毛利率	92.1%	92.8%	93.1%	93.5%
净利率	53.3%	52.3%	53.1%	54.0%
ROE	34.7%	28.1%	24.9%	22.2%
ROIC	49.3%	40.6%	35.1%	30.8%
偿债能力				
资产负债率	18.0%	15.8%	13.7%	11.9%
流动比率	4.6	5.5	6.6	7.8
速动比率	3.7	4.7	5.8	7.0
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4
应收账款周转天数	0	0	0	0
存货周转天数	1,293	1,338	1,287	1,323
每股指标 (元)				
每股收益	59.49	70.58	84.10	97.73
每股经营现金流	53.01	35.01	222.40	101.37
每股净资产	171.68	242.26	326.36	424.10
估值比率				
P/E	29	24	20	17
P/B	10	7	5	4
EV/EBITDA	33	28	23	20

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn