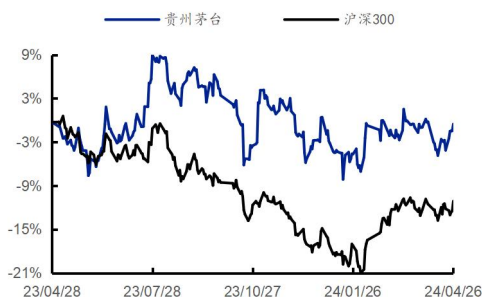


研究所：  
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 证券分析师：秦一方 S0350523120001  
 qinyf@ghzq.com.cn  
 联系人：景皓 S0350124030009  
 jingh@ghzq.com.cn

## 收入增长亮眼，一季度实现开门红

### ——贵州茅台（600519）2024年一季度报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
贵州茅台	0.0%	4.4%	0.7%
沪深300	1.1%	7.5%	-9.5%

#### 市场数据

市场数据	2024/04/26
当前价格(元)	1,709.43
52周价格区间(元)	1,555.55-1,935.00
总市值(百万)	2,147,382.21
流通市值(百万)	2,147,382.21
总股本(万股)	125,619.78
流通股本(万股)	125,619.78
日均成交额(百万)	5,290.25
近一月换手(%)	0.21

#### 相关报告

- 《贵州茅台（600519）2023年年报点评：保持高增，砥砺前行（买入）\*白酒II\*刘洁铭，秦一方》——2024-04-05
- 《贵州茅台（600519）动态点评：提价释放积极信号，长期发展更添动力（买入）\*白酒II\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-11-02
- 《贵州茅台（600519）2023年三季报点评：业绩稳，信心足，长线增长无忧（买入）\*白酒II\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-10-22
- 《贵州茅台（600519）2022年年报点评：改革深

#### 事件：

2024年4月26日，贵州茅台发布2024年一季度报。2024Q1公司实现营业收入464.85亿元，同比+18.04%；实现归母净利润240.65亿元，同比+15.73%。

#### 投资要点：

- **超越年度增速目标，一季度实现开门红。**2024Q1公司营业收入同比+18.04%，超过年报中披露的全年15%的目标。现金流表现更加亮眼，销售商品收到的现金同比+29.34%，经营性净现金流同比+75.17%，充沛的现金流为全年的业绩增长打下坚实的基础，体现公司经营的韧性。利润端，我们预计由于白酒生产量增加，税金及附加比率上升，短期影响当期利润，不影响中长期净利率水平。
- **产品结构持续升级，批发渠道增速提升。**分产品看，2024Q1茅台酒收入397.07亿元，同比+17.75%；系列酒收入59.36亿元，同比+18.39%，均实现了高增长。2024年公司推出了“龙茅”、“散花飞天”、“巽风酒”等产品，提升了产品结构，预计将推升茅台酒的吨价水平。从分渠道数据来看，2024Q1直销渠道收入193.19亿元，同比+8.49%，其中“i茅台”53.43亿元，同比+8.96%；批发渠道收入263.24亿元，同比+25.78%，批发渠道增速高于直销。
- **税金及附加比率上升，短期影响净利率。**2024Q1公司净利率达到54.36%，同比-1.18pct，其中毛利率基本与去年同期持平，税金及附加占收入的比重从2023Q1的13.87%上升到2024Q1的15.49%，同比+1.62pct，销售费用率/管理费用率分别同比+0.53pct/-0.67pct。我们预计税金及附加增加与消费税有关。根据2023年年报，2023年公司系列酒基酒设计产能为4.45万吨，同比+0.64万吨，将在2024年释放。白酒消费税主要在生产环节征收，产量增加后消费税也相应增加。而茅台酒和其系列酒从生产到销售需要一定时间，因此短期看消费税占收入的比重提升，拉平来看，茅台净利率或将保持稳中有升的态势。
- **盈利预测和投资评级：**我们认为公司未来在量、价和产品结构方面都有持续提升空间，业绩高质量增长确定性强。预计公司2024-2026

化中，向上势能足（买入）\*白酒II\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-03-31

《贵州茅台（600519）点评报告：2022年圆满收官，明年有望继续加速（买入）\*白酒II\*薛玉虎，刘洁铭》——2022-12-30

年营业收入分别为 1729.78/1984.21/2237.87 亿元，归母净利润分别为 863.10/997.31/1131.32 亿元，EPS 分别为 68.71/79.39/90.06 元，对应 PE 分别为 25/22/19X，中长期继续看好公司在产品结构优化升级+营销渠道改革+产能扩张等多重红利下的业绩稳定性，维持“买入”评级。

- **风险提示：**1) 消费力下行抑制行业需求；2) 宏观经济大幅波动；3) 行业政策发生变化；4) 营销工作执行效果不达预期；5) 价格改革的市场预期引发波动。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	150560	172978	198421	223787
增长率(%)	18	15	15	13
归母净利润（百万元）	74734	86310	99731	113132
增长率(%)	19	15	16	13
摊薄每股收益（元）	59.49	68.71	79.39	90.06
ROE(%)	35	36	36	37
P/E	29.01	24.88	21.53	18.98
P/B	10.05	8.86	7.86	6.96
P/S	14.40	12.41	10.82	9.60
EV/EBITDA	20.22	17.07	14.64	12.73

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：贵州茅台盈利预测表

证券代码：	600519				股价：	1,709.43	投资评级：	买入	日期：	2024/04/26
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	35%	36%	36%	37%	EPS	59.49	68.71	79.39	90.06	
毛利率	92%	92%	93%	93%	BVPS	171.68	192.98	217.59	245.51	
期间费率	9%	8%	8%	8%	<b>估值</b>					
销售净利率	51%	51%	51%	51%	P/E	29.01	24.88	21.53	18.98	
<b>成长能力</b>					P/B	10.05	8.86	7.86	6.96	
收入增长率	18%	15%	15%	13%	P/S	14.40	12.41	10.82	9.60	
利润增长率	19%	15%	16%	13%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
总资产周转率	0.56	0.59	0.60	0.60	<b>营业收入</b>	<b>150560</b>	<b>172978</b>	<b>198421</b>	<b>223787</b>	
应收账款周转率	3632.83	3246.33	3836.42	3551.54	营业成本	11981	13175	14475	15913	
存货周转率	0.28	0.26	0.26	0.26	营业税金及附加	22234	25303	29202	32997	
<b>偿债能力</b>					销售费用	4649	4907	5736	6524	
资产负债率	18%	17%	16%	15%	管理费用	9729	11040	12696	14347	
流动比	4.62	5.05	5.44	5.74	财务费用	-1790	-2176	-2903	-3884	
速动比	1.43	1.83	2.31	2.76	其他费用/（-收入）	157	169	202	226	
					<b>营业利润</b>	<b>103709</b>	<b>120637</b>	<b>139088</b>	<b>157739</b>	
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	-46	-120	-105	-100	
现金及现金等价物	69471	92550	123714	160715	<b>利润总额</b>	<b>103663</b>	<b>120518</b>	<b>138983</b>	<b>157639</b>	
应收款项	74	100	124	132	所得税费用	26141	30491	35161	39860	
存货净额	46435	52579	57836	63620	<b>净利润</b>	<b>77521</b>	<b>90027</b>	<b>103823</b>	<b>117779</b>	
其他流动资产	109192	110083	110178	110284	少数股东损益	2787	3717	4091	4647	
<b>流动资产合计</b>	<b>225173</b>	<b>255312</b>	<b>291853</b>	<b>334751</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>74734</b>	<b>86310</b>	<b>99731</b>	<b>113132</b>	
固定资产	19909	20523	20951	21172						
在建工程	2137	2043	1954	1865	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
无形资产及其他	25480	27123	28381	29681	<b>经营活动现金流</b>	<b>66593</b>	<b>87128</b>	<b>103848</b>	<b>118873</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	74734	86310	99731	113132	
<b>资产总计</b>	<b>272700</b>	<b>305001</b>	<b>343139</b>	<b>387470</b>	少数股东损益	2787	3717	4091	4647	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	1937	2089	2213	2323	
应付款项	3093	3226	3593	3964	公允价值变动	-3	0	0	0	
合同负债	14126	13588	13673	15450	营运资金变动	-11667	-5230	-2246	-1285	
其他流动负债	31479	33713	36391	38856	<b>投资活动现金流</b>	<b>-9724</b>	<b>-4491</b>	<b>-3869</b>	<b>-3811</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>48698</b>	<b>50527</b>	<b>53657</b>	<b>58270</b>	资本支出	-2595	-4027	-3922	-3853	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-7268	-3	-3	-3	
其他长期负债	346	347	347	347	其他	138	-462	56	45	
<b>长期负债合计</b>	<b>346</b>	<b>347</b>	<b>347</b>	<b>347</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-58889</b>	<b>-59557</b>	<b>-68815</b>	<b>-78061</b>	
<b>负债合计</b>	<b>49043</b>	<b>50875</b>	<b>54004</b>	<b>58617</b>	债务融资	0	-1	0	0	
股本	1256	1256	1256	1256	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	223656	254127	289135	328853	其它	-58889	-59556	-68815	-78061	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>272700</b>	<b>305001</b>	<b>343139</b>	<b>387470</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-2019</b>	<b>23079</b>	<b>31164</b>	<b>37001</b>	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

## 【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。