

# 贵州茅台 (600519)

## 2024Q1 季报点评: 销售稳定兑现, 着眼长期价值

买入 (维持)

2024年04月28日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

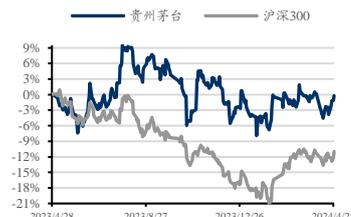
yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	127,554	150,560	173,882	199,626	227,585
同比 (%)	16.53	18.04	15.49	14.81	14.01
归母净利润 (百万元)	62,717	74,734	87,196	100,427	115,500
同比 (%)	19.55	19.16	16.68	15.17	15.01
EPS-最新摊薄 (元/股)	49.93	59.49	69.41	79.95	91.94
P/E (现价&最新摊薄)	34.24	28.73	24.63	21.38	18.59

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年一季报, 24Q1 公司实现营收/归母净利润分别为 457.8/240.65 亿元, 分别同比+18.1%/+15.7%。
- **Q1 收入延续高势能增长, 渠道结构精细调控。** 1) 分产品看: ①24Q1 茅台酒收入同比增长 17.7%, 23H2 以来超高端需求相对趋稳, 估算非标投放增速放缓。②系列酒收入同增 18.4%, 我们预计新汉酱产品铺市贡献部分增量, 1935 增速相对控制。2) 分渠道看: i 茅台及其他直销渠道 24Q1 销售收入分别同比增长 9.0%、8.3%, 体现公司为呵护产品价盘表现, 适当调控渠道投放 (数据跟踪 i 茅台 Q1 生肖及 1935 投放量同比下降)。3) 收现端: Q1 营收+△合同负债同增 30%, 主因 24 年春节偏晚, 打款相对靠后。
- **营业税金波动拉低毛利, 销售费率延续升势。** 24Q1 公司销售净利率 54.4%, 同比下降 1.2pct, 主因营业税金及销售费率。①营业税金率同比 +1.6pct 至 15.7%, 较低位回升。②销售费率同比 +0.5pct 至 2.5%, 我们预计主要系公司旺季围绕茅台非标及 1935 广告及市场拓展费用投入有所加大; 同期管理及研发费用仅同比小幅增长 2.7%, 费率同比 -0.7pct。③公司毛利率同比小幅提升 0.02pct, 普飞出厂价上调同时, 我们预计非标占比边际回落。
- **销售调控手段丰富, 茅台价在量前, 长逻辑不变。** 短期看, 茅台公司对普飞批价关注度高, 销售调控工具箱丰富, 并且茅台大商稳价能力与配合意愿皆强, 有利于保障茅台量价表现。长期看, 在茅台突出的品牌溢价支撑下, 未来伴随多场景、多维度的白酒消费培育推进, 在挖掘需求增量、优化供需匹配方面茅台经销、直销渠道精准协同发力, 有望开创更好局面。
- **盈利预测与投资评级:** 公司从容铺排经营节奏, 短期飞天提价缓解量增压力; 中期伴随扩产落地, 量价调节工具箱手段将更趋丰富。24Q1 顺利开局, 强大品牌力溢价支撑下, 对业绩兑现度保持乐观, 我们略微调整 2024-2026 年归母净利润为 872、1004、1155 亿元 (前值为 872、1018、1166 亿元), 分别同比+17%、15%、15% (前值分别为 17%、17%、15%), 当前市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 25/21/19X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济向好节奏不确定性; 部分改革不及预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	1,709.43
一年最低/最高价	1,555.55/1,935.00
市净率(倍)	8.96
流通 A 股市值(百万元)	2,147,382.21
总市值(百万元)	2,147,382.21

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	190.84
资产负债率(% ,LF)	12.95
总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股(百万股)	1,256.20

### 相关研究

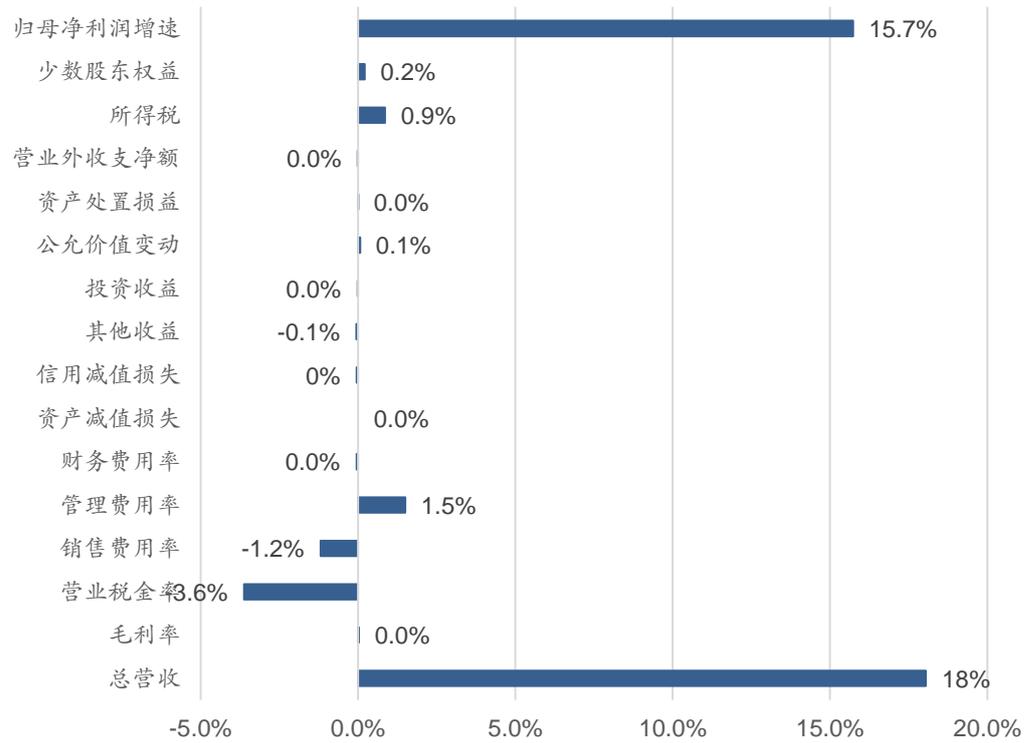
《贵州茅台(600519): 2023 年年报点评: 巍巍巨轮, 稳步前行》

2024-04-03

《贵州茅台(600519): 超目标兑现, 不断创新进取的“巨人”》

2023-12-31

图1: 2024Q1 贵州茅台归母净利润增速拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

## 贵州茅台三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>225,173</b>	<b>263,673</b>	<b>304,085</b>	<b>350,869</b>	<b>营业总收入</b>	<b>150,560</b>	<b>173,882</b>	<b>199,626</b>	<b>227,585</b>
货币资金及交易性金融资产	69,471	79,808	105,967	138,151	营业成本(含金融类)	11,981	13,556	15,738	17,555
经营性应收款项	109	903	800	893	税金及附加	22,234	25,199	29,201	33,351
存货	46,435	51,962	64,775	81,215	销售费用	4,649	5,329	5,813	6,292
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,729	10,476	11,498	12,493
其他流动资产	109,158	131,000	132,544	130,610	研发费用	157	155	117	234
<b>非流动资产</b>	<b>47,527</b>	<b>48,899</b>	<b>51,762</b>	<b>54,112</b>	财务费用	(1,790)	(1,926)	(2,215)	(2,631)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	35	35	41	48
固定资产及使用权资产	20,223	21,886	22,947	23,345	投资净收益	34	71	75	77
在建工程	2,137	1,124	615	392	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	8,572	9,824	11,029	12,344	减值损失	38	38	38	38
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	160	160	160	160	<b>营业利润</b>	<b>103,709</b>	<b>121,236</b>	<b>139,627</b>	<b>160,453</b>
其他非流动资产	16,434	15,905	17,010	17,871	营业外净收支	(46)	(149)	(124)	(106)
<b>资产总计</b>	<b>272,700</b>	<b>312,571</b>	<b>355,847</b>	<b>404,981</b>	<b>利润总额</b>	<b>103,663</b>	<b>121,087</b>	<b>139,502</b>	<b>160,347</b>
<b>流动负债</b>	<b>48,698</b>	<b>58,121</b>	<b>62,501</b>	<b>66,903</b>	减:所得税	26,141	30,639	35,330	40,539
短期借款及一年内到期的非流动负债	57	90	86	78	<b>净利润</b>	<b>77,521</b>	<b>90,448</b>	<b>104,172</b>	<b>119,808</b>
经营性应付款项	3,093	2,078	3,077	2,679	减:少数股东损益	2,787	3,252	3,746	4,308
合同负债	14,126	17,951	20,106	21,587	<b>归属母公司净利润</b>	<b>74,734</b>	<b>87,196</b>	<b>100,427</b>	<b>115,500</b>
其他流动负债	31,422	38,002	39,232	42,559	每股收益-最新股本摊薄(元)	59.49	69.41	79.95	91.94
非流动负债	346	346	346	346	EBIT	101,882	119,163	137,261	157,670
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	103,820	121,318	139,570	160,094
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.96	92.20	92.10	92.27
租赁负债	267	267	267	267	归母净利率(%)	50.60	51.18	51.30	51.67
其他非流动负债	79	79	79	79	收入增长率(%)	18.04	15.49	14.81	14.01
<b>负债合计</b>	<b>49,043</b>	<b>58,467</b>	<b>62,847</b>	<b>67,248</b>	归母净利润增长率(%)	19.16	16.68	15.17	15.01
归属母公司股东权益	215,669	242,865	278,014	318,439					
少数股东权益	7,988	11,240	14,986	19,294					
<b>所有者权益合计</b>	<b>223,656</b>	<b>254,105</b>	<b>293,000</b>	<b>337,733</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>272,700</b>	<b>312,571</b>	<b>355,847</b>	<b>404,981</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	66,593	75,069	96,252	111,975	每股净资产(元)	171.68	193.33	221.31	253.49
投资活动现金流	(9,724)	(4,757)	(4,803)	(4,700)	最新发行在外股份(百万股)	1,256	1,256	1,256	1,256
筹资活动现金流	(58,889)	(59,975)	(65,290)	(75,091)	ROIC(%)	35.49	37.21	37.42	37.31
现金净增加额	(2,019)	10,337	26,159	32,184	ROE-摊薄(%)	34.65	35.90	36.12	36.27
折旧和摊销	1,937	2,155	2,309	2,424	资产负债率(%)	17.98	18.71	17.66	16.61
资本开支	(2,595)	(4,204)	(4,191)	(4,021)	P/E(现价&最新股本摊薄)	28.73	24.63	21.38	18.59
营运资本变动	(11,667)	(18,735)	(9,831)	(10,152)	P/B(现价)	9.96	8.84	7.72	6.74

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>