

600519.SH

买入

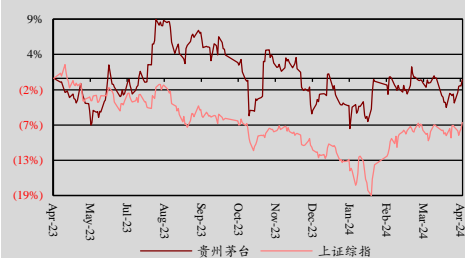
原评级: 买入

市场价格: 人民币 1,709.43

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 贵州茅台 2024 年 1 季报业绩点评

股价表现


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	1.4	0.0	4.4	(2.0)
相对上证综指	(2.8)	(1.9)	(1.7)	3.4

发行股数 (百万)	1,256.20
流通股 (百万)	1,256.20
总市值 (人民币 百万)	2,147,382.21
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	4,870.34
主要股东	
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	54.07

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2024 年 4 月 26 日收市价为标准

相关研究报告

- 《贵州茅台》20240407
- 《贵州茅台》20240103
- 《贵州茅台》20231103

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒 II

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

贵州茅台

1 季度茅台酒和系列酒齐头并进, 传统渠道占比提升

贵州茅台公布 24 年 1 季报。1Q24 公司实现营收 458 亿元, 同比增 18.1%, 归母净利 241 亿元, 同比增 15.7%, 每股收益 19.16 元/股。未来两年业绩增长的确定性高, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 茅台酒和系列酒齐头并进, 传统渠道占比提升, 1Q24 公司实现营收 458 亿元, 同比增 18.1%。(1) 分产品来看, 1Q24 茅台酒营收 397 亿元, 同比增 17.7%, 系列酒营收 59 亿元, 同比增 18.4%。1Q24 普茅一批均价 2690-2700 元, 同比下降 40-50 元, 茅台酒出货量可能有明显增长, 另外公司 23 年 11 月对茅台酒直接提价, 产品均价有一定上升。4Q23 系列酒营收增速高达 48.2%, 1Q24 系列酒维持了较快的增长势头, 系列酒已形成了有效的产品矩阵, 根据年报信息, 茅台 1935 已成为营收百亿级大单品, 茅台王子酒单品超 40 亿元, 汉酱、贵州大曲、赖茅单品分别超 10 亿元。(2) 分渠道来看, 1Q24 传统渠道实现营收 263 亿元, 同比增 25.8%, 我们判断传统渠道发货节奏加快。直销渠道营收 193 亿元, 同比增 8.5%, 收入占比 42.3%, 同比下降 3.6pct。由于直营渠道占比已达到较高水平, 23 年 4 季度直营收入同比增 20.2%, 慢于 1-3Q23 的 44.9%, 1Q24 直营占比出现下降, 显示 i 茅台对销售的拉动作用减弱。(3) 1 季度末公司合同负债 95 亿元, 环比年初减少 46 亿元, 降幅低于上年同期。(4) 1Q24 公司归母净利 241 亿元, 同比增 15.7%, 受营业税金及附加率上升的影响, 归母净利率同比小幅下降 1.1pct 至 52.6%。

- 无须担心高管变动, 未来两年业绩增长的确定性高。(1) 无须担心高管团队的变动。茅台是白酒第一品牌, 当前已有成熟有效的产品矩阵和销售体系, 如果高管团队发生变动, 预计新团队的磨合时间很短。(2) 过去两年, 公司提升直销渠道比例, 同时释放了较多非标产品、茅台 1935, 助力报表业绩持续增长。23 年 11 月普茅提价可确保 2024 年业绩目标顺利实现, 公司可以从容梳理非标和 1935 的渠道和价格体系, 从而推动这些产品长远良性发展。(3) 茅台酒 3 月下旬价格出现回落, 我们认为消费淡季的背景下, 如果供给端出现小幅的变化, 都容易引发价格波动。考虑到茅台酒渠道利润较高, 公司对渠道有较强的管控能力, 公司有能力强稳定短期市场价格。(4) 现阶段公司渠道体系健康, 库存水平合理, 普茅渠道利润较高, 可撑起业绩安全垫, 未来两年增长的确定性较好, 预计营收将维持 15% 以上的增速。

估值

- 我们维持此前盈利预测, 预计 2024-2026 年营收增速分别为 16.1%、15.2%、13.3%, 归母净利增速分别为 16.6%、15.8%、13.4%, EPS 分别为 69.37、80.30、91.02 元/股, 对应 PE 分别为 24.6X、21.3X、18.8X, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 渠道库存超预期。宏观经济波动的风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	124,100	147,694	171,480	197,574	223,812
增长率(%)	16.9	19.0	16.1	15.2	13.3
EBITDA(人民币 百万)	84,739	101,032	119,254	136,835	154,557
归母净利润(人民币 百万)	62,716	74,734	87,140	100,868	114,345
增长率(%)	19.6	19.2	16.6	15.8	13.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	49.93	59.49	69.37	80.30	91.02
市盈率(倍)	34.2	28.7	24.6	21.3	18.8
市净率(倍)	10.9	10.0	8.3	7.0	5.9
EV/EBITDA(倍)	24.8	20.7	16.9	14.4	12.3
每股股息(人民币)	25.9	30.9	36.0	41.7	47.2
股息率(%)	1.5	1.8	2.1	2.4	2.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 贵州茅台 2023 年年报及 2024 年 1 季报业绩

(人民币, 百万元)	FY2022	FY2023	同比 (%)	1Q23	1Q24	同比 (%)
营业收入	124,100	147,694	19.0	38,756	45,776	18.1
营业成本	10,093	11,867	17.6	2,870	3,381	17.8
毛利率(%)	91.9	92.0	0.1	92.6	92.6	0.0
毛利	114,006	135,826	19.1	35,886	42,394	18.1
税金及附加	18,496	22,234	20.2	5,460	7,199	31.8
销售费用	3,298	4,649	41.0	757	1,141	50.8
管理费用	9,012	9,729	8.0	2,012	2,062	2.5
研发费用	135	157	16.4	23	28	22.7
财务费用	(1,392)	(1,790)	28.6	(420)	(487)	15.8
资产减值损失	0	0	-	0	0	-
公允价值变动收益	0	3	-	0	14	-
投资收益	64	34	(46.7)	4	1	(68.5)
营业利润	87,880	103,709	18.0	28,686	33,157	15.6
营业利润率(%)	70.8	70.2	(0.6)	74.0	72.4	(1.6)
营业外收入	71	87	22.5	14.4	16.4	14.2
营业外支出	249	133	(46.6)	0.1	0.1	(48.0)
利润总额	87,701	103,663	18.2	28,700	33,174	15.6
所得税	22,326	26,141	17.1	7,175	8,291	15.6
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	25	25	(0.2)	25	25	(0.0)
少数股东权益	2,659	2,787	4.8	730	817	12.0
归属于母公司净利润	62,716	74,734	19.2	20,795	24,065	15.7
净利率(%)	50.5	50.6	0.1	53.7	52.6	(1.1)
EPS	49.93	59.49	19.2	16.55	19.16	15.7

资料来源: iFind, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	127,554	150,560	174,203	200,433	226,815
营业收入	124,100	147,694	171,480	197,574	223,812
营业成本	10,093	11,867	12,693	15,475	17,875
营业税金及附加	18,496	22,234	25,550	29,241	33,124
销售费用	3,298	4,649	4,973	5,532	6,155
管理费用	9,012	9,729	10,889	12,546	14,212
研发费用	135	157	189	119	134
财务费用	(1,392)	(1,790)	(1,268)	(1,958)	(2,795)
其他收益	25	35	35	35	35
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	(15)	38	(10)	(10)	(5)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	3	60	60	60
投资收益	64	34	50	64	68
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	87,880	103,709	121,311	139,627	158,267
营业外收入	71	87	87	87	87
营业外支出	249	133	133	200	200
利润总额	87,701	103,663	121,265	139,514	158,153
所得税	22,326	26,141	30,871	34,878	39,538
净利润	65,375	77,521	90,394	104,635	118,615
少数股东损益	2,659	2,787	3,254	3,767	4,270
归母净利润	62,716	74,734	87,140	100,868	114,345
EBITDA	84,739	101,032	119,254	136,835	154,557
EPS(最新股本摊薄, 元)	49.93	59.49	69.37	80.30	91.02

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	216,611	225,173	280,377	339,822	408,301
货币资金	58,274	69,070	120,262	161,137	231,873
应收账款	21	60	34	75	48
应收票据	105	14	125	35	146
存货	38,824	46,435	44,758	66,422	62,003
预付账款	897	35	962	253	1,151
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	118,489	109,558	114,236	111,901	113,080
非流动资产	37,753	47,527	46,097	44,232	42,464
长期投资	381	9,325	9,325	9,325	9,325
固定资产	19,743	19,909	19,287	18,239	16,774
无形资产	7,083	8,572	8,505	8,410	8,292
其他长期资产	10,547	9,720	8,979	8,258	8,072
资产合计	254,365	272,700	326,475	384,054	450,765
流动负债	49,066	48,698	57,309	62,600	70,042
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,408	3,093	2,791	4,383	3,904
其他流动负债	46,657	45,605	54,518	58,217	66,138
非流动负债	334	346	340	343	341
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	334	346	340	343	341
负债合计	49,400	49,043	57,649	62,943	70,383
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
少数股东权益	7,458	7,988	11,242	15,009	19,279
归属母公司股东权益	197,507	215,669	257,584	306,102	361,103
负债和股东权益合计	254,365	272,700	326,475	384,054	450,765

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	65,375	77,521	90,394	104,635	118,615
折旧摊销	1,688	1,937	2,079	2,184	2,250
营运资金变动	3,888	196	5,634	(13,798)	9,958
其他	(34,253)	(13,062)	(2,832)	(1,354)	(3,287)
经营活动现金流	36,699	66,593	95,275	91,667	127,537
资本支出	(5,307)	(2,620)	(205)	(405)	(305)
投资变动	(210)	(9,341)	(30)	(30)	(30)
其他	(20)	2,236	50	64	68
投资活动现金流	(5,537)	(9,724)	(185)	(371)	(267)
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(58,859)	(60,558)	(45,225)	(52,350)	(59,344)
其他	1,435	1,669	1,328	1,928	2,810
筹资活动现金流	(57,425)	(58,889)	(43,897)	(50,422)	(56,534)
净现金流	(26,263)	(2,020)	51,192	40,874	70,736

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	16.9	19.0	16.1	15.2	13.3
营业利润增长率(%)	17.6	18.0	17.0	15.1	13.3
归属于母公司净利润增长率(%)	19.6	19.2	16.6	15.8	13.4
息税前利润增长率(%)	17.6	19.3	18.2	14.9	13.1
息税折旧前利润增长率(%)	17.3	19.2	18.0	14.7	13.0
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	19.6	19.2	16.6	15.8	13.4
获利能力					
息税前利润率(%)	66.9	67.1	68.3	68.2	68.1
营业利润率(%)	68.9	68.9	69.6	69.7	69.8
毛利率(%)	91.9	92.0	92.6	92.2	92.0
归母净利润率(%)	49.2	49.6	50.0	50.3	50.4
ROE(%)	31.8	34.7	33.8	33.0	31.7
ROIC(%)	43.9	51.7	44.7	44.3	45.4
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.6)
流动比率	4.4	4.6	4.9	5.4	5.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	11,854.5	3,632.8	3,632.8	3,632.8	3,632.8
应付账款周转率	56.2	53.7	58.3	55.1	54.0
费用率					
销售费用率(%)	2.7	3.1	2.9	2.8	2.8
管理费用率(%)	7.3	6.6	6.4	6.4	6.4
研发费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
财务费用率(%)	(1.1)	(1.2)	(0.7)	(1.0)	(1.2)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	49.9	59.5	69.4	80.3	91.0
每股经营现金流(最新摊薄)	29.2	53.0	75.8	73.0	101.5
每股净资产(最新摊薄)	157.2	171.7	205.1	243.7	287.5
每股股息	25.9	30.9	36.0	41.7	47.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	34.2	28.7	24.6	21.3	18.8
P/B(最新摊薄)	10.9	10.0	8.3	7.0	5.9
EV/EBITDA	24.8	20.7	16.9	14.4	12.3
价格/现金流(倍)	58.5	32.2	22.5	23.4	16.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371