

**买入**

2024年4月29日

**收入增长略超预期，经营现金流质量高**

- 营收增长略超预期：**24Q1 实现营业收入、净利润分别为 457.8/240.7 亿元，同比+18.1%/+15.7%。截至 24Q1 底，公司合同负债 95.2 亿元，同比/环比分别+11.9/-46.0 亿元。24Q1 销售回款共计 462.6 亿元，同比+29.3%，期内收现比 101.1%，同比+8.8pct，经营活动所产生的现金流净额共 91.9 亿元，同比大幅+75.2%。
- 茅台酒量价齐升，系列酒有所放缓：**分产品看，期内茅台酒/系列酒收入分别为 397.1/59.4 亿元，同比+17.7%/+18.4%。其中，1) 预计茅台酒量价齐升，主因飞天茅台提价、本季度配额同比增加、以及非标产品贡献新增量等影响，2) 系列酒增速同比/环比均有所放缓，预计受公司期内把控茅台 1935 整体投放节奏影响。**分渠道看**，期内公司批发代理/直销分别收入 263.2/193.2 亿元，同比+25.8%/+8.5%，直销占比 42.3%，同比-3.6pct，其中 i 茅台实现收入 53.4 亿元，同比+9.0%。批发代理同比大幅提速、直销占比下降，预计主因 1) 传统渠道中，飞天提价、本季度配额增加，2) 直销渠道中，i 茅台 1935 投放放缓等影响。**分地区看**，期内国内/国外收入分别 448.3/8.1 亿元，同比+17.7%/+23.6%。
- 税金波动影响利润率：**期内毛利率 92.6%，同比+0.02pct 基本持平，其中预计飞天提价、及更高毛利的非标加大放量提供正贡献，但被较低毛利的传统渠道以及系列酒占比提升所抵消。销售/管理费用率分别 2.5%/4.5%，同比+0.54/-0.69pct，研发/财务费用率同比持平，税金及附加率为 15.7%，同比+1.64pct。最终归母净利润率为 52.6%，同比-1.08pct。
- 目标价 2,000 元，买入评级：**2024 年弱宏观环境下公司实现稳健开门红，提价政策顺利兑现的同时，收现质量显著提高，预计全年营收同比+15%的增长目标应对从容。长期看，我们认为公司中长期发展规划战略清晰，产品供需矛盾持续存在，强大的品牌壁垒仍难以被打破，无需过虑行业的短期调整压力。近年来公司相继推行改革且成效尤为显著，未来随产能扩张计划持续落地，量价均具备较多发力点。综上，我们维持对公司 24-26 年净利润分别有望实现 878/1,019/1,171 亿元的预测，维持目标价 2,000 元，相当于 24 财年盈利预测 28.6 倍 PE，买入评级。
- 重要风险：**1) 食品安全；2) 改革成效不及预期；3) 经济复苏不及预期。

**黎航荣**

 wayne.li@firstshanghai.com.hk  
 (852) 2522 2101

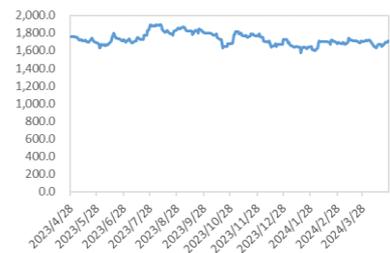
**主要数据**

行业	白酒/消费
股价	1709.43 元
目标价	2000.00 元 (+17.0%)
股票代码	600519
股本	12.56 亿股
市值	2.15 万亿元
52 周高/低	1912.93 元/1555.55 元
每股净资产	190.84 元
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 (54.07%)

**盈利摘要**

财务年度截至12月31日		2022历史	2023历史	2024预测	2025预测	2026预测
营业总收入(百万元)		127,554	150,560	175,122	201,946	231,290
	变动(%)	16.9%	19.0%	16.3%	15.3%	14.5%
归母净利润(百万元)		62,717	74,734	87,798	101,919	117,139
	变动(%)	19.6%	19.2%	17.5%	16.1%	14.9%
基本每股收益(元)		49.93	59.49	69.89	81.13	93.25
市盈率@1709.43元(倍)		34.2	28.7	24.5	21.1	18.3
每股股息(元)		47.8	50.0	36.3	42.1	48.4
股息现价比 (%)		2.8%	2.9%	2.1%	2.5%	2.8%

来源：公司资料，第一上海预测

**股价表现**


来源：彭博

## 附录 1：主要财务报表

损益表						财务能力分析					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元						财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2022	2023	2024	2025	2026		2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
营业收入	124,100	147,694	171,788	198,101	226,886	盈利能力					
营业成本	10,093	11,867	13,461	15,370	17,507	毛利率	92%	92%	92%	92%	92%
毛利	114,006	135,826	158,327	182,731	209,379	营业利润率	71%	70%	71%	71%	72%
销售费用	3,298	4,649	4,925	5,675	6,495	归母净利润率	51%	51%	51%	51%	52%
管理费用	9,012	9,729	11,063	11,985	13,260	ROE	33%	36%	39%	40%	40%
研发费用	135	157	179	203	230	ROA	26%	29%	31%	32%	32%
财务费用	(1,392)	(1,790)	(2,253)	(2,598)	(2,976)	运营能力					
营业利润	87,880	103,709	121,837	141,432	162,553	SG&A/收入	10%	10%	9%	9%	9%
营业外收入	71	87	101	116	133	实际税率	25%	25%	25%	25%	25%
营业外支出	249	133	155	178	204	派息率	52%	84%	52%	52%	52%
利润总额	87,701	103,663	121,783	141,370	162,482	运营能力					
所得税	22,325	26,141	30,711	35,650	40,974	应收票据及应收账款周转天数	0	0	0	0	0
净利润	65,376	77,521	91,073	105,720	121,508	存货周转天数	106	105	103	99	99
归母净利润	62,717	74,734	87,798	101,919	117,139	应付票据及应付账款周转天数	80	85	85	85	85
基本每股收益	49.9	59.5	69.9	81.1	93.2	财务状况					
增速 (%)						资产负债率	19%	18%	21%	22%	20%
营业收入	16.9%	19.0%	16.3%	15.3%	14.5%	总资产/股本	124%	122%	127%	128%	125%
营业利润	17.6%	18.0%	17.5%	16.1%	14.9%	现金流量表					
归母净利润	19.6%	19.2%	17.5%	16.1%	14.9%	财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
							2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
货币资金	58,274	69,070	97,820	133,943	179,561	净利润-现金流量表	65,376	77,521	91,073	105,720	121,508
应收票据及应收账款	126	74	117	135	154	折旧	1,444	1,651	1,741	1,830	1,919
预付款项	897	35	529	604	687	摊销	156	197	234	271	308
其他应收款合计	32	28	34	40	46	存货的减少	(5,430)	(7,611)	(5,430)	(7,520)	(7,584)
存货	38,824	46,435	50,095	57,615	65,200	经营性应收项目的减少	(15,052)	(3,465)	(42)	(18)	(20)
固定资产	19,743	19,909	20,076	20,243	20,409	经营性应付项目的增加	(8,645)	(592)	27	442	495
无形资产	7,083	8,572	10,061	11,550	13,040	其他	(1,150)	(1,109)	(791)	(854)	(919)
商誉	0	0	0	0	0	经营活动产生的现金流量净额	36,699	66,593	86,811	99,872	115,708
资产总额	254,501	272,700	309,979	357,237	413,046	投资活动现金流入小计	11	7,720	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	投资活动现金流出小计	5,548	17,445	15,274	14,088	13,021
应付票据及应付账款	2,408	3,093	3,120	3,563	4,058	投资活动产生的现金流量净额	(5,537)	(9,724)	(15,274)	(14,088)	(13,021)
其他应付款合计	4,544	5,213	6,270	7,159	8,154	筹资活动现金流入小计	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	筹资活动现金流出小计	57,425	58,889	42,788	49,660	57,068
负债合计	49,563	49,043	65,611	77,173	81,818	筹资活动产生的现金流量净额	(57,425)	(58,889)	(42,788)	(49,660)	(57,068)
归属于母公司股东权益合计	197,480	215,669	236,380	272,076	323,240	现金及现金等价物净增加额	(26,262)	(2,019)	28,750	36,123	45,618
少数股东权益	7,458	7,988	7,988	7,988	7,988	期初现金及现金等价物余额	178,641	152,379	150,360	179,110	215,233
股东权益合计	204,938	223,656	244,368	280,063	331,228	期末现金及现金等价物余额	152,379	150,360	179,110	215,233	260,851
负债和股东权益合计	254,501	272,700	309,979	357,237	413,046						

数据来源：公司资料、第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号

永安集团大厦19楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。