



买入（维持）

所属行业：食品饮料/白酒 II
当前价格(元)：1,704.00

证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

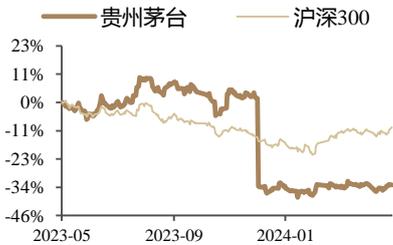
沈嘉雯

资格编号：S0120524040003

邮箱：shenjw3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.14	1.34	4.07
相对涨幅(%)	-2.79	-3.70	-4.63

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《贵州茅台(600519)2023年报点评：23年稳健收官，24年收入目标15%左右》，2024.4.7
- 《贵州茅台(600519)》，2023.11.2
- 《贵州茅台(600519)2023三季报点评：放慢步伐立足长远，基本面及业绩无忧》，2023.10.22
- 《贵州茅台(600519)2023中报点评：收入业绩符合前期预告，确定性成长性兼具》，2023.8.8

贵州茅台(600519)2024一季报点评：一 季度税金影响业绩，开局奠定优良基础

投资要点

- **收入略超预期，业绩符合预期，税金率拖累业绩增速慢于收入。**24Q1，公司实现营业收入/归母净利润 457.76/168.96 亿元，同比+18.11%/+15.73%，收入略超预期，业绩基本符合市场预期，业绩增速低于收入增速主要系税金率同比提高所致。Q1 末合同负债 95.23 亿元，同比+14.33%，销售收现 462.57 亿元，同比+29.34%，整体与收入增长较为匹配。
- **茅台酒继续维持稳健增长，系列酒两年高基数下增速暂时放缓。**24Q1，公司茅台酒/系列酒分别实现营业收入 397.07/59.36 亿元，分别同比+17.75%/+18.39%，系列酒增速略高于茅台酒。复盘多个季度来看，茅台酒收入增速仍然稳健，系列酒同期基数较高，实际看 Q1 两年复合增长率仍达到 31.60%。
- **Q1 以批发渠道增长为主，直销增速放缓，系列酒招商数量为近两年来单季度最高。**24Q1，公司批发代理/直销渠道分别实现营业收入 263.24/193.19 亿元，分别同比+25.78%/+8.49%，主营业务收入占比分别为 57.5%/42.2%，直销占比同比 23Q1 下降 3.0pcts。其中，24Q1 i 茅台贡献营收 53.43 亿元，同比+8.96%，剔除 i 茅台以外的其他直销渠道实现收入 139.77 亿元，同比+8.32%。24Q1 末，经销商数量环比 2023 年末新增 17 名国内经销商，且新增经销商均为系列酒经销商，24Q1 招商数量在近两年来单季度招商数量中最高，预计系列酒新招商对批发渠道收入增长有一定贡献。
- **毛利率稳定，税金及附加率增加拖累净利率。**盈利能力方面，24Q1 公司毛利率/归母净利率分别为 92.61%/52.57%，分别同比+0.02pct/-1.08pcts，毛利率稳定，净利率同比略下滑。各项费用率来看，税金及附加率同比+1.64pcts，期间费用率合计-0.12pct，故我们认为净利率小幅下滑主要系单季度税金及附加费用率较高所致，税金及附加费用在季度间存在小幅波动是正常情况，故本次净利率小幅下滑，预计与公司经营面关系不大。
- **投资建议：**2023 年 11 月 1 日起，公司上调 53%vol 贵州茅台酒（飞天、五星）出厂价格，平均上调幅度约为 20%，提价有望对全年业绩起到提振作用，为平稳实现全年目标保驾护航，我们预计 2024-2026 年实现营收 1740.73/2010.77/2326.56 亿元，实现归母净利润 868.17/1017.82/1190.34 亿元，当前股价对应 PE 为 24.7x/21.0x/18.0x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**消费税落地，新品推广不及预期，需求恢复不及预期

股票数据

总股本(百万股):	1,256.20
流通 A 股(百万股):	1,256.20
52 周内股价区间(元):	1577.00-2813.04
总市值(百万元):	2,140,561.05
总资产(百万元):	285,524.54
每股净资产(元):	190.84

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	127,554	150,560	174,073	201,077	232,656
(+/-)YOY(%)	16.5%	18.0%	15.6%	15.5%	15.7%
净利润(百万元)	62,717	74,734	86,817	101,782	119,034
(+/-)YOY(%)	19.6%	19.2%	16.2%	17.2%	17.0%
全面摊薄 EPS(元)	49.93	59.49	69.11	81.02	94.76
毛利率(%)	91.9%	92.0%	92.5%	92.6%	92.7%
净资产收益率(%)	31.8%	34.7%	28.7%	25.2%	22.7%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	59.49	69.11	81.02	94.76
每股净资产	171.68	240.79	321.82	416.58
每股经营现金流	53.01	81.58	78.14	105.11
每股股利	30.88	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	29.01	24.66	21.03	17.98
P/B	10.05	7.08	5.29	4.09
P/S	14.22	12.30	10.65	9.20
EV/EBITDA	20.22	16.08	13.26	10.65
股息率%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	92.0%	92.5%	92.6%	92.7%
净利润率	52.5%	53.1%	53.6%	54.1%
净资产收益率	34.7%	28.7%	25.2%	22.7%
资产回报率	27.4%	23.3%	21.0%	19.4%
投资回报率	34.0%	28.6%	24.7%	22.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	18.0%	15.6%	15.5%	15.7%
EBIT 增长率	17.9%	18.4%	15.6%	16.2%
净利润增长率	19.2%	16.2%	17.2%	17.0%
偿债能力指标				
资产负债率	18.0%	15.6%	13.1%	11.1%
流动比率	4.6	5.6	6.9	8.3
速动比率	1.4	2.9	4.2	5.8
现金比率	1.4	2.9	4.2	5.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	1,293.2	1,276.2	1,285.8	1,285.1
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4
固定资产周转率	7.6	8.4	9.5	10.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	74,734	86,817	101,782	119,034
少数股东损益	2,787	4,095	4,302	5,027
非现金支出	1,900	2,092	2,242	2,339
非经营收益	-1,160	-72	-75	-78
营运资金变动	-11,667	9,546	-10,089	5,716
经营活动现金流	66,593	102,477	98,161	132,038
资产	-2,595	-3,927	-3,953	-3,714
投资	-7,268	-4	-3	-4
其他	138	72	76	79
投资活动现金流	-9,724	-3,859	-3,881	-3,639
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-58,889	0	0	0
融资活动现金流	-58,889	0	0	0
现金净流量	-2,019	98,618	94,280	128,399

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 29 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	150,560	174,073	201,077	232,656
营业成本	11,981	13,004	14,833	16,877
毛利率%	92.0%	92.5%	92.6%	92.7%
营业税金及附加	22,234	25,300	29,522	34,218
营业税金率%	15.1%	14.8%	14.9%	14.9%
营业费用	4,649	5,217	6,531	7,797
营业费用率%	3.1%	3.0%	3.3%	3.4%
管理费用	9,729	9,900	10,663	11,668
管理费用率%	6.6%	5.8%	5.4%	5.1%
研发费用	157	86	99	115
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	101,882	120,600	139,471	162,031
财务费用	-1,790	-1,036	-2,515	-3,930
财务费用率%	-1.2%	-0.6%	-1.3%	-1.7%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	34	72	76	79
营业利润	103,709	121,707	142,062	166,039
营业外收支	-46	0	0	0
利润总额	103,663	121,707	142,062	166,039
EBITDA	103,820	122,691	141,713	164,370
所得税	26,141	30,796	35,978	41,978
有效所得税率%	25.2%	25.3%	25.3%	25.3%
少数股东损益	2,787	4,095	4,302	5,027
归属母公司所有者净利润	74,734	86,817	101,782	119,034

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	69,070	167,689	261,969	390,367
应收账款及应收票据	74	686	524	495
存货	46,435	44,911	60,139	59,400
其它流动资产	109,593	110,155	110,246	110,105
流动资产合计	225,173	323,441	432,877	560,368
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	19,909	20,642	21,277	21,485
在建工程	2,137	1,886	1,741	1,586
无形资产	8,572	9,824	11,029	12,344
非流动资产合计	47,527	49,366	51,081	52,460
资产总计	272,700	372,807	483,958	612,827
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3,093	2,380	4,121	3,305
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	45,605	55,513	58,840	64,464
流动负债合计	48,698	57,893	62,960	67,769
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	346	346	346	346
非流动负债合计	346	346	346	346
负债总计	49,043	58,239	63,306	68,114
实收资本	1,256	1,256	1,256	1,256
普通股股东权益	215,669	302,485	404,267	523,301
少数股东权益	7,988	12,083	16,385	21,412
负债和所有者权益合计	272,700	372,807	483,958	612,827

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。