



2024 年 04 月 29 日

公司点评

买入/维持

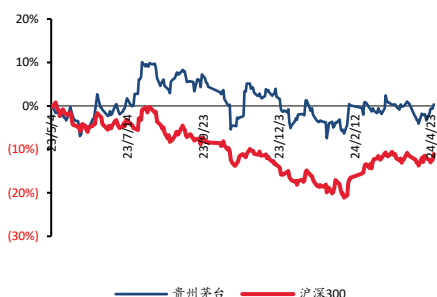
贵州茅台(600519)

目标价: 2025.5

昨收盘: 1,709.43

收入略超预期，一季度顺利实现开门红

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股)	12.56/12.56
总市值/流通(亿元)	21,473.82/21,473.82
12 个月内最高/最低价(元)	1,935/1,555.5
	5

相关研究报告

<<贵州茅台：业绩超预期，2024 年增长信心充足>>—2024-04-06

<<贵州茅台：产品提价落地超预期，彰显行业龙头本色>>—2023-11-02

<<贵州茅台：业绩符合预期，合同负债留有余力>>—2023-10-23

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

事件：贵州茅台发布 2024 年一季报，2024Q1 实现营收 464.85 亿元，同比+18.04%，归母净利润 240.65 亿元，同比+15.73%，扣非归母净利润 240.51 亿元，同比+15.73%。

公司业绩表现稳健，经销渠道增长亮眼。公司一季度收入端略超预期，开门红表现稳健。分产品看，2024Q1 公司茅台酒/系列酒分别实现营收 397.07/59.36 亿元，同比+17.7%/+18.4%，茅台酒受益于飞天提价以及非标产品放量实现稳步增长，今年一季度飞天茅台投放比例较往年略有提升，同时在 100 毫升和精品、散花飞天等非标品投放力度有所加大。系列酒因产能增加放量增长明显，部分系列酒亦有提价贡献，根据渠道调研，公司 3 月针对 1935 维稳价盘有所控货。分渠道看，2024Q1 公司直销/批发渠道分别实现收入 193.19/263.24 亿元，同比+8.5%/+25.8%，直销占比 42.3%，同比-3.6pct，其中 i 茅台实现 53.4 亿元，同比+9.0%，经销渠道增长较快主因飞天提价叠加投放量有所增加。经销商国内/国外分别达 2083/105 个，报告期内净增加-1/0 个。

税率上涨，净利率略有下滑。2024Q1 公司毛利率为 92.61%，同比+0.01pct。2024Q1 税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.49%/2.45%/4.44%/0.06%/-1.05%，同比 +1.62%/+0.53%/-0.67%/0/+0.02pct，税金及附加率上涨预计主因消费税影响，其在生产端征收，可能会与销售环节错配，预计全年将保持稳定。销售费用率略有提升系公司加大营销和市场费用投放。2024Q1 净利率为 54.36%，同比-1.18pct。2024Q1 公司经营性现金流净额为 91.87 亿元，同比+75.17%。2024Q1 合同负债为 95.23 亿元，同比/环比+11.93%/-46.03 亿元，蓄水池较为充足。公司 2024 年展望积极，目标实现营业总收入增长 15%左右，完成固定资产投资 61.79 亿元。茅台酒方面，飞天于 2023 年 11 月 1 日提价 20%，或将直接贡献约 5%的收入增速，另外 2024 年茅台酒的投放量预计将达到 4.5 万吨，同比增长约 7%，其中增量主要由非标和新品贡献。系列酒方面，预计 2024 年投放量将达 3.5 万吨，同比增长约 12%，两款大单品酱香经典和金王子酒分别提价 10 元和 20 元。同时公司推出定价约 600 元的汉酱新品，今年 1935 目标积极，将进一步推升系列酒的产品结构。在产能逐渐释放的背景下或将延续量价齐升态势，公司业绩增长抓手充足。

投资建议：考虑到茅台酒提价以及系列酒产能增加步入放量周期，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 69.75/81.02/92.94 元，对应 PE 分别为 25x/21x/18x，按照 2025 年业绩给予 25 倍，目标价 2025.50 元，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济承压、结构升级不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	150,560	175,563	203,421	232,922
营业收入增长率(%)	18.04%	16.61%	15.87%	14.50%
归母净利（百万元）	74,734	87,623	101,773	116,750
净利润增长率(%)	19.16%	17.25%	16.15%	14.72%
摊薄每股收益（元）	59.49	69.75	81.02	92.94
市盈率（PE）	29.01	24.51	21.10	18.39

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	58,274	69,070	166,085	214,098	272,907
应收和预付款项	1,024	109	1,169	1,243	1,493
存货	38,824	46,435	51,082	59,050	67,934
其他流动资产	118,489	109,558	109,577	109,586	109,593
流动资产合计	216,611	225,173	327,914	383,977	451,927
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	5	4	6	8	9
固定资产	19,743	19,909	21,306	22,408	23,413
在建工程	2,208	2,137	2,021	1,903	1,785
无形资产开发支出	7,274	8,790	9,799	10,867	11,903
长期待摊费用	146	160	166	170	170
其他非流动资产	225,124	241,698	345,053	401,298	469,389
资产总计	254,501	272,700	378,350	436,654	506,670
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	2,408	3,093	3,146	3,623	4,176
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	47,154	45,950	59,786	68,331	75,619
负债合计	49,563	49,043	62,932	71,954	79,795
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	194,860	213,043	300,665	344,888	401,403
归母公司股东权益	197,480	215,669	303,288	347,511	404,026
少数股东权益	7,458	7,988	12,129	17,189	22,850
股东权益合计	204,938	223,656	315,418	364,700	426,876
负债和股东权益	254,501	272,700	378,350	436,654	506,670

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	36,699	66,593	102,169	110,021	123,531
投资性现金流	-5,537	-9,724	-5,292	-4,504	-4,487
融资性现金流	-57,425	-58,889	139	-57,504	-60,235
现金增加额	-26,262	-2,019	97,015	48,013	58,809

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	127,554	150,560	175,563	203,421	232,922
营业成本	10,199	11,981	13,393	15,547	17,849
营业税金及附加	18,496	22,234	24,725	29,899	34,553
销售费用	3,298	4,649	4,636	5,182	6,636
管理费用	9,012	9,729	10,645	12,358	14,416
财务费用	-1,392	-1,790	-1,020	-2,811	-4,710
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	64	34	92	107	122
公允价值变动	0	3	0	0	0
营业利润	87,880	103,709	123,146	143,212	164,118
其他非经营损益	-178	-46	-135	-55	-55
利润总额	87,701	103,663	123,011	143,157	164,063
所得税	22,325	26,141	31,247	36,325	41,652
净利润	65,376	77,521	91,764	106,832	122,411
少数股东损益	2,659	2,787	4,141	5,060	5,661
归母股东净利润	62,717	74,734	87,623	101,773	116,750

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	91.87%	91.96%	92.20%	92.20%	92.20%
销售净利率	50.54%	50.60%	51.03%	51.06%	51.02%
销售收入增长率	16.53%	18.04%	16.61%	15.87%	14.50%
EBIT 增长率	17.17%	17.89%	19.74%	15.05%	13.54%
净利润增长率	19.55%	19.16%	17.25%	16.15%	14.72%
ROE	31.76%	34.65%	28.89%	29.29%	28.90%
ROA	24.64%	27.41%	23.16%	23.31%	23.04%
ROIC	31.37%	34.02%	28.81%	28.68%	27.82%
EPS (X)	49.93	59.49	69.75	81.02	92.94
PE (X)	34.59	29.01	24.51	21.10	18.39
PB (X)	10.99	10.05	7.08	6.18	5.31
PS (X)	17.48	14.68	12.51	10.77	9.38
EV/EBITDA (X)	23.97	20.22	15.96	13.56	11.59

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。