

贵州茅台 (600519.SH)

一季度收入增长 18%，利润率受生产节奏扰动

买入

核心观点

事件：公司公告，2024Q1 公司实现营业总收入 464.8 亿元，同比+18.0%；归母净利润 240.7 亿元，同比+15.7%。

2024Q1 收入延续高增长，利润率受消费税季度扰动。2024Q1 茅台酒营收 397.1 亿元，同比+17.8%，预计系：1) 上年提价效应贡献；2) 茅台酒销量或贡献双位数增长；3) 内部产品结构略有提升。从量的贡献看，预计增量部分来自于企业团购渠道、散花飞天、小规格茅台及经销商渠道进度偏快（投放以标品为主）。2024Q1 系列酒实现营收 59.4 亿元，同比+18.4%，预计系 1935 试销商转正贡献（经销商新增 17 家）。从渠道结构看，批价代理/直销渠道实现营收 263.2/193.2 亿元，同比+25.8%/8.5%，直销比例同比下滑 3.6pcts。从毛利率看，整体毛利率同比持平，预计系 Q1 标品增投和流通渠道占比提升（毛利偏低的批发渠道进度快于直销渠道）。费用端看，销售费用率同比+0.5pct，预计系公司加大品鉴会等 C 端投入；管理费用率同比-0.7pct，预计系规模效应贡献（职工薪酬端）。从利润端看，利润增速慢于收入增速，净利率同比-1.1pcts，判断系生产节奏快于销售，消费税占比提高（税金及附加率同比+1.6pcts），预计拉通全年看税金及附加率相对稳定。

一季度回款进度稍快于同期，合同负债余额充足。从合同负债看，Q1 末公司合同负债余额约 95.23 亿元，同比+14.3%，预计系 Q1 回款节奏快于上年。从收现比看，Q1 公司收现同比+17.4%，与收入增速基本一致，经营质量相对较好。经营活动现金流净额同比+75%，预计系存放中央银行和同业款项净增加额增加。

公司业务增长工具充足，全年 15% 收入目标或达成无虞。从公司经营规划看，2024 年公司经营目标增长 15%，预计全年继续保持双位数以上增长。贵州茅台增长工具较多，或有望实现跨周期增长：1) 2023 年飞天茅台酒主动提价；2) 新品散花飞天、巽风酒等，预计能贡献一定增量；3) 茅台酒计划投放量同比上年略有高个位数增长等。

风险提示：需求复苏不及预期；竞争加剧；改革不及预期等。

投资建议：持续看好公司穿越周期的经营能力，维持“买入”评级。维持此前盈利预测，我们预计 2024-2026 年公司有望实现营收 1739.2/1998.9/2238.1 亿元，同比+15.5%/+14.9%/+12.0%；预计归母净利润 874.5/1015.2/1143.6 亿元，同比+17.0%/+16.1%/+12.6%，对应 PE 分别为 24.6/21.2/18.8X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	127,554	150,560	173,915	199,890	223,809
(+/-%)	16.5%	18.0%	15.5%	14.9%	12.0%
净利润(百万元)	62716	74734	87445	101519	114358
(+/-%)	19.6%	19.2%	17.0%	16.1%	12.6%
每股收益(元)	49.93	59.49	69.61	80.81	91.04
EBIT Margin	67.8%	67.7%	68.0%	68.3%	68.8%
净资产收益率 (ROE)	31.8%	34.7%	39.2%	43.8%	47.3%
市盈率 (PE)	34.3	28.8	24.6	21.2	18.8
EV/EBITDA	25.0	21.2	18.3	15.9	14.2
市净率 (PB)	10.90	9.98	9.65	9.29	8.91

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：李文华

021-60375461

zhangxiangwei@guosen.com.cn liwenhua2@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523070002

联系人：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	1705.00 元
总市值/流通市值	2141817/2141817 百万元
52 周最高价/最低价	1935.00/1555.55 元
近 3 个月日均成交额	4904.53 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《贵州茅台 (600519.SH) - 2023 年营收增长 18%，2024 年经营目标积极》——2024-04-03

《贵州茅台 (600519.SH) - 价格管理能力突出，业绩增长工具充足》——2024-03-28

《贵州茅台 (600519.SH) - 2023 年顺利收官，2024 年终端为王》——2024-01-01

《贵州茅台 (600519.SH) - 再次特别分红，提振市场信心》——2023-11-22

《贵州茅台 (600519.SH) - 提价强化中长期经营质量，行业秩序和竞争格局改善》——2023-11-01

事件：公司公告，2024Q1 公司实现营业总收入 464.8 亿元，同比+18.0%；归母净利润 240.7 亿元，同比+15.7%。

2024Q1 收入延续高增长，利润率受消费税季度扰动。2024Q1 茅台酒营收 397.1 亿元，同比+17.8%，预计系：1) 上年提价效应贡献；2) 茅台酒销量或贡献双位数增长；3) 内部产品结构略有提升。从量的贡献看，预计增量部分来自于企业团购渠道、散花飞天、小规格茅台及经销商渠道进度偏快（投放以标品为主）。2024Q1 系列酒实现营收 59.4 亿元，同比+18.4%，预计系 1935 试销商转正贡献（经销商新增 17 家）。从渠道结构看，批价代理/直销渠道实现营收 263.2/193.2 亿元，同比+25.8%/8.5%，直销比例同比下滑 3.6pcts。从毛利率看，整体毛利率同比持平，预计系 Q1 标品增投和流通渠道占比提升（毛利偏低的批发渠道进度快于直销渠道）。费用端看，销售费用率同比+0.5pct，预计系公司加大品鉴会等 C 端投入；管理费用率同比-0.7pct，预计系规模效应贡献（职工薪酬端）。从利润端看，利润增速慢于收入增速，净利率同比-1.1pcts，判断系生产节奏快于销售，消费税占比提高（税金及附加率同比+1.6pcts），预计拉通全年看税金及附加率相对稳定。

一季度回款进度稍快于同期，合同负债余额充足。从合同负债看，Q1 末公司合同负债余额约 95.23 亿元，同比+14.3%，预计系 Q1 回款节奏快于上年。从收现比看，Q1 公司收现同比+17.4%，与收入增速基本一致，经营质量相对较好。经营活动现金流净额同比+75%，预计系存放中央银行和同业款项净增加额增加。

公司业绩增长工具充足，全年 15%收入目标或达成无虞。从公司经营规划看，2024 年公司经营目标增长 15%，预计全年继续保持双位数以上增长。贵州茅台增长工具较多，或有望实现跨周期增长：1) 2023 年飞天茅台酒主动提价；2) 新品散花飞天、巽风酒等，预计能贡献一定增量；3) 茅台酒计划投放量同比上年略有高个位数增长等。

投资建议：持续看好公司穿越周期的经营能力，维持“买入”评级。维持此前盈利预测，我们预计 2024-2026 年公司有望实现营收 1739.2/1998.9/2238.1 亿元，同比+15.5%/+14.9%/+12.0%；预计归母净利润 874.5/1015.2/1143.6 亿元，同比+17.0%/+16.1%/+12.6%，对应 PE 分别为 24.6/21.2/18.8X，维持“买入”评级。

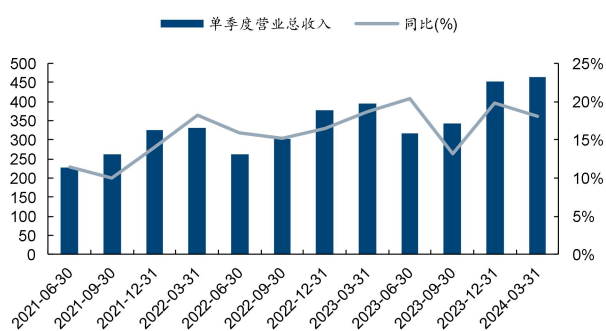
表1: 可比公司盈利预测及估值（更新至 2024 年 04 月 26 日）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,709.43	21,473.8	59.5	69.6	80.8	28.7	24.6	21.2
000858.SZ	五粮液	买入	152.25	5,909.7	7.8	8.9	10.1	19.4	17.1	15.0
000568.SZ	泸州老窖	买入	186.42	2,744.1	8.9	10.9	13.1	20.9	17.1	14.2

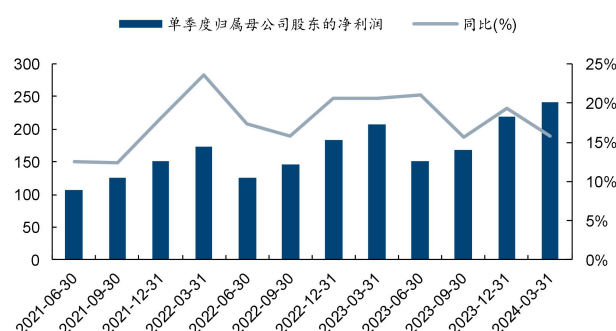
资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

图1: 贵州茅台单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）

图2: 贵州茅台单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

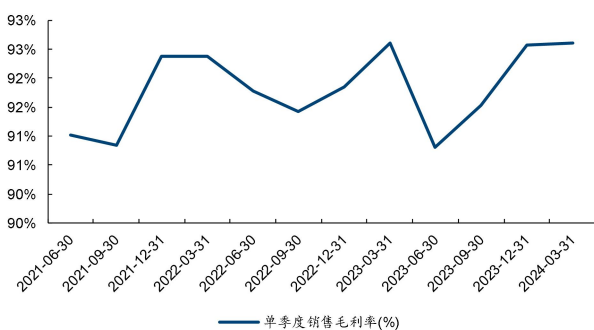


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



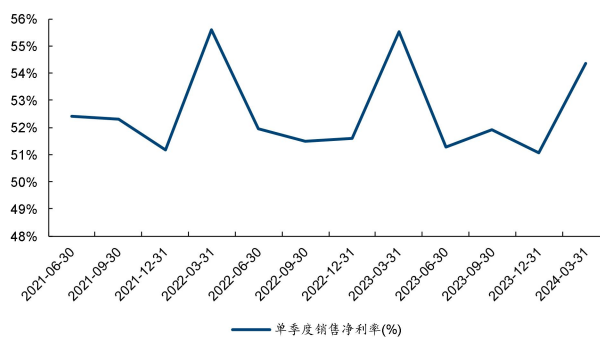
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 贵州茅台单季度销售毛利率（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 贵州茅台单季度销售净利率（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	58274	69070	182561	193650	204544	营业收入	127554	150560	173915	199890	223809
应收款项	158	102	118	135	151	营业成本	10093	11867	13684	15447	17306
存货净额	38824	46435	52895	60297	67769	营业税金及附加	18496	22234	25218	28984	32452
其他流动资产	1058	3611	4171	4794	5368	销售费用	3298	4649	5184	5962	6620
流动资产合计	216611	225173	240145	259277	278233	管理费用	9012	9729	11408	12860	13239
固定资产	21951	22047	22905	22541	22392	研发费用	135	157	157	157	176
无形资产及其他	7083	8572	8229	7886	7544	财务费用	(1392)	(1790)	(2515)	(3762)	(3982)
投资性房地产	8719	16908	16908	16908	16908	投资收益	64	34	151	151	151
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	3	0	0	0
资产总计	254365	272700	288188	306612	325076	其他收入	(231)	(199)	(157)	(157)	(176)
短期借款及交易性金融负债	109	57	0	0	0	营业利润	87880	103709	120929	140392	158148
应付款项	2408	3093	3329	3850	4368	营业外净收支	(178)	(46)	0	0	0
其他流动负债	46548	45547	51777	59138	65210	利润总额	87701	103663	120929	140392	158148
流动负债合计	49066	48698	55106	62989	69578	所得税费用	22326	26141	30232	35098	39537
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2659	2787	3252	3775	4252
其他长期负债	334	346	346	346	346	归属于母公司净利润	62716	74734	87445	101519	114358
长期负债合计	334	346	346	346	346	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	49400	49043	55451	63334	69924	净利润	62716	74734	87445	101519	114358
少数股东权益	7458	7988	9614	11501	13627	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	197507	215669	223123	231777	241525	折旧摊销	1600	1848	2484	2707	2856
负债和股东权益总计	254365	272700	288188	306612	325076	公允价值变动损失	0	(3)	0	0	0
						财务费用	(1392)	(1790)	(2515)	(3762)	(3982)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(15288)	(18601)	(570)	(160)	(1472)
每股收益	49.93	59.49	69.61	80.81	91.04	其它	227	596	1626	1888	2126
每股红利	45.67	46.77	63.68	73.93	83.27	经营活动现金流	49255	58574	90985	105954	117869
每股净资产	157.23	171.68	177.62	184.51	192.27	资本开支	0	(1750)	(3000)	(2000)	(2364)
ROIC	88.25%	75.98%	74%	79%	82%	其它投资现金流	16771	12342	105554	0	0
ROE	31.75%	34.65%	39%	44%	47%	投资活动现金流	16771	10591	102554	(2000)	(2364)
毛利率	92%	92%	92%	92%	92%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBIT Margin	68%	68%	68%	68%	69%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	69%	69%	69%	70%	70%	支付股利、利息	(57370)	(58755)	(79991)	(92865)	(104610)
收入增长	17%	18%	16%	15%	12%	其它融资现金流	55177	59140	(57)	0	0
净利润增长率	20%	19%	17%	16%	13%	融资活动现金流	(59562)	(58370)	(80048)	(92865)	(104610)
资产负债率	22%	21%	23%	24%	26%	现金净变动	6464	10796	113491	11089	10894
股息率	2.7%	2.7%	3.7%	4.3%	4.9%	货币资金的期初余额	51810	58274	69070	182561	193650
P/E	34.3	28.8	24.6	21.2	18.8	货币资金的期末余额	58274	69070	182561	193650	204544
P/B	10.9	10.0	9.6	9.3	8.9	企业自由现金流	0	57718	87612	102907	114531
EV/EBITDA	25.0	21.2	18.3	15.9	14.2	权益自由现金流	0	116858	89441	105728	117518

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032