

贵州茅台 (600519)

2024H1 业绩点评: 提分红呵护股东回报, 调渠道帮助稳定价盘

买入 (维持)

2024 年 08 月 09 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

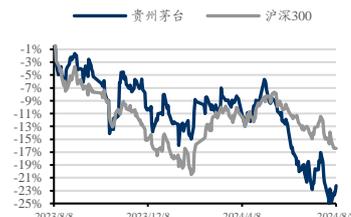
yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	127554	150560	173222	191119	210574
同比 (%)	16.53	18.04	15.05	10.33	10.18
归母净利润 (百万元)	62717	74734	86845	95912	105961
同比 (%)	19.55	19.16	16.20	10.44	10.48
EPS-最新摊薄 (元/股)	49.93	59.49	69.13	76.35	84.35
P/E (现价&最新摊薄)	28.66	24.05	20.69	18.74	16.96

投资要点

- **事件:** 公司发布 24H1 财报及 2024-2026 年度现金分红回报规划公告, 24H1 实现总营收 834.5 亿元/同比+17.6%; 归母净利润 417.0 亿元/同比+15.9%。24Q2 实现总营收 369.7 亿元/同比+17.0%; 归母净利润 176.3 亿元/同比+16.1%。
- **Q2 稳步兑现, 系列酒收入环比加速。** 24Q2 公司酒类收入同增 17.8%, 增速较 Q1 持平, Q2 淡季增速兑现略超预期, 主系系列酒增速波动。**1) 分产品看:** ①茅台酒收入 Q2 同增 12.9%, 增速环比回落 (Q1 同增 17.7%), 主系直销渠道适当控量(企业团购、国资平台发货暂缓)。②系列酒收入 Q2 同增 42.5%, 环比加速 (Q1 同增 18.4%), 1 则 i 茅台投放量同比降幅收窄, 2 则估计新汉酱等系列酒投放增大。H1 收入同增 30.5%, 略高于全年 20%+增速预期, 考虑 1935 H1 发货进度同比略快, 预计 H2 增速或有回落。**2) 分渠道看:** 直销/批发渠道 Q2 同增 6.1%/28.5%, 直销占比达 40%, 环比回落 2.3pct。2024 年以来茅台增量更多向经销渠道倾斜, 1 则帮助稳定价盘, 2 则通过调动经销商有利于做强开瓶。
- **净利率同比略降, 销售费率保持升势。****1) 利润端:** 24Q2 净利率同比-0.7pct 至 50.6%, 主因: ①Q2 毛销差同降 0.9pct, 其中 Q2 毛利率受系列酒占比提升影响, 同比回落 0.1pct; Q2 销售费率保持升势, 同增 0.7pct, 公司加大市场培育投入, H1 广告及市场费用同增 48%。②Q2 营业税金及附加比率同增 0.7pct, 与母公司收入确认节奏略快于整体有关。此外, Q2 公司管理费同降 1.0pct, 主系员工薪酬同比下降, H1 降幅达 18%。**2) 收现端:** Q2 公司收现比 113%, 同比+4.9pct; Q2 末合同负债同比增加 4.7 亿元, 环比增加 26.6 亿元, 预收改善预计与大商回款加快有关。
- **调分红稳价格, 茅台基调保持稳健。** 7 月以来茅台批价逐步回升, 体现公司渠道管控能力仍强, 价格调控手段丰富: ①全年增量向经销渠道倾斜, 以便更好调节量价节奏。②后续将取消 12 瓶/箱的散飞包装规格, 散飞、箱飞批价重新并轨。③加强窜货管控, 鼓励专卖店挖掘 2C 潜力。预计后续茅台价盘站稳 2300 以上, 旺季价格适度波动。提升经营稳定性的同时, 公司亦注重股东回报, 指引 2024-2026 年度现金分红比率不低于 75%, 分年度和中期两次实施。提升固定分红比率彰显公司国企担当, 对比 2023 年分红 (年度分红 52%+特别分红 32%, 分红额 628 亿元), 估算 2024 年分红额保持增长 (645+亿元)。
- **盈利预测与投资评级:** 稳定价盘做实开瓶是引导茅台长期良性发展的重要方向, 后续重点关注旺季量价兑现及来年增长规划情况。我们维持 2024-2026 年归母净利润分别为 868、959、1060 亿元, 分别同比+16%、10%、10%, 对应 PE 分别为 21/19/17 倍, 维持“买入”评级
- **风险提示:** 宏观经济持续下行; 市场对未来合理降速反应过度等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,430.69
一年最低/最高价	1,361.30/1,905.00
市净率(倍)	8.22
流通 A 股市值(百万元)	1,797,229.63
总市值(百万元)	1,797,229.63

基础数据

每股净资产(元, LF)	174.00
资产负债率(% , LF)	18.32
总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股(百万股)	1,256.20

相关研究

- 《贵州茅台(600519): 释放风险, 提升价值》
2024-07-03
- 《贵州茅台(600519): 2024Q1 季报点评: 销售稳定兑现, 着眼长期价值》
2024-04-28

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	225,173	263,117	299,648	341,591	营业总收入	150,560	173,222	191,119	210,574
货币资金及交易性金融资产	69,471	79,659	93,277	104,745	营业成本(含金融类)	11,981	13,502	15,009	16,472
经营性应收款项	109	900	753	844	税金及附加	22,234	25,101	27,932	30,813
存货	46,435	51,559	59,676	77,157	销售费用	4,649	5,325	5,760	6,188
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,729	10,461	11,309	12,135
其他流动资产	109,158	130,999	145,941	158,845	研发费用	157	155	113	221
非流动资产	47,527	48,899	51,762	54,112	财务费用	(1,790)	(1,926)	(2,211)	(2,314)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	35	34	39	44
固定资产及使用权资产	20,223	21,886	22,947	23,345	投资净收益	34	71	72	71
在建工程	2,137	1,124	615	392	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	8,572	9,824	11,029	12,344	减值损失	38	38	38	38
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	160	160	160	160	营业利润	103,709	120,748	133,355	147,210
其他非流动资产	16,434	15,905	17,010	17,871	营业外净收支	(46)	(149)	(124)	(106)
资产总计	272,700	312,016	351,410	395,703	利润总额	103,663	120,599	133,230	147,104
流动负债	48,698	57,930	60,178	63,433	减:所得税	26,141	30,515	33,741	37,191
短期借款及一年内到期的非流动负债	57	90	86	78	净利润	77,521	90,084	99,489	109,913
经营性应付款项	3,093	2,057	2,856	2,540	减:少数股东损益	2,787	3,239	3,577	3,952
合同负债	14,126	17,877	19,158	20,233	归属母公司净利润	74,734	86,845	95,912	105,961
其他流动负债	31,422	37,906	38,078	40,583	每股收益-最新股本摊薄(元)	59.49	69.13	76.35	84.35
非流动负债	346	346	346	346	EBIT	101,882	118,675	130,996	144,750
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	103,820	120,830	133,305	147,174
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.96	92.20	92.13	92.16
租赁负债	267	267	267	267	归母净利率(%)	50.60	51.17	51.22	51.31
其他非流动负债	79	79	79	79	收入增长率(%)	18.04	15.05	10.33	10.18
负债合计	49,043	58,276	60,523	63,778	归母净利润增长率(%)	19.16	16.20	10.44	10.48
归属母公司股东权益	215,669	242,513	276,082	313,168					
少数股东权益	7,988	11,227	14,804	18,756					
所有者权益合计	223,656	253,740	290,886	331,925					
负债和股东权益	272,700	312,016	351,410	395,703					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	66,593	74,921	80,779	85,064	每股净资产(元)	171.68	193.05	219.78	249.30
投资活动现金流	(9,724)	(4,757)	(4,806)	(4,705)	最新发行在外股份(百万股)	1,256	1,256	1,256	1,256
筹资活动现金流	(58,889)	(59,975)	(62,355)	(68,890)	ROIC(%)	35.49	37.08	35.88	34.69
现金净增加额	(2,019)	10,189	13,618	11,468	ROE-摊薄(%)	34.65	35.81	34.74	33.84
折旧和摊销	1,937	2,155	2,309	2,424	资产负债率(%)	17.98	18.68	17.22	16.12
资本开支	(2,595)	(4,204)	(4,191)	(4,021)	P/E(现价&最新股本摊薄)	24.05	20.69	18.74	16.96
营运资本变动	(11,667)	(18,519)	(20,623)	(27,174)	P/B(现价)	8.33	7.41	6.51	5.74

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>