

2024年08月09日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

Q2 业绩超预期，龙头韧性仍足

—贵州茅台（600519.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2024年8月8日，贵州茅台发布2024年中报。

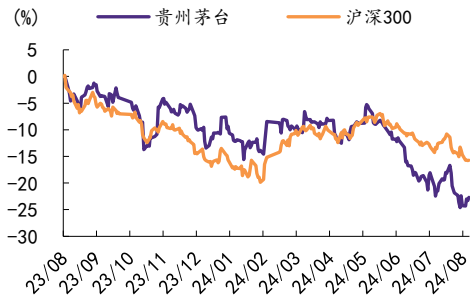
投资要点

基本数据

2024-08-08

当前股价（元）	1430.69
总市值（亿元）	17972
总股本（百万股）	1256
流通股本（百万股）	1256
52周价格范围（元）	1379.99-1890.28
日均成交额（百万元）	4563.32

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《贵州茅台（600519）：品质第一，行稳致远》2024-06-02
- 《贵州茅台（600519）：收入略超预期，彰显龙头韧性》2024-04-27
- 《贵州茅台（600519）：业绩超预期，龙头引领行业信心》2024-04-03

■ 业绩韧性强，现金流充足

Q2 收入超预期，彰显龙头韧性。2024H1 总营收 834.51 亿元（同增 17.56%），归母净利润 416.96 亿元（同增 15.88%），顺利实现“时间过半，任务过半”。其中，2024Q2 总营收 369.66 亿元（同增 16.95%），归母净利润 176.30 亿元（同增 16.10%）。**盈利能力略下滑，销售费用率略提升。**2024H1 毛利率/净利率分别为 91.76%/52.70%，分别同比-0.04/-0.96pcts；2024Q2 分别为 90.68%/50.60%，分别同比-0.11/-0.69pcts，毛利率下滑主要系产品及渠道结构调整所致。2024H1 销售/管理费用率分别为 3.14%/4.60%，同比+0.62/-0.80pcts；2024Q2 费用率分别为 4.00%/4.80%，同比+0.74/-0.95pcts。**现金流表现良好，回款蓄水充足。**2024H1/2024Q2 经营净现金流分别为 366.22/274.34 亿元，分别同比+20.52%/+9.12%，主要系公司销售收到现金增加及控股财务子公司存款和同业存放款项净增加所致；销售回款为 870.94/408.36 亿元，分别同比+26.09%/+22.60%。截至 2024Q2 末，合同负债 99.93 亿元，环比增加 4.70 亿元。

■ 茅台酒表现稳健，系列酒增长显著

销售方面，2024H1 茅台酒/系列酒营收分别为 685.67/131.47 亿元，同增 15.67%/30.51%，分别占比 83.91%/16.09%；毛利率分别为 94.13%/80.10%。其中，2024Q2 茅台酒/系列酒营收分别为 288.60/72.11 亿元，同增 12.92%/42.52%，系列酒营收增速显著。今年以来系列酒复购人群不断增加，构筑 10 亿级、50 亿级和 100 亿级大单品矩阵，其中茅台 1935 成为百亿大单品后依然提前完成半年目标，并提出“十个基础”明确系列酒营销方向。**生产方面**，上半年茅台酒/系列酒基酒产量分别为 3.91/2.27 万吨，分别同比-12.33%/-5.42%。

■ 引领白酒国际化，分红率显著提升

渠道方面，2024H1 直销/批发代理营收分别为 337.28/479.86 亿元，分别同比+7.35%/+26.50%，占比 41.28%/58.27%；2024Q2 营收分别为 144.09/216.62 亿元，分别同比

+5.85%/+27.40%，直销占比略下滑。2024H1/2024Q2 i 茅台营收分别为 102.50/49.07 亿元，分别同比+9.76%/+10.64%，占直销营收分别为 30.39%/34.06%。区域方面，2024H1 国内/国外营收分别为 795.10/22.04 亿元，同增 18.12%/7.92%，国外营收占上半年我国白酒出口累计金额的 76.69%，龙头引领白酒出海；2024Q2 国内/国外营收分别为 346.81/13.90 亿元，分别同增 18.63%/0.48%。分红方面，2024-2026 年公司每年度分配的现金红利总额不低于当年归母净利润的 75%，每年度的现金分红分两次（年度和中期分红）实施。

盈利预测

当前茅台集团实施“一盘棋、一条心”的战略，股份公司继续引领板块，创新业务亦持续推出，我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 69.85/81.13/93.85 元，当前股价对应 PE 分别为 21/18/15 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、产能扩张不及预期、直营增长不及预期、改革进程不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	150,560	174,535	199,958	227,558
增长率（%）	18.0%	15.9%	14.6%	13.8%
归母净利润（百万元）	74,734	87,742	101,910	117,892
增长率（%）	19.2%	17.4%	16.1%	15.7%
摊薄每股收益（元）	59.49	69.85	81.13	93.85
ROE（%）	33.4%	37.2%	40.9%	44.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	69,070	90,310	103,969	122,571
应收款	102	239	329	374
存货	46,435	45,578	47,959	47,652
其他流动资产	109,565	107,464	107,704	107,884
流动资产合计	225,173	243,590	259,960	278,480
非流动资产:				
金融类资产	105,955	106,155	106,305	106,405
固定资产	19,909	19,864	19,053	17,988
在建工程	2,137	855	342	137
无形资产	8,572	8,144	7,715	7,308
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	16,908	16,908	16,908	16,908
非流动资产合计	47,527	45,771	44,018	42,341
资产总计	272,700	289,361	303,978	320,821
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	3,093	2,797	3,041	3,220
其他流动负债	31,479	31,479	31,479	31,479
流动负债合计	48,698	53,403	54,242	55,272
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	346	346	346	346
非流动负债合计	346	346	346	346
负债合计	49,043	53,748	54,587	55,618
所有者权益				
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
股东权益	223,656	235,613	249,391	265,203
负债和所有者权益	272,700	289,361	303,978	320,821

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	77521	90924	105497	121915
少数股东权益	2787	3182	3587	4023
折旧摊销	1848	1756	1731	1656
公允价值变动	3	0	0	0
营运资金变动	-15567	7727	-1722	1212
经营活动现金净流量	66593	103590	109094	128807
投资活动现金净流量	-9724	1127	1174	1170
筹资活动现金净流量	-35629	-78968	-91719	-106103
现金流量净额	21,240	25,749	18,549	23,874

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	150,560	174,535	199,958	227,558
营业成本	11,867	12,676	14,101	14,695
营业税金及附加	22,234	25,133	28,594	32,313
销售费用	4,649	4,625	4,799	5,234
管理费用	9,729	12,567	13,797	15,474
财务费用	-1,790	-2,529	-2,911	-3,432
研发费用	157	182	209	238
费用合计	12,746	14,845	15,894	17,514
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	3	0	0	0
投资收益	34	60	55	50
营业利润	103,709	121,956	141,435	163,094
加:营业外收入	87	65	50	45
减:营业外支出	133	220	200	150
利润总额	103,663	121,801	141,285	162,989
所得税费用	26,141	30,876	35,787	41,073
净利润	77,521	90,924	105,497	121,915
少数股东损益	2,787	3,182	3,587	4,023
归母净利润	74,734	87,742	101,910	117,892

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	18.0%	15.9%	14.6%	13.8%
归母净利润增长率	19.2%	17.4%	16.1%	15.7%
盈利能力				
毛利率	92.1%	92.7%	92.9%	93.5%
四项费用/营收	8.5%	8.5%	7.9%	7.7%
净利率	51.5%	52.1%	52.8%	53.6%
ROE	33.4%	37.2%	40.9%	44.5%
偿债能力				
资产负债率	18.0%	18.6%	18.0%	17.3%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	1478.9	730.0	608.3	608.3
存货周转率	0.3	0.8	0.9	1.0
每股数据(元/股)				
EPS	59.49	69.85	81.13	93.85
P/E	24.0	20.5	17.6	15.2
P/S	11.9	10.3	9.0	7.9
P/B	8.3	8.0	7.7	7.3

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。