

淡季超预期，三年分红重回报

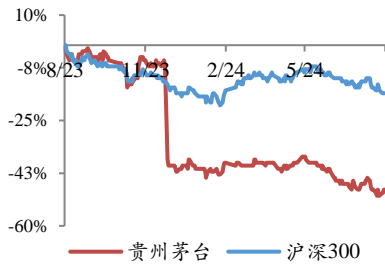
——贵州茅台 2024Q2 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-09

收盘价（元）	1,430.69
近 12 个月最高/最低（元）	1,820.77/1,361.30
总股本（百万股）	1,256
流通股本（百万股）	1,256
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	17,972
流通市值（亿元）	17,972

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

公司发布 2024Q2 业绩：

- 24Q2：营业总收入 369.66 亿元 (+16.95%)，归母净利润 176.30 亿元 (+16.10%)，扣非归母净利润 176.19 亿元 (+16.15%)。
- 24H1：营业总收入 834.51 亿元 (+17.56%)，归母净利润 416.96 亿元 (+15.88%)，扣非归母净利润 416.70 亿元 (+15.92%)。

收入、利润表现超预期。

收入端：飞天稳健，系列酒加速

- 分产品看，24Q2 茅台酒/系列酒分别实现营收 288.60/72.11 亿元，分别同比增长 12.9%/42.5%。茅台酒占比白酒业务营收达 80%，同比下降 3.5pct。拆分量价看，我们预计茅台酒量价增速相当，其中价增主要由飞天出厂价提高 20%，及非标中生肖、精品放量贡献；系列酒预计量价双高增，主因茅台 1935 超进度完成半年任务，叠加定位 500-800 元价格带的汉酱（匠心传承）上市铺货贡献额外增量。整体来看，系列酒加速高增是 24Q2 公司营收超预期的主要原因。
- 分渠道看，24Q2 公司直销/批发代理分别实现营收 144.09/216.62 亿元，分别同比增长 5.8%/27.4%，主要系公司主动降低直营配额来收缩市场供给，引导批价向上。若扣除 i 茅台平台营收，则 24Q2 公司直销同比增长 3.5%，公司控量挺价态度坚定。
- 报表质量看，24Q2 公司收入+Δ 合同负债达 374.36 亿元，同比增长 22.3%；24Q2 公司实现销售收现 408.36 亿元，同比增长 22.6%，与经营节奏吻合，报表质量高。24Q2 末，公司合同负债达 99.93 亿，业绩蓄水池充足。

盈利端：生产与销售节奏错配拖累净利率

- 24Q2 公司毛利率达 90.68%，同比下降 0.12pct，主因低盈利能力的系列酒占比提升所致。24Q2 公司销售/管理费率分别同比 +0.74/-0.95pct，其中销售费率上升预计源自系列酒产品推广投入加大。同时，24Q2 公司税金及附加占比总营收达 17.03%，同比上升 0.77pct，预计系生产销售节奏错配所致。综上，公司 24Q2 归母净利率达 47.69%，同比下降 0.35pct。

股东回报：三年分红计划

- 公司拟计划 24-26 年度，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。对应常规分红率大幅提升 23.1pct，接近长江电力过去三年平均分红率（80%）。公司当前股息率 3.5%，三年分红计划有助于支撑板块估值。

● **投资建议：迎难而上，重视回报，维持“买入”**

➤ **我们的观点：**

公司积极应对 24Q2 批价下滑，主动收缩市场供给，积极引导渠道预期。据今日酒价，当前茅台散/整批价稳定在 2400/2700 元上方，叠加短期中秋旺季需求催化，批价仍有向上空间。展望 24H2，公司在产品端聚焦飞天稳健增长，进一步优化产品矩阵；在渠道端做好协同投放，降低集中发货对市场冲击；在需求端，积极挖掘“新商务”消费潜力，扩大需求基数，全年目标达成无虞。同时，公司大幅提升常规分红率，重视投资者回报。

盈利预测：我们维持前期预测，预计公司 2024-2026 年实现营业总收入 1745.1/2015.2/2320.8 亿元，同比+15.91%/15.48%/15.17%；实现归母净利润 871.7/1015.7/1181.1 亿元，同比+16.64%/+16.52%/+16.28%；当前股价对应 PE 分别为 20.6/17.7/15.2 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

需求恢复不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	150560	174509	201518	232083
收入同比 (%)	18.0%	15.9%	15.5%	15.2%
归属母公司净利润	74734	87172	101570	118107
净利润同比 (%)	19.2%	16.6%	16.5%	16.3%
毛利率 (%)	92.0%	92.2%	92.4%	92.5%
ROE (%)	34.7%	33.6%	32.8%	32.0%
每股收益 (元)	59.49	69.39	80.85	94.02
P/E	29.01	20.62	17.69	15.22
P/B	10.05	6.93	5.80	4.87
EV/EBITDA	20.22	13.73	11.46	9.55

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 8 月 8 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	225173	285681	347732	416537	营业收入	150560	174509	201518	232083
现金	69070	125657	183124	242361	营业成本	11981	13506	15269	17300
应收账款	60	0	0	0	营业税金及附加	22234	25840	29906	34507
其他应收款	28	41	38	54	销售费用	4649	4119	4768	5043
预付账款	35	39	44	50	管理费用	9729	11157	12714	14441
存货	46435	50287	54959	64392	财务费用	-1790	-1235	-2253	-3288
其他流动资产	109545	109656	109567	109680	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	47527	48971	50282	51462	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	34	0	0	0
固定资产	19909	20674	21293	21767	营业利润	103709	120979	140950	163889
无形资产	8572	9422	10272	11122	营业外收入	87	69	69	69
其他非流动资产	19046	18875	18717	18573	营业外支出	133	133	133	133
资产总计	272700	334652	398015	467999	利润总额	103663	120915	140886	163825
流动负债	48698	63812	72602	79128	所得税	26141	30492	35528	41313
短期借款	0	0	0	0	净利润	77521	90423	105358	122512
应付账款	3093	1743	3730	2476	少数股东损益	2787	3251	3788	4405
其他流动负债	45605	62069	68872	76651	归属母公司净利润	74734	87172	101570	118107
非流动负债	346	346	346	346	EBITDA	103820	121801	140885	162921
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	59.49	69.39	80.85	94.02
其他非流动负债	346	346	346	346					
负债合计	49043	64158	72948	79473					
少数股东权益	7988	11239	15028	19433					
股本	1256	1256	1256	1256					
资本公积	1375	1375	1375	1375					
留存收益	213037	256623	307408	366462					
归属母公司股东权益	215669	259255	310039	369093					
负债和股东权益	272700	334652	398015	467999					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2026E
经营活动现金流	66593	103746	111824	121863	成长能力				
净利润	77521	90423	105358	122512	营业收入	18.0%	15.9%	15.5%	15.2%
折旧摊销	1937	2056	2189	2320	营业利润	18.0%	16.7%	16.5%	16.3%
财务费用	13	9	9	9	归属于母公司净利	19.2%	16.6%	16.5%	16.3%
投资损失	-34	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-11667	11194	4205	-3042	毛利率 (%)	92.0%	92.2%	92.4%	92.5%
其他经营现金流	88012	79294	101217	125618	净利率 (%)	50.6%	50.8%	51.1%	51.5%
投资活动现金流	-9724	-3564	-3564	-3564	ROE (%)	34.7%	33.6%	32.8%	32.0%
资本支出	-2595	-3564	-3564	-3564	ROIC (%)	34.0%	33.1%	31.9%	30.9%
长期投资	-7268	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	138	0	0	0	资产负债率 (%)	18.0%	19.2%	18.3%	17.0%
筹资活动现金流	-58889	-43595	-50793	-59062	净负债比率 (%)	21.9%	23.7%	22.4%	20.5%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	4.62	4.48	4.79	5.26
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.43	1.98	2.53	3.07
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.56	0.57	0.54	0.53
其他筹资现金流	-58889	-43595	-50793	-59062	应收账款周转率	3632.83	—	—	—
现金净增加额	-2019	56587	57467	59237	应付账款周转率	4.31	5.54	5.54	5.54
					每股指标 (元)				
					每股收益	59.49	69.39	80.85	94.02
					每股经营现金流 (摊)	53.01	82.59	89.02	97.01
					每股净资产	171.68	206.38	246.81	293.82
					估值比率				
					P/E	29.01	20.62	17.69	15.22
					P/B	10.05	6.93	5.80	4.87
					EV/EBITDA	20.22	13.73	11.46	9.55

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职广银理财。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。