

业绩稳健显韧性 分红规划塑信心

2024 年 08 月 09 日

➤ **事件:** 公司于 8 月 8 日发布 2024 年中报, 24 年上半年公司累计实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 834.51/416.96/416.70 亿元, 同比 +17.56%/+15.88%/+15.92%, 其中单 24Q2 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 369.66/176.30/176.19 亿元, 同比+16.95%/+16.10%/+16.15%, 截至 24Q2 期末合同负债 99.93 亿元, Q2 期内环比增加 4.7 亿元。用“单季度营收+Δ合同负债”核算真实营收, 以抵消公司因订单确认、发货节奏等因素带来的营收扰动, 24Q2 真实营收 374.36 亿元, 同比 22.29%, 公司业绩蓄水池丰厚, 为全年实现营收增速 15% 的年度目标打下了坚实基础。

➤ **系列酒增速较快, 直销渠道占比环比收缩。分产品看:** 24Q2 茅台酒/系列酒分别实现收入 288.60/72.11 亿元, 同比增长+12.92%/+42.52%。其中, 茅台酒的增长主要来自飞天提价 (飞天 969 提至 1169 涨幅 20%) 及非标品的生肖、精品及 100ml 小茅的投放增加。系列酒增长或因茅台 1935 超进度完成上半年任务有关。**分渠道看:** 直销/批发代理渠道分别实现收入 144.09/216.62 亿元, 同比增长+5.85%/+27.40%; 其中直销的收入占比达到 39.95%, 较 Q1 下滑 2.38pcts。直销渠道中, 24Q2 “i 茅台” 不含税收入 49.07 亿元, 同比+10.64%; **分区域看:** 24Q2 国内/国外地区分别收入 346.81/13.90 亿元, 同比+18.63%/+0.48%; **经销商数量上:** 24Q2 未经销商数量合计 2,203 家, 其中国内/国外分别 2,097/106 家, 与 Q1 持平; **基酒产量上:** 24H1 公司茅台酒/系列酒基酒产量分别为 3.91/2.27 万吨, 同比-12.33%/-5.42%, 我们认为基酒产量下滑一方面系气候等客观因素导致的生产节奏调节, 另一方面或与新董事长上任后抓工艺重品质, 提高基酒分级标准有关。

➤ **市场广宣费用增加, 系列酒占比提升、直营占比下滑对毛利率略有压制。毛利率方面:** 24H1/24Q2 分别为 91.91%/90.88%, 同比-0.05/-0.14pcts, 毛利率略有下降主因系列酒占比提升、直营占比下降。**费用率方面:** 公司 24H1 销售/管理费用率分别为 3.14%/4.60%, 同比+0.62/-0.80pcts, 24Q2 分别为 4.00%/4.80%, 同比+0.74pcts/-0.95pcts。销售费用率增加或系广告宣传及市场费用增加所致。**归母净利率:** 24H1/24Q2 分别为 49.96%/47.69%, 同比-0.72/-0.35pcts; 上半年税金及附加/营收同比提升 1.24pcts, 对净利率水平略有压制。

➤ **未来三年每年分红率不低于 75%, 对应 24 年 3.66%股息率。** 公司发布《2024-2026 年度现金分红回报规划的公告》承诺未来三年每年现金分红总额不低于当年归母净利润的 75%, 22-23 年连续两年贵州茅台分红率 (不含特别分红) 均为 52%, 75% 的分红率较近两年分红水平有显著提升。

➤ **投资建议:** 预计公司 24-26 年归母净利润为 873/968/1070 亿元, 同比 16.9%/10.8%/10.5%, 当前股价对应 PE 分别为 21/19/17 倍, 维持“推荐”评级

➤ **风险提示:** 税收等产业政策调整的不确定性风险; 供需不均衡导致的批发价格波动风险; 食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	150,560	174,390	192,917	213,744
增长率 (%)	18.0	15.8	10.6	10.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	74,734	87,386	96,798	106,970
增长率 (%)	19.2	16.9	10.8	10.5
每股收益 (元)	59.49	69.56	77.06	85.15
PE	24	21	19	17
PB	8.3	6.8	6.1	5.4

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 8 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

1,430.69 元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书: S0100522110004

邮箱: sunran@mszq.com

相关研究

1. 贵州茅台 (600519.SH) 2024 年一季报点评: Q1 顺利开门红, 增长势头强劲-2024/04/27
2. 贵州茅台 (600519.SH) 2023 年年报点评: 23 年靓丽收官, 24 年势能延续-2024/04/03
3. 贵州茅台 (600519.SH) 2023 年度经营数据公告点评: 大集团一盘棋显效, 高质量完成全年目标-2024/01/01
4. 贵州茅台 (600519.SH) 事件点评: 再次实施特别分红, 兑现发展红利-2023/11/21
5. 贵州茅台 (600519.SH) 重大事项公告点评: 飞天提价, 业绩增长动能充足-2023/11/02

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	150,560	174,390	192,917	213,744
营业成本	11,981	12,839	14,450	16,357
营业税金及附加	22,234	27,902	29,516	31,420
销售费用	4,649	5,580	6,752	8,122
管理费用	9,729	8,720	10,032	11,756
研发费用	157	186	206	228
EBIT	101,882	119,204	132,006	145,911
财务费用	-1,790	-2,015	-2,263	-2,464
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	34	40	44	49
营业利润	103,709	121,258	134,313	148,423
营业外收支	-46	-46	-46	-46
利润总额	103,663	121,212	134,267	148,377
所得税	26,141	30,567	33,859	37,417
净利润	77,521	90,646	100,409	110,960
归属于母公司净利润	74,734	87,386	96,798	106,970
EBITDA	103,820	121,199	134,096	148,065

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	69,070	123,076	156,462	193,045
应收账款及票据	74	88	98	108
预付款项	35	573	646	732
存货	46,435	48,659	54,821	62,192
其他流动资产	109,558	127,283	127,288	127,293
流动资产合计	225,173	299,680	339,314	383,371
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	19,909	21,622	22,697	23,513
无形资产	8,572	8,572	8,572	8,572
非流动资产合计	47,527	47,517	48,115	48,613
资产合计	272,700	347,197	387,429	431,984
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	3,093	3,065	3,453	3,918
其他流动负债	45,605	68,273	73,249	78,978
流动负债合计	48,698	71,338	76,702	82,895
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	346	345	345	345
非流动负债合计	346	345	345	345
负债合计	49,043	71,683	77,047	83,240
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
少数股东权益	7,988	11,247	14,858	18,847
股东权益合计	223,656	275,513	310,382	348,744
负债和股东权益合计	272,700	347,197	387,429	431,984

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	18.04	15.83	10.62	10.80
EBIT 增长率	17.89	17.00	10.74	10.53
净利润增长率	19.16	16.93	10.77	10.51
盈利能力 (%)				
毛利率	91.96	92.71	92.57	92.39
净利润率	50.60	50.11	50.18	50.05
总资产收益率 ROA	27.41	25.17	24.98	24.76
净资产收益率 ROE	34.65	33.07	32.75	32.43
偿债能力				
流动比率	4.62	4.20	4.42	4.62
速动比率	1.43	1.78	2.09	2.38
现金比率	1.42	1.73	2.04	2.33
资产负债率 (%)	17.98	20.65	19.89	19.27
经营效率				
应收账款周转天数	0.10	0.10	0.07	0.07
存货周转天数	1293.20	1345.73	1299.80	1295.60
总资产周转率	0.56	0.56	0.53	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	59.49	69.56	77.06	85.15
每股净资产	171.68	210.37	235.25	262.62
每股经营现金流	53.01	78.05	80.90	89.04
每股股利	30.88	52.17	57.79	63.87
估值分析				
PE	24	21	19	17
PB	8.3	6.8	6.1	5.4
EV/EBITDA	16.77	14.36	12.98	11.76
股息收益率 (%)	2.16	3.65	4.04	4.46

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	77,521	90,646	100,409	110,960
折旧和摊销	1,937	1,995	2,090	2,155
营运资金变动	-11,667	5,720	-885	-1,280
经营活动现金流	66,593	98,052	101,629	111,846
资本开支	-2,595	-2,969	-2,663	-2,627
投资	-7,268	-1,310	0	0
投资活动现金流	-9,724	-5,172	-2,618	-2,578
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-58,889	-38,875	-65,626	-72,685
现金净流量	-2,019	54,006	33,385	36,583

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026