

证券研究报告

公司研究

点评报告

贵州茅台 (600519.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

程远 行业分析师

执业编号: S150051910002

邮箱: chengyuan1@cindasc.com

## 相关研究

贵州茅台 (600519): 立足长远  
发展, 坚守五大核心  
2024.05.30

贵州茅台 (600519): 营收增速  
创新高, 产品矩阵强构建  
2024.04.03

贵州茅台 (600519): 市场导  
向, 创新驱动 2024.01.02

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门大街甲127号金隅大厦B座  
邮编: 100031

## 半年收官发展稳健, 分红规划提振信心

2024年08月09日

**事件:** 公司公告, 2024年上半年营业总收入834.51亿元, 同比增长17.56%; 归母净利润416.96亿元, 同比增长15.88%; 销售收现870.94亿元, 同比增长26.09%; 经营净现金流366.22亿元, 同比增长20.52%。

**点评:**

➤ **系列酒发展强劲, 经销渠道受提价带动。**上半年, 茅台酒/系列酒收入分别为685.67亿元/131.47亿元, 同比+15.67%/+30.5%, 其中系列酒增长势头依旧强劲, 其收入比重同比+1.56pct至16.09%。直销/经销收入分别为337.28亿元/479.86亿元, 同比+7.35%/+26.5%, 其中i茅台实现酒类不含税收入102.5亿元, 同比+9.75%; 由于经销渠道的飞天产品提价20%, 今年经销渠道增长较快, 直销收入比重同比-4.02pct至41.28%。截至24年6月底, 公司合同负债99.93亿元, 环比增加4.7亿元。

其中24Q2, 公司营业总收入369.66亿元, 同比增长16.95%; 归母净利润176.3亿元, 同比增长16.1%。茅台酒/系列酒收入分别为288.6亿元/72.11亿元, 同比+12.92%/+42.51%, 由于今年4月、6月飞天批价出现较大幅波动, 公司发货进度有所调整, 而茅台1935超进度完成上半年任务, 引领系列酒保持高增势头。直销/经销收入分别为144.09亿元/216.62亿元, 同比+5.85%/+27.39%, 其中i茅台实现酒类不含税收入49.07亿元, 同比+10.62%; 直销收入比重同比-4.51pct至39.95%。

上半年, 公司毛利率同比-0.04pct至91.76%, 其中茅台酒/系列酒毛利率分别为94.13%/80.09%, 较2023年同比+0.01pct/+0.33pct。24Q2毛利率同比-0.11pct至90.68%, 主要为系列酒增速较快, 使得系列酒收入占比提升, 略有拉低整体毛利率。

➤ **取酒时间影响半年产量, 税金及销售费用影响净利率。**上半年, 茅台酒/系列酒基酒产量3.91万吨/2.27万吨, 同比-12.3%/-5.4%, 我们预计与第五轮次取酒时间有关, 2022年第五轮次开始于6月15日, 2023年第五轮次开始于6月8日, 我们判断今年第五轮次开启时间或为6月中旬后, 因此半年产量统计有下滑。此外, 3万吨酱香系列酒技改项目进度由年初90%提升至100%, 我们预计后续系列酒投产将加快。由于飞天茅台出厂价提升20%影响, 消费税基提高, 上半年公司营业税金及附加占比同比+1.23pct至16.47%; 公司持续开展文化活动, 加强品牌塑造, 上半年销售费用率同比+0.63pct至3.19%; 上半年管理费用率同比-0.82pct至4.68%。费率影响下, 公司上半年归母净利率同比-0.82pct至49.96%。

➤ **明确分红规划, 增强市场信心。**公司计划2024-2026年度, 每年度分配的现金红利总额不低于当年实现归母净利润的75%, 每年度的现金分红分两次(年度和中期分红)实施。具体的现金分红方案由公司董事会拟定, 经公司股东大会审议通过后实施。公司过往的基础分红比例为51.9%, 且连续两年实施特别分红, 2022-2023年整体分红率超80%。此规划有望稳定

股东对分红的预期，加强股东回报，提振市场信心。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计，公司 **2024-2026** 年摊薄每股收益分别为 **69.05 元、80.38 元、93.10 元**，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济不确定性风险；技改建设项目进度不及预期风险

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	127,554	150,560	175,505	203,091	233,823
增长率 YoY %	16.5%	18.0%	16.6%	15.7%	15.1%
归属母公司净利润 (百万元)	62,717	74,734	86,743	100,975	116,951
增长率 YoY%	19.6%	19.2%	16.1%	16.4%	15.8%
毛利率%	91.9%	92.0%	92.1%	92.2%	92.2%
净资产收益率ROE%	31.8%	34.7%	36.7%	38.8%	40.6%
EPS(摊薄)(元)	49.93	59.49	69.05	80.38	93.10
市盈率 P/E(倍)	28.66	24.05	20.72	17.80	15.37
市净率 P/B(倍)	9.10	8.33	7.60	6.90	6.23

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 08 月 08 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	216,611	225,173	249,124	278,028	312,556	
货币资金	58,274	69,070	86,534	107,124	132,403	
应收票据	105	14	24	28	32	
应收账款	21	60	48	56	64	
预付账款	897	35	41	47	54	
存货	38,824	46,435	52,746	61,034	70,255	
其他	118,489	109,558	109,732	109,739	109,748	
<b>非流动资产</b>	37,889	47,527	50,523	52,310	53,943	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	19,743	19,909	21,068	22,067	22,907	
无形资产	7,083	8,572	9,422	10,272	11,122	
其他	11,064	19,046	20,032	19,971	19,914	
<b>资产总计</b>	254,501	272,700	299,647	330,338	366,500	
<b>流动负债</b>	49,066	48,698	51,853	55,231	59,824	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	2,408	3,093	3,391	3,924	4,516	
其他	46,657	45,605	48,462	51,307	55,308	
<b>非流动负债</b>	497	346	345	345	345	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	497	346	345	345	345	
<b>负债合计</b>	49,563	49,043	52,197	55,576	60,169	
少数股东权益	7,458	7,988	11,041	14,379	17,996	
归属母公司股东权益	197,480	215,669	236,409	260,383	288,335	
<b>负债和股东权益</b>	254,501	272,700	299,647	330,338	366,500	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	127,554	150,560	175,505	203,091	233,823	
同比 (%)	16.5%	18.0%	16.6%	15.7%	15.1%	
归属母公司净利润	62,717	74,734	86,743	100,975	116,951	
同比 (%)	19.6%	19.2%	16.1%	16.4%	15.8%	
毛利率 (%)	91.9%	92.0%	92.1%	92.2%	92.2%	
ROE%	31.8%	34.7%	36.7%	38.8%	40.6%	
EPS (摊薄)(元)	49.93	59.49	69.05	80.38	93.10	
P/E	28.66	24.05	20.72	17.80	15.37	
P/B	9.10	8.33	7.60	6.90	6.23	
EV/EBITDA	23.97	20.22	14.22	12.13	10.36	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	127,554	150,560	175,505	203,091	233,823	
营业成本	10,199	11,981	13,688	15,832	18,217	
<b>营业税金及附加</b>	18,496	22,234	27,599	31,989	36,881	
销售费用	3,298	4,649	5,520	6,398	7,376	
管理费用	9,012	9,729	10,350	11,596	12,908	
研发费用	135	157	190	220	254	
财务费用	-1,392	-1,790	-2,061	-2,585	-3,203	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
<b>投资净收益</b>	64	34	34	40	46	
其他	10	75	34	40	46	
<b>营业利润</b>	87,880	103,709	120,289	139,722	161,483	
营业外收支	-178	-46	-80	-80	-80	
<b>利润总额</b>	87,701	103,663	120,209	139,642	161,403	
所得税	22,325	26,141	30,413	35,329	40,835	
<b>净利润</b>	65,376	77,521	89,796	104,313	120,568	
少数股东损益	2,659	2,787	3,053	3,338	3,617	
<b>归属母公司净利润</b>	62,717	74,734	86,743	100,975	116,951	
EBITDA	88,112	103,820	120,305	139,369	160,667	
EPS (当年)(元)	49.93	59.49	69.05	80.38	93.10	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	36,699	66,593	88,498	101,740	118,424	
净利润	65,376	77,521	89,796	104,313	120,568	
折旧摊销	1,688	1,937	2,158	2,313	2,467	
财务费用	12	13	11	11	11	
投资损失	-64	-34	-34	-40	-46	
营运资金变动	-29,127	-11,667	-3,183	-4,935	-4,656	
其它	-1,187	-1,177	-249	80	80	
<b>投资活动现金流</b>	-5,537	-9,724	-5,024	-4,140	-4,134	
资本支出	-5,306	-2,595	-4,125	-4,180	-4,180	
长期投资	-210	-7,268	0	0	0	
其他	-21	138	-899	40	46	
<b>筹资活动现金流</b>	-57,425	-58,889	-66,010	-77,011	-89,011	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-57,370	-58,755	-66,011	-77,011	-89,011	
<b>现金流净增加额</b>	-26,262	-2,019	17,464	20,590	25,279	

## 研究团队简介

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深入研究百龙创园、嘉必优）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

**满静雅**，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

**王雪骄**，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深入研究农夫山泉）行业。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。