



买入（维持）

所属行业：食品饮料/白酒II
当前价格(元)：1,436.80

证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002
邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

尤诗超

资格编号：S0120524070004
邮箱：yousc3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.09	-9.43	-16.48
相对涨幅(%)	3.06	-2.64	-7.40

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《贵州茅台(600519.SH)：i茅台运营复盘报告：“享约申购”主导营收，“畅享云购”有望贡献增长》，2024.6.2
- 《贵州茅台(600519) 2024一季报点评：一季度税金影响业绩，开局奠定优良基础》，2024.4.29
- 《贵州茅台(600519) 2023年报点评：23年稳健收官，24年收入目标15%左右》，2024.4.7
- 《贵州茅台(600519)》，2023.11.2
- 《贵州茅台(600519) 2023三季报点评：放慢步伐立足长远，基本面及业绩无忧》，2023.10.22

贵州茅台(600519.SH)：Q2收入业绩略超预期，分红规划提升释放积极信号

投资要点

- 事件：**公司发布2024年半年报，2024H1实现营业收入819.31亿元，同比增长17.76%；实现归母净利润416.96亿元，同比增长15.88%；实现扣非归母净利润416.70亿元，同比增长15.92%。根据计算，2024Q2实现营业收入361.55亿元，同比增长17.31%；实现归母净利润176.30亿元，同比增长16.10%；实现扣非归母净利润176.19亿元，同比增长16.15%。
- Q2收入业绩略超预期，系列酒增速较快。**24Q2公司实现营业收入361.6亿元，同比增长17.3%。1)分产品看，茅台酒/系列酒分别实现营业收入288.6/72.1亿元，同比增长12.9%/42.5%。茅台酒保持稳定增长，系列酒增长较快。2)分渠道看，24Q2公司批发代理/直销渠道分别实现营业收入216.6/144.1亿元，分别同比增长27.40%/5.85%。24Q2i茅台实现酒类不含税收入49.07亿元，同比增长10.62%，占直销营收34.1%。对比去年同期，批发代理渠道收入占比有所提升。3)截至二季度末，国内外经销商分别为2097/106家，环比Q1末经销商总数保持稳定，渠道结构没有显著变化。
- 毛利率和净利率小幅下降，分红规划提升，传递积极信号。**24Q2公司毛利率和净利率分别为90.68%和50.60%，分别同比下降0.12pct和0.69pct，预计与系列酒营收增长较快以及直营渠道营收占比有关。税金率同比提高0.77pct，销售费用率同比提高0.74pct，预计与广宣费用增加有关，管理费用率同比降低0.95pct。公司发布《2024—2026年度现金分红回报规划》公告，计划将贵州茅台2024—2026年度分红率提升至75%，原则上每年度进行两次分红，有利于稳定分红预期。
- 投资建议：**预计24-26年公司营业收入为1745.6/1955.4/2169.4亿元，同比增速为15.9%/12.0%/10.9%，归母净利润为875.8/987.3/1096.6亿元，同比增速为17.2%/12.7%/11.1%，维持“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济恢复不及预期，行业竞争加剧，新品推广不及预期

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,256.20		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	1,256.20	营业收入(百万元)	127,554	150,560	174,564	195,544	216,944
52 周内股价区间(元):	1379.99-2724.00	(+/-)YOY(%)	16.5%	18.0%	15.9%	12.0%	10.9%
总市值(百万元):	1,804,905.00	净利润(百万元)	62,717	74,734	87,581	98,729	109,658
总资产(百万元):	279,207.26	(+/-)YOY(%)	19.6%	19.2%	17.2%	12.7%	11.1%
每股净资产(元):	174.00	全面摊薄 EPS(元)	49.93	59.49	69.72	78.59	87.29
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	91.9%	92.0%	92.0%	92.1%	92.2%
		净资产收益率(%)	31.8%	34.7%	36.8%	37.6%	38.1%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	59.49	69.72	78.59	87.29
每股净资产	171.68	189.66	208.75	229.40
每股经营现金流	53.01	78.82	81.02	91.72
每股股利	30.88	51.74	59.50	66.65
价值评估(倍)				
P/E	29.01	20.61	18.28	16.46
P/B	10.05	7.58	6.88	6.26
P/S	11.99	10.34	9.23	8.32
EV/EBITDA	20.22	13.87	12.20	10.82
股息率%	1.8%	3.6%	4.1%	4.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	92.0%	92.0%	92.1%	92.2%
净利润率	52.5%	53.2%	53.4%	53.5%
净资产收益率	34.7%	36.8%	37.6%	38.1%
资产回报率	27.4%	28.2%	28.9%	29.3%
投资回报率	34.0%	36.1%	36.5%	36.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	18.0%	15.9%	12.0%	10.9%
EBIT 增长率	17.9%	18.6%	12.2%	11.0%
净利润增长率	19.2%	17.2%	12.7%	11.1%
偿债能力指标				
资产负债率	18.0%	19.5%	18.6%	17.9%
流动比率	4.6	4.3	4.6	4.8
速动比率	1.4	1.7	1.9	2.3
现金比率	1.4	1.6	1.9	2.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	1,293.2	1,276.2	1,285.8	1,285.1
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	7.6	8.5	9.2	10.1

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	74,734	87,581	98,729	109,658
少数股东损益	2,787	3,489	3,808	4,299
非现金支出	1,900	2,092	2,242	2,339
非经营收益	-1,160	-62	-56	-70
营运资金变动	-11,667	5,913	-2,940	-1,008
经营活动现金流	66,593	99,013	101,782	115,218
资产	-2,595	-3,927	-3,953	-3,714
投资	-7,268	-4	-3	-4
其他	138	62	57	70
投资活动现金流	-9,724	-3,869	-3,900	-3,648
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-58,889	-65,000	-74,750	-83,720
融资活动现金流	-58,889	-65,000	-74,750	-83,720
现金净流量	-2,019	30,144	23,132	27,850

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 9 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	150,560	174,564	195,544	216,944
营业成本	11,981	13,827	15,204	16,718
毛利率%	92.0%	92.0%	92.1%	92.2%
营业税金及附加	22,234	25,663	28,815	31,944
营业税金率%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
营业费用	4,649	5,482	6,090	6,788
营业费用率%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%
管理费用	9,729	8,566	9,594	10,650
管理费用率%	6.6%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	157	185	206	229
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	101,882	120,877	135,678	150,662
财务费用	-1,790	-1,036	-1,488	-1,835
财务费用率%	-1.2%	-0.6%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	34	62	57	70
营业利润	103,709	121,975	137,223	152,567
营业外收支	-46	0	0	0
利润总额	103,663	121,975	137,223	152,567
EBITDA	103,820	122,969	137,920	153,001
所得税	26,141	30,905	34,686	38,610
有效所得税率%	25.2%	25.3%	25.3%	25.3%
少数股东损益	2,787	3,489	3,808	4,299
归属母公司所有者净利润	74,734	87,581	98,729	109,658

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	69,070	99,214	122,346	150,196
应收账款及应收票据	74	687	485	461
存货	46,435	50,747	56,953	61,452
其它流动资产	109,593	110,192	110,261	110,096
流动资产合计	225,173	260,841	290,046	322,205
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	19,909	20,642	21,277	21,485
在建工程	2,137	1,886	1,741	1,586
无形资产	8,572	9,824	11,029	12,344
非流动资产合计	47,527	49,366	51,081	52,460
资产总计	272,700	310,207	341,126	374,664
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3,093	2,730	3,935	3,420
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	45,605	57,405	59,332	63,148
流动负债合计	48,698	60,134	63,267	66,568
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	346	346	346	346
非流动负债合计	346	346	346	346
负债总计	49,043	60,480	63,613	66,914
实收资本	1,256	1,256	1,256	1,256
普通股股东权益	215,669	238,250	262,229	288,167
少数股东权益	7,988	11,477	15,285	19,583
负债和所有者权益合计	272,700	310,207	341,126	374,664

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。