

## 中报业绩略超预期，分红承诺提升安全边际

### 核心观点

- 公司发布 2024 年半年报，上半年实现营业收入 819.3 亿元，同比+17.8%；实现归母净利润 417.0 亿元，同比+15.9%。单二季度来看，公司实现营业收入 361.6 亿元（+17.3%），实现归母净利润 176.3 亿元（+16.1%）。
- **飞天主动控速，茅台 1935 贡献增长。**2024H1，公司销售茅台酒 685.7 亿（yoy+17.8%），其中 24Q2 茅台酒实现收入 288.6 亿（yoy+12.9%），增速环比 Q1 下滑，预计主要因 Q2 飞天批价波动以及公司主动控量。24H1，公司系列酒实现收入 131.5 亿（yoy+30.5%），Q2 实现收入 72.1 亿（yoy+42.5%），预计受益于茅台 1935 销量同比维持高增。渠道端，24H1 直销实现收入 337.3 亿（yoy+7.3%），其中 i 茅台实现收入 102.5 亿（yoy+9.8%），直销增速环比放缓预计主要因公司收紧 1499 元企业团购等配额。24H1 批发渠道实现收入 479.9 亿（yoy+26.5%），年初以来维持较快增速。24H1 末，公司合同负债为 99.9 亿，同比+36.3%，环比+4.9%，在手订单充足。
- **毛利率稳定，税费略波动。**24H1，公司毛利率为 91.8%（yoy-0.0pct），销售/管理费用率分别为 3.2%（yoy+0.6pct）/4.7%（yoy-0.8pct），营业税金及附加占收入比重为 16.5%（yoy+1.2pct），销售净利率为 52.7%（yoy-1.0pct）。
- **飞天批价回升，公司发布分红承诺。**近期飞天批价波动引发关注，茅台酒厂通过收紧 1499 元企业团购配额、短期停发巽风茅台酒、放缓发货进度、取消拆箱令等措施，稳步推动批价企稳回升；根据今日酒价，8 月 7 日飞天散装、原装批价分别回升至 2430、2705 元，批价波动风险暂告一段落。另一方面，公司股息率（2024/8/8，2023 年度）达到 3.5%；公司发布《关于 2024-2026 年度现金分红回报规划的公告》，2024-2026 年度将保证每年两次分红，且合计分红总额占归母净利润比例不低于 75%，体现公司对提升股东回报的重视度，投资安全边际提升。

### 盈利预测与投资建议

- 公司主动控量挺价，对 24-26 年略下调收入。预测 2024-2026 年 EPS 为 68.41、78.66、89.43 元（原预测 24-26 年为 70.11、80.54、91.59 元）。维持采用 FCFF 估值法，得到公司权益价值为 24997 亿元，目标价为 1989.89 元，维持买入评级。

**风险提示：**消费复苏不及预期、飞天批价大幅下跌、1935 增量不及预期、品牌力降低、环境恶化风险。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	124,100	147,694	173,267	198,591	224,433
同比增长(%)	16.9%	19.0%	17.3%	14.6%	13.0%
营业利润(百万元)	87,880	103,709	118,328	136,066	154,703
同比增长(%)	17.6%	18.0%	14.1%	15.0%	13.7%
归属母公司净利润(百万元)	62,717	74,734	85,941	98,817	112,346
同比增长(%)	19.6%	19.2%	15.0%	15.0%	13.7%
每股收益(元)	49.93	59.49	68.41	78.66	89.43
毛利率(%)	91.9%	92.0%	92.2%	92.3%	92.4%
净利率(%)	50.5%	50.6%	49.6%	49.8%	50.1%
净资产收益率(%)	32.4%	36.2%	37.9%	36.6%	33.2%
市盈率	28.8	24.2	21.0	18.3	16.1
市净率	9.1	8.4	7.6	6.0	4.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月09日）	1436.8元
目标价格	1989.89元
52周最高价/最低价	1838.83/1361.3元
总股本/流通A股（万股）	125,620/125,620
A股市值（百万元）	1,804,905
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024年08月11日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	3.71	-0.09	-16.48	-21.52
相对表现%	5.27	3.06	-7.39	-5.49
沪深300%	-1.56	-3.15	-9.09	-16.03



### 证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001

### 联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
燕斯娟	yansixian1@orientsec.com.cn

### 相关报告

24Q1 迎来开门红，批价短期波动不改长期配置价值	2024-04-29
业绩超预期，23年圆满收官	2024-04-04
23年圆满完成目标，茅台 1935 销售超预期	2024-01-18

## 投资建议

公司主动控量挺价，对 24-26 年略下调收入。预测 2024-2026 年 EPS 为 68.41、78.66、89.43 元（原预测 24-26 年为 70.11、80.54、91.59 元）。维持采用 FCFF 估值法，得到公司权益价值为 24997 亿元，目标价为 1989.89 元，维持买入评级。

WACC 计算：以表中参数为基础，我们计算得出公司 WACC 为 9.68%。

**表 1：公司 WACC 计算主要参数设定**

参数	数值
所得税率	25%
剔除杠杆调整 Beta	1.14
无风险收益率 Rf	2.20%
市场风险溢价 Rm-Rf	7.02%
市场回报率 Rm	0.0922
债务成本 Kd	3.85%
<b>WACC</b>	<b>9.68%</b>

资料来源：Wind、东方证券研究所

**股权价值计算结果：**我们假设公司永续增长率为 3.0%，计算得出公司每股权益价值为 1989.89 元。

**表 2：股权价值计算结果**

项目	数值
永续增长值率	3%
预测期自由现金流现值（百万元）	894,918.68
永续自由现金流现值（百万元）	1,537,215.77
企业价值（百万元）	2,432,134.45
<b>权益价值（百万元）</b>	<b>2,499,697.75</b>
<b>每股权益价值（人民币）</b>	<b>1,989.89</b>

资料来源：Wind、东方证券研究所

**表 3：FCFF 目标价敏感性分析表**

FCFF 目标价敏感性分析		永续增长率 Gn(%)				
		2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
WACC(%)	7.68%	2247.23	2512.61	2891.47	3476.36	4498.15
	8.18%	2077.90	2296.67	2599.94	3048.41	3779.15
	8.68%	1931.13	2113.57	2360.28	2712.48	3256.23
	9.18%	1802.75	1956.43	2159.88	2441.91	2858.96
	9.68%	1689.57	1820.17	1989.89	2219.40	2547.04
	10.18%	1589.09	1700.94	1843.96	2033.28	2295.73
	10.68%	1499.33	1595.78	1717.36	1875.35	2088.99
	11.18%	1418.71	1502.39	1606.54	1739.72	1916.01
	11.68%	1345.91	1418.93	1508.77	1622.01	1769.18

资料来源：Wind、东方证券研究所（目标价单位：元/股）

## 风险提示

**消费复苏不及预期风险。**如果宏观经济、消费复苏慢于预期，可能对公司业绩增速造成不利影响。

**飞天批价大幅下跌风险。**若飞天批价大幅下跌，或导致社会库存相继抛售，引发恶性循环，或对公司业绩、估值造成不利影响。

**1935 增量不及预期风险。**茅台 1935 为公司重点打造的千元价格带战略产品，如果茅台 1935 销量增长较慢，可能对公司盈利、估值造成不利影响。

**品牌力降低风险。**如果茅台酒出现食品安全等黑天鹅事件，可能对公司品牌力造成负面影响。

**环境恶化风险。**如果赤水河环境出现恶化，有可能对酒质造成负面影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	58,274	69,070	76,478	141,077	211,738	营业收入	124,100	147,694	173,267	198,591	224,433
应收票据、账款及款项融资	126	74	87	100	113	营业成本	10,093	11,867	13,469	15,289	17,099
预付账款	897	35	41	47	53	销售费用	3,298	4,649	4,592	5,402	6,105
存货	38,824	46,435	52,702	59,823	66,906	管理费用	9,012	9,729	11,414	12,884	14,336
其他	118,489	109,558	119,046	113,670	112,801	研发费用	135	157	173	199	224
<b>流动资产合计</b>	<b>216,611</b>	<b>225,173</b>	<b>248,354</b>	<b>314,716</b>	<b>391,610</b>	财务费用	(1,392)	(1,790)	(725)	(1,085)	(1,761)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	15	(38)	15	15	15
固定资产	19,743	19,909	22,976	26,518	29,846	公允价值变动收益	0	3	15	6	8
在建工程	2,208	2,137	4,654	5,493	5,678	投资净收益	64	34	10	10	10
无形资产	7,083	8,572	8,386	8,200	8,013	其他	(15,123)	(19,447)	(26,026)	(29,838)	(33,730)
其他	8,855	16,908	3,793	3,780	3,433	<b>营业利润</b>	<b>87,880</b>	<b>103,709</b>	<b>118,328</b>	<b>136,066</b>	<b>154,703</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>37,889</b>	<b>47,527</b>	<b>39,808</b>	<b>43,990</b>	<b>46,970</b>	营业外收入	71	87	100	100	100
<b>资产总计</b>	<b>254,501</b>	<b>272,700</b>	<b>288,162</b>	<b>358,706</b>	<b>438,580</b>	营业外支出	249	133	40	40	40
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>87,701</b>	<b>103,663</b>	<b>118,388</b>	<b>136,126</b>	<b>154,763</b>
应付票据及应付账款	2,408	3,093	3,511	3,985	4,457	所得税	22,325	26,141	29,242	33,623	38,226
其他	46,657	45,605	35,430	38,020	40,575	<b>净利润</b>	<b>65,376</b>	<b>77,521</b>	<b>89,146</b>	<b>102,503</b>	<b>116,536</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>49,066</b>	<b>48,698</b>	<b>38,940</b>	<b>42,004</b>	<b>45,031</b>	少数股东损益	2,659	2,787	3,205	3,686	4,190
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>62,717</b>	<b>74,734</b>	<b>85,941</b>	<b>98,817</b>	<b>112,346</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	49.93	59.49	68.41	78.66	89.43
其他	497	346	267	267	267						
<b>非流动负债合计</b>	<b>497</b>	<b>346</b>	<b>267</b>	<b>267</b>	<b>267</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>49,563</b>	<b>49,043</b>	<b>39,207</b>	<b>42,271</b>	<b>45,298</b>		<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	7,458	7,988	11,193	14,879	19,069	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	营业收入	16.9%	19.0%	17.3%	14.6%	13.0%
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375	营业利润	17.6%	18.0%	14.1%	15.0%	13.7%
留存收益	193,798	211,982	235,130	298,925	371,582	归属于母公司净利润	19.6%	19.2%	15.0%	15.0%	13.7%
其他	1,051	1,055	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>204,938</b>	<b>223,656</b>	<b>248,955</b>	<b>316,435</b>	<b>393,282</b>	毛利率	91.9%	92.0%	92.2%	92.3%	92.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>254,501</b>	<b>272,700</b>	<b>288,162</b>	<b>358,706</b>	<b>438,580</b>	净利率	50.5%	50.6%	49.6%	49.8%	50.1%
						ROE	32.4%	36.2%	37.9%	36.6%	33.2%
						ROIC	32.1%	35.6%	37.5%	35.9%	32.4%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	19.5%	18.0%	13.6%	11.8%	10.3%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	4.41	4.62	6.38	7.49	8.70
						速动比率	3.62	3.67	5.02	6.07	7.21
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	11,854.5	3,632.8	2,641.3	2,612.9	2,595.8
						存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
						总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	49.93	59.49	68.41	78.66	89.43
						每股经营现金流	29.21	53.01	57.22	83.47	90.83
						每股净资产	157.20	171.68	189.27	240.05	297.89
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	28.8	24.2	21.0	18.3	16.1
						市净率	9.1	8.4	7.6	6.0	4.8
						EV/EBITDA	19.6	16.7	14.5	12.6	11.1
						EV/EBIT	20.0	17.0	14.7	12.8	11.3

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。