

贵州茅台 (600519.SH) / 食品饮料

证券研究报告/公司点评

2024年8月9日

评级：买入（维持）

市场价格：1430.69元

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email: hect@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	124,100	147,694	172,185	196,109	219,736
增长率 yoy%	17%	19%	17%	14%	12%
净利润（百万元）	62,716	74,734	87,287	99,341	111,007
增长率 yoy%	20%	19%	17%	14%	12%
每股收益（元）	49.93	59.49	69.48	79.08	88.37
每股现金流量	29.21	53.01	54.74	64.31	74.54
净资产收益率	31%	33%	34%	34%	33%
P/E	28.7	24.0	20.6	18.1	16.2
P/B	9.1	8.3	7.3	6.4	5.7

备注：股价数据更新截止2024年8月8日

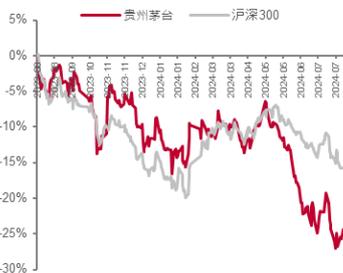
投资要点

- **事件：公司公布2024年半年度报告：24H1年公司实现营业总收入834.51亿元，同比增长17.56%；实现归母净利润416.96亿元，同比增长15.89%，实现扣非归母净利润416.70亿元，同比增长15.92%；其中单二季度度公司实现营业总收入369.66亿元，同比增长16.95%，实现归母净利润176.01亿元，同比增长15.91%，实现扣非归母净利润176.19亿元，同比增长16.15%。**
- **收入增速符合预期，回款表现亮眼。**2024年上半年公司收入增速复合预期，整体实现收入增速17.56%，其中结合合同负债来看，公司上半年营业收入+△合同负债同增26.20%；单二季度来看，公司实现营业收入369.66亿元，同增16.85%，营业收入+△合同负债同增22.29%；从销售收现的角度来看，公司上半年实现销售收现870.94亿元，同增26.09%，单二季度实现销售收现408.37亿元，同增22.60%，总体来看公司回款数据表现亮眼。
- **毛利率稳定，税金及附加占比短期波动。**2024年上半年公司实现销售毛利率91.76%，同比较为稳定；实现销售净利率52.70%，同比下降0.96pcts。单二季度实现销售毛利率90.68%，同比下降0.12pcts，实现销售净利率50.60%，同比下降0.69pcts；费用端来看，上半年公司实现销售费用率3.14%，同增0.62pcts，单二季度实现销售费用率4.00%，同增0.74pcts，我们预计主要由于22年下半年和去年同期仍受到疫情影响，费用投放基数较小，随着基数回归正常24年整体销售费用率有望呈优化趋势；上半年实现管理费用率4.60%，同比下降0.80pcts，单二季度实现管理费用率4.80%，同比下降0.95pcts；税金及附加占比同增1.24pcts至16.17%，单二季度实现税金及附加占比17.03%，同增0.77pcts，我们预计主要是季度间波动以及提价后税基提升的影响。
- **飞天发货节奏稳定，系列酒同比增速明显。**分产品来看，2024年上半年公司实现茅台酒营收685.67亿元，同增15.67%，实现毛利率94.13%，实现销售占比83.69%，同比下降1.51pcts，系列酒实现营业收入131.47亿元，同增30.51%，实现毛利率80.10%；我们认为公司飞天系列发货节奏保持稳定。
- **飞天提价带动批发代理渠道收入占比提升明显。**上半年公司茅台酒销售公司实现营业收入664.21亿元，同增15.99%，实现营业利润率45.26%，实现销售净利率33.92%，酱香酒销售公司实现营业收入128.18亿元，实现销售净利率34.61%，实现营业利润率46.20%。分渠道来看，上半年公司主营业务收入中直销渠道实现销售收入337.28亿元，同增7.35%，直销销售占比同比下滑4.03pcts至41.28%，批发代理渠道实现销售收入479.86亿元，同增26.50%；其次i茅台上半年实现销售收入102.50亿元，同增9.7

基本状况

总股本(百万股)	1,256
流通股本(百万股)	1,256
市价(元)	1,430.69
市值(百万元)	1,797,230
流通市值(百万元)	1,797,230

股价与行业-市场走势对比



相关报告

6%；我们认为上半年公司批发代理渠道收入提升主要系 23 年年底对于批发代理渠道打款价格提价 20%所致，直销渠道打款价格保持稳定，带动批发代理渠道收入占比提升明显。

- **盈利预测及投资建议：**维持“买入”评级。我们维持盈利预测。预计公司 2024-2026 年营收分别为 1722/1961/2197 亿元，同比增长 17%/14%/12%；净利润分别为 873/993/1110 亿元，同比增长 17%/14%/12%；对应 EPS 分别为 69.48/79.08/88.37 元，对应 2024-2026 年 PE 分别为 21/18/16 倍，重点推荐。
- 风险提示：全球疫情持续扩散、高端酒行业竞争加剧、食品品质事故、研报信息更新不及时的风险。

图表 1：盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	69,070	83,850	100,922	121,697	营业收入	147,694	172,185	196,109	219,736
应收票据	14	16	19	21	营业成本	11,867	13,756	15,905	17,898
应收账款	60	70	80	90	税金及附加	22,234	25,828	29,416	32,960
预付账款	35	40	46	52	销售费用	4,649	4,821	5,099	5,493
存货	46,435	53,827	62,235	70,034	管理费用	9,729	11,192	12,355	13,843
合同资产	0	0	0	0	研发费用	157	183	209	234
其他流动资产	109,558	127,659	145,341	162,804	财务费用	-4,543	-4,641	-4,641	-4,641
流动资产合计	225,173	265,462	308,644	354,697	信用减值损失	38	3	3	3
其他长期投资	4	4	4	4	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	3	3	3	3
固定资产	19,909	18,661	17,577	16,643	投资收益	34	34	34	34
在建工程	2,137	2,237	2,237	2,137	其他收益	35	35	35	35
无形资产	8,572	9,401	10,146	10,818	营业利润	103,709	121,120	137,841	154,023
其他非流动资产	16,904	16,902	16,901	16,900	营业外收入	87	87	87	86
非流动资产合计	47,527	47,206	46,866	46,502	营业外支出	133	133	133	133
资产合计	272,700	312,668	355,509	401,199	利润总额	103,663	121,074	137,795	153,976
短期借款	0	97	226	335	所得税	26,142	30,532	34,749	38,829
应付票据	0	0	0	0	净利润	77,521	90,542	103,046	115,147
应付账款	3,093	3,585	4,146	4,665	少数股东损益	2,787	3,256	3,705	4,140
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	74,734	87,287	99,341	111,007
合同负债	14,126	16,468	18,756	21,016	NOPLAT	74,124	87,071	99,576	111,676
其他应付款	5,213	5,213	5,213	5,213	EPS (按最新股本摊薄)	59.49	69.48	79.08	88.37
一年内到期的非流动负债	57	57	57	57					
其他流动负债	26,209	29,226	32,381	35,535	主要财务比率				
流动负债合计	48,698	54,647	60,779	66,821	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	19.0%	16.6%	13.9%	12.0%
其他非流动负债	346	346	346	346	EBIT增长率	19.5%	17.5%	14.4%	12.2%
非流动负债合计	346	346	346	346	归母公司净利润增长率	19.2%	16.8%	13.8%	11.7%
负债合计	49,043	54,992	61,125	67,167	获利能力				
归属母公司所有者权益	215,669	246,432	279,436	314,944	毛利率	92.0%	92.0%	91.9%	91.9%
少数股东权益	7,988	11,243	14,949	19,089	净利率	52.5%	52.6%	52.5%	52.4%
所有者权益合计	223,656	257,676	294,384	334,033	ROE	33.4%	33.9%	33.7%	33.2%
负债和股东权益	272,700	312,668	355,509	401,199	ROIC	47.9%	48.3%	47.9%	47.0%
					偿债能力				
					资产负债率	18.0%	17.6%	17.2%	16.7%
					债务权益比	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
					流动比率	4.6	4.9	5.1	5.3
					速动比率	3.7	3.9	4.1	4.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.5
					应收账款周转天数	0	0	0	0
					应付账款周转天数	83	87	87	89
					存货周转天数	1,293	1,312	1,313	1,330
					每股指标(元)				
					每股收益	59.49	69.48	79.08	88.37
					每股经营现金流	53.01	54.74	64.31	74.54
					每股净资产	171.68	196.17	222.45	250.71
					估值比率				
					P/E	24	21	18	16
					P/B	8	7	6	6
					EV/EBITDA	33	28	25	22

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。