

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	1,436.80
总股本/流通股本(亿股)	12.56 / 12.56
总市值/流通市值(亿元)	18,049 / 18,049
52周内最高/最低价	1,866.00 / 1,379.99
资产负债率(%)	18.0%
市盈率	24.15
第一大股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

贵州茅台(600519)

营收利润均略超预期，未来三年每年分红率不低于75%

● 事件

公司2024年上半年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 834.51/819.31/416.96/359.80 亿元，同比+17.56%/+17.76%/+15.88%/+15.92%。单Q2实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 369.66/361.55/176.30/176.05 亿元，同比+16.95%/+17.31%/+16.10%/+16.06%。

● 核心要点

Q2 收入利润略超预期，主因系列酒高增长带动，茅台酒维持双位数稳健增长。公司上半年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 834.51/819.31/416.96/359.80 亿元，同比+17.56%/+17.76%/+15.88%/+15.92%。单Q2实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 369.66/361.55/176.30/176.05 亿元，同比+16.95%/+17.31%/+16.10%/+16.06%。分产品看，单Q2茅台酒/系列酒收入分别为 288.60/72.11 亿元，同比+12.92%/+42.52%，外部消费环境疲软的情况下茅台酒继续稳健双位数增长，显示韧性，系列酒高增长拉动公司Q2整体营收超预期。

销售渠道结构持续调整，i 茅台二季度稳健增长。分渠道来看，上半年直销渠道实现收入 337.28 亿，同比+7.35%，经销渠道 479.86 亿，同比+26.50%，直销占比同比下降 4.03pct 至 41.28%；单Q2直销渠道实现收入 144.09 亿，同比+5.85%，经销渠道 216.62 亿，同比+27.40%，直销占比同比下降 4.52pct 至 39.95%。直销渠道占比持续下降一方面由于23年11月1日起，53度飞天、五星的出厂价格平均上调约20%，提价影响的主要是批发渠道；另一方面预计与系列酒放量有关，上半年公司经销商数量增加18个，均为系列酒经销商。其中上半年i茅台实现收入102.50亿元，同比+9.76%，单Q2实现收入49.07亿元，同比+10.64%。i茅台Q2保持稳健增长，预计主要由“畅享云购”中的产品带动。

销售收现亮眼、预收款势能十足。公司上半年毛利率/归母净利率为 91.91%/49.96%，分别同比-0.05/-0.72pct，税金比例/销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.17%/3.14%/4.60%/0.11%/-1.07%，分别同比+1.24%/+0.62/-0.80/+0.01/0.15pct。上半年销售收现+26.09%、经现净额+20.52%。二季度末合同负债（预收款）99.93 亿元，同比增加 26.59 亿元、环比增加 4.70 亿元，预收款（合同负债）势能十足。现金流量表中客户存款和同业存放款项增长较多，预计主因公司控股子公司贵州茅台集团财务有限公司吸收集团成员单位存款增加。

2024—2026 年度，公司每年度分配的现金红利总额不低于当年实现归属于上市公司股东净利润的75%，每年度的现金分红分两次（年

度和中期分红)实施。根据我们的盈利预测,以未来三年均为75%的分红比例来计算,对应当前的股价预计2024-2026年公司的股息率分别为3.54%/3.99%/4.43%(当前十年期国债收益率2.18%)。

● 盈利预测与投资评级

考虑到当前的需求环境仍然偏弱,同时公司十四五目标规划的完成确定性较高,因此我们认为公司后续的增长会更加侧重于长期健康可持续的发展。据此我们来调整对未来三年的盈利预测,预计2024-2026年营业收入分别为1737.84/1951.08/2152.58亿元(原预测2024-2025年为1796.04/2063.64亿元),同比增长15.43%/12.27%/10.33%,归母净利润852.63/961.28/1067.11亿元(原预测2024-2025年为909.88/1054.26亿元),同比增长14.09%/12.74%/11.01%。未来三年EPS分别为67.87/76.52/84.95元。对应当前股价PE分别为21/19/17倍,维持“买入”评级。

● 风险提示:

食品安全风险;需求不及预期风险;批价大幅波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	150560	173784	195108	215258
增长率(%)	19.01	15.43	12.27	10.33
EBITDA(百万元)	103738.02	120847.40	136021.57	150699.80
归属母公司净利润(百万元)	74734.07	85263.23	96128.26	106710.98
增长率(%)	19.16	14.09	12.74	11.01
EPS(元/股)	59.49	67.87	76.52	84.95
市盈率(P/E)	24.15	21.17	18.78	16.91
市净率(P/B)	8.37	7.68	7.02	6.42
EV/EBITDA	20.34	14.35	12.60	11.22

资料来源:公司公告,中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	150560	173784	195108	215258	营业收入	19.0%	15.4%	12.3%	10.3%
营业成本	11867	13749	15430	16965	营业利润	18.0%	15.4%	12.7%	11.0%
税金及附加	22234	25230	28384	31364	归属于母公司净利润	19.2%	14.1%	12.7%	11.0%
销售费用	4649	5459	5949	6362	获利能力				
管理费用	9729	9723	10555	11027	毛利率	92.0%	91.9%	92.0%	92.0%
研发费用	157	156	175	194	净利率	52.5%	52.3%	52.5%	52.7%
财务费用	-1790	-263	-347	-451	ROE	34.7%	36.3%	37.4%	37.9%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	49.2%	56.6%	61.0%	67.2%
营业利润	103709	119679	134910	149746	偿债能力				
营业外收入	87	76	76	76	资产负债率	18.0%	20.0%	19.8%	19.4%
营业外支出	133	225	225	225	流动比率	4.62	4.29	4.41	4.57
利润总额	103663	119530	134761	149597	营运能力				
所得税	26141	30245	34099	37853	应收账款周转率	2446.34	5194.92	5194.92	5194.92
净利润	77521	89285	100663	111745	存货周转率	0.26	0.26	0.26	0.26
归母净利润	74734	85263	96128	106711	总资产周转率	0.54	0.55	0.56	0.56
每股收益(元)	59.49	67.87	76.52	84.95	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	59.49	67.87	76.52	84.95
货币资金	69070	87750	115081	145367	每股净资产	171.68	187.14	204.56	223.90
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	74	87	97	108	PE	24.15	21.17	18.78	16.91
预付款项	35	633	712	787	PB	8.37	7.68	7.02	6.42
存货	46435	52599	59027	64900	现金流量表				
流动资产合计	225173	262724	296717	333098	净利润	77521	89338	100715	111797
固定资产	20223	19438	18627	17791	折旧和摊销	1865	1581	1607	1553
在建工程	2137	1710	1282	855	营运资本变动	-11667	4774	-631	-534
无形资产	8572	8322	8070	7817	其他	-1198	-386	-469	-573
非流动资产合计	47527	45946	44339	42786	经营活动现金流净额	66521	95307	101222	112243
资产总计	272700	308671	341057	375884	资本开支	-2703	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-7021	-10971	70	70
应付票据及应付账款	3093	3313	3718	4088	投资活动现金流净额	-9724	-10971	70	70
其他流动负债	45605	57989	63616	68806	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	48698	61303	67334	72894	债务融资	-68	-68	-65	-62
其他	346	278	213	151	其他	-58821	-65588	-73896	-81966
非流动负债合计	346	278	213	151	筹资活动现金流净额	-58889	-65656	-73961	-82027
负债合计	49043	61581	67547	73046	现金及现金等价物净增加额	-2091	18680	27331	30286
股本	1256	1256	1256	1256					
资本公积金	1375	1375	1375	1375					
未分配利润	213037	232449	254334	278629					
少数股东权益	7988	12010	16544	21578					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	223656	247090	273510	302838					
负债和所有者权益总计	272700	308671	341057	375884					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048