

白酒

贵州茅台（600519.SH）

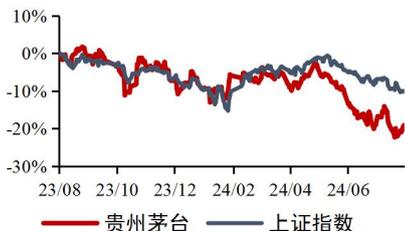
买入-A(维持)

24H1 业绩略超预期，分红规划提振信心

2024年8月11日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年8月9日

收盘价(元):	1,436.80
年内最高/最低(元):	1,898.58/1,361.30
流通A股/总股本(亿股):	12.56/12.56
流通A股市值(亿元):	18,049.05
总市值(亿元):	18,049.05

基础数据：2024年6月30日

基本每股收益(元):	33.19
摊薄每股收益(元):	33.19
每股净资产(元):	181.54
净资产收益率(%):	18.93

资料来源：最闻

分析师：

周蓉

执业登记编码：S0760522080001

邮箱：zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

事件描述

➢ **事件：**公司发布2024年半年报，实现营业总收入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%；其中，24Q2实现营业总收入369.66亿元，同比增长16.95%，归母净利润176.30亿元，同比增长16.10%。

同时公司发布现金分红回报规划公告，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。

事件点评

➢ **24Q2 系列酒实现高增，飞天价格波动后企稳回升。**公司24H1实现营业总收入834.51亿元，同比增长17.56%。1)从产品看，24H1年茅台酒实现收入685.67亿元，同比增长15.67%；系列酒实现收入131.47亿元，同比增长30.51%；其中，24Q2茅台酒实现收入288.60亿元，同比增长12.92%；系列酒实现收入72.11亿元，同比增长42.52%。2)从销售渠道看，24H1批发渠道收入479.86亿元，占比酒类收入58.7%，直销收入337.28亿元，占比41.3%。“i茅台”24Q2实现营收49.07亿元，同比增长10.6%。二季度是白酒行业传统淡季，送礼及高端宴席等消费需求环比春节旺季会有回落，在此背景下公司系列酒实现高增。同时前期价盘在需求压致&黄牛乱价下短期有所波动，根据今日酒价数据披露，散装飞天批价在今年6月中下旬下滑至2080元/瓶，后经公司取消大箱茅台开箱政策、暂停部分精品茅台发货等稳价措施，其调整精准有效，当前产品批价已企稳回升至2400元/瓶左右。上半年公司通过加强渠道管控和精准化投放来平衡量价，顺利完成任务目标，公司业绩确定性高，彰显其龙头价值。

➢ **24H1 毛利率略有下降，盈利能力相对平稳。**公司24H1毛利率和净利率分别-0.05/-0.72pcts至91.91%/49.96%，24Q2毛利率和净利率分别-0.14/-0.35pcts至90.88%/47.69%，24Q2毛利率略有下滑主要系系列酒高增所致，盈利能力整体平稳。上半年公司销售费用率和管理费用率分别+0.62/-0.80pcts至3.14%/4.60%，销售费用增加主要是公司加大广告宣传及市场投入所致。24Q2末公司合同负债99.9亿元，同比/环比+26.6/+4.7亿元，蓄水池仍充足。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ **旨在长远健康发展，中长期配置价值凸显。**6月以来面对市场的短期波动，公司通过控制产品供应和改善市场营销结构来应对，反映了其对市场反应的敏感性及品牌价值保护的长远考虑，旨在更“稳定、健康”地可持续发展。长期来看，不仅有助于稳定消费者和投资者对于茅台批价的信心和预期，还将强化公司在高端白酒市场的龙头地位。同时常规分红率的提升也提振了市场信心，护航其长期配置价值。

投资建议

➤ 我们看好公司长期投资价值。预计2024-2026年公司营业总收入分别为1738.43/1969.88/2232.68亿元，同比增长15.5%/13.3%/13.3%；归母净利润870.40/992.32/1128.33亿元，同比增长16.5%/14.0%/13.7%；对应EPS分别为69.29/78.99/89.82元；对应当前股价，PE分别为21\18\16，维持“买入-A”投资评级。

风险提示

➤ 宏观经济回暖节奏放缓业绩增长不及预期，改革推进不及预期，行业竞争加剧等。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	127,554	150,560	173,843	196,988	223,268
YoY(%)	16.5	18.0	15.5	13.3	13.3
净利润(百万元)	62,716	74,734	87,040	99,232	112,833
YoY(%)	19.6	19.2	16.5	14.0	13.7
毛利率(%)	92.1	92.1	92.2	92.1	92.1
EPS(摊薄/元)	49.93	59.49	69.29	78.99	89.82
ROE(%)	31.9	34.7	29.0	26.1	23.8
P/E(倍)	28.7	24.0	20.6	18.1	15.9
P/B(倍)	9.1	8.3	5.9	4.7	3.8
净利率(%)	49.2	49.6	50.1	50.4	50.5

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	216611	225173	319369	400421	501994
现金	58274	69070	157783	230097	324332
应收票据及应收账款	126	74	157	105	192
预付账款	897	35	1041	178	1204
存货	38824	46435	50815	60473	66683
其他流动资产	118489	109558	109572	109567	109582
非流动资产	37753	47527	51008	54032	57383
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	19743	19909	22582	24874	27290
无形资产	7274	8790	9645	10444	11405
其他非流动资产	10737	18828	18781	18714	18688
资产总计	254365	272700	370376	454452	559376
流动负债	49066	48698	54941	56026	63290
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2408	3093	3182	3999	4206
其他流动负债	46657	45605	51759	52027	59084
非流动负债	334	346	346	346	346
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	334	346	346	346	346
负债合计	49400	49043	55287	56372	63635
少数股东权益	7458	7988	12381	17144	22167
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	193825	211982	267824	334712	415294
归属母公司股东权益	197507	215669	302708	380937	473574
负债和股东权益	254365	272700	370376	454452	559376

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	36699	66593	91521	94932	115664
净利润	65375	77521	91433	103995	117855
折旧摊销	1611	1865	1714	2016	2333
财务费用	-1392	-1790	-2403	-3377	-4402
投资损失	-64	-34	-39	-49	-46
营运资金变动	-29127	-11667	-4183	-7653	-3075
其他经营现金流	295	698	999	499	999
投资活动现金流	-5537	-9724	-5154	-4991	-5636
筹资活动现金流	-57425	-58889	-37654	-37626	-35794
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	49.93	59.49	69.29	78.99	89.82
每股经营现金流(最新摊薄)	29.21	53.01	72.86	75.57	92.07
每股净资产(最新摊薄)	157.23	171.68	240.97	303.25	376.99

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	127554	150560	173843	196988	223268
营业成本	10093	11867	13536	15490	17699
营业税金及附加	18496	22234	25673	29090	32971
营业费用	3298	4649	4694	5319	6251
管理费用	9012	9729	11648	13198	15182
研发费用	135	157	182	206	233
财务费用	-1392	-1790	-2403	-3377	-4402
资产减值损失	-15	38	44	50	56
公允价值变动收益	0	3	1	1	1
投资净收益	64	34	39	49	46
营业利润	87880	103709	120511	137061	155323
营业外收入	71	87	87	87	87
营业外支出	249	133	133	133	133
利润总额	87701	103663	120465	137015	155277
所得税	22326	26141	29032	33021	37422
税后利润	65375	77521	91433	103995	117855
少数股东损益	2659	2787	4393	4763	5023
归属母公司净利润	62716	74734	87040	99232	112833
EBITDA	88730	104837	121045	137092	154838

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	16.5	18.0	15.5	13.3	13.3
营业利润(%)	17.6	18.0	16.2	13.7	13.3
归属于母公司净利润(%)	19.6	19.2	16.5	14.0	13.7
获利能力					
毛利率(%)	92.1	92.1	92.2	92.1	92.1
净利率(%)	49.2	49.6	50.1	50.4	50.5
ROE(%)	31.9	34.7	29.0	26.1	23.8
ROIC(%)	32.8	35.7	29.9	26.9	24.4
偿债能力					
资产负债率(%)	19.4	18.0	14.9	12.4	11.4
流动比率	4.4	4.6	5.8	7.1	7.9
速动比率	1.2	1.4	2.9	4.1	5.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	2018.4	1500.4	1500.4	1500.4	1500.4
应付账款周转率	4.6	4.3	4.3	4.3	4.3
估值比率					
P/E	28.7	24.0	20.6	18.1	15.9
P/B	9.1	8.3	5.9	4.7	3.8
EV/EBITDA	19.7	16.6	13.6	11.6	9.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

