

贵州茅台 (600519.SH) 业绩好于预期，分红方案诚意十足

2024年08月12日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790524010001

日期	2024/8/9
当前股价(元)	1,436.80
一年最高最低(元)	1,898.58/1,361.30
总市值(亿元)	18,049.05
流通市值(亿元)	18,049.05
总股本(亿股)	12.56
流通股本(亿股)	12.56
近3个月换手率(%)	16.18

● 收入利润略超预期，分红诚意较好，维持“买入”评级

贵州茅台 2024H1 营收 834.5 亿元，同比+17.6%，归母净利润 417.0 亿元，同比+15.9%。Q2 营收 369.7 亿元，同比+17.0%，归母净利润+176.3 亿元，同比+16.1%。收入利润略超预期。我们维持 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年净利润分别为 886.9 亿元、1045.3 亿元、1221.2 亿元，同比分别+18.7%、+17.9%、+16.8%，EPS 分别为 70.60 元、83.21 元、97.21 元，当前股价对应 PE 分别为 20.4、17.3、14.8 倍，目前批价稳步上涨，考虑分红和成长性，维持“买入”评级。

● 二季度系列酒增速更高快，经销商成为主要增量渠道

2024Q2 茅台酒收入 288.6 亿元，同比+12.9%，考虑提价因素，量增预计在个位数，主要是二季度末为维持价格稳定，控制了出货节奏。Q2 系列酒 72.1 亿元，同比+42.5%，预计是经销商渠道针对系列酒回款力度较大，实际动销较为平稳。Q2 直销渠道营收 144.09 亿元，同比+5.85%，其中 i 茅台 49.07 亿元，同比+10.6%，增速放缓主要系 i 茅台预约积极性降温和暂停企业团购。批发营收 216.62 亿元，同比+27.40%，经销商增速较高，体现了茅台渠道的逆周期调节能力。

● 现金流和预收款好于预期，产品结构下滑和费用率提升导致盈利能力微降

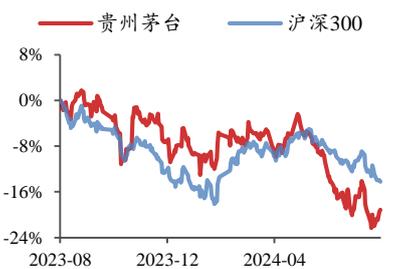
2024Q2 销售回款 408.3 亿元，同增 22.6%，快于收入，2024H1 末合同负债为 99.9 亿元，环比 Q1 末增长 4.7 亿元。主要原因是二季度末经销商按照要求回款力度较大。系列酒增速较高导致单 Q2 毛利率同比下降 0.1pct 至 90.7%，税金率/销售费用率/管理费用率同比+0.7 pct/+0.7pct/-1.0pct，净利率 50.6%，同比下降 0.7pct。考虑茅台酒提价对冲产品结构和费用压力，预计全年来看，净利率保持平稳。

● 分红方案诚意较大，对行业有积极表率作用

公司公告 2024 至 2026 年每年度分配的现金红利总额不低于当年归母净利润的 75%，每年度的现金分红分两次（年度和中期分红）实施。测算股息率在 3.7% 之上，分红力度和确定性强，有望对股价形成有效支撑。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《收入高增势头不减，市场化改革进程持续——公司信息更新报告》

-2024.5.1

《冲刺之年，势能不减——公司信息更新报告》-2024.4.7

《预收款指标良好，全年目标游刃有余——公司信息更新报告》-2023.10.24

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	127,554	150,560	174,939	202,056	231,775
YOY(%)	16.5	18.0	16.2	15.5	14.7
归母净利润(百万元)	62,717	74,734	88,692	104,531	122,115
YOY(%)	19.6	19.2	18.7	17.9	16.8
毛利率(%)	92.1	92.1	92.4	92.9	93.5
净利率(%)	51.3	51.5	53.3	54.2	55.0
ROE(%)	31.9	34.7	33.5	30.3	27.9
EPS(摊薄/元)	49.93	59.49	70.60	83.21	97.21
P/E(倍)	28.8	24.2	20.4	17.3	14.8
P/B(倍)	9.1	8.4	6.8	5.3	4.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	216611	225173	290465	376591	467280
现金	58274	69070	130736	213253	301745
应收票据及应收账款	126	74	159	110	199
其他应收款	32	28	41	38	53
预付账款	897	35	1048	202	1232
存货	38824	46435	48949	53456	54520
其他流动资产	118457	109531	109531	109531	109531
非流动资产	37889	47527	53162	59002	66658
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	19743	19909	23180	26797	30955
无形资产	7274	8790	9645	10444	11405
其他非流动资产	10873	18828	20336	21761	24298
资产总计	254501	272700	343626	435593	533938
流动负债	49066	48698	65242	74040	76239
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2408	3093	3062	3546	3421
其他流动负债	46657	45605	62180	70494	72817
非流动负债	497	346	346	346	346
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	497	346	346	346	346
负债合计	49563	49043	65587	74386	76584
少数股东权益	7458	7988	12465	17482	22917
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	193798	211982	256796	309489	370842
归属母公司股东权益	197480	215669	265575	343725	434436
负债和股东权益	254501	272700	343626	435593	533938

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	36699	66593	105799	114441	127335
净利润	65376	77521	93169	109548	127551
折旧摊销	1611	1865	1736	2107	2538
财务费用	-1392	-1790	-2079	-2402	-2755
投资损失	-64	-34	0	0	0
营运资金变动	-29127	-11667	13003	5225	17
其他经营现金流	294	698	-29	-37	-16
投资活动现金流	-5537	-9724	-7368	-7947	-10193
资本支出	5307	2620	7370	7947	10194
长期投资	-210	-7268	0	0	0
其他投资现金流	-20	163	1	1	1
筹资活动现金流	-57425	-58889	-36764	-23979	-28650
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-57425	-58889	-36764	-23979	-28650
现金净增加额	-26262	-2019	61666	82516	88492

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	127554	150560	174939	202056	231775
营业成本	10093	11867	13277	14254	15029
营业税金及附加	18496	22234	24841	28692	32912
营业费用	3298	4649	3901	4041	4636
管理费用	9012	9729	10496	11113	11589
研发费用	135	157	140	162	185
财务费用	-1392	-1790	-2079	-2402	-2755
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	25	35	30	32	31
公允价值变动收益	0	3	1	1	1
投资净收益	64	34	0	0	0
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	87880	103709	124366	146192	170196
营业外收入	71	87	59	72	72
营业外支出	249	133	200	200	200
利润总额	87701	103663	124226	146064	170068
所得税	22325	26141	31056	36516	42517
净利润	65376	77521	93169	109548	127551
少数股东损益	2659	2787	4477	5017	5436
归属母公司净利润	62717	74734	88692	104531	122115
EBITDA	89313	105528	125961	148171	172606
EPS(元)	49.93	59.49	70.60	83.21	97.21

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	16.5	18.0	16.2	15.5	14.7
营业利润(%)	17.6	18.0	19.9	17.5	16.4
归属于母公司净利润(%)	19.6	19.2	18.7	17.9	16.8
获利能力					
毛利率(%)	92.1	92.1	92.4	92.9	93.5
净利率(%)	51.3	51.5	53.3	54.2	55.0
ROE(%)	31.9	34.7	33.5	30.3	27.9
ROIC(%)	48.4	53.8	70.5	85.7	98.1
偿债能力					
资产负债率(%)	19.5	18.0	19.1	17.1	14.3
净负债比率(%)	-28.4	-30.9	-47.0	-59.0	-66.0
流动比率	4.4	4.6	4.5	5.1	6.1
速动比率	1.2	1.4	2.0	2.9	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	12184.5	3703.3	3703.3	3703.3	3703.3
应付账款周转率	4.6	4.3	4.3	4.3	4.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	49.93	59.49	70.60	83.21	97.21
每股经营现金流(最新摊薄)	29.21	53.01	84.22	91.10	101.37
每股净资产(最新摊薄)	157.20	171.68	211.41	273.62	345.83
估值比率					
P/E	28.8	24.2	20.4	17.3	14.8
P/B	9.1	8.4	6.8	5.3	4.2
EV/EBITDA	19.6	16.5	13.4	10.9	8.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn