

600519.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 1,436.80

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 贵州茅台 2024 年半年报业绩点评

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(14.7)	(0.1)	(18.2)	(24.0)
相对上证综指	(11.4)	3.2	(8.9)	(12.2)

发行股数 (百万)	1,256.20
流通股 (百万)	1,256.20
总市值 (人民币 百万)	1,804,905.00
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	4,811.28
主要股东	
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	54.07

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2024 年 8 月 9 日收市价为标准

相关研究报告

- 《贵州茅台》20240429
- 《贵州茅台》20240407
- 《贵州茅台》20240103

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒 II

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

贵州茅台

现金分红提振信心, 2 季度业绩表现稳健

贵州茅台公告 2024 年半年度业绩。1H24 公司实现营收 819 亿元, 同比增长 17.8%, 归母净利 417 亿元, 同比增长 15.9%, 其中 2Q24 公司营收及归母净利分别为 362 亿元、176 亿元, 同比分别增 17.3%、16.1%。1H24 公司合同负债 99.9 亿元, 环比 1Q24 增加 4.7 亿元。公司规划 2024-2026 年每年度分配的现金红利总额不低于当年归母净利的 75%。公司上半年整体业绩表现稳健, 现金分红提振信心, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2024 系列酒实现较快增长, 直销渠道受控或影响占比下降。(1) 分产品来看, 1H24 茅台酒营收 685.7 亿元, 同比增 15.7%, 系列酒营收 131.5 亿元, 同比增 30.5%。分季度来看, 1Q24、2Q24 茅台酒营收增速分别为 17.7%、12.9%, 系列酒营收增速分别为 18.4%、42.5%。茅台酒 2 季度收入增速环比下降主要与为了维稳批价, 控制发货节奏有关。上半年飞天批价出现波动, 端午节后批价最低跌破 2300 元, 公司出台系列举措稳定价格, 对 15 年、精品茅台等产品停止投放, 同时对直销渠道适当控量。2Q24 公司系列酒营收 72.1 亿元, 同比增 42.5%, 系列酒实现高增主要系 1935 提前完成半年度任务贡献收入有关。根据微酒新闻, 1935 已超额完成 2024 年各项任务指标, 自 7 月 2 日起暂停 1935 合同计划。(2) 分渠道来看, 1H24 公司直销渠道营收 337.3 亿元, 同比增 7.3% (1Q24、2Q24 同比分别增 8.5%、5.8%), 收入占比 41.3%, 同比降 4.0pct; 上半年 i 茅台数字营销平台实现收入 102.5 亿元, 同比增 9.8%, 收入占比 12.5%。我们判断, 直销渠道收入增速放缓一方面与公司主动控货有关, 另一方面与渠道占比已达较高水平, i 茅台对茅台销售的拉动作用减弱有关。1H24 公司经销渠道营收 479.9 亿元, 同比增 26.5% (1Q24、2Q24 同比分别增 25.8%、27.4%), 传统渠道增速较高主要受益飞天提价贡献及厂家发货节奏影响。(4) 截至 2 季度末, 公司经销商数量合计 2203 家, 其中国内经销商 2097 家, 环比 2023 年末增加 17 家, 国外经销商数量同比持平。
- 净利率小幅回落, 现金流表现优异。(1) 上半年公司经营活动现金流 366.2 亿元, 同比增长 20.5%, 其中 2 季同比增长 9.1%。截至 1H24 公司合同负债 99.9 亿元, 环比 1 季度末增加 4.7 亿元, 上年同期减少 10.0 亿元。(2) 2Q24 公司归母净利润 176 亿元, 同比增 16.1%, 受营业税金及附加率上升的影响 (1Q24、2Q24 同比分别增 1.6pct、0.7pct), 归母净利率同比小幅下降 0.5pct 至 48.8%。2Q24 毛利率为 90.7%, 同比基本持平。
- 股东回报计划提振市场信心, 估值溢价优势显现, 龙头示范效应有望形成。根据公司公告, 2024 至 2026 年, 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的 75%, 每年度现金分红两次实施。我们认为公司分红回报规划的落地有助于提振市场信心, 根据我们测算, 24 年公司股息率约为 3.6%, 从股东回报视角来看具备长期配置价值。公司作为白酒龙头在行业调整期积极求变, 不论是营销改革转型还是分红方案的落地均有助于对其他酒企形成示范效应, 提振市场信心。

估值

- 23 年 11 月普茅提价可确保 2024 年业绩目标顺利实现, 考虑到白酒行业仍处于调整期且需求承压, 我们调整 24 至 26 年盈利预测, 预计 2024-2026 年营收增速分别为 16.1%、12.6%、10.4%, 归母净利增速分别为 16.5%、13.1%、10.8%, EPS 分别为 69.28、78.36、86.85 元/股, 对应 PE 分别为 20.7X、18.3X、16.5X, 维持“买入”评级。

评级面临的主要风险

渠道库存超预期。宏观经济波动的风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	124,100	147,694	171,480	193,160	213,291
增长率(%)	16.9	19.0	16.1	12.6	10.4
EBITDA(人民币 百万)	84,739	101,032	119,254	133,937	148,143
归母净利润(人民币 百万)	62,716	74,734	87,032	98,430	109,105
增长率(%)	19.6	19.2	16.5	13.1	10.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	49.93	59.49	69.28	78.36	86.85
原先股本摊薄每股收益(人民币)			69.37	80.30	91.02
变化幅度(%)			(0.1)	(2.4)	(4.6)
市盈率(倍)	28.8	24.2	20.7	18.3	16.5
市净率(倍)	9.1	8.4	7.6	6.9	6.2
EV/EBITDA(倍)	24.8	20.7	14.2	12.5	11.0
每股股息(人民币)	25.9	30.9	52.0	58.8	65.1
股息率(%)	1.5	1.8	3.6	4.1	4.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 贵州茅台 2024 年半年报业绩

(人民币, 百万元)	2Q23	2Q24	同比 (%)	1H23	1H24	同比 (%)
营业收入	30,820	36,155	17.3	69,576	81,931	17.8
营业成本	2,837	3,370	18.8	5,707	6,751	18.3
毛利率(%)	90.8	90.7	(0.1)	91.8	91.8	(0.0)
毛利	27,983	32,786	17.2	63,869	75,180	17.7
税金及附加	5,140	6,295	22.5	10,601	13,493	27.3
销售费用	1,030	1,477	43.4	1,786	2,617	46.5
管理费用	1,818	1,774	(2.4)	3,830	3,836	0.1
研发费用	50	64	29.0	73	92	27.0
财务费用	(451)	(408)	(9.5)	(871)	(895)	2.7
资产减值损失	0	0	-	0	0	-
公允价值变动收益	(0)	22	(27,456.5)	(0)	36	(44,650.5)
投资收益	0	1	-	4	2	(43.9)
营业利润	21,206	24,394	15.0	49,892	57,551	15.4
营业利润率(%)	68.8	67.5	(1.3)	71.7	70.2	(1.5)
营业外收入	32	11	(65.0)	46	28	(40.5)
营业外支出	14	0	(98.4)	14	0	(98.0)
利润总额	21,224	24,405	15.0	49,924	57,578	15.3
所得税	5,417	6,110	12.8	12,592	14,401	14.4
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	26	25	(0.5)	25	25	(0.2)
少数股东权益	622	664	6.8	1,352	1,481	9.6
归属于母公司净利润	15,186	17,630	16.1	35,980	41,696	15.9
净利率(%)	49.3	48.8	(0.5)	51.7	50.9	(0.8)
EPS	12.09	14.03	16.1	28.64	33.19	15.9

资料来源: iFind, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	127,554	150,560	174,203	196,020	216,293
营业收入	124,100	147,694	171,480	193,160	213,291
营业成本	10,093	11,867	12,693	15,019	16,289
营业税金及附加	18,496	22,234	25,550	28,588	31,567
销售费用	3,298	4,649	4,973	5,408	5,865
管理费用	9,012	9,729	10,889	12,266	13,544
研发费用	135	157	189	116	128
财务费用	(1,392)	(1,790)	(1,117)	(1,483)	(1,961)
其他收益	25	35	35	35	35
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	(15)	38	(10)	(10)	(5)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	3	60	60	60
投资收益	64	34	50	64	68
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	87,880	103,709	121,160	136,255	151,019
营业外收入	71	87	87	87	87
营业外支出	249	133	133	200	200
利润总额	87,701	103,663	121,114	136,142	150,906
所得税	22,326	26,141	30,832	34,035	37,726
净利润	65,375	77,521	90,282	102,106	113,179
少数股东损益	2,659	2,787	3,250	3,676	4,074
归母净利润	62,716	74,734	87,032	98,430	109,105
EBITDA	84,739	101,032	119,254	133,937	148,143
EPS(最新股本摊薄, 元)	49.93	59.49	69.28	78.36	86.85

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	216,611	225,173	260,216	293,383	331,996
货币资金	58,274	69,070	100,101	118,017	163,792
应收账款	21	60	34	72	45
应收票据	105	14	125	31	141
存货	38,824	46,435	44,758	63,147	53,878
预付账款	897	35	962	217	1,062
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	118,489	109,558	114,236	111,899	113,078
非流动资产	37,753	47,527	46,097	44,232	42,464
长期投资	381	9,325	9,325	9,325	9,325
固定资产	19,743	19,909	19,287	18,239	16,774
无形资产	7,083	8,572	8,505	8,410	8,292
其他长期资产	10,547	9,720	8,979	8,258	8,072
资产合计	254,365	272,700	306,313	337,615	374,460
流动负债	49,066	48,698	57,309	60,324	65,820
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,408	3,093	2,791	4,171	3,380
其他流动负债	46,657	45,605	54,518	56,153	62,441
非流动负债	334	346	340	343	341
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	334	346	340	343	341
负债合计	49,400	49,043	57,649	60,667	66,162
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
少数股东权益	7,458	7,988	11,238	14,914	18,988
归属母公司股东权益	197,507	215,669	237,426	262,034	289,310
负债和股东权益合计	254,365	272,700	306,313	337,615	374,460

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	65,375	77,521	90,282	102,106	113,179
折旧摊销	1,688	1,937	2,079	2,184	2,250
营运资金变动	3,888	196	5,634	(12,754)	12,918
其他	(34,253)	(13,062)	(2,681)	(879)	(2,453)
经营活动现金流	36,699	66,593	95,313	90,656	125,896
资本支出	(5,307)	(2,620)	(205)	(405)	(305)
投资变动	(210)	(9,341)	(30)	(30)	(30)
其他	(20)	2,236	50	64	68
投资活动现金流	(5,537)	(9,724)	(185)	(371)	(267)
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(58,859)	(60,558)	(65,274)	(73,823)	(81,829)
其他	1,435	1,669	1,177	1,453	1,976
筹资活动现金流	(57,425)	(58,889)	(64,097)	(72,369)	(79,852)
净现金流	(26,263)	(2,020)	31,031	17,915	45,776

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	16.9	19.0	16.1	12.6	10.4
营业利润增长率(%)	17.6	18.0	16.8	12.5	10.8
归属于母公司净利润增长率(%)	19.6	19.2	16.5	13.1	10.8
息税前利润增长率(%)	17.6	19.3	18.2	12.4	10.7
息税折旧前利润增长率(%)	17.3	19.2	18.0	12.3	10.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	19.6	19.2	16.5	13.1	10.8
获利能力					
息税前利润率(%)	66.9	67.1	68.3	68.2	68.4
营业利润率(%)	68.9	68.9	69.6	69.5	69.8
毛利率(%)	91.9	92.0	92.6	92.2	92.4
归母净利润率(%)	49.2	49.6	50.0	50.2	50.4
ROE(%)	31.8	34.7	36.7	37.6	37.7
ROIC(%)	43.9	51.7	47.1	48.1	51.3
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.5)
流动比率	4.4	4.6	4.5	4.9	5.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	11,854.5	3,632.8	3,632.8	3,632.8	3,632.8
应付账款周转率	56.2	53.7	58.3	55.5	56.5
费用率					
销售费用率(%)	2.7	3.1	2.9	2.8	2.8
管理费用率(%)	7.3	6.6	6.4	6.4	6.4
研发费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
财务费用率(%)	(1.1)	(1.2)	(0.7)	(0.8)	(0.9)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	49.9	59.5	69.3	78.4	86.9
每股经营现金流(最新摊薄)	29.2	53.0	75.9	72.2	100.2
每股净资产(最新摊薄)	157.2	171.7	189.0	208.6	230.3
每股股息	25.9	30.9	52.0	58.8	65.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	28.8	24.2	20.7	18.3	16.5
P/B(最新摊薄)	9.1	8.4	7.6	6.9	6.2
EV/EBITDA	24.8	20.7	14.2	12.5	11.0
价格/现金流(倍)	49.2	27.1	18.9	19.9	14.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371