

2024年08月12日

贵州茅台 (600519.SH)

公司快报

食品饮料 | 白酒III

投资评级

买入-A(维持)

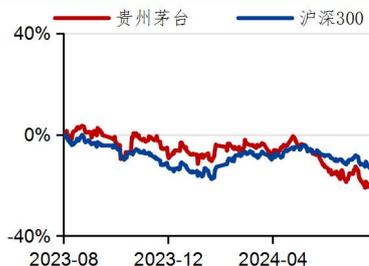
股价(2024-08-12)

1,436.10 元

交易数据

总市值(百万元)	1,804,025.66
流通市值(百万元)	1,804,025.66
总股本(百万股)	1,256.20
流通股本(百万股)	1,256.20
12个月价格区间	1,856.80/1,390.27

一年股价表现



资料来源: 聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	2.33	-6.42	-4.78
绝对收益	-1.78	-15.71	-19.15

分析师

李鑫鑫

SAC 执业证书编号: S0910523120001

lixinxin@huajinsec.cn

相关报告

贵州茅台: 坚守本源, 立足长远-华金证券-食品饮料-公司快报-贵州茅台 2024.6.4

贵州茅台: 23年圆满收官, 24年四端齐驱-贵州茅台公司分析 2024.2.1

业绩略超市场预期, 分红规划提振信心

事件:

公司发布 2024 年上半年业绩, 24H1 公司实现营收 834.51 亿元, 同比+17.56%, 实现归母净利润 416.96 亿元, 同比+15.88%, 实现扣非归母净利润 416.70 亿元, 同比+15.92%。单季度看, 24Q2 公司实现营收 369.66 亿元, 同比+16.95%, 实现归母净利润 176.30 亿元, 同比+16.10%, 实现扣非归母净利润 176.19 亿元, 同比+16.15%。

发布 24-26 分红回报规划: 24-26 年三年公司每年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的净利润的 75%, 每年度的现金分红分两次(年度和中期分红)实施。

财务分析: 现金回款、合同负债等前瞻指标好于预期。 截止 24Q2 期末公司合同负债为 99.93 亿元, 同比/环比+26.59/+4.70 亿元, Q2 营收+合同负债较年初后为 374.36 亿元, 同比增长 22.29%, 公司业绩蓄水池充沛。现金流方面, 24H1 现金回款 870.94 亿元, 同比+26.09%, 其中 24Q2 现金回款 408.36 亿元, 同比+22.60%; 24H1 经营性净现金流 366.22 亿元, 同比+20.52%, 其中 Q2 经营性净现金流 274.34 亿元, 同比+9.12%。

投资要点

◆ **Q2 营收及利润双增长, 经销商渠道贡献主要增量, 公司渠道逆周期调节能力强。** 24H1 公司实现营收 834.51 亿元, 同比+17.56%, 实现归母净利润 416.96 亿元, 同比+15.88%。其中 Q2 实现营收 369.66 亿元, 同比+16.95%, 实现归母净利润 176.30 亿元, 同比+16.10%, 超额完成年度 15% 的增长目标。

1) **分产品, 茅台酒实现稳健增长, 系列酒维持较快增速。** 24H1 公司茅台酒、系列酒分别实现营业收入 685.67、131.47 亿元, 分别同比+15.7%、+30.5%。其中, 24Q2 茅台酒、系列酒分别实现营收 288.60、72.11 亿元, 分别同比+12.9%、+42.5%。茅台酒收入增速环比回落(Q1 同比+17.7%), 主要系 Q2 公司针对市场价格波动主动出台稳价措施, 比如葫芦娃平台暂停预约以及暂停 1499 元企业团购, 产品端取消 12 瓶装/箱发货以及部分区域暂停 15 年陈年茅台酒和精品茅台发货。系列酒收入增速环比提速(Q1 同比+18.4%), 主要系产能增加放量以及茅台 1935 酒超进度完成 24H1 各项任务指标。

2) **分渠道, 经销商渠道增速最高, 体现茅台渠道逆周期调节能力优异。** 24H1 公司直销、批发渠道分别实现营收 337.28、479.86 亿元, 分别同比+7.3%、+26.5%, 直销占比为 41.28%, 同比-4.03pct。其中 Q2 直销、批发渠道分别实现营收 144.09、216.62 亿元, 分别同比 5.8%、27.4%, 直销占比为 39.9%, 同比-4.5pct。i 茅台 24H1 实现营收 102.5 亿元, 同比+9.8%, 其中 Q2 实现营收 49.07 亿元, 同比+10.6%。若剔除 i 茅台营收后, 直销营收同比+3.5%。批发渠道增速较快主要系飞天提价以及投放量增加所致。截止 24H1, 公司经销商国内、海外分别为 2097、106 个, 净变动 17、0 个。



3) 产量方面, 24H1 茅台酒基酒、系列酒基酒产量分别约 3.91、2.27 万吨, 分别同比-12.3%、-5.4%, 我们认为产量同比下降主要系茅台酒的酿酒周期与阴历的节气挂钩, 去年上半年已经完成五轮次的酿酒, 今年生产节奏错配, 预计全年产量还是稳中向好。

◆ **销售费用投放增加, 税金及附加率同比提升。**公司 24H1/Q2 毛利率分别为 91.76%/90.68%, 分别同比-0.04/-0.12pct, 主要系系列酒占比提升以及直营渠道占比下降所致。税费率方面, 24H1 税金及附加率为 16.47%, 同比+1.24pct, 预计主要系消费税同比+1.09pct。公司 24H1/Q2 销售费用率分别为 3.14%/4%, 分别同比+0.62/+0.74pct, 主要系广告宣传及市场费用率同比+0.58pct; 24H1/Q2 管理费用率分别为 4.6%/4.8%, 分别同比-0.8/-0.95pct, 主要系职工薪酬费用率同比-0.66pct。综合来看, 公司 24H1/Q2 归母净利率分别为 49.96%/47.69%, 分别同比-0.72/-0.35pct。

◆ **重视股东回报, 提振市场信心。**公司于 8 月 8 日发布未来三年 (2024-2026 年度) 股东现金分红规划指出: 未来三年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的净利润的 75%, 每年度的现金分红分两次 (年度和中期分红) 实施, 承诺分红率未来三年稳步提升, 超市场预期。考虑到公司近两年发布特别分红, 2022-2023 年常规分红叠加特别分红的分红率分别为 95.78%、84.01%, 均在 75% 以上。如果以 75% 的分红率测算, 对应当前股价, 目前 2024 年公司股息率为 3.6%。

◆ **中长期来看, 行业调整过半, 期待行业复苏。**我们将本轮白酒调整周期跟上轮调整周期类比, 思考如下: 1) **周期判断:** 按照上一轮调整经验 (12Q4-16 年初/持续三年多), 本轮调整 21Q4 开始预计调整至 24 年结束, 此外上轮调整股价见底是 15Q3, 本轮预计现在处于 15 年初曙光乍现阶段, 不宜过度悲观; 2) **预期节奏:** 终端销售变差/库存积压 (已实现) — 酒企调整战略方向及人事变动 (已出现) — 战略执行/终端改善 (半年时间) — 报表改善 (预期 25 年); 3) **当下时点及关注:** 当下处于战略执行情况, 白酒子赛道关注高端及地产酒, 股票关注稳定性、确定性两类, 稳定性选高端 (贵州茅台)、确定性优选地产酒 (苏酒、徽酒等); 4) **公司层面:** 我们预计未来三年量增价增, 公司业绩确定性强。销量端, 因茅台酒工艺原因, 第 T 年销量与 T-4 年基酒产量挂钩, 未来三年公司基酒储备充足, 茅台酒基酒 CAGR 为 4.4%、系列酒基酒 CAGR 为 11.8%, 充足的基酒储备为后续产品销售提供支持; 吨价端, 随着非标产品的推出放量、1935 等大单品的放量, 产品结构有望继续升级。

◆ **投资建议:** 短期看, 公司制定 15% 的业绩目标, 24H1 超额完成上半年任务目标, 以及公司发布 24-26 年未来三年分红规划超市场预期。中期看, 根据上轮周期经验, 本轮白酒周期调整已过半, 当下处于战略改变执行阶段, 高端白酒具有布局性价比。此外, 茅台半年度市场工作会议展现了公司审时度势的市场策略, 以消费者即市场为中心, 有望成功穿越本轮周期。考虑到商用宴席场景疲软, 我们下调公司 25-26 年盈利预测, 预计 2024-2026 年公司营业收入由 1737/2017/2361 亿元调整为 1737/1993/2266, 同比增长 15.4%/14.7%/13.7%, 归母净利润由 874/1028/1212 亿元调整为 874/1000/1133 亿元, 同比增长 16.9%/14.5%/13.3%, 对应 EPS 分别为 69.57、79.62 和 90.19 元, 对应 PE 分别为 20.6x、18.0x、15.9x, 维持公司“买入-A”建议。

◆ **风险提示:** 省内竞争加剧, 公司出现重大管理瑕疵; 宏观经济发生较大的波动, 白

酒消费有大幅下滑等。

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	173,675	199,254	226,589
YoY(%)	16.5	18.0	15.4	14.7	13.7
净利润(百万元)	62,716	74,734	87,391	100,019	113,303
YoY(%)	19.6	19.2	16.9	14.5	13.3
毛利率(%)	92.1	92.1	93.0	93.1	93.1
EPS(摊薄/元)	49.93	59.49	69.57	79.62	90.19
ROE(%)	31.9	34.7	33.1	30.0	27.4
P/E(倍)	28.8	24.1	20.6	18.0	15.9
P/B(倍)	9.1	8.4	6.8	5.4	4.4
净利率(%)	49.2	49.6	50.3	50.2	50.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	216611	225173	275207	348321	430640	营业收入	127554	150560	173675	199254	226589
现金	58274	69070	124047	180664	264783	营业成本	10093	11867	12085	13665	15681
应收票据及应收账款	126	74	157	108	194	营业税金及附加	18496	22234	25478	29490	33535
预付账款	897	35	1040	193	1210	营业费用	3298	4649	4732	5577	6504
存货	38824	46435	40390	57787	54871	管理费用	9012	9729	11289	13151	14955
其他流动资产	118489	109558	109572	109568	109582	研发费用	135	157	155	199	222
非流动资产	37753	47527	50979	54414	57914	财务费用	-1392	-1790	-2028	-2180	-2150
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-15	38	1	9	23
固定资产	19743	19909	22555	25220	27777	公允价值变动收益	0	3	0	1	2
无形资产	7274	8790	9645	10444	11405	投资净收益	64	34	50	49	44
其他非流动资产	10737	18828	18778	18750	18732	营业利润	87880	103709	122042	139440	157941
资产总计	254365	272700	326186	402735	488554	营业外收入	71	87	76	78	80
流动负债	49066	48698	49457	54613	57075	营业外支出	249	133	100	150	150
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	87701	103663	122018	139368	157871
应付票据及应付账款	2408	3093	2509	3826	3444	所得税	22326	26141	30504	35121	39784
其他流动负债	46657	45605	46947	50788	53631	税后利润	65375	77521	91513	104247	118088
非流动负债	334	346	346	346	346	少数股东损益	2659	2787	4122	4228	4785
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	62716	74734	87391	100019	113303
其他非流动负债	334	346	346	346	346	EBITDA	87564	103455	120835	136825	153553
负债合计	49400	49043	49802	54959	57421	主要财务比率					
少数股东权益	7458	7988	12110	16338	21123	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	1256	1256	1256	1256	1256	成长能力					
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	营业收入(%)	16.5	18.0	15.4	14.7	13.7
留存收益	193825	211982	256000	306143	362944	营业利润(%)	17.6	18.0	17.7	14.3	13.3
归属母公司股东权益	197507	215669	264273	331438	410011	归属于母公司净利润(%)	19.6	19.2	16.9	14.5	13.3
负债和股东权益	254365	272700	326186	402735	488554	获利能力					
						毛利率(%)	92.1	92.1	93.0	93.1	93.1
						净利率(%)	49.2	49.6	50.3	50.2	50.0
						ROE(%)	31.9	34.7	33.1	30.0	27.4
						ROIC(%)	32.4	35.2	33.8	30.4	27.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	19.4	18.0	15.3	13.6	11.8
						流动比率	4.4	4.6	5.6	6.4	7.5
						速动比率	1.2	1.4	2.5	3.3	4.7
						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	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	28.8	24.1	20.6	18.0	15.9
						P/B	9.1	8.4	6.8	5.4	4.4
						EV/EBITDA	20.0	16.8	14.0	12.0	10.2

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn