

2024年08月13日

**买入（维持）**  
报告原因：业绩点评

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

联系人

吴康辉

wkh@longone.com.cn

数据日期	2024/08/12
收盘价	1,436.10
总股本(万股)	125,620
流通A股/B股(万股)	125,620/0
资产负债率(%)	18.32%
市净率(倍)	7.91
净资产收益率(加权)	17.63
12个月内最高/最低价	1,898.58/1,361.30



### 相关研究

《贵州茅台（600519）：再创佳绩，稳步前行-公司简评》 2024.04.04

《贵州茅台（600519）：业绩稳健增长，直销占比持续提升——公司简评报告》 2023.10.22

《贵州茅台（600519）：逆势提速，发展势能充足——公司简评报告》 2023.08.03

## 贵州茅台（600519）：业绩维持稳健，分红比例显著提升

——公司简评报告

### 投资要点

- 事件：**公司发布2024年中报及2024-2026年现金回报公告，1）2024H1实现营业总收入834.51亿元（同比+17.56%），归母净利润416.96亿元（同比+15.88%）。2）承诺2024-2026年，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%，现金分红分两次（年度和中期分红）实施。
- 分产品看，1935超进度完成任务，推动系列酒收入高增。**茅台酒2024H1营收685.67亿元（同比+15.67%）；系列酒营收131.47亿元（同比+30.51%）。其中Q2茅台酒营收288.60亿元（同比+12.92%），预计主要系飞天提价和增加非标产品生肖、100ml小茅的投放；系列酒营收72.11亿元（同比+42.52%），主要系1935超进度完成上半年任务指标。**分渠道看，直销渠道收入占比下降。**2024H1直销营收337.28亿元（同比+7.35%），批发代理营收479.86亿元（同比+26.50%）。从Q2来看，直销营收144.09亿元（同比+5.85%），批发代理营收216.62亿元（同比+27.39%），其中i茅台不含税收入49.07亿元，同比+10.64%，直销收入占比同比下降4.52pct至39.95%，主因公司放缓团购投放。
- 盈利能力稳定，现金流表现优异。1）盈利端：**2024H1毛利率为91.76%（同比-0.04pct），销售净利率52.70%（同比-0.96pct），其中Q2毛利率为90.68%（同比-0.12pct）。净利率为50.60%（同比-0.89pct）。**2）费用端：**2024H1期间费用率为6.90%（同比-0.03pct），其中销售费率3.14%（同比+0.62pct），管理费率4.60%（同比-0.80pct）。**3）现金流：**2024H1合同负债99.93亿元（同比+36.25%），高于收入增速，预计为6月底部分经销商提前进行三季度回款；销售收现为870.94亿元（同比+26.09%），经营活动现金流量净额366.22亿元（同比+20.52%）。
- 常规分红规划提振信心。**2024-2026年度，公司计划将常规分红比例从过去5年平均51.9%提升至75%以上，回报确定性进一步提升。按8月9日股价测算，股息率约为3.6%，在低利率背景下及结合业绩增长稳健，对长线投资者吸引力较大，有望对股价形成支撑。
- 投资建议：**公司护城河深且业绩增长稳健，在常规分红率提升后，长期配置价值进一步凸显。预计2024/2025/2026年归母净利润分别为876.47/1016.94/1160.26亿元，同比增速分别为17.28%/16.03%/14.09%，对应EPS为69.77/80.95/92.36元，对应PE为20.58/17.74/15.55倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**批价大幅波动；宏观经济波动；产量提升不及预期；食品安全。

### 盈利预测与估值

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	150560.33	175862.10	203575.54	231911.96
(+/-) (%)	18.04	16.81	15.76	13.92
归母净利润	74734.07	87646.63	101694.12	116025.52
(+/-) (%)	19.16	17.28	16.03	14.09
EPS(元)	59.49	69.77	80.95	92.36
P/E	24.14	20.58	17.74	15.55

资料来源：wind，东海证券研究所，2024年8月12日

## 附录：三大报表预测值

## 资产负债表

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>225172.52</b>	<b>269645.17</b>	<b>324419.60</b>	<b>387186.21</b>
现金	69070.14	96923.69	149443.26	200865.44
应收账款	87.88	76.39	113.76	102.86
应收票据	13.93	279.17	60.12	326.40
预付账款	34.59	1728.59	717.62	921.04
存货	46435.19	53745.34	61073.78	70018.95
<b>非流动资产</b>	<b>47527.14</b>	<b>51207.68</b>	<b>52404.21</b>	<b>53446.42</b>
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	19909.28	21829.11	22513.13	280.21
无形资产	8790.28	9300.48	9600.67	9890.87
<b>资产总计</b>	<b>272699.66</b>	<b>320852.85</b>	<b>376823.81</b>	<b>440632.63</b>
<b>流动负债</b>	<b>48697.61</b>	<b>50847.52</b>	<b>52167.47</b>	<b>53614.05</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	3093.09	2917.74	3780.04	3867.03
<b>非流动负债</b>	<b>345.58</b>	<b>312.00</b>	<b>323.00</b>	<b>345.00</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	345.58	312.00	323.00	345.00
<b>负债合计</b>	<b>49043.19</b>	<b>51159.52</b>	<b>52490.47</b>	<b>53959.05</b>
少数股东权益	7987.90	11256.91	15049.86	19377.34
股本	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20
资本公积	1374.96	1374.96	1374.96	1374.96
留存收益	211981.94	255805.26	306652.32	364665.08
归属母公司股东权益	215668.57	258436.42	309283.48	367296.24
<b>负债和股东权益</b>	<b>272699.66</b>	<b>320852.85</b>	<b>376823.81</b>	<b>440632.63</b>

## 利润表

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>150560.33</b>	<b>175862.10</b>	<b>203575.54</b>	<b>231911.96</b>
营业成本	11867.27	14426.00	17222.87	19663.91
营业税金及附加	22234.18	24972.42	28907.73	32931.50
营业费用	4648.61	4748.28	5089.39	5797.80
管理费用	9729.39	11079.31	12621.68	13914.72
财务费用	-1789.50	-1399.00	-1412.00	-1450.00
投资净收益	34.03	64.00	49.01	56.51
<b>营业利润</b>	<b>103708.66</b>	<b>121698.38</b>	<b>141194.89</b>	<b>161110.54</b>
<b>利润总额</b>	<b>103662.55</b>	<b>121573.38</b>	<b>141058.44</b>	<b>160937.32</b>
所得税	26141.08	30657.74	35571.38	40584.33
<b>净利润</b>	<b>74734.07</b>	<b>87646.63</b>	<b>101694.12</b>	<b>116025.52</b>
少数股东损益	2787.40	3269.01	3792.95	4327.48
<b>归属母公司净利润</b>	<b>74734.07</b>	<b>87646.63</b>	<b>101694.12</b>	<b>116025.52</b>
EBITDA	103966.14	782.51	967.89	1127.73
EPS(元)	59.49	69.77	80.95	92.36

## 主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	18%	17%	16%	14%
营业利润	18%	17%	16%	14%
归属母公司净利润	19%	17%	16%	14%
<b>获利能力</b>				
毛利率	92%	92%	92%	92%
净利率	50%	50%	50%	50%
ROE	35%	34%	33%	32%
ROIC	56%	65%	67%	76%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	18%	16%	14%	12%
流动比率	462%	530%	622%	724%
速动比率	367%	425%	505%	592%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.57	0.59	0.58	0.57
应收账款周转率	2141.21	2141.21	2141.21	2141.21
应付账款周转率	54.73	58.52	60.79	60.65
<b>每股指标(元)</b>				
每股经营现金	53.01	60.05	80.95	92.36
每股净资产	171.68	205.73	246.21	292.39
<b>估值比率</b>				
P/E	24.14	20.58	17.74	15.55
P/B	8.36	6.98	5.83	4.91
EV/EBITDA	20.10	13.98	11.70	9.95

## 现金流量表

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>66593.25</b>	<b>75434.24</b>	<b>104531.72</b>	<b>110508.52</b>
净利润	77521.48	87646.63	101694.12	116025.52
折旧摊销	1864.97	1338.71	1436.40	1543.63
财务费用	12.62	-1399.00	-1412.00	-1450.00
投资损失	-34.03	-64.00	-49.01	-56.51
<b>投资活动现金流</b>	<b>-9724.41</b>	<b>-4156.85</b>	<b>-2587.08</b>	<b>-2532.59</b>
长期投资	0.00	5.24	5.34	4.14
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-58889.10</b>	<b>-43423.84</b>	<b>-49425.06</b>	<b>-56553.76</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-58909.22	-43892.17	-49425.06	-56553.76
<b>现金净增加额</b>	<b>10795.82</b>	<b>27853.55</b>	<b>52519.58</b>	<b>51422.18</b>

资料来源：wind，东海证券研究所，2024年8月12日

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：(8621) 20333619  
 传真：(8621) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：(8610) 59707105  
 传真：(8610) 59707100  
 邮编：100089