

系列酒增速亮眼，直销渠道占比有所下降

增持(维持)

——贵州茅台(600519)2024年中报业绩点评报告

2024年08月13日

报告关键要素:

公司披露 2024 年半年度报告，2024 年半年度公司实现营业总收入 834.51 亿元 (YoY+17.56%)，营业收入 819.31 亿元 (YoY+17.76%)，归母净利润 416.96 亿元 (YoY+15.88%)。其中，2024Q2 实现营业总收入 369.66 亿元 (YoY+16.95%)，营业收入 361.55 亿元 (YoY+17.31%)，归母净利润 176.30 亿元 (YoY+16.10%)。

投资要点:

盈利能力：毛利率、净利率均小幅下降。2024 年上半年公司销售毛利率/归母净利率分别为 91.76%/49.96%，同比-0.04pcts/-0.72pcts，销售/管理费用率分别为 3.14%/4.60%，同比+0.62pcts/-0.80pcts，其中销售费用增长主要原因是本期广告宣传及市场费用增加。2024Q2 公司销售毛利率/归母净利率分别为 90.68%/47.69%，同比-0.12pcts/-0.35pcts，销售/管理费用率分别为 4.00%/4.80%，同比+0.74pcts/-0.95pcts。

分产品：系列酒增长亮眼，且 Q2 增速进一步提升。2024 年上半年茅台酒收入为 685.67 亿元 (YoY+15.67%)，系列酒营业收入为 131.47 亿元 (YoY+30.51%)；2024Q2 公司茅台酒收入/系列酒收入分别为 288.60 亿元/72.11 亿元，同比增速分别为+12.92%/+42.52%，均保持较高增长，系列酒表现尤为亮眼，且 Q2 增速进一步提升。公司产品矩阵全面构建，已形成了千(贵州茅台)、百(茅台 1935)、十亿(茅台王子酒、汉酱、贵州大曲、赖茅)级大单品格局。

分渠道：批发代理收入高增，直销收入占比有所下降。公司产品通过直销和批发代理渠道进行销售。直销渠道指自营和“i 茅台”等数字营销平台渠道，批发代理渠道指社会经销商、商超、电商等渠道。2024 年上半年公司直销/批发代理收入分别为 337.28 亿元/479.86 亿元，同比+7.35%/+26.50%，占比分别为 41.28%/58.72%，直销收入占比较去年同期-4.03pcts。公司 2024Q2 直销/批发代理实现营收 144.09 亿元/216.62 亿元，同比+5.85%/+27.40%，占比分别为 39.95%/60.05%，直销收入占

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	150560.33	177415.85	205197.24	236304.26
增长率(%)	18.04	17.84	15.66	15.16
归母净利润(百万元)	74734.07	86936.86	100237.84	116215.22
增长率(%)	19.16	16.33	15.30	15.94
每股收益(元)	59.49	69.21	79.79	92.51
市盈率(倍)	24.14	20.75	18.00	15.52
市净率(倍)	8.36	7.60	6.87	6.19

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	1,256.20
流通股(百万股)	1,256.20
收盘价(元)	1,436.10
总市值(亿元)	18,040.26
流通A股市值(亿元)	18,040.26

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

业绩稳增长，产品矩阵构建&渠道优化成果显著

时隔六年飞天茅台再提价，彰显龙头实力
业绩稳健增长，渠道优化持续发力

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 02032255207

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

比较去年同期-4.52pcts。其中“i 茅台”App 在 2024 年上半年实现营收 102.50 亿元，同比+9.76%。

盈利预测与投资建议：公司上半年营收和利润保持稳健增长，顺利实现“时间过半、任务过半”，为完成全年工作任务奠定了坚实基础，预计公司完成 24 年收入目标是大概率事件。我们根据最新数据调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润 869.37/1002.38/1162.15 亿元（调整前为 887.27/1022.51/1184.67 亿元），同比增长 16.33%/15.30%/15.94%，对应 EPS 为 69.21/79.79/92.51 元/股，8 月 12 日收盘价对应 PE 为 21/18/16 倍，维持“增持”评级。

风险因素：消费复苏不及预期风险，政策风险，宏观经济波动风险。

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	150560	177416	205197	236304
同比增速 (%)	18.04	17.84	15.66	15.16
营业成本	11981	14292	15882	17538
毛利	135826	160233	186280	215579
营业收入 (%)	91.96	91.87	92.20	92.53
税金及附加	22234	25795	30136	34762
营业收入 (%)	15.05	14.79	14.92	14.92
销售费用	4649	4709	5728	6743
营业收入 (%)	3.15	2.70	2.83	2.89
管理费用	9729	11336	13705	15432
营业收入 (%)	6.59	6.50	6.78	6.62
研发费用	157	159	207	233
营业收入 (%)	0.11	0.09	0.10	0.10
财务费用	-1790	0	0	0
营业收入 (%)	-1.21	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	38	0	0	0
其他收益	35	36	43	51
投资收益	34	75	79	82
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	103709	121235	139662	161729
营业收入 (%)	70.22	69.51	69.13	69.42
营业外收支	-46	0	0	0
利润总额	103663	121235	139662	161729
营业收入 (%)	70.19	69.51	69.13	69.42
所得税费用	26141	30676	35370	40888
净利润	77521	90559	104292	120841
营业收入 (%)	52.49	51.92	51.62	51.87
归属于母公司的净利润	74734	86937	100238	116215
同比增速 (%)	19.16	16.33	15.30	15.94
少数股东损益	2787	3622	4054	4625
EPS (元/股)	59.49	69.21	79.79	92.51

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	59.49	69.21	79.79	92.51
BVPS	171.68	188.98	208.93	232.06
PE	24.14	20.75	18.00	15.52
PEG	1.26	1.27	1.18	0.97
PB	8.36	7.60	6.87	6.19
EV/EBITDA	20.22	13.84	11.86	10.06
ROE	34.65%	36.62%	38.19%	39.87%
ROIC	34.02%	36.32%	37.45%	38.71%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	69070	96359	120936	153143
交易性金融资产	401	401	401	401
应收票据及应收账款	74	88	137	131
存货	46435	54220	60848	67305
预付款项	35	638	719	543
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	109158	109327	109330	109335
流动资产合计	225173	261034	292370	330858
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	19909	21231	22234	22658
在建工程	2137	1521	1030	701
无形资产	8572	9824	11029	12344
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	4646	4974	4974	4974
其他非流动资产	12262	13094	13112	13124
资产总计	272700	311678	344749	384660
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3093	3416	3888	4342
预收账款	0	0	0	0
合同负债	14126	19771	22472	24870
应付职工薪酬	5402	6323	7223	7889
应交税费	6950	12525	11748	13747
其他流动负债	19127	20289	20950	21664
流动负债合计	48698	62323	66280	72512
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	79	78	78	78
其他非流动负债	267	267	267	267
负债合计	49043	62668	66625	72857
归属于母公司的所有者权益	215669	237400	262459	291513
少数股东权益	7988	11610	15665	20290
股东权益	223656	249010	278124	311803
负债及股东权益	272700	311678	344749	384660

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	66593	97511	103727	123131
投资	-7268	-3	-2	-3
资本性支出	-2595	-4158	-4049	-3841
其他	138	-858	79	82
投资活动现金流净额	-9724	-5019	-3972	-3762
债权融资	0	3	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0
筹资成本	-58755	-65203	-75178	-87161
其他	-134	-2	0	0
筹资活动现金流净额	-58889	-65201	-75178	-87161
现金净流量	-2019	27289	24577	32208

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场