

买入

2024年8月9日

季度业绩再超预期，分红规划彰显担当

- 营收利润增长再超预期：**24H1 实现营业收入、净利润分别为819.3/417.0亿元，同比+17.8%/+15.9%，其中24Q2收入、利润分别为361.6/176.3亿元，同比+17.3%/+16.1%。在当前行业面临外部环境巨大挑战的情况下，公司Q2营收及利润指标均超预期。截至23Q2底合同负债99.9亿元，环比Q1增加4.7亿元，上半年公司销售回款共计870.9亿元，同比+26.1%，现收比为106.3%，同比提升+7pct，整体经营现金流保持高质量提升。
- 直营增速有所放缓，批发渠道提速稳市场：**分产品看，24Q2 茅台酒/系列酒收入分别为288.6/72.1亿元，同比+12.9%/+42.5%。其中茅台酒增速环比有所放缓，预计期内非标产品控货所致，系列酒增速环比进一步加快，预计为茅台1935 提前超额完成任务、以及新汉酱等产品加大投放所致。**分渠道看**，公司期内动态调整市场投放策略，其中传统渠道受去年底飞天提价及上半年配额增加、直销渠道控量稳价等影响，24Q2 公司批发代理/直销分别收入216.6/144.1亿元，同比+27.4%/+5.8%，其中i茅台实现酒类不含税收入49.1亿元，同比+10.6%。24Q2 批发代理同比大幅提速，直销增速同比、环比均有所放缓，24Q2 直销占比39.9%，同比-4.5pct，24H1 直销占比41.3%，同比-4.0pct。**分地区看**，24Q2 国内/国外收入分别346.8/13.9亿元，同比+18.6%/+0.5%。
- 销售结构调整及税金波动影响利润率：**24Q2 公司综合毛利率90.7%，同比-0.11pct，预计因较低毛利的传统渠道以及系列酒占比提升而有所承压，但部分飞天提价提供正贡献所抵消。期内销售/管理/财务费用率分别为4.1%/4.9%/-1.1%，同比分别+0.74/-0.99/+0.33pct，研发费用率同比持平，税金及附加率为17.4%，同比+0.73pct。最终归母净利润率为48.8%，同比-0.51pct。
- 目标价1733.29元，买入评级：**2024年弱宏观环境下，公司上半年业绩超额完成，且收现质量显著提高，预计全年营收同比+15%的增长目标将应对从容。此外，公司宣布未来年度现金分红回报规划，承诺2024-2026年现金派息率不低于当年归母净利润75%，且每年度分两次实施，固定派息比率提升提振市场信心。长期看，我们认为公司中长期发展规划战略清晰，产品供需矛盾持续存在，强大的品牌壁垒仍难以被打破，无需过虑行业的短期调整压力。综上，我们维持对公司24-26年净利润分别有望实现878/1,019/1,171亿元的预测，目标价1733.29元，相当于24财年盈利预测25倍PE，买入评级。
- 重要风险：**1) 食品安全；2) 改革成效不及预期；3) 经济复苏不及预期。

黎航荣

wayne.li@firstshanghai.com.hk

(852) 2522 2101
主要数据

行业	白酒/消费
股价	1430.69元
目标价	1733.29元 (+21.2%)
股票代码	600519
股本	12.56亿股
市值	1.797万亿元
52周高/低	1838.84元/1361.30元
每股净资产	174.00元
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 (54.07%)

盈利摘要

财务年度截至12月31日	2022历史	2023历史	2024预测	2025预测	2026预测
营业总收入(百万元)	127,554	150,560	174,226	202,641	232,439
变动(%)	16.9%	19.0%	15.7%	16.3%	14.7%
归母净利润(百万元)	62,717	74,734	87,094	101,921	117,382
变动(%)	19.6%	19.2%	16.5%	17.0%	15.2%
基本每股收益(元)	49.93	59.49	69.33	81.13	93.44
市盈率@1430.69元(倍)	28.7	24.0	20.6	17.6	15.3
每股股息(元)	47.8	50.0	52.0	60.9	70.1
股息现价比(%)	3.3%	3.5%	3.6%	4.3%	4.9%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号

永安集团大厦19楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。