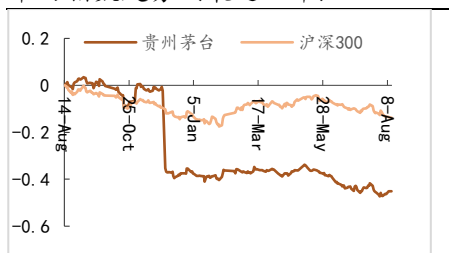


评级： 买入

核心观点

赵瑞
分析师
SAC 执证编号: S0110522120001
zhaorui@sczq.com.cn

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	1,436.10
一年内最高/最低价 (元)	1,848.60/1,361.30
市盈率 (当前)	22.42
市净率 (当前)	8.25
总股本 (亿股)	12.56
总市值 (亿元)	18,040.26

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 巨擘行稳致远，新财年发展可期
- 年初业绩目标顺利完成，2024 年发展势能依旧充足
- 三季度业绩稳健，阶段性回调迎来中长期布局机遇

- **事件:** 公司发布 2024 年半年报, 24H1 营业总收入 834.51 亿元, 同比增长 17.56%; 归母净利润 416.96 亿元, 同比增长 15.88%。对应 24Q2 营业总收入 369.66 亿元, 同比增长 16.95%; 归母净利润 176.30 亿元, 同比增长 16.10%。
- **系列酒延续高增长, 渠道结构优化调整。** 1) 分产品: 24H1 茅台酒/系列酒营收分别为 685.67/131.47 亿元, 同比+15.67%/+30.51%。其中, 24Q2 茅台酒/系列酒营收分别为 288.60/72.11 亿元, 同比+12.92%/+42.52%。在今年白酒复苏态势较弱, 行业面临较大压力情况下, 茅台酒实现双位数稳健增长, 体现了龙头较强的韧性。系列酒实现快速增长, 预计主要由于茅台 1935 放量带动系列酒高增, 据酒业家, 茅台 1935 已超进度完成上半年各项任务指标。2) 分渠道: 24H1 直销渠道/批发渠道营收分别为 337.28/479.86 亿元, 同比+7.35%/+26.50%, 其中, “i 茅台”数字营销平台实现酒类不含税收入 102.50 亿元, 同比+9.76%。24H1 直销占比 41.28%, 同比下降 4.03pct, 直销占比有所下降, 预计主要由于公司对直销渠道进行了主动控货, 渠道结构的优化调整有利于公司抗风险能力持续增强。
- **盈利能力稳定, 现金流表现良好。** 24H1 毛利率 91.91%, 同比-0.05pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.14%/4.60%/0.11%/-1.07%, 同比+0.62/-0.80/+0.01/+0.15pct。归母净利率 49.96%, 同比-0.72pct。现金流方面, 24H1 销售收现 870.94 亿元, 同比+26.09%, 经营活动产生的现金净额 366.22 亿元, 同比+20.52%。24Q2 末合同负债 99.93 亿元, 同比+36.25%, 环比+4.93%。业绩蓄水池依然深厚。
- **分红规划提振市场信心。** 公司在保持自身品牌价值和卓越品质基础上, 瞄准新商务市场, 积极做好国内市场的客群转型、场景转型和服务转型的“三个转型”, 以及同步推进国际化战略, 更好满足消费者日益增长的个性化和高质量需求。根据公司《2024-2026 年度现金分红回报规划》, 公司每年度分配的现金红利总额不低于当年归母净利润的 75%, 每年度的现金分红分两次 (年度和中期分红)。公司拟将常规分红率从以往的 51.9%提升至不低于 75%, 体现了公司打造市值管理标杆的决心, 市场信心有望提振。对应当前股价, 测算 24 年公司股息率为 3.6%以上。
- **投资建议:** 公司品牌优势彰显, 营销体系改革持续推进, 上半年营收同比增速超出公司全年 15%的增速目标, 为全年业绩目标的实现打下坚实基础。我们对盈利预测进行调整, 预计 2024、2025、2026 年公司归母净利润分别为 874.2 亿元、1000.2 亿元、1140.5 亿元, 同比分别增长 17%、14%、14%, 当前股价对应 PE 分别为 21、18、16 倍。维持买入评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险, 食品安全风险。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	1505.6	1746.7	1978.9	2239.9
营收增速 (%)	18.0	16.0	13.3	13.2
归母净利润 (亿元)	747.7	874.2	1000.2	1140.5
归母净利润增速 (%)	19.3	16.9	14.4	14.0
EPS(元/股)	59.52	69.59	79.62	90.79
PE	24.1	20.6	18.0	15.8

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	225173	282198	325659	373978	经营活动现金流	66593	71672	85158	97630
现金	69070	101865	121393	143935	净利润	74772	87421	100018	114053
应收账款	60	53	60	68	折旧摊销	1865	2569	2496	2435
其它应收款	28	32	36	41	财务费用	13	-1800	-1820	-1840
预付账款	35	40	45	50	投资损失	-34	-71	-71	-71
存货	46435	53189	60268	67109	营运资金变动	-11675	-19704	-19197	-21202
其他	109130	126604	143438	162355	其它	-1135	-1	4	4
非流动资产	47527	46863	46322	45873	投资活动现金流	-9724	-1834	-1884	-1914
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-2620	-1905	-1955	-1985
固定资产	19909	20151	20422	20701	长期投资	7691	0	0	0
无形资产	8790	7916	7130	6422	其他	-14795	71	71	71
其他	4426	4426	4426	4426	筹资活动现金流	-58889	-37043	-63745	-73174
资产总计	272700	329062	371982	419851	短期借款	0	0	0	0
流动负债	48698	53166	57905	62484	长期借款	-52	-57	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-68	-38786	-65565	-75014
应付账款	3093	3544	4015	4471	现金净增加额	-2020	32795	19528	22542
其他	13857	15875	17988	20030					
非流动负债	346	346	346	346	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	267	267	267	267	营业收入	18.0%	16.0%	13.3%	13.2%
负债合计	49043	53512	58250	62829	营业利润	18.1%	16.9%	14.4%	14.0%
少数股东权益	7988	11247	14975	19227	归属母公司净利润	19.3%	16.9%	14.4%	14.0%
归属母公司股东权益	215669	264303	298756	337795	获利能力				
负债和股东权益	272700	329062	371982	419851	毛利率	92.1%	92.2%	92.2%	92.3%
					净利率	49.7%	50.0%	50.5%	50.9%
					ROE	34.7%	33.1%	33.5%	33.8%
					ROIC	34.1%	32.4%	32.6%	32.8%
利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
营业收入	150560	174668	197894	223991	资产负债率	18.0%	16.3%	15.7%	15.0%
营业成本	11867	13596	15405	17154	净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业税金及附加	22234	25794	29224	33078	流动比率	4.62	5.31	5.62	5.99
营业费用	4649	5764	6135	6944	速动比率	3.67	4.31	4.58	4.91
研发费用	157	175	198	224	营运能力				
管理费用	9729	9956	10093	10304	总资产周转率	0.55	0.53	0.53	0.53
财务费用	-1790	-1800	-1820	-1840	应收账款周转率	1500.37	2440.12	2694.83	2693.61
资产减值损失	38	38	38	38	应付账款周转率	4.31	4.10	4.08	4.04
公允价值变动收益	3	3	3	3	每股指标(元)				
投资净收益	68	68	68	68	每股收益	59.52	69.59	79.62	90.79
营业利润	103747	121293	138768	158237	每股经营现金	53.01	57.05	67.79	77.72
营业外收入	87	87	87	87	每股净资产	171.68	210.40	237.83	268.90
营业外支出	133	133	133	133	估值比率				
利润总额	103700	121247	138722	158191	P/E	24.1	20.6	18.0	15.8
所得税	26141	30567	34975	39886	P/B	8.4	6.8	6.0	5.3
净利润	77559	90679	103747	118305					
少数股东损益	2787	3259	3729	4252					
归属母公司净利润	74772	87421	100018	114053					
EBITDA	103608	122062	139444	158832					
EPS (元)	59.52	69.59	79.62	90.79					

分析师简介

赵瑞，食品饮料及农业行业分析师，复旦大学金融硕士，曾就职于国泰君安证券，2022年11月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现