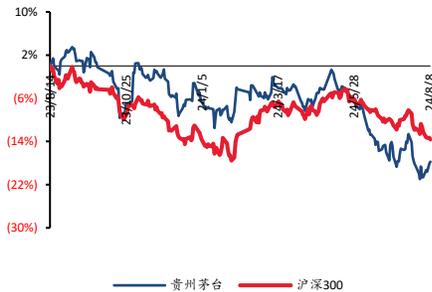


## 收入略超预期，承诺未来三年分红重视股东回报

### 走势比较



### 股票数据

总股本/流通(亿股)	12.56/12.56
总市值/流通(亿元)	18,049.05/18,049.05
12个月内最高/最低价(元)	1,898.58/1,361.3

### 相关研究报告

<<收入略超预期，一季度顺利实现开门红>>—2024-04-30

<<贵州茅台：业绩超预期，2024年增长信心充足>>—2024-04-06

<<贵州茅台：产品提价落地超预期，彰显行业龙头本色>>—2023-11-02

### 证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

### 研究助理：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030019

**事件：**贵州茅台发布2024年半年报，2024H1实现营收834.51亿元，同比+17.56%，归母净利润416.96亿元，同比+15.88%，扣非归母净利润416.70亿元，同比+15.92%。2024Q2实现营收369.66亿元，同比+16.95%，归母净利润176.30亿元，同比+16.10%，扣非归母净利润为176.19亿元，同比+16.15%。

**二季度系列酒增长较快，飞天批价企稳回升。**分产品看，2024H1茅台酒/系列酒分别实现营收685.67/131.47亿元，同比+15.7%/+30.5%，其中2024Q2茅台酒/系列酒分别实现营收288.60/72.11亿元，同比+12.9%/+42.5%，茅台酒受益于飞天提价以及非标产品放量实现稳步增长，系列酒高增长主要由于1935持续放量，系列酒增长略超预期。Q2公司针对市场价格波动主动出台稳价措施，如调节茅台酒发货节奏，将6月打款比例压缩到6%左右（低于同期3%），暂停葫芦娃平台暂停预约和1499元企业团购，在产品端停止12瓶装/箱发货以及15年、精品茅台暂停供货，同时暂停巽风375ml的合成行权。茅台通过厂商一盘棋策略和稳价措施，茅台批价于6月下旬开始企稳回升，截至2024年8月8日散飞从底部回升330元至2440元。系列酒因产能增加放量增长明显，部分系列酒亦有提价贡献，公司于7月2日发布暂停投放1935合同计划，最新批价780元。

**直营占比有所下降，i茅台增速放缓。**2024H1公司直销/批发渠道分别实现收入337.28/479.86亿元，同比+7.3%/+26.5%，直销占比41.3%，同比-4.0pct，2024Q2公司直销/批发渠道分别实现收入144.09/216.62亿元，同比+5.8%/+27.4%，直销占比39.9%，同比-4.5pct，直营占比有所降低。24H1 i茅台实现营收102.50亿元，同比+9.8%，其中24Q2实现营收49.07亿元，同比+10.6%。经销渠道增长较快主因飞天提价叠加投放量有所增加。经销商国内/国外分别达2097/108个，报告期内净增加17/0个。

**合同负债环比提升，税金及附加率小幅上涨。**2024H1公司毛利率为91.76%，同比-0.04pct，其中2024Q2毛利率90.68%，同比-0.12pct，毛利率同比下滑主因系列酒及经销渠道占比提升。2024H1税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率分别为16.17%/3.14%/4.60%/0.11%/-1.07%，同比+1.24%/+0.62%/-0.80%/+0.01%/+0.16pct，税金及附加率上涨预计主因消费税影响，预计系列酒放量提升税率，但其在生产端征收可能会与销售环节错配，预计全年将保持稳定，2024H1净利率达52.70%，同比-0.96pct。公司经营性现金流净额为366.22亿元，同比+20.52%。2024Q2合同负债为99.93亿元，同比/环比+26.59%/+4.70亿元，蓄水池环比增长。

**重视股东回报，承诺未来3年分红确定性增加。**2024-2026年度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，承诺分红率连续3年稳步提升略超市场预期，按照当前股价预期分红率在3.66%

以上。公司 2024 年展望积极，目标实现营业总收入增长 15%左右，完成固定资产投资 61.79 亿元。茅台酒方面，飞天于 2023 年 11 月 1 日提价 20%，或将直接贡献约 5%的收入增速，另外 2024 年茅台酒的投放量预计将达到 4.5 万吨，同比增长约 7%。系列酒方面，两款大单品酱香经典和金王子酒分别提价 10 元和 20 元，今年汉酱新品有望贡献增量，1935 目标展望积极，将进一步推升系列酒的产品结构。在产能逐渐释放的背景下或将延续量价齐升态势，公司业绩增长抓手充足。

**投资建议：**考虑到茅台酒提价以及系列酒产能增加步入放量周期，根据 2024 年中报和市场动销近况调整盈利预测，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 68.54/78.84/88.46 元，对应 PE 分别为 21x/18x/16x，按照 2024 年业绩给予 25 倍，目标价 1713.5 元，给予“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济承压、结构升级不及预期、行业竞争加剧风险。

#### ■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	150,560	174,285	197,357	219,413
营业收入增长率(%)	18.04%	15.76%	13.24%	11.18%
归母净利（百万元）	74,734	86,099	99,034	111,121
净利润增长率(%)	19.16%	15.21%	15.02%	12.21%
摊薄每股收益（元）	59.49	68.54	78.84	88.46
市盈率（PE）	29.01	20.96	18.23	16.24

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	58,274	69,070	162,427	210,141	262,241
应收和预付款项	1,024	109	1,201	1,177	1,400
存货	38,824	46,435	52,645	55,720	63,675
其他流动资产	118,489	109,558	109,730	109,738	109,743
流动资产合计	216,611	225,173	326,002	376,776	437,059
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	5	4	6	8	9
固定资产	19,743	19,909	21,306	22,408	23,413
在建工程	2,208	2,137	2,021	1,903	1,785
无形资产开发支出	7,274	8,790	9,739	10,808	11,844
长期待摊费用	146	160	166	170	170
其他非流动资产	225,124	241,698	343,899	394,854	455,279
资产总计	254,501	272,700	377,137	430,150	492,501
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	2,408	3,093	3,242	3,419	3,914
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	47,154	45,950	60,073	66,503	72,084
负债合计	49,563	49,043	63,315	69,922	75,998
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	194,860	213,043	299,141	340,625	391,511
归母公司股东权益	197,480	215,669	301,764	343,248	394,134
少数股东权益	7,458	7,988	12,057	16,981	22,368
股东权益合计	204,938	223,656	313,821	360,229	416,503
负债和股东权益	254,501	272,700	377,137	430,150	492,501

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	36,699	66,593	98,761	109,722	116,829
投资性现金流	-5,537	-9,724	-5,547	-4,504	-4,494
融资性现金流	-57,425	-58,889	143	-57,504	-60,235
现金增加额	-26,262	-2,019	93,356	47,714	52,100

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	127,554	150,560	174,285	197,357	219,413
营业成本	10,199	11,981	13,802	14,671	16,730
营业税金及附加	18,496	22,234	25,619	29,120	32,616
销售费用	3,298	4,649	4,624	5,145	5,400
管理费用	9,012	9,729	10,480	11,765	13,025
财务费用	-1,392	-1,790	-1,020	-2,730	-4,623
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	64	34	92	107	115
公允价值变动	0	3	0	0	0
营业利润	87,880	103,709	120,743	139,359	156,208
其他非经营损益	-178	-46	-36	-55	-55
利润总额	87,701	103,663	120,707	139,304	156,153
所得税	22,325	26,141	30,539	35,347	39,644
净利润	65,376	77,521	90,168	103,957	116,509
少数股东损益	2,659	2,787	4,069	4,923	5,388
归母股东净利润	62,717	74,734	86,099	99,034	111,121

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	91.87%	91.96%	91.94%	92.44%	92.25%
销售净利率	50.54%	50.60%	50.28%	51.01%	51.45%
销售收入增长率	16.53%	18.04%	15.76%	13.24%	11.18%
EBIT 增长率	17.17%	17.89%	17.48%	14.11%	10.95%
净利润增长率	19.55%	19.16%	15.21%	15.02%	12.21%
ROE	31.76%	34.65%	28.53%	28.85%	28.19%
ROA	24.64%	27.41%	22.83%	23.02%	22.56%
ROIC	31.37%	34.02%	28.45%	28.25%	27.11%
EPS (X)	49.93	59.49	68.54	78.84	88.46
PE (X)	34.59	29.01	20.96	18.23	16.24
PB (X)	10.99	10.05	5.98	5.26	4.58
PS (X)	17.48	14.68	10.54	9.30	8.36
EV/EBITDA (X)	23.97	20.22	13.48	11.49	10.02

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。