

Q3 营收显韧性 年度目标兑现可期

2024 年 10 月 26 日



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：孙冉

执业证号：S0100522110004

邮箱：sunran@mszq.com

➤ **事件：**公司于 10 月 26 日发布 2024 年三季度报，24 年 Q1-3 公司累计实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 1231.23/608.28/607.79 亿元，同比 +16.91%/+15.04%/+15.08%，全年 15% 的营收目标兑现可期。其中单 24Q3 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 396.71/191.32/191.09 亿元，同比 +15.56%/+13.23%/+13.28%。截至 24Q3 期末合同负债 99.31 亿元，较 23 年末减少 41.95 亿元，单 Q3 期内环比减少 0.62 亿元。用“单季度营收+Δ合同负债”核算真实营收，以抵消公司因订单确认、发货节奏等因素带来的营收扰动，24Q3 真实营收 396.09 亿元，同比+3.18%慢于同期营收增速，24Q3 经营性现金流量净额 78.0 亿元，同比-60.2%，均由于公司今年回款节奏快于去年。

➤ **线上线下价差缩窄、倒挂使“i 茅台”申购阶段性预冷，非标加大投放导致直销渠道占比显著提升。**分拆 24Q3 经营性数据：

- **分产品看：**茅台酒/系列酒分别实现收入 325.59/ 62.46 亿元，同比增长+16.32%/+13.14%。其中，茅台酒的增长主要来自飞天提价（飞天 969 提至 1169 涨幅 20%）及非标产品（生肖、精品、散花、年份、100ml 小茅和公斤茅等）的投放增加。系列酒增速放缓主因公司 7 月起暂停投放 1935 合同计划量，以控量保价消化库存。
- **分渠道看：**直销/批发代理渠道分别实现收入 182.61/205.43 亿元，同比增长+23.50%/+9.72%。直销渠道中“i 茅台”不含税收入 45.16 亿元，同比-18.37%，或系部分产品线上线下价差缩窄甚至倒挂导致消费者申购积极性降低导致。Q3 直销营收占比环比提升+7.11pcts 至 47.06%，考虑到国资停货及直营店团购渠道控货，Q3 直销占比大幅提升或与 Q3 增量的非标类产品通过自营店投放给社会经销商有关。
- **分区域看：**国内/国外地区分别收入 375.26/12.79 亿元，同比 +15.22%/+35.74%；
- **经销商数量上：**24Q3 未经销商数量合计 2228 家，其中国内/国外分别 2122/106 家，Q3 期内分别净增加 25/0 家，新增经销商均为系列酒经销商。

➤ **系列酒结构下移拖累毛利率，税金附加压制净利率水平。**毛利率方面：24Q1-3/24Q3 分别为 91.69%/91.23%，同比-0.18/-0.44pcts，毛利率下降或与系列酒结构下移有关，一方面 1935 停货后中低价位系列酒占比增加，另一方面渠道反馈 1935 恢复发货后在部分地区打破“双轨制”取消计划外价格，导致平均打款价下移。**费用率方面：**公司 24Q1-3 销售/管理费用率分别为 3.44%/4.68%，同比+0.53/-0.76pcts，24Q3 分别为 4.08%/4.87%，同比+0.36/-0.67pcts。预计 Q3 广宣等市场费用投放有所增加。**归母净利率：**24Q1-3/24Q3 分别为 49.40%/48.23%，同比-0.80/-0.99pcts；前三季度税金及附加/营收同比提升+0.95pcts，对净利率水平所有压制。

推荐

维持评级

当前价格：

1,558.85 元

相关研究

- 1.贵州茅台 (600519.SZ) 2024 年中报点评：业绩稳健显韧性 分红规划塑信心-2024/08/09
- 2.贵州茅台 (600519.SH) 2024 年一季报点评：Q1 顺利开门红，增长势头强劲-2024/04/27
- 3.贵州茅台 (600519.SH) 2023 年年报点评：23 年靓丽收官，24 年势能延续-2024/04/03
- 4.贵州茅台 (600519.SH) 2023 年度经营数据公告点评：大集团一盘棋显效，高质量完成全年目标-2024/01/01
- 5.贵州茅台 (600519.SH) 事件点评：再次实施特别分红，兑现发展红利-2023/11/21

投资建议: 公司具备品牌护城河, 渠道抗风险能力强, 在当前产业加速出清背景下, 公司以政策空间换时间, 供给端针对总量、结构、价格的调节工具众多且操作空间充足, 有能力通过主动的逆周期调整以实现平衡、长远、稳健发展。预计公司 24-26 年分别实现营业收入 1744/1880/2024 亿元, 同比 15.8%/7.8%/7.7%, 归母净利润 869/950/1029 亿元, 同比 16.3%/9.3%/8.3%, 当前股价对应 PE 分别为 23/21/19 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示: 税收等产业政策调整的不确定性风险; 供需不均衡导致的批发价格波动风险; 食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	150,560	174,390	188,022	202,432
增长率 (%)	18.0	15.8	7.8	7.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	74,734	86,930	94,982	102,865
增长率 (%)	19.2	16.3	9.3	8.3
每股收益 (元)	59.49	69.20	75.61	81.89
PE	26	23	21	19
PB	9.1	7.4	6.7	6.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	150,560	174,390	188,022	202,432
营业成本	11,981	13,481	14,566	16,395
营业税金及附加	22,234	27,902	28,203	29,353
销售费用	4,649	5,580	6,205	6,478
管理费用	9,729	8,720	9,213	9,616
研发费用	157	186	200	216
EBIT	101,882	118,562	129,678	140,423
财务费用	-1,790	-2,025	-2,073	-2,260
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	34	40	43	47
营业利润	103,709	120,626	131,794	142,729
营业外收支	-46	-46	-46	-46
利润总额	103,663	120,580	131,748	142,683
所得税	26,141	30,407	33,224	35,981
净利润	77,521	90,173	98,525	106,702
归属于母公司净利润	74,734	86,930	94,982	102,865
EBITDA	103,820	120,557	131,768	142,578

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	69,070	107,237	139,472	171,723
应收账款及票据	74	88	95	103
预付款项	35	602	651	734
存货	46,435	51,115	55,264	62,339
其他流动资产	109,558	128,890	128,893	128,897
流动资产合计	225,173	287,932	324,376	363,795
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	19,909	21,622	22,697	23,513
无形资产	8,572	8,572	8,572	8,572
非流动资产合计	47,527	48,255	48,853	49,351
资产合计	272,700	336,186	373,229	413,146
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	3,093	3,220	3,481	3,927
其他流动负债	45,605	57,583	61,037	65,043
流动负债合计	48,698	60,802	64,518	68,970
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	346	341	341	341
非流动负债合计	346	341	341	341
负债合计	49,043	61,144	64,859	69,312
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
少数股东权益	7,988	11,230	14,773	18,609
股东权益合计	223,656	275,042	308,369	343,835
负债和股东权益合计	272,700	336,186	373,229	413,146

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	18.04	15.83	7.82	7.66
EBIT 增长率	17.89	16.37	9.38	8.29
净利润增长率	19.16	16.32	9.26	8.30
盈利能力 (%)				
毛利率	91.96	92.34	92.32	91.95
净利润率	50.60	49.85	50.52	50.81
总资产收益率 ROA	27.41	25.86	25.45	24.90
净资产收益率 ROE	34.65	32.95	32.35	31.63
偿债能力				
流动比率	4.62	4.74	5.03	5.27
速动比率	1.43	1.77	2.17	2.49
现金比率	1.42	1.76	2.16	2.49
资产负债率 (%)	17.98	18.19	17.38	16.78
经营效率				
应收账款周转天数	0.10	0.10	0.07	0.07
存货周转天数	1293.20	1314.16	1325.50	1299.06
总资产周转率	0.56	0.57	0.53	0.51
每股指标 (元)				
每股收益	59.49	69.20	75.61	81.89
每股净资产	171.68	210.01	233.72	258.90
每股经营现金流	53.01	62.40	79.72	84.50
每股股利	30.88	51.90	56.71	61.41
估值分析				
PE	26	23	21	19
PB	9.1	7.4	6.7	6.0
EV/EBITDA	18.29	15.75	14.41	13.32
股息收益率 (%)	1.98	3.33	3.64	3.94

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	77,521	90,173	98,525	106,702
折旧和摊销	1,937	1,995	2,090	2,155
营运资金变动	-11,667	-12,533	-493	-2,716
经营活动现金流	66,593	78,389	100,138	106,154
资本开支	-2,595	-2,969	-2,663	-2,627
投资	-7,268	2,296	0	0
投资活动现金流	-9,724	-1,349	-2,619	-2,581
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-58,889	-38,873	-65,284	-71,323
现金净流量	-2,019	38,167	32,235	32,251

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026