

行稳致远

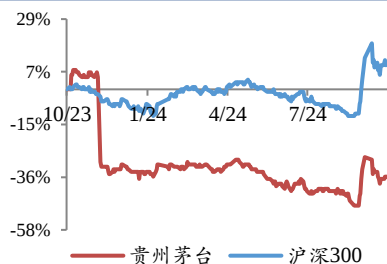
——贵州茅台 2024Q3 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-27

收盘价（元）	1,558.85
近 12 个月最高/最低（元）	1,910.00/1,245.83
总股本（百万股）	1,256
流通股本（百万股）	1,256
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	19,582
流通市值（亿元）	19,582

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

➤ 公司发布 2024Q3 业绩：

➤ **24Q3：** 营业总收入 396.71 亿元 (+15.56%)，归母净利润 191.32 亿元 (+13.23%)，扣非归母净利润 191.09 亿元 (+13.28%)。

➤ **24Q1-3：** 营业总收入 1231.23 亿元 (+16.91%)，归母净利润 608.28 亿元 (+15.04%)，扣非归母净利润 607.79 亿元 (+15.08%)。

➤ 符合市场预期。

● 收入端：主动调控

➤ 分产品看，24Q3 公司茅台酒/系列酒营收分别同比增长 16.3%/13.1%，茅台酒营收占比白酒业务营收同比提升 0.38pct 至 83.9%。我们预计茅台酒在飞天提价+非标放量下，价增引领；系列酒主动停货茅台 1935 以降低渠道库存，实现健康发展，导致增速环比放缓。

➤ 分渠道看，24Q3 公司直销/批发营收分别同比增长 23.5%/9.7%，直销营收占比白酒业务营收同比提升 2.93pct 至 47.1%。若扣除 i 茅台平台营收，则公司 24Q3 直销渠道营收同比增长 48.5%。我们预计直销渠道阶段性走强或主因公司非标产品放量。

● 盈利端：系列酒略有扰动

➤ 24Q3 公司毛利率同比下降 0.47pct 至 91.05%，我们预计主因系列酒毛利率下降扰动。我们测算系列酒在茅台 1935 主动停货下，系列酒整体毛利率或环比下降 3-5pct。24Q3 公司销售/管理/财务费率分别同比+0.36/-0.67/+0.64pct，销售费率上升预计主因系列酒产品投入加大。综上，公司 24Q3 净利率同比下降 0.82pct 至 51.11%。

● 报表质量：蓄水池充足

➤ 24Q3 公司收入+Δ 合同负债同比增长 3.2%，同期销售收现同比增长 0.97%，经营节奏基本吻合。24Q3 末，公司合同负债达 99.31 亿元，业绩蓄水池充足。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

公司主动控货以去化系列酒库存，高质量达成全年目标无虞。中长期看，公司积极挖掘“新商务”消费潜力，扩大需求基数，品牌护城河带来的优质商业模式并未发生改变。

盈利预测： 考虑到行业景气度恢复较慢，我们下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营业总收入 1732.5/1908.7/2070.0 亿元（前值

1745.1/2015.2/2320.8 亿元)，同比+15.1%/10.2%/8.4%；实现归母净利润 858.1/949.0/1030.4 亿元（前值 871.7/1015.7/1181.1 亿元），同比+14.8%/ +10.6%/+8.6%；当前股价对应 PE 分别为 23/21/19 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

行业景气度不及预期，库存去化不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	150560	173251	190867	206995
收入同比（%）	18.0%	15.1%	10.2%	8.4%
归属母公司净利润	74734	85810	94896	103043
净利润同比（%）	19.2%	14.8%	10.6%	8.6%
毛利率（%）	92.0%	92.2%	92.0%	91.7%
ROE（%）	34.7%	33.2%	31.0%	28.8%
每股收益（元）	59.49	68.31	75.54	82.03
P/E	29.01	22.82	20.64	19.00
P/B	10.05	7.57	6.40	5.48
EV/EBITDA	20.22	15.29	13.53	12.17

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 10 月 25 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	225173	284663	342025	400705	营业收入	150560	173251	190867	206995
现金	69070	125026	177734	228252	营业成本	11981	13453	15170	17011
应收账款	60	0	0	0	营业税金及附加	22234	25629	28258	30662
其他应收款	28	41	35	47	销售费用	4649	5958	6757	7536
预付账款	35	39	44	49	管理费用	9729	10214	11075	11813
存货	46435	49903	54654	62689	财务费用	-1790	-1235	-2242	-3191
其他流动资产	109545	109654	109559	109667	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	47527	48971	50282	51462	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	34	0	0	0
固定资产	19909	20674	21293	21767	营业利润	103709	119090	131692	142993
无形资产	8572	9422	10272	11122	营业外收入	87	69	69	69
其他非流动资产	19046	18875	18717	18573	营业外支出	133	133	133	133
资产总计	272700	333634	392307	452167	利润总额	103663	119026	131628	142929
流动负债	48698	63526	71213	75708	所得税	26141	30015	33193	36043
短期借款	0	0	0	0	净利润	77521	89010	98435	106886
应付账款	3093	1724	3713	2389	少数股东损益	2787	3201	3539	3843
其他流动负债	45605	61802	67500	73319	归属母公司净利润	74734	85810	94896	103043
非流动负债	346	346	346	346	EBITDA	103820	119911	131639	142123
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	59.49	68.31	75.54	82.03
其他非流动负债	346	346	346	346					
负债合计	49043	63872	71558	76053					
少数股东权益	7988	11188	14728	18571					
股本	1256	1256	1256	1256					
资本公积	1375	1375	1375	1375					
留存收益	213037	255942	303390	354912					
归属母公司股东权益	215669	258574	306021	357543					
负债和股东权益	272700	333634	392307	452167					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	成长能力				
经营活动现金流	66593	102433	103729	105612	营业收入	18.0%	15.1%	10.2%	8.4%
净利润	77521	89010	98435	106886	营业利润	18.0%	14.8%	10.6%	8.6%
折旧摊销	1937	2056	2189	2320	归属于母公司净利	19.2%	14.8%	10.6%	8.6%
财务费用	13	9	9	9	获利能力				
投资损失	-34	0	0	0	毛利率 (%)	92.0%	92.2%	92.0%	91.7%
营运资金变动	-11667	11294	3033	-3667	净利率 (%)	50.6%	50.4%	50.6%	50.6%
其他经营现金流	88012	77780	95466	110617	ROE (%)	34.7%	33.2%	31.0%	28.8%
投资活动现金流	-9724	-3564	-3564	-3564	ROIC (%)	34.0%	32.6%	30.2%	27.8%
资本支出	-2595	-3564	-3564	-3564	偿债能力				
长期投资	-7268	0	0	0	资产负债率 (%)	18.0%	19.1%	18.2%	16.8%
其他投资现金流	138	0	0	0	净负债比率 (%)	21.9%	23.7%	22.3%	20.2%
筹资活动现金流	-58889	-42913	-47456	-51530	流动比率	4.62	4.48	4.80	5.29
短期借款	0	0	0	0	速动比率	1.43	1.98	2.50	3.02
长期借款	0	0	0	0	营运能力				
普通股增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.56	0.56	0.52	0.48
资本公积增加	0	0	0	0	应收账款周转率	3632.83	—	—	—
其他筹资现金流	-58889	-42913	-47456	-51530	应付账款周转率	4.31	5.54	5.54	5.54
现金净增加额	-2019	55956	52708	50518	每股指标 (元)				
					每股收益	59.49	68.31	75.54	82.03
					每股经营现金流 (摊)	53.01	81.54	82.57	84.07
					每股净资产	171.68	205.84	243.61	284.62
					估值比率				
					P/E	29.01	22.82	20.64	19.00
					P/B	10.05	7.57	6.40	5.48
					EV/EBITDA	20.22	15.29	13.53	12.17

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职广银理财。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。