

# 贵州茅台 (600519)

## 2024 年前三季度业绩点评：目标稳步兑现，优化量价统筹

买入 (维持)

2024 年 10 月 27 日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

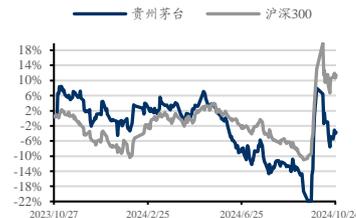
研究助理 于思淼

执业证书：S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	127554	150560	173407	190080	205421
同比 (%)	16.53	18.04	15.17	9.61	8.07
归母净利润 (百万元)	62717	74734	85949	94706	102441
同比 (%)	19.55	19.16	15.01	10.19	8.17
EPS-最新摊薄 (元/股)	49.93	59.49	68.42	75.39	81.55
P/E (现价&最新摊薄)	31.22	26.20	22.78	20.68	19.12

### 股价走势



### 投资要点

- **事件：**公司公告 2024 年前三季度营业收入、归母净利润分别为 1207.8、608.3 亿元，同比增长 17.0%、15.0%；2024Q3 营业收入、归母净利润分别为 388.5、191.3 亿元，同比增长 15.3%、13.2%。
- **茅台酒线下直销投放加快，系列酒 1935 价格承压略作调控。**24Q3 公司酒类收入同比增长 15.8%，围绕全年 15%收入增速目标稳健兑现。1) 茅台酒 24Q3 收入同增 16.3%，其中经销渠道普飞配额投放同比波动不大，非标投放有所加速，增量主要体现在生肖、100ml 小茅、公斤装等；直销渠道线上 i 茅台估算 Q3 非标茅台投放同比持平左右，增量主要是 100ml 小茅贡献；直销渠道线下投放同比加快，该部分 Q3 整体收入同增 48.5%，预计主要是茅台酒贡献。2) 系列酒 24Q3 收入同增 13.1%，增速放缓 1 是茅台 1935 调整线上 i 茅台投放，2 是在 24H1 较快增长基础上，公司 7-8 月适当控货以稳定价盘波动。年内茅台 1935 通过调整费用投放政策、开放招商等手段，预计仍将保证年度任务顺利完成。
- **系列酒拉低毛利，税金率保持提升。**24Q3 公司归母净利率同比-0.81pct 至 51.1%，主系毛销差、营业税金及利息收入拖累。1) 毛利率：24Q3 同比-0.5pct 至 91.0%，预计主因系列酒吨价拖累，茅台 1935 线下渠道打款价格调整，同时线上 i 茅台投放亦减少较多。2) 费用率：24Q3 公司销售费率同比+0.4pct，保持升势，主系茅台非标及 1935 加大营销投放。Q3 公司管理费率 (含研发) 同比-0.6pct，年内支出维持在持平附近水平；财务费率同比+0.7pct，主因利率下行导致利息收入减少。3) 营业税金率：24Q3 同比+0.4pct 至 16.5%，年内各季度保持同增趋势。
- **调结构更好承托量价，促转型加大需求挖潜。**24Q3 以来，为更好实现销售任务的保质保量完成，公司思路明确：1 是渠道结构优化，茅台高价产品投放更多向线下渠道倾斜，旨在通过调动终端资源加大优质客户的需求挖掘；2 是产品主次清晰，普飞保持控量投放以稳定价格主轴的同时，更多由生肖、精品、公斤装、小茅等尚有顺价利润空间的产品承担量价增量贡献；3 是持续推进国际化市场开拓，24Q3 公司海外销售同比增长 17%，较去年有所加速。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为公司 2024 年能够保障完成全年经营计划，2025 年在宏观逐步企稳、渠道信心偏弱背景下，经营计划将理性趋稳，综合平衡量价空间。我们略调整 2024-2026 年营业总收入为 1734.1、1900.8、2054.2 亿元 (前值为 1732.2、1898.4、2089.1 亿元)，归母净利润为 859.5、947.1、102.4 亿元 (前值为 868、952、1050 亿元)，当前市值对应 PE 为 22.8/20.7/19.1x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观承压消费持续走弱，需求企稳不及预期；市场对合理降速的非理性反应等。

### 市场数据

收盘价(元)	1,558.85
一年最低/最高价	1,245.83/1,910.00
市净率(倍)	8.24
流通 A 股市值(百万元)	1,958,223.94
总市值(百万元)	1,958,223.94

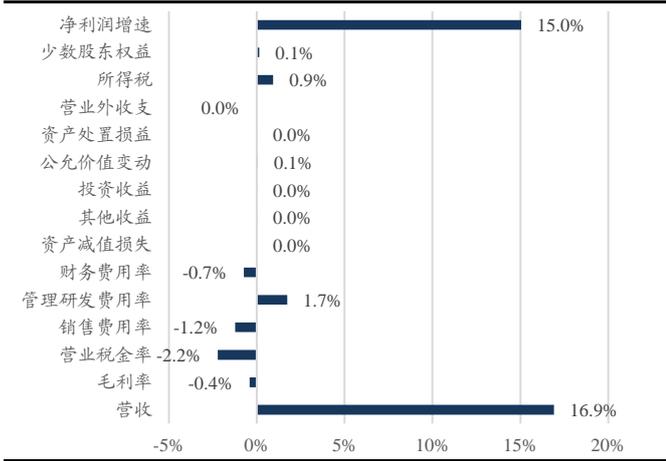
### 基础数据

每股净资产(元,LF)	189.23
资产负债率(% ,LF)	13.63
总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股(百万股)	1,256.20

### 相关研究

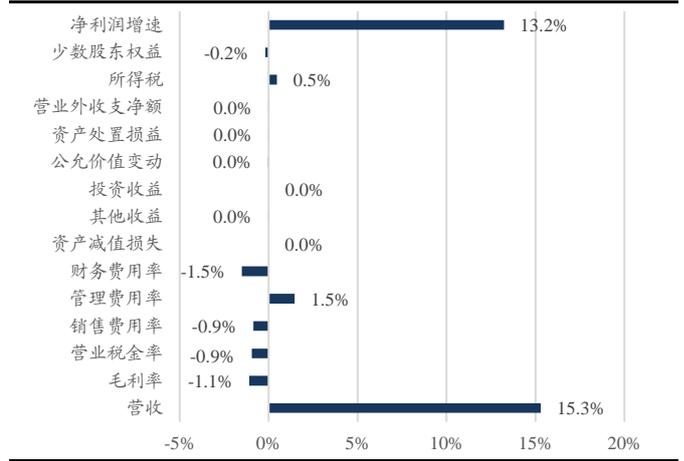
- 《贵州茅台(600519)：回购彰显态度，重视股东回报一以贯之》  
2024-09-22
- 《贵州茅台(600519)：2024H1 业绩点评：提分红呵护股东回报，调渠道帮助稳定价盘》  
2024-08-09

图1：2024 年前三季度归母净利润增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：2024 年单三季度归母净利润增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

## 贵州茅台三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>225,173</b>	<b>260,936</b>	<b>296,996</b>	<b>337,110</b>	<b>营业总收入</b>	<b>150,560</b>	<b>173,407</b>	<b>190,080</b>	<b>205,421</b>
货币资金及交易性金融资产	69,471	81,054	104,688	132,822	营业成本(含金融类)	11,981	13,022	14,464	15,903
经营性应收款项	109	878	726	819	税金及附加	22,234	26,844	28,864	31,114
存货	46,435	48,005	59,116	72,902	销售费用	4,649	6,279	7,403	8,420
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,729	9,673	9,954	10,199
其他流动资产	109,158	130,999	132,465	130,566	研发费用	157	155	111	210
<b>非流动资产</b>	<b>47,527</b>	<b>48,899</b>	<b>51,762</b>	<b>54,112</b>	财务费用	(1,790)	(1,926)	(2,250)	(2,599)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	35	35	39	43
固定资产及使用权资产	20,223	21,886	22,947	23,345	投资净收益	34	71	71	69
在建工程	2,137	1,124	615	392	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	8,572	9,824	11,029	12,344	减值损失	38	38	38	38
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	160	160	160	160	<b>营业利润</b>	<b>103,709</b>	<b>119,505</b>	<b>131,680</b>	<b>142,324</b>
其他非流动资产	16,434	15,905	17,010	17,871	营业外净收支	(46)	(149)	(124)	(106)
<b>资产总计</b>	<b>272,700</b>	<b>309,835</b>	<b>348,757</b>	<b>391,222</b>	<b>利润总额</b>	<b>103,663</b>	<b>119,356</b>	<b>131,556</b>	<b>142,218</b>
<b>流动负债</b>	<b>48,698</b>	<b>56,678</b>	<b>58,921</b>	<b>61,710</b>	减:所得税	26,141	30,201	33,317	35,955
短期借款及一年内到期的非流动负债	57	90	86	78	<b>净利润</b>	<b>77,521</b>	<b>89,155</b>	<b>98,238</b>	<b>106,262</b>
经营性应付款项	3,093	1,870	2,861	2,345	减:少数股东损益	2,787	3,206	3,532	3,821
合同负债	14,126	17,229	18,450	19,521	<b>归属母公司净利润</b>	<b>74,734</b>	<b>85,949</b>	<b>94,706</b>	<b>102,441</b>
其他流动负债	31,422	37,489	37,525	39,767	每股收益-最新股本摊薄(元)	59.49	68.42	75.39	81.55
非流动负债	346	346	346	346	EBIT	101,882	117,432	129,283	139,580
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	103,820	119,587	131,592	142,004
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.96	92.49	92.38	92.24
租赁负债	267	267	267	267	归母净利率(%)	50.60	50.59	50.86	50.87
其他非流动负债	79	79	79	79	收入增长率(%)	18.04	15.17	9.61	8.07
<b>负债合计</b>	<b>49,043</b>	<b>57,023</b>	<b>59,266</b>	<b>62,056</b>	归母净利润增长率(%)	19.16	15.01	10.19	8.17
归属母公司股东权益	215,669	241,618	274,765	310,619					
少数股东权益	7,988	11,194	14,726	18,547					
<b>所有者权益合计</b>	<b>223,656</b>	<b>252,812</b>	<b>289,491</b>	<b>329,166</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>272,700</b>	<b>309,835</b>	<b>348,757</b>	<b>391,222</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	66,593	76,316	90,012	99,444	每股净资产(元)	171.68	192.34	218.73	247.27
投资活动现金流	(9,724)	(4,757)	(4,807)	(4,707)	最新发行在外股份(百万股)	1,256	1,256	1,256	1,256
筹资活动现金流	(58,889)	(59,975)	(61,572)	(66,603)	ROIC(%)	35.49	36.77	35.56	33.68
现金净增加额	(2,019)	11,583	23,634	28,134	ROE-摊薄(%)	34.65	35.57	34.47	32.98
折旧和摊销	1,937	2,155	2,309	2,424	资产负债率(%)	17.98	18.40	16.99	15.86
资本开支	(2,595)	(4,204)	(4,191)	(4,021)	P/E (现价&最新股本摊薄)	26.20	22.78	20.68	19.12
营运资本变动	(11,667)	(16,196)	(10,140)	(9,145)	P/B (现价)	9.08	8.10	7.13	6.30

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>