

贵州茅台 (600519.SH)

强烈推荐 (维持)

结构调整, 韧性延续

公司在三季度行业需求转弱背景下营收/净利润同比+15.3%/+13.2%，环比略有降速，但业绩依然优秀，增长韧性延续，符合市场预期。同时公司此前在已经发布现金分红回报规划基础上，首次公布拟以自有资金实施股份回购以用于注销，在业绩具备较强确定性背景下增强对股东回报的重视。当前股价对应24年23xPE，股息视角下配置价值仍高。

□Q3收入/利润同比+15.3%/+13.2%，业绩符合预期。公司24年前三季度实现营业收入/归母净利润1207.8/608.3亿(+17.0%/+15.0%)，其中Q3收入/归母净利润388.5/191.3亿，同比+15.3%/+13.2%，在需求转弱背景下环比略有降速，但业绩依然优秀，符合市场预期。现金流方面，24年公司前三季度销售收现同比+16.6%至1296.9亿，与收入增长较为匹配，其中Q3公司销售收现同比+1.0%至425.9亿。Q3末公司预收款111.7亿(同比-12.9%)，环比H1末减少0.6亿，去年同期增加45.8亿。24年前三季度/24Q3经营性现金流分别同比-11.2%/-60.2%，推测主要系财务公司资金划转影响。

□批发提价、直销放量，系列酒和i茅台增速放缓。结构看，公司24Q3茅台酒/系列酒分别+16.3%/+13.1%至325.6/62.5亿，茅台酒环比提速，系列酒在1935H1超进度完成任务后降速。分渠道看，公司24Q3直销/批发渠道分别+23.5%/+9.7%至182.6/205.4亿，其中i茅台不含税收入同比-18.4%至45.2亿。24年前三季度公司直销渠道占比-1.7pcts至43%(H1占比41.2%)。公司根据i茅台申购情况动态调整市场投放量和投放结构，在i茅台供给收缩情况下，通过其他直销渠道实现增长，批发渠道增长预计主要由飞天提价贡献。分地区看，国内/国外Q2分别实现收入375.3/12.8亿，同比+15.2%/-20.1%。

□税金和销售费用率提升，盈利能力高位回落。受毛利率较高的i茅台投放减少及产品结构影响，公司24Q3毛利率-0.44pct至91.2%。主营税金/销售/管理费用率分别+0.36/+0.36/-0.67pct至16.2%/4.1%/4.9%，财务费用由-4.6亿增加至-2.8亿。综合影响下，公司23Q3净利率高位回落0.99pct至48.2%。

□投资建议：结构调整，韧性延续。公司在三季度行业需求转弱背景下主动调整投放结构，增长韧性延续。同时公司此前在已经发布现金分红回报规划基础上，首次公布拟以自有资金实施股份回购以用于注销，在业绩具备较强确定性背景下增强对股东回报的重视。结合需求背景，调整24-26年EPS预测为68.40、75.16、81.95元，当前股价对应24年23xPE，股息视角下配置价值仍高，维持“强烈推荐”评级。

□风险提示：外资流出、税率上升、宏观经济影响、批价超预期下跌等

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	127554	150560	174503	192610	211104
同比增长	16.5%	18.0%	15.9%	10.4%	9.6%
营业利润(百万元)	87880	103709	119231	131014	142850
同比增长	17.6%	18.0%	15.0%	9.9%	9.0%
归母净利润(百万元)	62716	74734	85923	94418	102949
同比增长	19.6%	19.2%	15.0%	9.9%	9.0%
每股收益(元)	49.93	59.49	68.40	75.16	81.95
PE	31.2	26.2	22.8	20.7	19.0
PB	9.9	9.1	8.2	7.3	6.5

资料来源：公司数据、招商证券

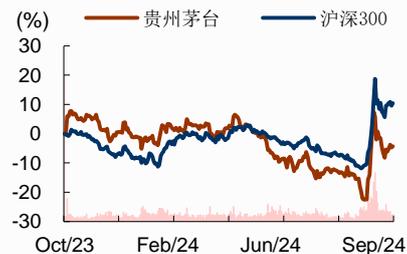
消费品/食品饮料
目标股价：2,100.00元
当前股价：1558.85元

基础数据

总股本(百万股)	1256
已上市流通股(百万股)	1256
总市值(十亿元)	1958.2
流通市值(十亿元)	1958.2
每股净资产(MRQ)	189.2
ROE(TTM)	34.8
资产负债率	13.6%
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有
主要股东持股比例	54.07%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	-6	-2
相对表现	-3	-18	-15



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《贵州茅台(600519)一分红提振信心，业绩略超预期》2024-08-09
- 《贵州茅台(600519)一行稳致远，自强不息——2023年度股东大会调研反馈》2024-05-30
- 《贵州茅台(600519)一税金影响利润，现金流彰显潜力》2024-04-27

于佳琦 S1090518090005

yujiqi@cmschina.com.cn

陈书慧 S1090523010003

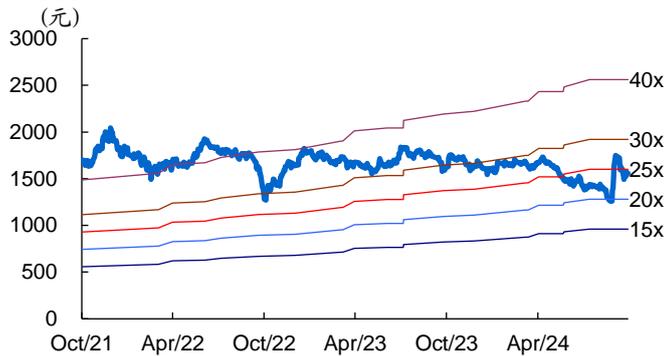
chenshuhui@cmschina.com.cn

贵州茅台单季度利润表

单位: 百万元	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1-3	24Q1-3
一、营业总收入	37768	39379	31608	34329	45244	46485	36966	39671	105316	123123
二、营业总成本	11873	10718	10407	11066	14732	13357	12598	13239	32191	39193
其中: 营业成本	3011	2870	2837	2857	3304	3381	3370	3477	8564	10228
营业税金及附加	4855	5460	5140	5429	6205	7199	6295	6418	16029	19912
营业费用	892	757	1030	1276	1586	1141	1477	1618	3063	4235
管理费用	3443	2012	1818	1903	3996	2062	1774	1931	5733	5768
研发费用	20	23	50	28	56	28	64	48	101	140
财务费用	-386	-420	-451	-461	-457	-487	-408	-278	-1332	-1173
资产减值损失	0	0	0	0	-7	-13	-6	8	0	-10
三、其他经营收益	23	25	5	17	25	29	25	13	47	67
公允价值变动收益	7	21	8	5	1	14	2	2	34	18
投资收益	0	0	0	10	-6	14	22	5	9	41
其他收益	16	4	0	2	28	1	1	6	6	8
四、营业利润	25918	28686	21206	23280	30537	33157	24394	26446	73171	83997
加: 营业外收入	22	14	32	24	16	16	11	26	71	54
减: 营业外支出	155	0	14	2	117	0	0	2	16	2
五、利润总额	25785	28700	21224	23303	30436	33174	24405	26471	73227	84049
减: 所得税	6724	7175	5417	5808	7742	8291	6110	6616	18400	21017
六、净利润	19061	21525	15807	17495	22694	24882	18295	19855	54827	63031
减: 少数股东损益	745	730	622	599	836	817	664	723	1951	2204
七、归属母公司净利润	18317	20795	15186	16896	21858	24065	17630	19132	52876	60828
EPS	14.58	16.55	12.09	13.45	17.40	19.16	14.03	15.23	42.09	48.42
主要比率										
毛利率	92.0%	92.7%	91.0%	91.7%	92.7%	92.7%	90.9%	91.2%	91.9%	91.7%
主营税金率	12.9%	13.9%	16.3%	15.8%	13.7%	15.5%	17.0%	16.2%	15.2%	16.2%
营业费率	2.4%	1.9%	3.3%	3.7%	3.5%	2.5%	4.0%	4.1%	2.9%	3.4%
管理费率为	9.1%	5.1%	5.8%	5.5%	8.8%	4.4%	4.8%	4.9%	5.4%	4.7%
营业利润率	68.6%	72.8%	67.1%	67.8%	67.5%	71.3%	66.0%	66.7%	69.5%	68.2%
实际税率	26.1%	25.0%	25.5%	24.9%	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%	25.1%	25.0%
净利率	48.5%	52.8%	48.0%	49.2%	48.3%	51.8%	47.7%	48.2%	50.2%	49.4%
YoY										
收入增长率	16.5%	18.7%	20.4%	13.1%	19.8%	18.0%	17.0%	15.6%	17.3%	16.9%
营业利润增长率	19.3%	19.4%	20.4%	14.5%	17.8%	15.6%	15.0%	13.6%	18.1%	14.8%
净利润增长率	20.6%	20.6%	21.0%	15.7%	19.3%	15.7%	16.1%	13.2%	19.1%	15.0%

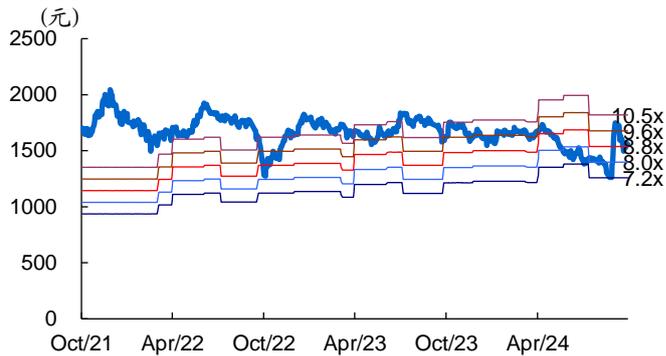
资料来源: 公司报表

图 1: 贵州茅台历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 贵州茅台历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《贵州茅台（600519）—分红提振信心，业绩略超预期》2024-08-09
- 2、《贵州茅台（600519）—行稳致远，自强不息——2023 年度股东大会调研反馈》2024-05-30
- 3、《贵州茅台（600519）—税金影响利润，现金流彰显潜力》2024-04-27
- 4、《贵州茅台（600519）—增长中枢延续，看好估值修复》2024-04-03
- 5、《贵州茅台（600519）—逆势提速，彰显实力》2024-01-01
- 6、《贵州茅台（600519）—竞争优势延展，量价游刃有余》2023-12-20
- 7、《贵州茅台（600519）—增速创五年新高，上调全年盈利预测》2023-08-03
- 8、《贵州茅台（600519）—业绩延续高增，战略性加配行业龙头》2023-07-14
- 9、《贵州茅台（600519）—改革持续推进，基本面稳健无虞，重申配置价值》2023-05-21
- 10、《贵州茅台（600519）—产业基金落地，估值超跌布局》2023-05-19
- 11、《贵州茅台（600519）—开门红奠基全年，逆向布局最佳窗口，上调盈利预测》2023-04-26

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	216611	225173	250796	284394	320462
现金	174447	174624	194037	220583	249757
交易性投资	0	401	401	401	401
应收票据	105	14	16	18	20
应收款项	21	60	57	63	69
其它应收款	32	28	32	35	39
存货	38824	46435	52069	58676	65114
其他	3182	3611	4184	4619	5063
非流动资产	37753	47527	49659	51679	53596
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	19743	19909	21251	22481	23608
无形资产商誉	7274	8790	10090	11390	12690
其他	10737	18828	18318	17808	17298
资产总计	254365	272700	300455	336073	374057
流动负债	49066	48698	52412	56833	61142
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2408	3093	3468	3909	4337
预收账款	15472	14126	15840	17850	19809
其他	31185	31479	33103	35075	36996
长期负债	334	346	346	346	346
长期借款	0	0	0	0	0
其他	334	346	346	346	346
负债合计	49400	49043	52758	57179	61488
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积金	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	194876	213037	236173	266148	298284
少数股东权益	7458	7988	8893	10114	11654
归属于母公司所有者权益	197507	215669	238804	268780	300916
负债及权益合计	254365	272700	300455	336073	374057

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	36699	66593	86486	94917	103915
净利润	62716	74734	85923	94418	102949
折旧摊销	1611	1865	1868	1980	2083
财务费用	12	13	(2000)	(2300)	(2300)
投资收益	(64)	(34)	(71)	(71)	(71)
营运资金变动	(29015)	(11638)	(2438)	(2633)	(2586)
其它	1437	1653	3204	3523	3841
投资活动现金流	(5537)	(9724)	(6229)	(6229)	(6229)
资本支出	(5307)	(2620)	(4000)	(4000)	(4000)
其他投资	(230)	(7105)	(2229)	(2229)	(2229)
筹资活动现金流	(57425)	(58889)	(60844)	(62142)	(68513)
借款变动	(31626)	(538)	(57)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(27228)	(60073)	(62787)	(64442)	(70813)
其他	1430	1722	2000	2300	2300
现金净增加额	(26263)	(2020)	19413	26546	29174

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	127554	150560	174503	192610	211104
营业成本	10093	11867	13308	14996	16641
营业税金及附加	18496	22234	27516	30371	33288
营业费用	3298	4649	5405	5945	6429
管理费用	9012	9729	10971	12378	13971
研发费用	135	157	182	201	221
财务费用	(1392)	(1790)	(2000)	(2300)	(2300)
资产减值损失	(15)	38	38	38	38
公允价值变动收益	0	3	3	3	3
其他收益	25	35	35	35	35
投资收益	64	34	34	34	34
营业利润	87880	103709	119231	131014	142850
营业外收入	71	87	87	87	87
营业外支出	249	133	133	133	133
利润总额	87701	103663	119184	130968	142804
所得税	22326	26141	30057	33029	36015
少数股东损益	2659	2787	3205	3522	3840
归属于母公司净利润	62716	74734	85923	94418	102949

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	16.5%	18.0%	15.9%	10.4%	9.6%
营业利润	17.6%	18.0%	15.0%	9.9%	9.0%
归母净利润	19.6%	19.2%	15.0%	9.9%	9.0%
获利能力					
毛利率	92.1%	92.1%	92.4%	92.2%	92.1%
净利率	49.2%	49.6%	49.2%	49.0%	48.8%
ROE	31.8%	34.7%	36.0%	35.1%	34.2%
ROIC	31.4%	34.1%	35.4%	34.5%	33.6%
偿债能力					
资产负债率	19.4%	18.0%	17.6%	17.0%	16.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.4	4.6	4.8	5.0	5.2
速动比率	3.6	3.7	3.8	4.0	4.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2018.0	1500.0	2365.0	2499.0	2491.0
应付账款周转率	4.6	4.3	4.1	4.1	4.0
每股资料(元)					
EPS	49.93	59.49	68.40	75.16	81.95
每股经营净现金	29.21	53.01	68.85	75.56	82.72
每股净资产	157.23	171.68	190.10	213.96	239.54
每股股利	47.82	49.98	51.30	56.37	61.46
估值比率					
PE	31.2	26.2	22.8	20.7	19.0
PB	9.9	9.1	8.2	7.3	6.5
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。