

茅台酒与直销发力，24Q3 延续 稳健增长

核心观点

24Q3，贵州茅台完成酒类销售额 388.05 亿元（+15.80%），延续稳健增长态势，在行业调整期彰显龙头增长韧性。三季度，公司调整茅台酒投放结构，加大直销模式投入，茅台 1935 控货与重塑渠道，茅台酒同比增长 16.32%，系列酒同比增长 13.14%。展望未来，茅台思变求进，提出“三个转型”、“四个聚焦”的调整期营销指南，战略路线更加清晰，茅台中长期高质量增长可期。

事件

公司发布 2024 年三季度报告。

2024 年前三季度公司实现营业总收入 1231.23 亿元（+16.91%）；实现归母净利润 608.28 亿元（+15.04%）；实现扣非后归母净利润 607.79 亿元（+15.08%）；

其中 Q3 实现营业总收入 396.71 亿元（+15.56%）；实现归母净利润 191.32 亿元（+13.23%）；实现扣非后归母净利润 191.09 亿元（+13.28%）。

简评

业绩延续稳健增势，龙头韧性凸显

分产品看，前三季度酒类业务收入 1205.19 亿元（+17.16%），其中茅台酒贡献营收 1011.26 亿元（+15.88%），系列酒贡献营收 193.93 亿元（+24.36%）；Q3 季度酒类业务收入 388.05 亿元（+15.80%），其中茅台酒贡献营收 325.59 亿元（+16.32%），系列酒贡献营收 62.46 亿元（+13.14%）。三季度，茅台酒持续优化投放节奏与产品结构，例如加大 6 瓶箱茅台投放比例，生肖、散花飞天等非标产品投放增加，在白酒动销逆势下完成稳健增长。系列酒方面，三季度茅台 1935 于 7 月停货后，重新梳理与调整经销商结构，系列酒新增 25 家经销商，Q3 系列酒增速阶段性放缓。

分渠道看，前三季度公司直销渠道贡献营收 519.89 亿元（+12.51%），批发贡献营收 685.29 亿元（+20.96%）。Q3 来看，直销渠道贡献营收 182.61 亿元（+23.50%），批发贡献营收 205.43 亿元（+9.72%），i 茅台实现不含税销售额 45.16 亿元（-18.37%）。

贵州茅台 (600519. SH)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

张立

zhanglidcq@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100002

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

010-56135272

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2024 年 10 月 27 日

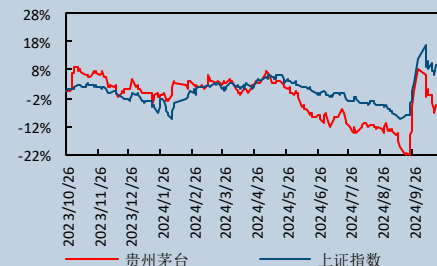
当前股价：1,558.85 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
13.57/-1.68	8.25/-5.45	-5.12/-16.51
12 月最高/最低价 (元)		1812.00/1261.00
总股本 (万股)		125,619.78
流通 A 股 (万股)		125,619.78
总市值 (亿元)		19,582.24
流通市值 (亿元)		19,582.24
近 3 月日均成交量 (万)		416.37
主要股东		
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责 任公司		54.07%

股价表现



品牌营销升级，盈利能力稳步提升

三季度，公司毛利率 91.23%，同比-0.44pcts，归母净利率 48.23%，同比-0.99pcts。公司持续推进产品结构优化，Q3 毛利率小幅下降预计与 i 茅台占比下降相关。

三季度，销售费用增加 0.36pcts 至 4.08%。茅台推进“三个转型”、“四个聚焦”战略路线，加大市场投入，如升级“茅粉节”为“茅友嘉年华”相继在多地落地，持续打造“中国茅台·国之栋梁”公益 IP。管理费用率减少 0.67pcts 至 4.87%，公司税金及附加率同比提升 0.37pcts 至 16.18%。

24Q3 销售收现+ 425.92 亿元，+0.97%，经营性净现金流+78 亿元，同比-60.24%。9 月末公司合同负债余额 99.31 亿元，同比-12.85%。

深化市场化改革，茅台高质量增长可期。

展望 2024 年，公司目标实现营业总收入较上年度增长 15%左右，完成固定资产投资 61.79 亿元。公司将有望进一步市场化改革，持续强化品牌根基，带动公司经营持续向好。产品方面，飞天价格逐渐企稳，节气酒等非标产品持续释放茅台投资价值，茅台 1935 完成换装升级突破百亿大关，推出新品汉酱（匠心传承），梳理金王子、酱香经典价格体系。渠道方面，i 茅台、巽风平台、三代专卖店等创新对公司渠道结构优化贡献突出。

中长期看，针对当前宏观经济周期、行业发展周期和茅台自身周期调整“三期叠加”的市场形势，茅台提出要主动向“新商务”转型，做好客群转型、场景转型、服务转型，战术层面提出“四个聚焦”，即聚焦大单品、聚焦渠道协同、聚焦品牌价值、聚焦终端服务。茅台充分结合市场主动适应变化趋势，点明未来营销工作方向，保持战略定力与信心，将助力茅台跨越周期，有望实现稳定、健康、可持续发展。

盈利预测与投资建议：预计公司 2024-2026 年实现收入 1746.93 亿元、1957.08 亿元、2167.42 亿元，同比 +16.03%、12.03%、10.75%；实现归母净利润 861.97 亿元、976.04 亿元、1088.69 亿元，同比+15.34%、+13.23%、11.54%；对应 EPS 分别为 68.62 元、77.70 元、86.67 元；对应 2024-2026 年动态 PE 分别为 22.72、20.06X、17.99X。

风险提示：居民消费需求复苏不及预期，近 2 年受宏观环境等因素影响经济增长有所降速，国民收入增长亦受到影响，未来中短期居民收入增速恢复节奏和消费力的提升节奏可能不及预期；经济复苏不及预期，24 年是经济复苏年，但企业的现金流的改善节奏可能慢于预期，公司产品在高端商务用酒消费场景的需求复苏节奏可能不及预期；食品安全风险，近年来食品安全问题始终是消费者的关注热点，产业链企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险。

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	127,553.96	150,560.33	174,692.96	195,708.34	216,742.45
YoY(%)	16.53	18.04	16.03	12.03	10.75
净利润(百万元)	62,716.44	74,734.07	86,197.33	97,603.62	108,869.01
YoY(%)	19.55	19.16	15.34	13.23	11.54
毛利率(%)	92.09	92.12	92.26	92.39	92.47
净利率(%)	51.88	51.54	49.34	49.87	50.23
ROE(%)	31.75	34.65	38.43	41.70	44.45
EPS(摊薄/元)	49.93	59.49	68.62	77.70	86.67
P/E(倍)	31.22	26.20	22.72	20.06	17.99
P/B(倍)	9.91	9.08	8.73	8.37	7.99

资料来源: iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。 2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业）， 2020 年金融界.慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

张立

同济大学工学学士、金融硕士，2021 年 9 月加入中信建投证券，具有 4 年证券从业经验，2020 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第一名核心团队成员，2020 年 wind 金牌分析师食品饮料行业第二名核心团队成员，曾任职于东北证券；专注于白酒行业研究，产业资源丰富，对产业发展规律有深刻理解。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk