

2024年10月28日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

1674

贵州茅台(600519.SH) TRADING BUY 区间操作

前三季度经营稳健，达成全年目标可期

公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2024/10/25)	1558.85		
上证指数(2024/10/25)	3299.70		
股价 12 个月高/低	1910/1245.83		
总发行股数(百万)	1256.20		
A 股数(百万)	1256.20		
A 市值(亿元)	19582.24		
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 (54.07%)		
每股净值(元)	189.23		
股价/账面净值	8.24		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	23.3	11.5	-2.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024-08-09	1430.69	买进
2024-04-03	1713.99	买进
2024-01-02	1685.01	买进
2023-10-23	1645.00	买进
2023-07-14	1738.40	买进
2023-04-26	1730.00	买进

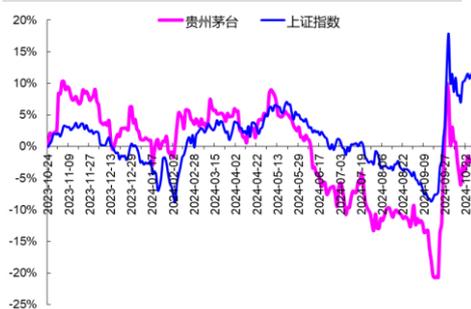
产品组合

茅台酒	83.9%
系列酒	16.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.1%
一般法人	70.7%

股价相对大盘走势



结论与建议:

业绩概要:

公司公告 2024 前三季度合计实现营收 1207.8 亿，同比增 17%，录得净利润 608.3 亿，同比增 15%；3Q 实现营收 388.5 亿，同比增 15.3%，录得净利润 191.3 亿，同比增 13%。业绩基本符合预期。

点评:

- 茅台酒营收稳健，Q3 调整节奏。前三季度茅台酒营收合计达 1011.3 亿，同比增 15.9%，系列酒实现营收 194 亿，同比增 24.4%；单季度看，3Q 茅台酒实现营收 325.6 亿，同比增 16.3%，系列酒实现营收 62.5 亿，同比增 13.1%，茅台酒及系列酒分别较 Q2 提速/减速，与公司发货节奏调整、非标放量有关。
- 渠道结构调整，三季度直销放量。前三季度，直销实现收入约 520 亿，同比增 12.5%，其中 i 茅台收入 147.7 亿，同比下降 0.7%，传统渠道收入 685.3 亿，同比增 21%。3Q 直销收入 182.6 亿，同比增 23.5%，i 茅台收入 45.2 亿，同比下降 18.3%，传统渠道实现收入 205.4 亿，同比增 9.7%，环比看，直销提速、传统渠道及 i 茅台营收减速，主要受季度性渠道调整和控制影响。
- 成本费用表现稳定。毛利率看，1-3Q 同比下降 0.2pct 至 91.7%，单三季度同比下降 0.5pct 至 91.2；费用看，前三季度费率同比上升 0.1pct，3Q 费率同比上升 0.37pct 至 8.37%（销售费用率同比上升 0.36pct，管理费用率同比下降 0.67pct，财务费用率同比上升 0.64pct，研发费用率同比上升 0.04pct）。此外，受税基调整影响，3Q 税金及附加比率同比提升 0.37pct。
- 预收款仍处高位，全年计划达成可期。三季度末合同负债+其他预收款余额 111.7 亿，环比下降 0.6%，同比下降 12.9%（对应前三季度经营活动现金净流入同比下降 11.2%），与回款节奏变化有关，但仍处于较高位置，全年实现既定目标压力不大。中长期看，中报时公司发布 2024-2026 年现金分红回报规划，计划每年派息率不低于 75%，分中期和年度两次派发，股东回报提升将成常态。
- 略下调盈利预测，预计 2024-2026 年将分别实现净利润 862 亿、978.6 亿和 1084.5 亿（原预测为 870 亿、994 亿和 1107.3 亿），分别同比增 15.3%、13.5%和 10.8%，EPS 分别为 68.62 元、77.90 元和 86.33 元，当前股价对应 PE 分别为 23 倍、20 倍和 18 倍，予以“区间操作”。
- 风险提示：经济增长压力，飞天需求不及预期
..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	52460	62716	74734	86199	97857	108448
同比增减	%	12.34	19.55	19.16	15.34	13.52	10.82
每股盈余 (EPS)	RMB 元	41.76	49.93	59.49	68.62	77.90	86.33
同比增减	%	12.35	19.56	19.15	15.34	13.52	10.82
市盈率 (P/E)	X	37	31	26	23	20	18
股利 (DPS)	RMB 元	21.68	47.82	49.98	51.46	58.42	64.75
股息率 (Yield)	%	1.39	3.07	3.21	3.30	3.75	4.15

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	109464	127554	150560	174442	196344	216258
经营成本	8983	10093	11867	13770	15574	17121
营业税金及附加	15304	18496	22234	27097	29704	32844
销售费用	2737	3298	4649	6034	6789	7472
管理费用	8450	9012	9729	10300	11424	12245
财务费用	-935	-1392	-1790	-1691	-1901	-2090
资产减值损失				0	0	0
投资收益	58	64	34	23	44	43
营业利润	74751	87880	103709	118742	134619	148519
营业外收入	69	71	87	84	63	76
营业外支出	292	249	133	82	207	142
利润总额	74528	87701	103663	118744	134476	148453
所得税	18808	22326	26141	29691	33356	36348
少数股东损益	3260	2659	2787	2854	3263	3657
归属于母公司所有者的净利润	52460	62716	74734	86199	97857	108448

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	51810	58274	69070	80674	92372	104380
拆出资金	135067	116173	105554	97110	92254	89486
应收账款	0	21	60	63	67	73
存货	33394	38824	46435	53400	60343	66377
流动资产合计	220766	216611	225173	231247	245035	260316
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	17472	19743	19909	20905	21323	21110
在建工程	2322	2208	2137	2244	2357	2474
非流动资产合计	34403	37753	47527	55607	63948	70343
资产总计	255168	254365	272700	286854	308983	330658
流动负债合计	57914	49066	48698	40938	38199	32307
非流动负债合计	296	334	346	311	295	310
负债合计	58211	49400	49043	41249	38494	32617
少数股东权益	7418	7458	7988	8387	8807	9247
股东权益合计	189539	197507	215669	237218	261682	288795
负债及股东权益合计	255168	254365	272700	286854	308983	330658

附三：合并现金流量表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动产生的现金流量净额	64029	36699	66593	78499	89337	99479
投资活动产生的现金流量净额	-5562	-5537	-9724	-10990	-11781	-11894
筹资活动产生的现金流量净额	-26564	-57425	-58889	-69777	-82465	-92991
现金及现金等价物净增加额	31900	-26262	-2019	-2268	-4909	-5406

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。