



更加谨慎调配以促增长

—— 2024 年三季度业绩点评

2024 年 10 月 27 日

核心观点

- **事件：**公司发布三季报，24Q3 实现营业总收入 397 亿元，同比+15.6%；归母净利润 191 亿元，同比+13.2%。2024 年前三季度总营收同比+16.9%，归母净利润同比+15%。24Q3 销售收到的现金 426 亿元，同比+1%。24Q3 末合同负债 99.3 亿元，时点值同比-12.8%。
- **24Q3 茅台酒稳健增长，系列酒增速放缓。**分产品来看，茅台酒收入同比+16.3%，前三季收入同比+15.9%。24Q3 系列酒收入同比+13.1%，前三季收入同比+24.4%。茅台酒保持稳健增长态势，前三季茅台酒收入增长部分有飞天茅台去年提价的贡献。从批价走势来看目前茅台酒需要谨慎调节短期供需节奏，考虑四季度价格基数走高，我们预计四季度茅台酒收入增速将有所放缓。Q3 系列酒收入增速放缓，我们分析因茅台 1935 批价不断走低，在 Q3 进行了停货，影响了系列酒收入；Q4 若要继续较快增长，或需要继续拓展其销售网络。
- **24Q3 批发代理渠道增速放缓，直营渠道承担更多增量任务。**分渠道来看，Q3 批发代理渠道收入同比+9.7%，前三季收入同比+21%。Q3 直销渠道收入同比+23.5%，前三季收入同比+12.5%，Q3 收入占总收入比重 46%；其中 i 茅台收入同比-18%，前三季收入同比-0.7%。Q3 批发代理渠道收入增速放缓，剔除去年飞天茅台提价影响，我们估计 Q3 批发代理渠道的销量无明显增长，公司调整短期发货节奏以减轻批价下行压力。直销渠道承担更多增量任务，i 茅台销售进入平稳阶段，增量更多来自于线下直营店和团购渠道。
- **净利率延续小幅下降趋势。**Q3 茅台酒归母净利率 47.7%，同比-0.99pct，延续上半年小幅下降趋势，主因税金及附加和销售费用率略有提升。我们预计全年净利率小幅下降。
- **投资建议：**公司整体仍然保持稳健的增长态势。但 Q3 的分项数据显示公司在更加谨慎地平衡主力产品量价，在不同渠道、不同产品间调配增长任务，这反映了市场弱供需局面。我们认为公司仍将致力于完成今年目标，但我们下调明年盈利预测。预计 2024~2026 年 EPS 分别为 67.25/75.15/82.89，2024/10/25 收盘价 1558 元对应 P/E 分别为 23/21/19 倍。对比历史来看估值并不高，且公司护城河深，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**飞天茅台批价持续下行的风险，白酒需求持续走弱的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	150560.33	173201.15	194339.38	214018.07
收入增长率%	18.04	15.04	12.20	10.13
归母净利润(百万元)	74734.07	84473.65	94408.91	104127.93
利润增速%	19.16	13.03	11.76	10.29
摊薄 EPS(元)	59.49	67.25	75.15	82.89
PE	26.20	23.18	20.74	18.81

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

贵州茅台 (600519.SH)

推荐 维持

分析师

刘来珍

☎：021-20252647

✉：liulaizhen_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S010130523040001

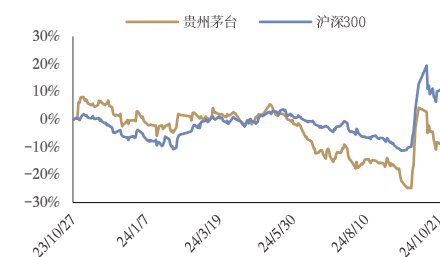
市场数据

2024-10-25

股票代码	600519
A 股收盘价(元)	1558.85
上证指数	3,299.70
总股本(万股)	125,620
实际流通 A 股(万股)	125,620
流通 A 股市值(亿元)	19,582

相对沪深 300 表现图

2024-10-25



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河食品饮料】公司点评_贵州茅台_公司业绩增长稳健性依然较强

附录:

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	225172.52	244251.99	263585.06	283454.47
现金	69070.14	78676.59	90756.37	103280.43
应收账款	60.37	47.18	53.06	58.52
其它应收款	27.50	33.03	37.14	40.96
预付账款	34.59	1108.49	1243.77	1369.72
存货	46435.19	54654.59	61756.74	68961.38
其他	109544.74	109732.12	109737.99	109743.46
非流动资产	47527.14	56519.53	64685.88	72188.48
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	19909.28	21373.24	23491.53	24876.67
无形资产	8572.27	9872.27	11162.27	12442.27
其他	19045.59	25274.02	30032.09	34869.54
资产总计	272699.66	300771.52	328270.95	355642.95
流动负债	48697.61	55125.95	60217.92	64958.29
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	3093.09	3271.58	3670.86	4042.56
其他	45604.52	51854.37	56547.06	60915.73
非流动负债	345.58	341.45	341.45	341.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	345.58	341.45	341.45	341.45
负债合计	49043.19	55467.40	60559.37	65299.75
少数股东权益	7987.90	11051.72	14577.39	18465.99
归属母公司股东权益	215668.57	234252.40	253134.19	271877.21
负债和股东权益	272699.66	300771.52	328270.95	355642.95

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	66593.25	85627.54	98279.91	108091.96
净利润	77521.48	87537.47	97934.59	108016.53
折旧摊销	1937.42	2179.70	2448.65	2622.40
财务费用	12.62	8.00	8.00	8.00
投资损失	-34.03	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-11667.45	-2881.42	-2161.33	-2604.97
其它	-1176.80	-1216.21	50.00	50.00
投资活动现金流	-9724.41	-10114.14	-10665.00	-10175.00
资本支出	-2594.81	-4392.76	-5660.00	-5170.00
长期投资	-7267.91	-5000.00	-5000.00	-5000.00
其他	138.30	-721.39	-5.00	-5.00
筹资活动现金流	-58889.10	-65906.88	-75535.13	-85392.90
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-58889.10	-65906.88	-75535.13	-85392.90
现金净增加额	-2018.55	9606.45	12079.78	12524.06

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	150560.33	173201.15	194339.38	214018.07
营业成本	11980.84	13856.09	15547.15	17121.45
营业税金及附加	22234.18	27712.18	31094.30	34242.89
营业费用	4648.61	5888.84	6801.88	7704.65
管理费用	9729.39	10392.07	11660.36	12413.05
财务费用	-1789.50	-1905.00	-1942.53	-2140.13
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	3.15	0.00	0.00	0.00
投资净收益	34.03	0.00	0.00	0.00
营业利润	103708.66	117078.77	130978.88	144457.14
营业外收入	86.78	70.00	70.00	70.00
营业外支出	132.88	120.00	120.00	120.00
利润总额	103662.55	117028.77	130928.88	144407.14
所得税	26141.08	29491.30	32994.30	36390.61
净利润	77521.48	87537.47	97934.59	108016.53
少数股东损益	2787.40	3063.82	3525.68	3888.60
归属母公司净利润	74734.07	84473.65	94408.91	104127.93
EBITDA	103819.87	117303.47	131435.00	144889.42
EPS (元)	59.49	67.25	75.15	82.89

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18.04%	15.04%	12.20%	10.13%
营业利润	18.01%	12.89%	11.87%	10.29%
归属母公司净利润	19.16%	13.03%	11.76%	10.29%
毛利率	91.96%	91.84%	91.86%	91.87%
净利率	50.60%	49.73%	49.43%	49.43%
ROE	34.65%	36.06%	37.30%	38.30%
ROIC	34.02%	35.06%	36.00%	36.61%
资产负债率	17.98%	18.44%	18.45%	18.36%
净负债比率	-30.74%	-31.94%	-33.78%	-35.46%
流动比率	4.62	4.43	4.38	4.36
速动比率	1.43	1.44	1.52	1.60
总资产周转率	0.56	0.59	0.61	0.62
应收账款周转率	3632.83	3158.52	3810.88	3776.37
应付账款周转率	4.31	4.35	4.48	4.44
每股收益	59.49	67.25	75.15	82.89
每股经营现金	53.01	68.16	78.24	86.05
每股净资产	171.68	186.48	201.51	216.43
P/E	26.20	23.18	20.74	18.81
P/B	9.08	8.36	7.74	7.20
EV/EBITDA	20.22	16.03	14.21	12.80
P/S	13.01	11.31	10.08	9.15

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘来珍，上海交通大学金融学硕士，7年以上食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn