

2024年11月04日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

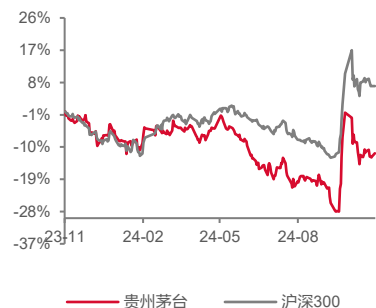
yxc@longone.com.cn

联系人

吴康辉

wkh@longone.com.cn

数据日期	2024/11/04
收盘价	1,548.20
总股本(万股)	125,620
流通A股/B股(万股)	125,620/0
资产负债率(%)	13.63%
市净率(倍)	7.85
净资产收益率(加权)	26.09
12个月内最高/最低价	1,910.00/1,245.83



相关研究

《贵州茅台（600519）：业绩维持稳健，分红比例显著提升——公司简评报告》2024.08.13

《贵州茅台（600519）：再创佳绩，稳步前行-公司简评》2024.04.04

《贵州茅台（600519）：业绩稳健增长，直销占比持续提升——公司简评报告》2023.10.22

贵州茅台（600519）：Q3业绩符合预期，经营延续稳健

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**公司发布2024年三季报，2024Q1-Q3实现营业总收入1231.23亿元（同比+16.91%），归母净利润608.28亿元（同比+15.04%）。其中2024Q3营业总收入396.71亿元（同比+15.56%），归母净利润191.32亿元（同比+13.23%），业绩符合预期。
- **非标产品放量助力茅台酒增长稳健，1935控货致使系列酒增速放缓。**1)分产品看，2024Q3茅台酒实现收入325.59亿元（同比+16.32%），预计系生肖、散花飞天等非标产品投放增加；系列酒收入为62.46亿元（同比+13.15%），环比下降13.38%，预计因公司于7月份暂停投放茅台1935。2)分渠道看，2024Q3直销实现收入182.61亿元（同比+23.49%），直营增速快主要系非标茅台通过自营店提货比例增大。另外，i茅台收入为45.16亿元，（同比-18.37%）；批发收入为205.43亿元（同比+9.71%）。
- **产品结构调整影响盈利能力，回款节奏变化导致现金流承压。**1)盈利端：2024Q3毛利率为91.05%（同比-0.47pct），销售净利率51.11%（同比-0.82pct），盈利能力下降或主因茅台1935打款价调整及系列酒结构下行所致。2)费用端：2024Q3期间费用率为8.37%（同比+0.37pct），其中销售费率为4.08%（同比+0.36pct），管理费率为4.87%（同比-0.67pct）。3)现金流：截至2024Q3，合同负债为99.31亿元（同比-12.85%）；2024Q3销售收现为425.92亿元（同比+0.97%）；经营活动现金流量净额78.00亿元（同比-60.23%），环比下降71.57%，由于部分经销商回款节奏发生变化，Q2提前打款导致时间错配所致。
- **全年15%增长目标完成可期。**2024Q1-Q3公司收入增速达16.91%，公司整体经营韧性较强，预计Q4公司在飞天茅台控量稳价的基础上，加大非标茅台的投放，全年15%的收入增长目标确定性强。
- **投资建议：**公司护城河深且业绩增长稳健，分红规划力度强，长期配置价值进一步凸显。由于当前高端酒需求偏弱，适当调整公司盈利预测，预计2024/2025/2026年归母净利润分别为861.41/964.16/1071.55亿元（前值876.47/1016.94/1160.26亿元），同比增速分别为15.26%/11.93%/11.14%，对应EPS为68.57/76.75/85.30元（前值69.77/80.95/92.36元），对应PE为22.58/20.17/18.15倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**批价大幅波动；宏观经济波动；产量提升不及预期；食品安全。

盈利预测与估值

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	150560.33	174048.24	193926.12	214743.21
(+/-)(%)	18.04	15.60	11.42	10.73
归母净利润	74734.07	86141.07	96415.67	107154.95
(+/-)(%)	19.16	15.26	11.93	11.14
EPS(元)	59.49	68.57	76.75	85.30
P/E	26.02	22.58	20.17	18.15

资料来源：wind，东海证券研究所，2024年11月4日

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	225172.52	268403.90	319302.52	377125.24
现金	69070.14	98153.30	152471.83	200103.47
应收账款	87.88	74.69	106.44	94.14
应收票据	13.93	276.15	47.06	310.84
预付账款	34.59	1685.94	652.10	771.75
存货	46435.19	51321.82	53014.04	60893.52
非流动资产	47527.14	51207.68	52404.21	53446.42
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	19909.28	21829.11	22513.13	280.21
无形资产	8790.28	9300.48	9600.67	9890.87
资产总计	272699.66	319611.57	371706.73	430571.66
流动负债	48697.61	50415.18	50695.42	51964.25
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	3093.09	2772.33	3313.93	3330.68
非流动负债	345.58	312.00	323.00	345.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	345.58	312.00	323.00	345.00
负债合计	49043.19	50727.18	51018.42	52309.25
少数股东权益	7987.90	11200.76	14796.83	18793.46
股本	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20
资本公积	1374.96	1374.96	1374.96	1374.96
留存收益	211981.94	255052.48	303260.31	356837.78
归属母公司股东权益	215668.57	257683.64	305891.47	359468.95
负债和股东权益	272699.66	319611.57	371706.73	430571.66

现金流量表

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	66593.25	75911.08	103691.44	102282.70
净利润	77521.48	86141.07	96415.67	107154.95
折旧摊销	1864.97	1338.71	1436.40	1543.63
财务费用	12.62	-1399.00	-1412.00	-1450.00
投资损失	-34.03	-64.00	-49.01	-56.51
投资活动现金流	-9724.41	-4156.85	-2587.08	-2532.59
长期投资	0.00	5.24	5.34	4.14
筹资活动现金流	-58889.10	-42671.06	-46785.84	-52118.47
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	-58909.22	-43139.38	-46785.84	-52118.47
现金净增加额	10795.82	29083.16	54318.53	47631.64

利润表

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	150560.33	174048.24	193926.12	214743.21
营业成本	11867.27	14077.01	15650.38	17086.13
营业税金及附加	22234.18	24714.85	27537.51	30493.54
营业费用	4648.61	5743.59	6302.60	6979.15
管理费用	9729.39	10965.04	12023.42	12884.59
财务费用	-1789.50	-1399.00	-1412.00	-1450.00
投资净收益	34.03	64.00	49.01	56.51
营业利润	103708.66	119610.04	133873.23	148806.30
利润总额	103662.55	119485.04	133736.79	148633.08
所得税	26141.08	30131.11	33725.04	37481.51
净利润	74734.07	86141.07	96415.67	107154.95
少数股东损益	2787.40	3212.86	3596.08	3996.63
归属母公司净利润	74734.07	86141.07	96415.67	107154.95
EBITDA	103966.14	782.51	967.89	1127.73
EPS(元)	59.49	68.57	76.75	85.30

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	18%	16%	11%	11%
营业利润	18%	15%	12%	11%
归属母公司净利润	19%	15%	12%	11%
获利能力				
毛利率	92%	92%	92%	92%
净利率	50%	49%	50%	50%
ROE	35%	33%	32%	30%
ROIC	56%	64%	65%	73%
偿债能力				
资产负债率	18%	16%	14%	12%
流动比率	462%	532%	630%	726%
速动比率	367%	431%	525%	609%
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.59	0.56	0.54
应收账款周转率	2141.21	2141.21	2141.21	2141.21
应付账款周转率	54.73	59.35	63.73	64.64
每股指标(元)				
每股经营现金	53.01	60.43	82.54	81.42
每股净资产	171.68	205.13	243.51	286.16
估值比率				
P/E	26.02	22.58	20.17	18.15
P/B	9.02	7.55	6.36	5.41
EV/EBITDA	20.10	15.39	13.36	11.72

资料来源：wind，东海证券研究所，2024年11月4日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089