

买入

2024年11月11日

中期分红发布，静待政策催化需求改善

- 兑现中期分红规划：**公司发布利润分配预案，拟派发中期红利每股 23.882 元（含税），合计总金额为 300 亿元，相当于公司 2024 年中期利润的 72.0%。此前公司曾发布分红规划，24-26 年公司年度分配现金红利总额将不低于当年实现归母净利润的 75%，分两次（年度和中期分红）实施，公司常规分红力度大幅提高。同时，公司年内首次发布股份回购并注销计划，对股东回报重视程度不断增强。
- 24Q3 业绩符合预期：**24Q1-Q3 实现营业收入、净利润分别为 1,208/608 亿元，同比+17.0%/+15.0%，其中 24Q3 收入、利润分别为 388/191 亿元，同比+15.3%/+13.2%。截至 23Q3 底合同负债 99.3 亿元，环比 Q2 减少 0.62 亿元。24Q3 公司销售回款 425.9 亿元，同比+1.0%，增速环比 Q2 大幅回落，预计主要由期内回款节奏变化所致，前三季度合计为 1,296.9 亿元，同比+16.6%，现收比为 107.4%，同比-0.36pct。
- 系列酒调整降速，结构变化影响利润率：**分产品看，24Q3 茅台酒/系列酒收入分别为 326/62 亿元，同比+16.3%/+13.1%。其中系列酒增速环比有所放缓，预计期内茅台 1935 控货所致，茅台酒保持高增，预计主要由非标放量贡献。分渠道看，24Q3 公司批发代理/直销分别收入 205/183 亿元，同比+9.7%/+23.5%，其中 i 茅台实现酒类不含税收入 45 亿元，同比-18.4%。盈利能力方面，24Q3 公司毛利率为 91.0%，同比-0.5pct，预计主因茅台 1935 控货导致系列酒产品结构下移所致。期内销售/管理/财务费用率分别同比+0.4/-0.7/+0.7pct，研发费用率同比持平，税金及附加率同比+0.4pct。最终归母净利润率为 49.3%，同比-0.9pct。
- 目标价 1,850.00 元，买入评级：**2024 年受外部经济环境影响，行业终端消费需求进一步走弱，酒企及渠道端均呈现出更为显著的分化态势。我们认为，当前行业调整已延续自上游酒企端，从 Q3 各大上市酒企观察已逐渐呈现出明显控速趋势。公司整体经营保持稳健，预计全年任务达成无忧。近期公司产品批价反复震荡，市场动销亦有所承压，但整体上茅台经销商经营情况仍普遍较优于行业水平。考虑到公司作为行业绝对领导者，我们不排除其未来或会主动承担更多社会责任，多方位助力行业供需矛盾进一步去化，叠加近期公司对渠道控货稳价信号频出，因此，我们中性下调公司未来收入及盈利预期，预计其 24-26 年净利润分别有望实现 864/959/1,061 亿元。若以上年度 75% 分红率计算，2025 年预计公司常规分红总金额将不低于 719 亿元，对应当前股息率不低于 3.6%。考虑到公司业绩具有长周期增长稳定性，股东高回报规划将持续兑现，中长期配置价值高，故给予目标价 1,850.00 元，相当于 25 财年盈利预测 26.9 倍 PE，买入评级。近期，国内财政政策陆续发力，我们看好板块预期后续有望迎来逐步改善。
- 重要风险：**1) 食品安全；2) 改革成效不及预期；3) 经济复苏不及预期。

黎航荣

wayne.li@firstshanghai.com.hk

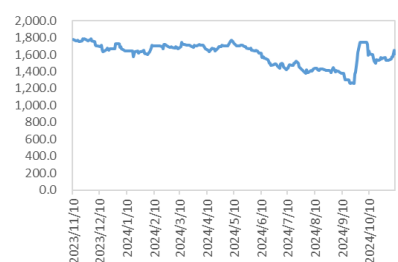
(852) 2522 2101
主要数据

行业	白酒/消费
股价	1609.97 元
目标价	1850.00 元 (+15%)
股票代码	600519
股本	12.56 亿股
市值	2.022 万亿元
52 周高/低	1910.00/1245.83 元
每股净资产	189.2293 元
主要股东	中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司 (54.07%)

盈利摘要

财务年度截至12月31日		2022历史	2023历史	2024预测	2025预测	2026预测
营业总收入(百万元)		127,554	150,560	173,697	191,815	211,229
	变动(%)	16.9%	19.0%	15.4%	10.4%	10.1%
归母净利润(百万元)		62,717	74,734	86,441	95,924	106,059
	变动(%)	19.6%	19.2%	15.7%	11.0%	10.6%
基本每股收益(元)		49.93	59.49	68.81	76.36	84.43
市盈率@1,610.0元(倍)		32.2	27.1	23.4	21.1	19.1
每股股息(元)		47.8	50.0	51.6	57.3	63.3
股息现价比 (%)		3.0%	3.1%	3.2%	3.6%	3.9%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测
营业收入	124,100	147,694	170,389	188,162	207,207
营业成本	10,093	11,867	13,929	15,216	16,604
毛利	114,006	135,826	156,460	172,947	190,603
销售费用	3,298	4,649	6,080	6,526	6,981
管理费用	9,012	9,729	10,278	10,848	11,713
研发费用	135	157	178	198	219
财务费用	(1,392)	(1,790)	(2,235)	(2,468)	(2,718)
营业利润	87,880	103,709	119,767	133,114	147,177
营业外收入	71	87	100	111	122
营业外支出	249	133	153	169	186
利润总额	87,701	103,663	119,713	133,055	147,112
所得税	22,325	26,141	30,048	33,553	37,098
净利润	65,376	77,521	89,665	99,502	110,014
归母净利润	62,717	74,734	86,441	95,924	106,059
基本每股收益	49.9	59.5	68.8	76.4	84.4
增速 (%)					
营业收入	16.9%	19.0%	15.4%	10.4%	10.1%
营业利润	17.6%	18.0%	15.5%	11.1%	10.6%
归母净利润	19.6%	19.2%	15.7%	11.0%	10.6%

资产负债表					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测
货币资金	58,274	69,070	79,066	90,758	108,049
应收票据及应收账款	126	74	116	128	141
预付款项	897	35	547	597	652
其他应收款合计	32	28	34	38	42
存货	38,824	46,435	49,930	56,621	62,442
固定资产	19,743	19,909	20,076	20,243	20,409
无形资产	7,083	8,572	10,061	11,550	13,040
商誉	0	0	0	0	0
资产总额	254,501	272,700	290,960	312,670	338,035
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,408	3,093	3,229	3,527	3,849
其他应付款合计	4,544	5,213	6,488	7,087	7,733
长期借款	0	0	0	0	0
负债合计	49,563	49,043	65,785	75,976	79,032
归属于母公司股东权益合计	197,480	215,669	217,187	228,706	251,015
少数股东权益	7,458	7,988	7,988	7,988	7,988
股东权益合计	204,938	223,656	225,175	236,694	259,003
负债和股东权益合计	254,501	272,700	290,960	312,670	338,035

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务能力分析					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率	92%	92%	92%	92%	92%
营业利润率	71%	70%	70%	71%	71%
归母净利润率	51%	51%	51%	51%	51%
ROE	33%	36%	40%	43%	44%
ROA	26%	29%	32%	33%	34%
运营能力					
SG&A/收入	10%	10%	10%	9%	9%
实际税率	25%	25%	25%	25%	25%
派息率	52%	84%	75%	75%	75%
应收票据及应收账款周转天数	0	0	0	0	0
存货周转天数	106	105	103	103	105
应付票据及应付账款周转天数	80	85	85	85	85
财务状况					
资产负债率	19%	18%	23%	24%	23%
总资产/股本	124%	122%	129%	132%	131%

现金流量表					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测
净利润-现金流量表	65,376	77,521	89,665	99,502	110,014
折旧	1,444	1,651	1,741	1,830	1,919
摊销	156	197	234	271	308
存货的减少	(5,430)	(7,611)	(3,494)	(6,691)	(5,821)
经营性应收项目的减少	(15,052)	(3,465)	(41)	(12)	(13)
经营性应付项目的增加	(8,645)	(592)	136	298	322
其他	(1,150)	(1,109)	(673)	(599)	(603)
经营活动产生的现金流量净额	36,699	66,593	87,567	94,599	106,126
投资活动现金流入小计	11	7,720	0	0	0
投资活动现金流出小计	5,548	17,445	16,756	15,422	14,222
投资活动产生的现金流量净额	(5,537)	(9,724)	(16,756)	(15,422)	(14,222)
筹资活动现金流入小计	0	0	0	0	0
筹资活动现金流出小计	57,425	58,889	60,815	67,485	74,614
筹资活动产生的现金流量净额	(57,425)	(58,889)	(60,815)	(67,485)	(74,614)
现金及现金等价物净增加额	(26,262)	(2,019)	9,996	11,692	17,291
期初现金及现金等价物余额	178,641	152,379	150,360	160,356	172,048
期末现金及现金等价物余额	152,379	150,360	160,356	172,048	189,339

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号

永安集团大厦19楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。