

贵州茅台 (600519.SH)
白酒 II

证券研究报告/公司点评报告

2024年10月27日

评级： 买入 (维持)

分析师：何长天

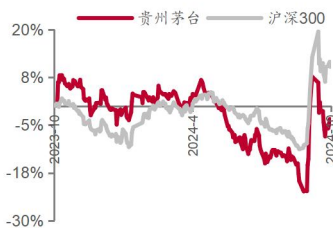
执业证书编号：S0740522030001

Email: hect@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,256.20
流通股本(百万股)	1,256.20
市价(元)	1,558.85
市值(百万元)	1,958,223.94
流通市值(百万元)	1,958,223.94

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1、《贵州茅台：收入增速符合预期，系列酒增速明显》2024-08-10
- 2、《贵州茅台：增长符合预期，各渠道均衡发展》2024-04-28
- 3、《贵州茅台：业绩超预期，龙年稳增长》2024-04-06

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	124,100	147,694	172,185	196,109	219,736
增长率 yoy%	17%	19%	17%	14%	12%
归母净利润(百万元)	62,716	74,734	87,287	99,341	111,007
增长率 yoy%	20%	19%	17%	14%	12%
每股收益(元)	49.93	59.49	69.48	79.08	88.37
每股现金流量	29.21	53.01	54.74	64.31	74.54
净资产收益率	31%	33%	34%	34%	33%
P/E	31.2	26.2	22.4	19.7	17.6
P/B	9.9	9.1	7.9	7.0	6.2

备注：股价截止自2024年10月25日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- **事件：**公司发布2024三季度报告，其中2024Q1-3公司实现营业总收入1231.23亿元，同增16.91%，实现归母净利润608.28亿元，同增15.04%，实现扣非归母净利润607.79亿元，同增15.08%；其中单Q3实现营业总收入396.71亿元，同增15.56%，实现归母净利润191.32亿元，同增13.23%，实现扣非归母净利润191.09亿元，同增13.28%。
- **前三季度收入增速略超预期，回款节奏与报表错位导致收现表现略弱。**公司前三季度收入增速16.91%，略超市场预期，结合合同负债来看，公司前三季度营业收入+△合同负债同增17.47%；单三季度来看，公司实现营业收入396.71亿元，同增15.56%，营业收入+△合同负债同增3.18%；从销售收现的角度来看，公司前三季度实现销售收现1296.85亿元，同增16.57%，单三季度实现销售收现425.92亿元，同增0.97%。我们认为三季度公司合同负债与销售收现整体表现略弱主要是回款节奏与报表错位的原因，全年维度来看预计维持正常水平。
- **毛利率稳定，税金及附加占比短期波动。**2024年前三季度公司实现销售毛利率91.53%，同减0.18pcts，实现销售净利率52.19%，同减0.90pcts；单三季度公司实现销售毛利率91.05%，同减0.47pcts，实现销售净利率51.11%，同减0.82pcts。我们认为毛利率波动主要是成本的季节间波动影响。费用端来看，公司前三季度销售费用率3.44%，同增0.53pcts，管理费用率4.68%，同减0.76pcts，税金及附加占比16.17%，同增0.95pcts；单三季度销售费用率4.08%，同增0.36pcts，管理费用率4.87%，同减0.67pcts，税金及附加占比16.18%，同增0.37pcts，我们预计主要是季度间波动以及提价后税基提升的影响。
- **飞天发货节奏稳定，系列酒受i茅台缩量影响单季度增速下探。**分产品来看，2024年三季度公司实现茅台酒营收325.59亿元，同增16.32%，销售占比83.90%，同比增长0.38pcts，系列酒实现营业收入62.46亿元，同增13.14%，i茅台实现收入45.16亿元，同减18.37%；我们认为公司飞天系列发货节奏保持稳定，1935在i茅台缩量较多带动系列酒增速单季度有所下探，整体前三季度来看系列酒任务完成情况较好。分渠道来看，2024年三季度公司实现直销收入182.61亿元，同增23.50%，销售占比47.06%，同增2.93pcts，实现批发收入205.43亿元，同增9.72%，销售占比52.94%。
- **盈利预测及投资建议：**维持“买入”评级。我们维持盈利预测。预计公司2024-2026年营收分别为1722/1961/2197亿元，同比增长17%/14%/12%；净利润分别为873/993/1110亿元，同比增长17%/14%/12%；对应EPS分别为69.48/79.08/88.37元，对应2024-2026年PE分别为22/20/18倍，重点推荐。
- **风险提示：**全球疫情持续扩散、高端酒行业竞争加剧、食品品质事故、研报信息更新不及时的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	69,070	83,850	100,922	121,697	营业收入	147,694	172,185	196,109	219,736
应收票据	14	16	19	21	营业成本	11,867	13,756	15,905	17,898
应收账款	60	70	80	90	税金及附加	22,234	25,828	29,416	32,960
预付账款	35	40	46	52	销售费用	4,649	4,821	5,099	5,493
存货	46,435	53,827	62,235	70,034	管理费用	9,729	11,192	12,355	13,843
合同资产	0	0	0	0	研发费用	157	183	209	234
其他流动资产	109,558	127,659	145,341	162,804	财务费用	-4,543	-4,641	-4,641	-4,641
流动资产合计	225,173	265,462	308,644	354,697	信用减值损失	38	3	3	3
其他长期投资	4	4	4	4	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	3	3	3	3
固定资产	19,909	18,661	17,577	16,643	投资收益	34	34	34	34
在建工程	2,137	2,237	2,237	2,137	其他收益	35	35	35	35
无形资产	8,572	9,401	10,146	10,818	营业利润	103,709	121,120	137,841	154,023
其他非流动资产	16,904	16,902	16,901	16,900	营业外收入	87	87	87	86
非流动资产合计	47,527	47,206	46,866	46,502	营业外支出	133	133	133	133
资产合计	272,700	312,668	355,509	401,199	利润总额	103,663	121,074	137,795	153,976
短期借款	0	97	226	335	所得税	26,142	30,532	34,749	38,829
应付票据	0	0	0	0	净利润	77,521	90,542	103,046	115,147
应付账款	3,093	3,585	4,146	4,665	少数股东损益	2,787	3,256	3,705	4,140
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	74,734	87,287	99,341	111,007
合同负债	14,126	16,468	18,756	21,016	NOPLAT	74,124	87,071	99,576	111,676
其他应付款	5,213	5,213	5,213	5,213	EPS (摊薄)	59.49	69.48	79.08	88.37
一年内到期的非流动负债	57	57	57	57					
其他流动负债	26,209	29,226	32,381	35,535	主要财务比率				
流动负债合计	48,698	54,647	60,779	66,821	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	19.0%	16.6%	13.9%	12.0%
其他非流动负债	346	346	346	346	EBIT 增长率	19.5%	17.5%	14.4%	12.2%
非流动负债合计	346	346	346	346	归母公司净利润增长率	19.2%	16.8%	13.8%	11.7%
负债合计	49,043	54,992	61,125	67,167	获利能力				
归属母公司所有者权益	215,669	246,432	279,436	314,944	毛利率	92.0%	92.0%	91.9%	91.9%
少数股东权益	7,988	11,243	14,949	19,089	净利率	52.5%	52.6%	52.5%	52.4%
所有者权益合计	223,656	257,676	294,384	334,033	ROE	33.4%	33.9%	33.7%	33.2%
负债和股东权益	272,700	312,668	355,509	401,199	ROIC	47.9%	48.3%	47.9%	47.0%
	0	8	9	9					
					偿债能力				
					资产负债率	18.0%	17.6%	17.2%	16.7%
					债务权益比	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
					流动比率	4.6	4.9	5.1	5.3
					速动比率	3.7	3.9	4.1	4.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.5
					应收账款周转天数	0	0	0	0
					应付账款周转天数	83	87	87	89
					存货周转天数	1,293	1,312	1,313	1,330
					每股指标 (元)				

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	66,593	68,760	80,788	93,633
现金收益	74,844	88,448	100,931	113,016
存货影响	-7,611	-7,392	-8,408	-7,799
经营性应收影响	915	-18	-18	-18
经营性应付影响	1,354	492	560	519
其他影响	-2,909	-12,771	-12,277	-12,086
投资活动现金流	-9,724	-2,189	-2,149	-2,109
资本支出	-3,450	-2,228	-2,187	-2,147

股权投资	0	0	0	0	每股收益	59.49	69.48	79.08	88.37
其他长期资产变化	-6,274	39	38	38	每股经营现金流	53.01	54.74	64.31	74.54
融资活动现金流	-58,889	-51,791	-61,567	-70,749	每股净资产	171.68	196.17	222.45	250.71
借款增加	-52	97	129	109	估值比率				
股利及利息支付	-58,755	-68,825	-78,328	-87,525	P/E	26	22	20	18
股东融资	0	0	0	0	P/B	9	8	7	6
其他影响	-82	16,937	16,632	16,667	EV/EBITDA	34	29	25	23

来源：WIND，中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。