

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

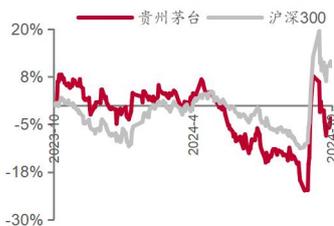
执业证书编号：S0740522030001

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 | 主要财务比率 | | | | |
| 其他流动负债 | 26,209 | 29,226 | 32,381 | 35,535 | 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动负债合计 | 48,698 | 54,647 | 60,779 | 66,821 | 成长能力 | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长率 | 19.0% | 16.6% | 13.9% | 12.0% |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBIT 增长率 | 19.5% | 17.5% | 14.4% | 12.2% |
| 其他非流动负债 | 346 | 346 | 346 | 346 | 归母公司净利润增长率 | 19.2% | 16.8% | 13.8% | 11.7% |
| 非流动负债合计 | 346 | 346 | 346 | 346 | 获利能力 | | | | |
| 负债合计 | 49,043 | 54,992 | 61,125 | 67,167 | 毛利率 | 92.0% | 92.0% | 91.9% | 91.9% |
| 归属母公司所有者权益 | 215,669 | 246,432 | 279,436 | 314,944 | 净利率 | 52.5% | 52.6% | 52.5% | 52.4% |
| 少数股东权益 | 7,988 | 11,243 | 14,949 | 19,089 | ROE | 33.4% | 33.9% | 33.7% | 33.2% |
| 所有者权益合计 | 223,656 | 257,676 | 294,384 | 334,033 | ROIC | 47.9% | 48.3% | 47.9% | 47.0% |
| 负债和股东权益 | 272,700 | 312,668 | 355,509 | 401,199 | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | | | | | 资产负债率 | 18.0% | 17.6% | 17.2% | 16.7% |
| 单位:百万元 | | | | | 债务权益比 | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 流动比率 | 4.6 | 4.9 | 5.1 | 5.3 |
| 经营活动现金流 | 66,593 | 68,760 | 80,788 | 93,633 | 速动比率 | 3.7 | 3.9 | 4.1 | 4.3 |
| 现金收益 | 74,844 | 88,448 | 100,931 | 113,016 | 营运能力 | | | | |
| 存货影响 | -7,611 | -7,392 | -8,408 | -7,799 | 总资产周转率 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| 经营性应收影响 | 915 | -18 | -18 | -18 | 应收账款周转天数 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 经营性应付影响 | 1,354 | 492 | 560 | 519 | 应付账款周转天数 | 83 | 87 | 87 | 89 |
| 其他影响 | -2,909 | -12,771 | -12,277 | -12,086 | 存货周转天数 | 1,293 | 1,312 | 1,313 | 1,330 |
| 投资活动现金流 | -9,724 | -2,189 | -2,149 | -2,109 | 每股指标 (元) | | | | |
| 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。