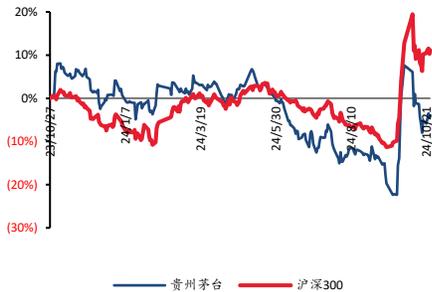


贵州茅台：业绩符合预期，全年目标有望达成

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	12.56/12.56
总市值/流通(亿元)	19,582.24/19,582.24
12个月内最高/最低价(元)	1,910/1,245.83

相关研究报告

- <<收入略超预期，承诺未来三年分红重视股东回报>>--2024-08-15
- <<收入略超预期，一季度顺利实现开门红>>--2024-04-30
- <<贵州茅台：业绩超预期，2024年增长信心充足>>--2024-04-06

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

研究助理：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030019

事件：贵州茅台发布2024年三季报，2024Q1-Q3实现总收入1231.2亿元，同比+16.9%，归母净利润608.28亿元，同比+15.0%，扣非归母净利润607.79亿元，同比+15.1%。2024Q3实现总收入396.7亿元，同比+15.6%，归母净利润191.3亿元，同比+13.2%，扣非归母净利润191.09亿元，同比+13.28%。

三季度茅台酒稳健增长，1935控货系列酒增速放缓。分产品看，2024Q1-Q3茅台酒/系列酒分别实现营收1011.26/193.93亿元，同比+15.9%/+24.4%，其中2024Q3茅台酒/系列酒分别实现营收325.59/62.46亿元，同比+16.3%/+13.1%，茅台酒受益于飞天提价以及非标产品放量实现稳步增长，1935因批价压力于7月份暂停发货，系列酒增速环比放缓明显，8月恢复发货并开放部分县级市招商，1935最新批价690元。因有效需求不足以及市场预期走弱，茅台三季度批价略有回落，7月公司控货茅台批价有所反弹，但自8月正常投放之后批价走弱，中秋国庆期间因礼赠及商务需求相对同期表现疲软，飞天（散瓶）/飞天（原箱）最新批价2240/2260元。公司1*6小箱投放比例增加，1*12大箱投放比例减少，原箱及散瓶价格体系逐步趋同。8-9月份公司提高非标产品投放量，精品茅台/生肖酒原箱最新批价2880/2480元。

非标投放增加带动直销渠道高增，三季度i茅台下滑主因1935控货。分渠道看，2024Q1-Q3公司直销/批发渠道分别实现收入519.89/685.29亿元，同比+12.5%/+21.0%。2024Q3公司直销/批发渠道分别实现收入182.61/205.43亿元，同比+23.5%/+9.7%，直销占比47%，同比+2.9pct，主因非标产品占比提升。2024Q1-Q3i茅台实现营收147.66亿元，同比+9.8%，其中24Q3实现营收45.16亿元，同比-18.4%，主因1935控货。截止到三季度末，公司国内和国外共有2122和106个经销商，年初至今分别净增+42/0个。

系列酒结构下移毛利率下滑，税金及附加率小幅上涨。2024Q1-Q3毛利率为91.53%，同比-0.2pct，其中2024Q3毛利率91.0%，同比-0.5pct，毛利率同比下滑主因1935控货使得系列酒结构下移。2024Q3税金及附加/销售/管理费用率分别为16.18%/4.08%/4.87%，同比+0.36%/+0.36%/-0.67pct，税金及附加率上涨预计主因消费税影响，预计系列酒生产放量提升税率，但其在生产端征收可能会与销售环节错配，预计全年将保持稳定。2024Q1-Q3净利率达52.19%，同比-0.9pct，其中2024Q3净利率达50.05%，同比-0.9pct。2024Q3销售收现425.92亿元，同比+1.0%，主因二季度末与三季度末经销商提前打款节奏错配。2024Q3合同负债为99.31亿元，同比/环比-14.64%/-0.62亿元，营收+Δ预收款变动合计+396.09亿元，同比+3.2%。展望全年，公司实现15%收入目标确定性强，公司重视股东回报，从大股东增持、持续分红到回购注销，全面保障股东权益，提升公司在资本市场的价值与竞争力。

投资建议：根据2024年三季报和市场动销近况调整盈利预测，预

计 2024-2026 年收入增速 16%/11%/10%，归母净利润增速分别为 15%/12%/11%，EPS 分别为 68.54/76.86/84.99 元，对应 PE 分别为 23x/20x/18x，按照 2025 年业绩给予 24 倍，给予目标价 1844.64 元，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济承压、结构升级不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	150,560	174,285	192,793	211,513
营业收入增长率(%)	18.04%	15.76%	10.62%	9.71%
归母净利（百万元）	74,734	86,099	96,550	106,763
净利润增长率(%)	19.16%	15.21%	12.14%	10.58%
摊薄每股收益（元）	59.49	68.54	76.86	84.99
市盈率（PE）	29.01	22.74	20.28	18.34

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	58,274	69,070	161,698	205,898	252,791
应收和预付款项	1,024	109	1,201	1,174	1,395
存货	38,824	46,435	52,645	55,720	63,675
其他流动资产	118,489	109,558	109,731	109,738	109,742
流动资产合计	216,611	225,173	325,275	372,529	427,603
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	5	4	6	8	9
固定资产	19,743	19,909	21,306	22,408	23,413
在建工程	2,208	2,137	2,021	1,903	1,785
无形资产开发支出	7,274	8,790	9,737	10,805	11,842
长期待摊费用	146	160	166	170	170
其他非流动资产	225,124	241,698	343,888	391,324	446,538
资产总计	254,501	272,700	377,123	426,618	483,758
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	2,408	3,093	3,242	3,419	3,914
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	47,154	45,950	60,057	65,575	70,515
负债合计	49,563	49,043	63,299	68,994	74,429
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	194,860	213,043	299,142	338,142	384,670
归母公司股东权益	197,480	215,669	301,767	340,767	387,295
少数股东权益	7,458	7,988	12,057	16,857	22,034
股东权益合计	204,938	223,656	313,824	357,624	409,329
负债和股东权益	254,501	272,700	377,123	426,618	483,758

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	36,699	66,593	97,824	106,207	111,626
投资性现金流	-5,537	-9,724	-5,328	-4,504	-4,498
融资性现金流	-57,425	-58,889	133	-57,504	-60,235
现金增加额	-26,262	-2,019	92,628	44,199	46,893

资料来源：携宁，太平洋证券

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	127,554	150,560	174,285	192,793	211,513
营业成本	10,199	11,981	13,802	14,671	16,730
营业税金及附加	18,496	22,234	25,619	28,436	31,423
销售费用	3,298	4,649	4,624	5,024	5,202
管理费用	9,012	9,729	10,480	11,488	12,548
财务费用	-1,392	-1,790	-1,020	-2,714	-4,530
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	64	34	92	107	111
公允价值变动	0	3	0	0	0
营业利润	87,880	103,709	120,743	135,866	150,084
其他非经营损益	-178	-46	-36	-55	-55
利润总额	87,701	103,663	120,707	135,811	150,029
所得税	22,325	26,141	30,539	34,461	38,089
净利润	65,376	77,521	90,168	101,350	111,940
少数股东损益	2,659	2,787	4,069	4,800	5,177
归母股东净利润	62,717	74,734	86,099	96,550	106,763

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	91.87%	91.96%	91.94%	92.26%	91.96%
销售净利率	50.54%	50.60%	50.28%	50.93%	51.30%
销售收入增长率	16.53%	18.04%	15.76%	10.62%	9.71%
EBIT 增长率	17.17%	17.89%	17.48%	11.20%	9.32%
净利润增长率	19.55%	19.16%	15.21%	12.14%	10.58%
ROE	31.76%	34.65%	28.53%	28.33%	27.57%
ROA	24.64%	27.41%	22.83%	22.63%	22.07%
ROIC	31.37%	34.02%	28.45%	27.73%	26.49%
EPS (X)	49.93	59.49	68.54	76.86	84.99
PE (X)	34.59	29.01	22.74	20.28	18.34
PB (X)	10.99	10.05	6.49	5.75	5.06
PS (X)	17.48	14.68	11.44	10.33	9.41
EV/EBITDA (X)	23.97	20.22	14.75	12.94	11.53

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。