

贵州茅台 (600519.SH) 锚定全年目标，业绩平稳符合预期

2024年10月29日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790524010001

日期	2024/10/28
当前股价(元)	1,565.00
一年最高最低(元)	1,910.00/1,245.83
总市值(亿元)	19,659.50
流通市值(亿元)	19,659.50
总股本(亿股)	12.56
流通股本(亿股)	12.56
近3个月换手率(%)	19.72

● 整体经营稳健，业绩符合预期，维持“买入”评级

贵州茅台前三季度营业总收入 1231.2 亿元，同比+16.9%；归母净利润 608.3 亿元，同比+15.0%。Q3 营业总收入 396.7 亿元，同比+15.6%；归母净利 191.3 亿元，同比+13.2%，业绩符合预期。考虑当前白酒消费复苏偏缓，我们略下调 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年净利润分别为 856.8 (-30.1)、967.0 (-78.3)、1102.7 (-118.5) 亿元，同比分别+14.6%、+12.9%、+14.0%，EPS 分别为 68.21 (-2.39)、76.98 (-6.23)、87.78 (-9.43) 元，当前股价对应 PE 分别为 22.9、20.3、17.8 倍，公司整体经营稳健，全年目标有望完成，维持“买入”评级。

● 三季度茅台酒环比提速，系列酒有所控制

前三季度茅台酒实现营收 1011 亿元，同比+15.9%，Q3 茅台酒实现营收 326 亿元，同比+16.3%。三季度旺季公司茅台酒出货进度环比提速，并没有特别控制出货量，结合批价表现来看中秋节前有所下降，节后市场货物持续消化后，价格才企稳回升。前三季度系列酒实现营收 194 亿元，同比+24.4%，单 Q3 实现营收 62 亿元，同比+13.1%。系列酒价格下降，尤其 1935 出现倒挂，公司三季度减少 1935 投放，追加了王子等中低档产品的市场投入，产品结构也有所下降。

● 直营渠道增长面临压力，经销商渠道韧性更强

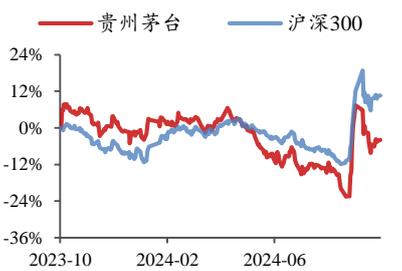
前三季度直销/批发代理分别实现营收 520/685 亿元，同比+12.5%/+21.0%，Q3 分别实现营收 183/205 亿元，同比+23.5%/+9.7%。三季度直销提速主要是经销商更多向直营店提货非标产品造成，但目前直营渠道发展仍面临一定压力。

● 二季度经销商冲刺影响三季度回款，三季度毛利率、净利率略有下降

三季度末合同负债环比-0.6 亿元，考虑营收+△合同负债后同比+3.2%，单 Q3 销售收现同比+1.0%。Q3 公司毛利率下降 0.47pct 至 91.0%，预计主要是系列酒产品结构下降对整体盈利能力有影响。税金费用率/销售费用率/管理费用率分别+0.37pct/+0.36pct/-0.67pct；净利率-0.81pct 至 51.1%。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《业绩好于预期，分红方案诚意十足——公司信息更新报告》-2024.8.12

《收入高增势头不减，市场化改革进程持续——公司信息更新报告》

-2024.5.1

《冲刺之年，势能不减——公司信息更新报告》-2024.4.7

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	127,554	150,560	174,939	191,628	214,369
YOY(%)	16.5	18.0	16.2	9.5	11.9
归母净利润(百万元)	62,717	74,734	85,679	96,703	110,267
YOY(%)	19.6	19.2	14.6	12.9	14.0
毛利率(%)	92.1	92.1	91.7	92.0	92.4
净利率(%)	51.3	51.5	51.4	52.9	53.7
ROE(%)	31.9	34.7	32.7	29.0	26.6
EPS(摊薄/元)	49.93	59.49	68.21	76.98	87.78
P/E(倍)	31.3	26.3	22.9	20.3	17.8
P/B(倍)	10.0	9.1	7.5	5.9	4.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	216611	225173	288902	367595	449895
现金	58274	69070	120221	205608	274222
应收票据及应收账款	126	74	159	97	189
其他应收款	32	28	41	34	50
预付账款	897	35	1048	138	1189
存货	38824	46435	57902	52187	64713
其他流动资产	118457	109531	109531	109531	109531
非流动资产	37889	47527	53162	56402	62123
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	19743	19909	23180	25031	27925
无形资产	7274	8790	9645	10444	11405
其他非流动资产	10873	18828	20336	20927	22793
资产总计	254501	272700	342064	423997	512017
流动负债	49066	48698	66844	73813	78063
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2408	3093	3639	3464	4079
其他流动负债	46657	45605	63204	70349	73984
非流动负债	497	346	346	346	346
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	497	346	346	346	346
负债合计	49563	49043	67189	74158	78408
少数股东权益	7458	7988	12313	16954	21862
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	193798	211982	255274	304021	359421
归属母公司股东权益	197480	215669	262562	332884	411747
负债和股东权益	254501	272700	342064	423997	512017

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	36699	66593	95283	114774	105555
净利润	65376	77521	90004	101344	115176
折旧摊销	1611	1865	1736	2044	2364
财务费用	-1392	-1790	-2079	-2278	-2548
投资损失	-64	-34	0	0	0
营运资金变动	-29127	-11667	5652	13698	-9423
其他经营现金流	294	698	-29	-35	-15
投资活动现金流	-5537	-9724	-7368	-5284	-8084
资本支出	5307	2620	7370	5285	8085
长期投资	-210	-7268	0	0	0
其他投资现金流	-20	163	1	1	1
筹资活动现金流	-57425	-58889	-36764	-24103	-28857
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-57425	-58889	-36764	-24103	-28857
现金净增加额	-26262	-2019	51151	85387	68614

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	127554	150560	174939	191628	214369
营业成本	10093	11867	14523	15323	16271
营业税金及附加	18496	22234	25891	27786	31083
营业费用	3298	4649	5825	4848	4995
管理费用	9012	9729	10496	10540	10718
研发费用	135	157	140	153	171
财务费用	-1392	-1790	-2079	-2278	-2548
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	25	35	30	32	31
公允价值变动收益	0	3	1	1	1
投资净收益	64	34	0	0	0
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	87880	103709	120146	135254	153695
营业外收入	71	87	59	72	72
营业外支出	249	133	200	200	200
利润总额	87701	103663	120006	135126	153568
所得税	22325	26141	30001	33781	38392
净利润	65376	77521	90004	101344	115176
少数股东损益	2659	2787	4325	4641	4908
归属母公司净利润	62717	74734	85679	96703	110267
EBITDA	89313	105528	121741	137170	155932
EPS(元)	49.93	59.49	68.21	76.98	87.78

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	16.5	18.0	16.2	9.5	11.9
营业利润(%)	17.6	18.0	15.8	12.6	13.6
归属于母公司净利润(%)	19.6	19.2	14.6	12.9	14.0
获利能力					
毛利率(%)	92.1	92.1	91.7	92.0	92.4
净利率(%)	51.3	51.5	51.4	52.9	53.7
ROE(%)	31.9	34.7	32.7	29.0	26.6
ROIC(%)	48.4	53.8	64.4	81.3	85.4
偿债能力					
资产负债率(%)	19.5	18.0	19.6	17.5	15.3
净负债比率(%)	-28.4	-30.9	-43.7	-58.8	-63.2
流动比率	4.4	4.6	4.3	5.0	5.8
速动比率	1.2	1.4	1.8	2.8	3.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	12184.5	3703.3	3703.3	3703.3	3703.3
应付账款周转率	4.6	4.3	4.3	4.3	4.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	49.93	59.49	68.21	76.98	87.78
每股经营现金流(最新摊薄)	29.21	53.01	75.85	91.37	84.03
每股净资产(最新摊薄)	157.20	171.68	209.01	264.99	327.77
估值比率					
P/E	31.3	26.3	22.9	20.3	17.8
P/B	10.0	9.1	7.5	5.9	4.8
EV/EBITDA	21.4	18.0	15.3	13.0	11.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn