

主动控量助力企业稳健发展

——贵州茅台 2024 年三季度报点评

公司点评

● 公司三季度营收增速 16.91%，大概率完成年初增长 15% 目标：

2024 年三季度，公司实现总营收 1231.23 亿/+16.91%；归母净利润 608.28 亿/+15.04%。其中 Q3 单季实现营收 396.71 亿/+15.56%；归母净利润 191.32 亿/+13.23%。公司拟年中分红 300 亿元，占公司前三季度净利润的近一半。

公司前三季 Q1/Q2/Q3 单季营收增速分别为 20.38%/18.04%/16.95%，归母净利润增速分别为 15.73%/16.10%/13.23%。今年白酒市场压力巨大，收入增速放缓是大趋势，在行业压力加剧的条件下，行业集中化趋势愈加明显。

● 茅台发挥龙头企业经营优势，控量控费助力企业稳健发展：

公司三季度毛利率 91.53%，同比下降 0.18pct，毛利率保持稳健。两费方面，销售费率 3.44%，同比上升 0.53pct；管理费率 4.80%，同比下降 0.74pct。净利率 52.19%，同比下降 0.90pct。

● 控费经营，三季度销售费用较上半年回落明显

公司三季度销售费率 38.28%较上半年 46.53%下降 8.25pct，传统三季度销售旺季，销售费率同比虽上涨，但较上半年销售费率回落明显，市场贴近市场，提高与经销商的沟通力度，合理控费。

● 主动控量把握市场主动性，巩固千万价格带产品稳健

第三季度茅台酒/系列酒实现收入 325.59/62.46 亿元（同比分别增长 16.32%/13.14%），茅台酒收入占比同比提升 0.38pct，其中系列酒第三季度收入增速放缓或主因 1935 停货。

茅台 1935 是公司 2022 年 1 月推出的千元价格带系列酒，一经投放表现超预期，2024 年 6 月茅台酱香系列酒顺利实现了上半年目标任务，7 月暂停投放，此举有助于理清市场价格乱象，巩固公司在白酒千万价格带成绩，未来为公司贡献新的收入亮点。

● 盈利预测及投资建议

我们预计公司 24/25/26 年实现营收分别为 1703/1918/2144 亿元，同比增速 15.3%/12.6%/11.8%，净利润分别为 822/944/1063 亿元，对应 EPS 分别为 65.77/75.15/84.65 元。当前股价对应 PE 分别为 25.2/21.9/19.5 倍，公司当前 PE27 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**消费信心不足，商务消费低迷高端白酒增速放缓，行业竞争加剧企业经营成本费用增加，财税政策改革，食品安全风险等。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 124,100 | 147,694 | 170,291 | 191,764 | 214,393 |
| 增长率(%) | 16.9 | 19.0 | 15.3 | 12.6 | 11.8 |
| 净利润(百万元) | 62,716 | 74,734 | 82,212 | 94,407 | 106,332 |
| 增长率(%) | 19.6 | 19.2 | 10.0 | 14.8 | 12.6 |
| 毛利率(%) | 91.9 | 92.0 | 91.9 | 91.9 | 91.9 |
| 净利率(%) | 50.5 | 50.6 | 48.3 | 49.2 | 49.6 |
| ROE(%) | 31.9 | 34.7 | 31.8 | 32.1 | 31.8 |
| EPS(摊薄/元) | 49.93 | 59.49 | 65.44 | 75.15 | 84.65 |
| P/E(倍) | 33.0 | 27.7 | 25.2 | 21.9 | 19.5 |
| P/B(倍) | 10.5 | 9.6 | 8.0 | 7.1 | 6.3 |

强烈推荐（维持评级）

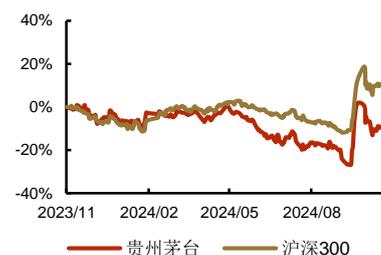
陈文倩（分析师）

chenwenqian@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280515080002

| 市场数据 | 时间 2024/11/11 |
|-------------|---------------|
| 收盘价(元): | 1598.01 |
| 一年最低/最高(元): | 1245.83/1910 |
| 总股本(亿股): | 12.56 |
| 总市值(亿元): | 20074.17 |
| 流通股本(亿股): | 12.56 |
| 流通市值(亿元): | 20074.17 |
| 近 3 月换手率: | 20.56% |

股价一年走势



相关报告

《消费税缴纳节奏短期扰动，长期量价空间充足》2021-05-09

《改革深化，行稳致远》2020-07-29

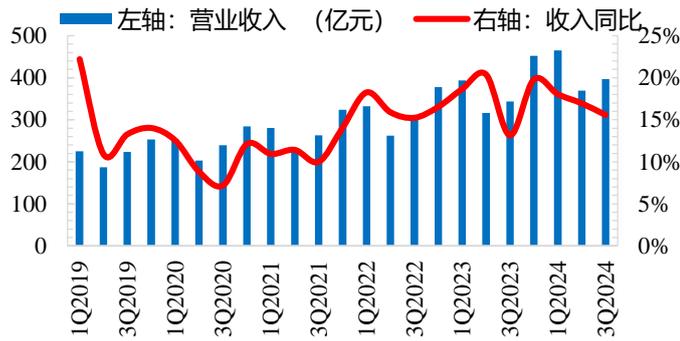
《起锚“后千亿”开局良好，直营贡献率提升》2020-04-28

《强基固本“后千亿”，2020 规划量超市场预期》2019-12-29

《多措并举，批价理性回归，发货节奏拖累季度业绩略低预期》2019-10-16

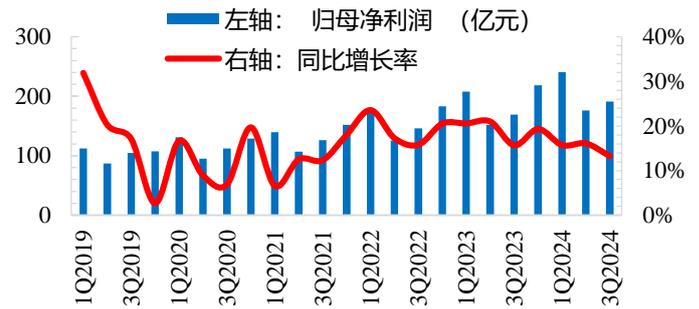


图1： 2019Q1-2024Q3 单季营业收入（亿元），虽有下降仍保持两位数增长



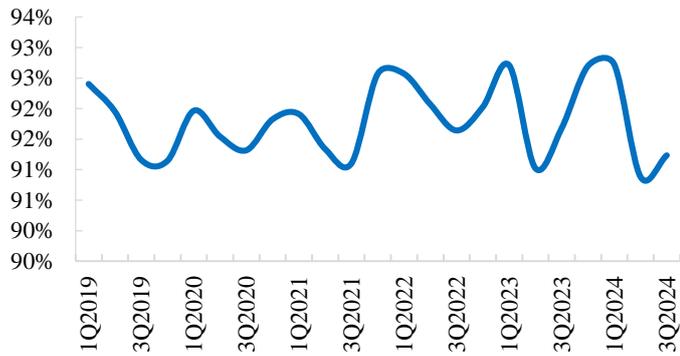
资料来源：wind，诚通证券研究所

图2： 2019Q1-2024Q3 单季归母净利润（亿元）增速下滑，但仍保持两位数增长



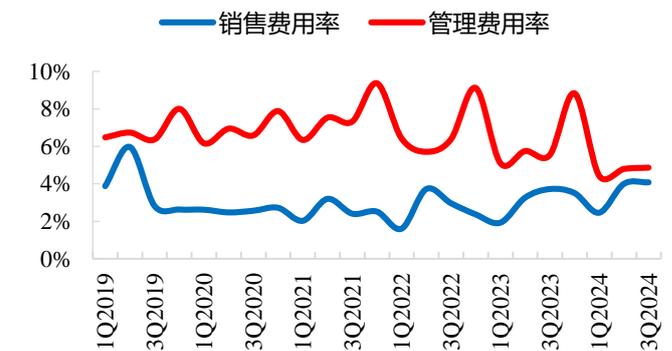
资料来源：wind，诚通证券研究所

图3： 2019Q1-2024Q3 单季毛利率波动加剧



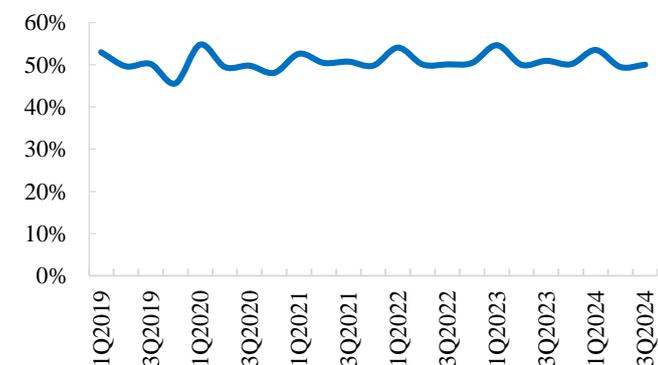
资料来源：wind，诚通证券研究所

图4： 2019Q1-2024Q3 单季销售费用率和管理费用率收缩



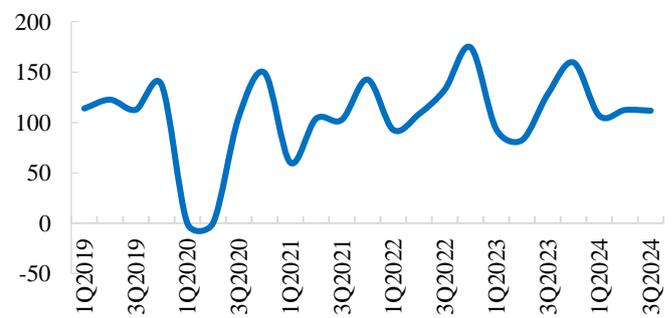
资料来源：wind，诚通证券研究所

图5： 2019Q1-2024Q3 单季净利率保持稳健



资料来源：wind，诚通证券研究所

图6： 2019Q1-2024Q3 公司预收账款(亿元) 保持稳健



资料来源：wind，诚通证券研究所

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 216611 | 225173 | 267084 | 301930 | 340421 | 营业收入 | 124100 | 147694 | 170291 | 191764 | 214393 |
| 现金 | 58274 | 69070 | 103209 | 133659 | 163195 | 营业成本 | 10093 | 11867 | 13859 | 15539 | 17374 |
| 应收票据及应收账款合计 | 126 | 74 | 127 | 30 | 147 | 营业税金及附加 | 18496 | 22234 | 27247 | 28765 | 32159 |
| 其他应收款 | 32 | 28 | 41 | 36 | 50 | 营业费用 | 3298 | 4649 | 6130 | 6904 | 7289 |
| 预付账款 | 897 | 35 | 1040 | 170 | 1183 | 管理费用 | 9012 | 9729 | 9536 | 11122 | 12649 |
| 存货 | 38824 | 46435 | 53136 | 58504 | 66316 | 研发费用 | 135 | 157 | 187 | 211 | 257 |
| 其他流动资产 | 118457 | 109531 | 109531 | 109531 | 109531 | 财务费用 | -1392 | -1790 | -2177 | -3140 | -3966 |
| 非流动资产 | 37753 | 47527 | 51009 | 53856 | 56720 | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动收益 | 0 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 固定资产 | 19743 | 19909 | 22583 | 24714 | 26685 | 其他收益 | 25 | 35 | 23 | 26 | 27 |
| 无形资产 | 7274 | 8790 | 9645 | 10444 | 11405 | 投资净收益 | 64 | 34 | 39 | 49 | 46 |
| 其他非流动资产 | 10737 | 18828 | 18782 | 18698 | 18630 | 营业利润 | 87880 | 103709 | 115571 | 132441 | 148705 |
| 资产总计 | 254365 | 272700 | 318093 | 355785 | 397141 | 营业外收入 | 71 | 87 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债 | 49066 | 48698 | 46516 | 46929 | 48024 | 营业外支出 | 249 | 133 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 87701 | 103663 | 115571 | 132441 | 148705 |
| 应付票据及应付账款合计 | 2408 | 3093 | 0 | 0 | 0 | 所得税 | 22326 | 26141 | 29210 | 33502 | 37639 |
| 其他流动负债 | 46657 | 45605 | 46516 | 46929 | 48024 | 净利润 | 65375 | 77521 | 86361 | 98938 | 111066 |
| 非流动负债 | 334 | 346 | 346 | 346 | 346 | 少数股东损益 | 2659 | 2787 | 4150 | 4531 | 4733 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 62716 | 74734 | 82212 | 94407 | 106332 |
| 其他非流动负债 | 334 | 346 | 346 | 346 | 346 | EBITDA | 87564 | 103455 | 114702 | 130898 | 146558 |
| 负债合计 | 49400 | 49043 | 46862 | 47274 | 48370 | EPS(元) | 49.93 | 59.49 | 65.44 | 75.15 | 84.65 |
| 少数股东权益 | 7458 | 7988 | 12138 | 16669 | 21402 | | | | | | |
| 股本 | 1256 | 1256 | 1256 | 1256 | 1256 | 主要财务比率 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 资本公积 | 1375 | 1375 | 1375 | 1375 | 1375 | 成长能力 | | | | | |
| 留存收益 | 193825 | 211982 | 233572 | 258307 | 286073 | 营业收入(%) | 16.9 | 19.0 | 15.3 | 12.6 | 11.8 |
| 归属母公司股东权益 | 197507 | 215669 | 259094 | 291842 | 327369 | 营业利润(%) | 17.6 | 18.0 | 11.4 | 14.6 | 12.3 |
| 负债和股东权益 | 254365 | 272700 | 318093 | 355785 | 397141 | 归属于母公司净利润(%) | 19.6 | 19.2 | 10.0 | 14.8 | 12.6 |
| | | | | | | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 91.9 | 92.0 | 91.9 | 91.9 | 91.9 |
| | | | | | | 净利率(%) | 50.5 | 50.6 | 48.3 | 49.2 | 49.6 |
| | | | | | | ROE(%) | 31.9 | 34.7 | 31.8 | 32.1 | 31.8 |
| | | | | | | ROIC(%) | 47.5 | 56.4 | 58.7 | 65.9 | 70.8 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 19.4 | 18.0 | 14.7 | 13.3 | 12.2 |
| | | | | | | 净负债比率(%) | -28.2 | -30.7 | -38.0 | -43.2 | -46.7 |
| | | | | | | 流动比率 | 4.4 | 4.6 | 5.7 | 6.4 | 7.1 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.2 | 1.4 | 2.2 | 2.9 | 3.4 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 1963.8 | 1471.8 | 1690.5 | 2444.1 | 2429.0 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 4.6 | 4.3 | 9.0 | 0.0 | 0.0 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 49.93 | 59.49 | 65.44 | 75.15 | 84.65 |
| | | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 52.60 | 62.71 | 60.47 | 74.65 | 80.80 |
| | | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 157.23 | 171.68 | 206.25 | 232.32 | 260.60 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 33.0 | 27.7 | 25.2 | 21.9 | 19.5 |
| | | | | | | P/B | 10.5 | 9.6 | 8.0 | 7.1 | 6.3 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 23.1 | 19.4 | 17.3 | 14.9 | 13.2 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 36699 | 66593 | 75962 | 93775 | 101497 |
| 净利润 | 65375 | 77521 | 86361 | 98938 | 111066 |
| 折旧摊销 | 1611 | 1865 | 1714 | 2011 | 2306 |
| 财务费用 | -1392 | -1790 | -2177 | -3140 | -3966 |
| 投资损失 | -64 | -34 | -39 | -49 | -46 |
| 营运资金变动 | -29127 | -11667 | -9897 | -3983 | -7860 |
| 其他经营现金流 | 295 | 698 | -2 | -2 | -2 |
| 投资活动现金流 | -5537 | -9724 | -5156 | -4806 | -5122 |
| 资本支出 | 5307 | 2620 | 3482 | 2846 | 2864 |
| 长期投资 | -210 | -7268 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -440 | -14373 | -1674 | -1960 | -2257 |
| 筹资活动现金流 | -57425 | -58889 | -36667 | -58519 | -66840 |
| 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 | -36667 | -58519 | -66840 |
| 现金净增加额 | -26262 | -2019 | 34139 | 30450 | 29536 |

资料来源：公司公告、诚通证券研究所

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，诚通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。

分析师声明

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人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、竞争性因素以及诚通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。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

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。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通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。

诚通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。诚通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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。

诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

北京：北京市朝阳区东三环北路27号嘉铭中心12层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>