



贵州茅台 (600519.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 业绩超预期，分红规划托底情绪

业绩简评

2024年8月8日公司披露24年中期业绩。24H1实现营业总收入834.5亿元，同比+17.6%；归母净利润417.0亿元，同比+15.9%。其中，24Q2实现营业总收入369.7亿元，同比+17.0%；归母净利润176.3亿元，同比+16.1%。

经营分析

产品投放常态推进，预收及现金流表现可圈可点，现金分红75%规划落地利于确定性溢价

分产品看：1) 24H1茅台酒/系列酒分别实现营收685.7/131.5亿元，同比+15.7%/+30.5%，其中单Q2实现营收288.6/72.1亿元，同比+12.9%/+42.5%，茅台酒中飞天24H1享受提价红利，系列酒高增预计仍由茅台1935带动。2) Q2系列酒投放明显提速，此前7月初披露茅台1935已超进度完成上半年任务指标、暂停投放，近期公司多地召开茅台1935工作沟通会，预计后续供货体系会有优化。3) 系列酒高增下，24H1毛利率为91.8%、同比持平。

分渠道看：1) 24H1直销/批发代理分别实现营收337.3/479.9亿元，同比+7.3%/+26.5%，其中单Q2实现营收144.1/216.6亿元，同比+5.8%/+27.4%。2) 直销环比仍有降速，其中i茅台渠道Q2不含税收入49.1亿元，同比+10.6%、增速环比略有提升。3) 直销降速或与公司6月起放缓直营团购投放相关，考虑预计逐渐恢复常态化，预计直销增速会有所恢复。

从表观质量来看：1) 24Q2归母净利率同比-0.4%至47.7%，其中销售费用率+0.7pct，管理费用率-1.0pct，税金及附加+0.7pct。2) 24Q2末合同负债余额99.9亿元，环比+4.7亿元，考虑营收+△合同负债后同比+22.8%，与24Q2销售收现同比+22.6%相匹配。公司拟定《2024-2026年度现金分红回报规划》，期内现金分红比例不低于75%，24E股息率约3.6%，已是不错性价比的生息资产。规划落地一是提高了提高分红本身的确定性，具备确定性溢价；二是对龙头酒企而言，顺应当下市场对分红股息逻辑的青睐，同时在行业内做表率。

盈利预测、估值与评级

考虑商务需求疲软，我们下调26年归母净利5%。预计24-26年收入增速为15.4%/13.4%/11.8%；归母净利增速为16.7%/14.2%/12.5%；EPS为69.40/79.24/89.12元，公司股票现价对应PE估值为20.6/18.1/16.1倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；行业政策风险；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

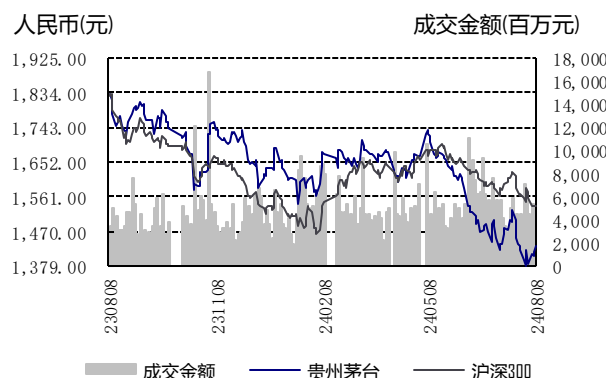
分析师：叶韬 (执业S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：1430.69元

相关报告：

- 《贵州茅台公司点评：Q1收入增幅超预期，龙头乘风破浪》，2024.4.27
- 《贵州茅台公司点评：业绩再超预期兑现，夯实内功稳步前进》，2024.4.3
- 《贵州茅台公司点评：价格枷锁迎突破，看好估值中枢提升》，2023.11.1



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	127,554	150,560	173,813	197,135	220,383
营业收入增长率	16.5%	18.0%	15.4%	13.4%	11.8%
归母净利润(百万元)	62,716	74,734	87,185	99,543	111,952
归母净利润增长率	19.6%	19.2%	16.7%	14.2%	12.5%
摊薄每股收益(元)	49.926	59.492	69.404	79.242	89.120
每股经营性现金流净额	29.21	53.01	61.40	73.50	81.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	31.75%	34.65%	36.88%	38.10%	38.70%
P/E	34.59	29.01	20.61	18.05	16.05
P/B	10.98	10.05	7.60	6.88	6.21

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	109,464	127,554	150,560	173,813	197,135	220,383
增长率	16.5%	18.0%	15.4%	13.4%	11.8%	
主营业务成本	-9,157	-10,199	-11,981	-13,803	-15,485	-17,232
%销售收入	8.4%	8.0%	8.0%	7.9%	7.9%	7.8%
毛利	100,307	117,355	138,579	160,010	181,650	203,151
%销售收入	91.6%	92.0%	92.0%	92.1%	92.1%	92.2%
营业税金及附加	-15,304	-18,496	-22,234	-26,072	-29,570	-33,057
%销售收入	14.0%	14.5%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
销售费用	-2,737	-3,298	-4,649	-5,214	-5,717	-6,171
%销售收入	2.5%	2.6%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%
管理费用	-8,450	-9,012	-9,729	-10,429	-11,631	-12,782
%销售收入	7.7%	7.1%	6.5%	6.0%	5.9%	5.8%
研发费用	-62	-135	-157	-182	-206	-230
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	73,753	86,414	101,810	118,113	134,526	150,910
%销售收入	67.4%	67.7%	67.6%	68.0%	68.2%	68.5%
财务费用	935	1,392	1,790	2,151	2,440	2,836
%销售收入	-0.9%	-1.1%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.3%
资产减值损失	-13	-15	38	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	3	0	0	0
投资收益	58	64	34	30	36	43
%税前利润	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	74,751	87,880	103,709	120,322	137,035	153,825
营业利润率	68.3%	68.9%	68.9%	69.2%	69.5%	69.8%
营业外收支	-223	-178	-46	-10	-11	-12
税前利润	74,528	87,701	103,663	120,312	137,024	153,813
利润率	68.1%	68.8%	68.9%	69.2%	69.5%	69.8%
所得税	-18,808	-22,326	-26,141	-30,340	-34,554	-38,788
所得税率	25.2%	25.5%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%
净利润	55,721	65,375	77,521	89,972	102,470	115,025
少数股东损益	3,260	2,659	2,787	2,787	2,927	3,073
归属于母公司的净利润	52,460	62,716	74,734	87,185	99,543	111,952
净利率	47.9%	49.2%	49.6%	50.2%	50.5%	50.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	55,721	65,375	77,521	89,972	102,470	115,025
少数股东损益	3,260	2,659	2,787	2,787	2,927	3,073
非现金支出	1,594	1,703	1,900	1,919	2,198	2,519
非经营收益	-1,146	-1,253	-1,160	-689	-797	-922
营运资金变动	7,860	-29,127	-11,667	-14,073	-11,545	-13,753
经营活动现金净流	64,029	36,699	66,593	77,130	92,326	102,870
资本开支	-3,406	-5,306	-2,595	-4,024	-4,848	-5,354
投资	-2,144	-210	-7,268	-248	0	0
其他	-12	-21	138	30	36	43
投资活动现金净流	-5,562	-5,537	-9,724	-4,243	-4,812	-5,311
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-57	0	0
其他	-26,564	-57,425	-58,889	-66,466	-74,673	-83,979
筹资活动现金净流	-26,564	-57,425	-58,889	-66,523	-74,673	-83,979
现金净流量	31,900	-26,262	-2,019	6,364	12,841	13,580

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	51,810	58,274	69,070	75,424	88,255	101,825
应收款项	33	158	102	113	128	143
存货	33,394	38,824	46,435	52,944	57,696	63,264
其他流动资产	138,953	123,489	111,696	123,058	135,298	148,760
流动资产	224,191	220,746	227,303	251,538	281,376	313,992
%总资产	87.9%	86.8%	83.4%	83.9%	84.5%	85.0%
长期投资	176	386	9,330	9,507	9,507	9,507
固定资产	19,794	21,951	22,047	23,663	25,509	27,543
%总资产	7.8%	8.6%	8.1%	7.9%	7.7%	7.5%
无形资产	6,348	7,420	8,950	9,422	10,203	10,974
非流动资产	30,977	33,619	45,396	48,365	51,805	55,548
%总资产	12.1%	13.2%	16.6%	16.1%	15.5%	15.0%
资产总计	255,168	254,365	272,700	299,903	333,181	369,541
短期借款	104	109	57	0	0	0
应付款项	6,134	6,952	8,306	8,885	9,845	10,892
其他流动负债	51,676	42,004	40,334	43,493	47,994	52,241
流动负债	57,914	49,066	48,698	52,378	57,839	63,132
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	296	334	346	347	350	356
负债	58,211	49,400	49,043	52,725	58,190	63,488
普通股股东权益	189,539	197,507	215,669	236,403	261,289	289,277
其中：股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
未分配利润	160,717	161,302	172,983	194,779	219,665	247,653
少数股东权益	7,418	7,458	7,988	10,775	13,702	16,775
负债股东权益合计	255,168	254,365	272,700	299,903	333,181	369,541

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	41.761	49.926	59.492	69.404	79.242	89.120
每股净资产	150.883	157.226	171.684	188.190	208.000	230.280
每股经营现金净流	50.970	29.214	53.012	61.400	73.496	81.890
每股股利	21.675	47.821	49.982	52.053	59.431	66.840
回报率						
净资产收益率	27.68%	31.75%	34.65%	36.88%	38.10%	38.70%
总资产收益率	20.56%	24.66%	27.41%	29.07%	29.88%	30.30%
投入资本收益率	27.98%	31.41%	34.02%	35.72%	36.57%	36.86%
增长率						
主营业务收入增长率	11.71%	16.53%	18.04%	15.44%	13.42%	11.79%
EBIT 增长率	10.98%	17.17%	17.82%	16.01%	13.90%	12.18%
净利润增长率	12.34%	19.55%	19.16%	16.66%	14.17%	12.47%
总资产增长率	19.58%	-0.31%	7.21%	9.98%	11.10%	10.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	#DIV/0!	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	1,240.9	1,292.3	1,298.7	1,400.0	1,360.0	1,340.0
应付账款周转天数	66.8	79.1	83.8	90.0	88.0	88.0
固定资产周转天数	58.3	56.5	48.3	44.4	41.8	40.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.25%	-28.38%	-31.04%	-30.68%	-32.24%	-33.40%
EBIT 利息保障倍数	-78.9	-62.1	-56.9	-54.9	-55.1	-53.2
资产负债率	22.81%	19.42%	17.98%	17.58%	17.46%	17.18%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	27	51	76	243
增持	0	2	5	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.07	1.09	1.10	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

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

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究