

2024年08月09日
顾向君
H70420@capital.com.tw
目标价(元) 1674

贵州茅台(600519.SH)

BUY 买进

H1 业绩稳健，提升分红优化股东回报

结论与建议：

业绩概要：

公司公告 2024H1 实现营业总收入 834.5 亿，同比增 17.6%，录得净利润 417 亿，同比增 15.9%；据此计算，2Q 实现营收 369.7 亿，同比增 17%，录得净利润 176.3 亿，同比增 16.1%。Q2 业绩略低于我们预期。

点评：

- 上半年来看，公司顺利实现“时间过半，任务过半”的经营目标，茅台酒实现营收 685.7 亿，同比增 15.7%，系列酒实现收入 131.5 亿，同比增 30.5%；Q2 来看，茅台酒实现营收 288.6 亿，同比增 12.9%，系列酒实现营收 72.1 亿，同比增 42.5%，茅台酒营收增速环比放缓(Q1YOY+17.7%)，主要公司控制飞天及非标产品出货以稳定市场价影响。
- 渠道看，H1 直销渠道实现收入 337.3 亿，同比增 7.3%，其中“i 茅台”实现收入 102.5 亿，同比增 9.8%，经销渠道实现收入约 480 亿，同比增 26.5%；受控货影响，Q2 直销收入 144 亿，同比增 5.8%，其中“i 茅台”实现收入 49.1 亿，同比增 10.6%，经销渠道实现收入 216.6 亿，同比增 27.4%。
- H1 毛利率基本持平，Q2 毛利率同比下降 0.8pcts，我们认为主要受产品结构调整影响。费用端，上半年期间费用率为 6.8%，持平去年同期，主要受益管理效率提升（管理费用同比持平），平滑了广告宣传及市场费用的增长（销售费用同比增 46.5%）；2Q 期间费用率同比增 0.12pcts 至 7.86%。
- 受益供给控量，茅台酒行情价企稳回升，目前原箱及散件价格分别达 2700 元/瓶和 2400 元/瓶，我们认为公司保持较强的市场调控能力，叠加中秋国庆白酒传统旺季将至，需求端有望改善，全年实现稳健增长问题不大。
- 此外，公司发布 2024-2026 年现金分红回报规划（尚需股东大会审议通过），计划每年派息率不低于 75%，分中期和年度两次派发，2022-2023 年通过特别派息，公司年度派息率分别在 95.8%和 84%（股息率为 3.3%和 3.5%），完善现金分红规划后，股东回报提升将成常态（预计 2024-2026 年股息率将分别达 3.6%、4.2%和 4.6%），投资回报将进一步优化。
- 考虑市场景气和消费市场复苏节奏偏慢，下调盈利预测，预计 2024-2026 年将分别实现净利润 870 亿、994 亿和 1107.3 亿（原预测为 893.8 亿、1040 亿和 1174.7 亿），分别同比增 16.4%、14.3%和 11.4%，EPS 分别为 69.25 元、79.13 元和 88.14 元，当前股价对应 PE 分别为 21 倍、18 倍和 16 倍。公司经营稳健，且未来公司将通过提高分红与股东共享经营成果，当前估值合理，维持“买进”的投资建议。
- 风险提示：经济增长压力，营销改革不及预期
..... 接续下页

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2024/8/8)	1430.69
上证指数(2024/8/8)	2869.90
股价 12 个月高/低	1838.83/1361.3
总发行股数(百万)	1256.20
A 股数(百万)	1256.20
A 市值(亿元)	17972.30
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 (54.07%)
每股净值(元)	174.00
股价/账面净值	8.22
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-2.1 -14.6 -21.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024-08-09	1713.99	买进
2024-01-02	1685.01	买进
2023-10-23	1645.00	买进
2023-07-14	1738.40	买进
2023-04-26	1730.00	买进

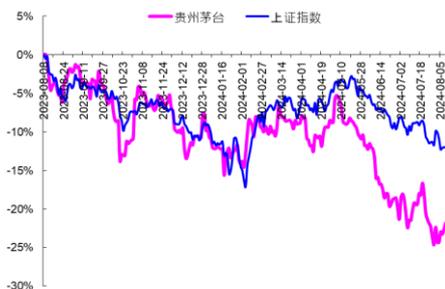
产品组合

茅台酒	83.9%
系列酒	16.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.1%
一般法人	70.7%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	52460	62716	74734	86988	99409	110725
同比增减	%	12.34	19.55	19.16	16.40	14.28	11.38
每股盈余 (EPS)	RMB 元	41.76	49.93	59.49	69.25	79.13	88.14
同比增减	%	12.35	19.56	19.15	16.40	14.28	11.38
市盈率(P/E)	X	34	29	24	21	18	16
股利 (DPS)	RMB 元	21.68	47.82	49.98	51.94	59.35	66.11
股息率 (Yield)	%	1.52	3.34	3.49	3.63	4.15	4.62

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	109464	127554	150560	175770	198628	219750
经营成本	8983	10093	11867	13977	15880	17653
营业税金及附加	15304	18496	22234	27190	29752	32974
销售费用	2737	3298	4649	5392	6065	6655
管理费用	8450	9012	9729	10672	11878	12795
财务费用	-935	-1392	-1790	-1961	-2223	-2473
资产减值损失				0	0	0
投资收益	58	64	34	25	44	44
营业利润	74751	87880	103709	120335	137151	152010
营业外收入	69	71	87	64	58	69
营业外支出	292	249	133	154	220	158
利润总额	74528	87701	103663	120245	136990	151922
所得税	18808	22326	26141	30099	33980	37198
少数股东损益	3260	2659	2787	3158	3601	4000
归属于母公司所有者的净利润	52460	62716	74734	86988	99409	110725

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	51810	58274	69070	80812	92934	105015
拆出资金	135067	116173	105554	97110	92254	89486
应收账款	0	21	60	63	67	70
存货	33394	38824	46435	53400	60343	66377
流动资产合计	220766	216611	225173	231385	245597	260948
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	17472	19743	19909	20905	21323	21110
在建工程	2322	2208	2137	2244	2357	2474
非流动资产合计	34403	37753	47527	57033	65587	72146
资产总计	255168	254365	272700	288418	311184	333095
流动负债合计	57914	49066	48698	42287	39772	33544
非流动负债合计	296	334	346	328	338	355
负债合计	58211	49400	49043	42615	40110	33899
少数股东权益	7418	7458	7988	8387	8807	9247
股东权益合计	189539	197507	215669	237416	262268	289949
负债及股东权益合计	255168	254365	272700	288418	311184	333095

附三：合并现金流量表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动产生的现金流量净额	64029	36699	66593	79097	90376	101085
投资活动产生的现金流量净额	-5562	-5537	-9724	-11074	-11918	-12086
筹资活动产生的现金流量净额	-26564	-57425	-58889	-70308	-79451	-87900
现金及现金等价物净增加额	31900	-26262	-2019	-2285	-993	1099

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。