

贵州茅台 (600519.SH)

第二季度收入增速稳健，分红率指引积极

优于大市

核心观点

2024年第二季度公司收入同比+17.0%，净利润同比+16.1%。2024上半年公司实现营业总收入834.5亿元，同比+17.6%；实现归母净利润417.0亿元，同比+15.9%。其中，2024Q2实现营业总收入369.7亿元，同比+17.0%；实现归母净利润176.3亿元，同比+16.1%。

第二季度公司收入增长稳健，飞天类产品及系列酒贡献主要增速。分产品看，2024Q2茅台酒收入288.60亿元/同比+12.9%，飞天类产品增速较快，其中提价贡献增长约5-10%；系列酒收入72.1亿元/同比+42.5%，上半年茅台1935增速超过40%，实现“时间过半、进度过半”。2024H1公司新增18个经销商均为系列酒经销商。

直营占比有所回落，“i茅台”平台仍延续稳健增长。分渠道看，2024Q2批发渠道收入216.6亿元/同比+27.4%，提价效应及飞天、系列酒放量贡献较多；直销渠道收入144.1亿元/同比+5.8%，直营收入占比降低4.5pcts至40%，公司主动调整产品和渠道结构以平稳批价。其中“i茅台”平台实现收入49.1亿元/同比+10.6%，仍实现稳健增长。

净利润增速略慢于收入端，主要系消费税及销售费率提升影响。系列酒增速较快下，产品结构略有下移，24Q2毛利率同比-0.11pcts。2024Q2税金及附加率同比+0.77pcts，主要系消费税基影响所致；销售费用率同比+0.74pcts，管理费用率同比-0.95pcts，整体净利率-0.35pcts至47.7%。

销售收现表现亮眼，收入增长质量较高。2024Q2公司经营性现金流净额274.3亿元/同比+9.1%，销售收现408.4亿元/同比+22.6%，截至2024Q2末公司合同负债99.9亿元/同比+36.3%，部分经销商在6月提前开启第三季度回款。公司回款节奏良好，收入增长质量较高，对渠道仍有较强话语权，已侧面通过7月控制飞天发货量后批价企稳回升验证。

盈利预测与投资建议：展望全年，公司收入15%增速目标确定性较强。下半年公司增长工具仍然充足，中秋、国庆旺季仍有业绩调节项，全年达成收入增长15%目标的确定性较强；考虑到白酒行业需求仍处于弱复苏阶段，公司飞天放量或导致价盘风险，我们略下修远期盈利预测：预计2024-2025年公司实现营业总收入1739/1961亿元，同比+15.5%/12.8%（前值为15.5%/14.9%）；预计归母净利润852.0/969.0亿元，同比+14.0%/+13.7%（前值为17.0%/16.1%）。公司积极回报股东，中报指引2024-2026年公司每年度现金分红总额不低于当年归母净利润的75%，每年度进行年度和中期2次分红，估值安全边际较高。当前股价对应PE分别为21.1/18.5倍。长期看，茅台高端白酒的优质商业模式并未改变，仍是A股中高稳定性、高分红率的稀缺资产，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，供给增加下批价大幅下跌，食品安全问题等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	127,554	150,560	173,926	196,124	219,615
(+/-%)	16.5%	18.0%	15.5%	12.8%	12.0%
净利润(百万元)	62716	74734	85195	96903	109012
(+/-%)	19.6%	19.2%	14.0%	13.7%	12.5%
每股收益(元)	49.93	59.49	67.82	77.14	86.78
EBIT Margin	67.8%	67.7%	66.3%	66.4%	66.8%
净资产收益率(ROE)	31.8%	34.7%	38.2%	41.9%	45.3%
市盈率(PE)	28.7	24.0	21.1	18.5	16.5
EV/EBITDA	21.0	17.8	15.8	14.0	12.5
市净率(PB)	9.10	8.33	8.06	7.77	7.47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

联系人：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	1430.69元
总市值/流通市值	1797230/1797230百万元
52周最高价/最低价	1905.00/1361.30元
近3个月日均成交额	4824.53百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《贵州茅台(600519.SH)-坚持长期主义，兼顾发展质量》——2024-06-02
- 《贵州茅台(600519.SH)-一季度收入增长18%，利润率受生产节奏扰动》——2024-05-04
- 《贵州茅台(600519.SH)-2023年营收增长18%，2024年经营目标积极》——2024-04-03
- 《贵州茅台(600519.SH)-价格管理能力突出，业绩增长工具充足》——2024-03-28
- 《贵州茅台(600519.SH)-2023年顺利收官，2024年终端为王》——2024-01-01

2024 年第二季度公司收入同比+17.0%，净利润同比+16.1%。2024 上半年公司实现营业收入总收入 834.5 亿元，同比+17.6%；实现归母净利润 417.0 亿元，同比+15.9%。其中，2024Q2 实现营业收入 369.7 亿元，同比+17.0%；实现归母净利润 176.3 亿元，同比+16.1%。

第二季度公司收入增长稳健，飞天类产品及系列酒贡献主要增速。分产品看，2024Q2 茅台酒收入 288.60 亿元/同比+12.9%，飞天类产品增速较快，其中提价贡献增长约 5-10%；系列酒收入 72.1 亿元/同比+42.5%，上半年茅台 1935 增速超过 40%，实现“时间过半、进度过半”。2024H1 公司新增 18 个经销商均为系列酒经销商。

直营占比有所回落，“i 茅台”平台仍延续稳健增长。分渠道看，2024Q2 批发渠道收入 216.6 亿元/同比+27.4%，提价效应及飞天、系列酒放量贡献较多；直销渠道收入 144.1 亿元/同比+5.8%，直营收入占比降低 4.5pcts 至 40%，公司主动调整产品和渠道结构以平稳批价。其中“i 茅台”平台实现收入 49.1 亿元/同比+10.6%，仍实现稳健增长。

净利润增速略慢于收入端，主要系消费税及销售费率提升影响。系列酒增速较快下，产品结构略有下移，24Q2 毛利率同比-0.11pcts。2024Q2 税金及附加率同比+0.77pcts，主要系消费税税基影响所致；销售费用率同比+0.74pcts，管理费用率同比-0.95pcts，整体净利率-0.35pcts 至 47.7%。

销售收现表现亮眼，收入增长质量较高。2024Q2 公司经营性现金流净额 274.3 亿元/同比+9.1%，销售收现 408.4 亿元/同比+22.6%，截至 2024Q2 末公司合同负债 99.9 亿元/同比+36.3%，部分经销商在 6 月提前开启第三季度回款。公司回款节奏良好，收入增长质量较高，对渠道仍有较强话语权，已侧面通过 7 月控制飞天发货量后批价企稳回升验证。

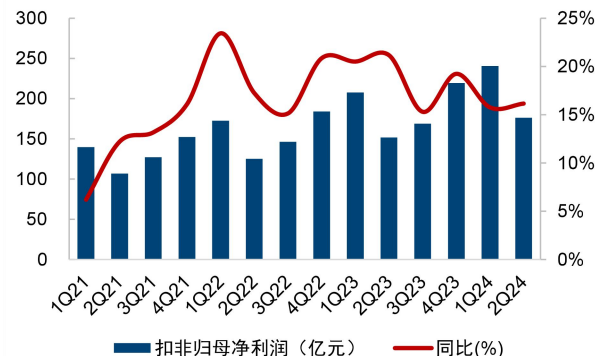
盈利预测与投资建议：展望全年，公司收入 15%增速目标确定性较强。下半年公司增长工具仍然充足，中秋、国庆旺季仍有业绩调节项，全年达成收入增长 15%目标的确定性较强；考虑到白酒行业需求仍处于弱复苏阶段，公司飞天放量或导致价盘风险，我们略下修远期盈利预测：预计 2024-2025 年公司实现营业收入 1739/1961 亿元，同比+15.5%/12.8%（前值为 15.5%/14.9%）；预计归母净利润 852.0/969.0 亿元，同比+14.0%/+13.7%（前值为 17.0%/16.1%）。公司积极回报股东，中报指引 2024-2026 年公司每年度现金分红总额不低于当年归母净利润的 75%，每年度进行年度和中期 2 次分红，估值安全边际较高。当前股价对应 PE 分别为 21.1/18.5 倍。长期看，茅台高端白酒的优质商业模式并未改变，仍是 A 股中高稳定性、高分红率的稀缺资产，维持“优于大市”评级。

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



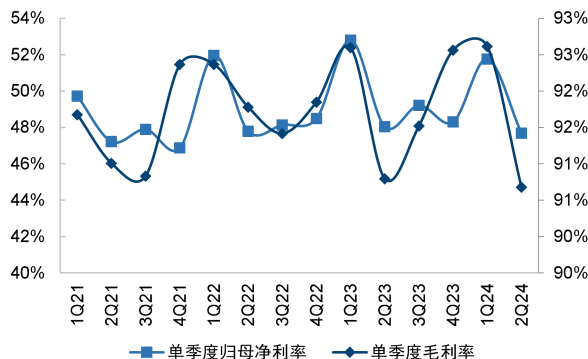
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



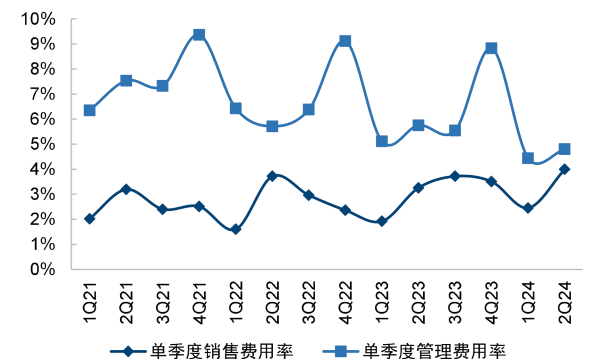
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			调整幅度		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	173,915	199,890	223,809	173,926	196,124	219,615	0.0%	-1.9%	-1.9%
收入同比增速%	15.50%	14.90%	12.00%	15.52%	12.76%	11.98%	0.0pcts	-2.14pcts	-0.02pcts
毛利率%	92.00%	92.00%	92.00%	92.00%	92.00%	92.40%	0pcts	0pcts	0.4pcts
销售费用率%	2.98%	2.98%	2.96%	3.60%	3.50%	3.50%	0.62pcts	0.52pcts	0.54pcts
归母净利润 (百万元)	87,445	101,519	114,358	85,195	96,903	109,012	-2.6%	-4.5%	-4.7%
归母净利润同比增速%	17.00%	16.09%	12.65%	14.00%	13.74%	12.50%	-3pcts	-2.35pcts	-0.15pcts
归母净利率%	50.28%	50.79%	51.10%	48.98%	49.41%	49.64%	-1.3pcts	-1.38pcts	-1.46pcts
EPS (元)	69.61	80.81	91.04	67.82	77.14	86.78	-2.6%	-4.5%	-4.7%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2024年8月8日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
600519.SH	贵州茅台	23.04	1,430.69	67.82	77.14	21.1	18.5	17,972	优于大市
000858.SZ	五粮液	15.71	128.35	8.74	9.79	14.7	13.1	4,982	优于大市
000568.SZ	泸州老窖	13.52	129.57	10.97	13.20	11.8	9.8	1,907	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，供给增加下批价大幅下跌，食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	58274	69070	181838	192359	204099	营业收入	127554	150560	173926	196124	219615
应收款项	158	102	118	133	149	营业成本	10093	11867	13914	15690	16691
存货净额	38824	46435	56481	63517	70109	营业税金及附加	18496	22234	27480	30988	34699
其他流动资产	1058	3611	4171	4704	5267	销售费用	3298	4649	6261	6864	7687
流动资产合计	216611	225173	243009	261113	280025	管理费用	9012	9729	10778	12110	13520
固定资产	21951	22047	22905	22541	22392	研发费用	135	157	182	205	230
无形资产及其他	7083	8572	8229	7886	7544	财务费用	(1392)	(1790)	(2508)	(3742)	(3965)
投资性房地产	8719	16908	16908	16908	16908	投资收益	64	34	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	3	0	0	0
资产总计	254365	272700	291052	308448	326869	其他收入	(231)	(199)	(182)	(205)	(230)
短期借款及交易性金融负债	109	57	0	0	0	营业利润	87880	103709	117818	134009	150754
应付款项	2408	3093	3554	4056	4519	营业外净收支	(178)	(46)	0	0	0
其他流动负债	46548	45547	54649	61482	68119	利润总额	87701	103663	117818	134009	150754
流动负债合计	49066	48698	58204	65538	72638	所得税费用	22326	26141	29454	33502	37688
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2659	2787	3168	3603	4054
其他长期负债	334	346	346	346	346	归属于母公司净利润	62716	74734	85195	96903	109012
长期负债合计	334	346	346	346	346	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	49400	49043	58549	65883	72984	净利润	62716	74734	85195	96903	109012
少数股东权益	7458	7988	9572	11374	13400	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	197507	215669	222931	231192	240484	折旧摊销	1600	1848	2484	2707	2856
负债和股东权益总计	254365	272700	291052	308448	326869	公允价值变动损失	0	(3)	0	0	0
						财务费用	(1392)	(1790)	(2508)	(3742)	(3965)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(15288)	(18601)	(1059)	(249)	(71)
每股收益	49.93	59.49	67.82	77.14	86.78	其它	227	596	1584	1802	2027
每股红利	45.67	46.77	62.04	70.56	79.38	经营活动现金流	49255	58574	88204	101163	113824
每股净资产	157.23	171.68	177.46	184.04	191.44	资本开支	0	(1750)	(3000)	(2000)	(2364)
ROIC	88.25%	75.98%	72%	76%	79%	其它投资现金流	16771	12342	105554	0	0
ROE	31.75%	34.65%	38%	42%	45%	投资活动现金流	16771	10591	102554	(2000)	(2364)
毛利率	92%	92%	92%	92%	92%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBIT Margin	68%	68%	66%	66%	67%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	69%	69%	68%	68%	68%	支付股利、利息	(57370)	(58755)	(77933)	(88643)	(99719)
收入增长	17%	18%	16%	13%	12%	其它融资现金流	55177	59140	(57)	0	0
净利润增长率	20%	19%	14%	14%	12%	融资活动现金流	(59562)	(58370)	(77990)	(88643)	(99719)
资产负债率	22%	21%	23%	25%	26%	现金净变动	6464	10796	112768	10521	11740
股息率	3.2%	3.3%	4.3%	4.9%	5.5%	货币资金的期初余额	51810	58274	69070	181838	192359
P/E	28.7	24.0	21.1	18.5	16.5	货币资金的期末余额	58274	69070	181838	192359	204099
P/B	9.1	8.3	8.1	7.8	7.5	企业自由现金流	0	57718	84907	98158	110513
EV/EBITDA	21.0	17.8	15.8	14.0	12.5	权益自由现金流	0	116858	86731	100965	113486

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032