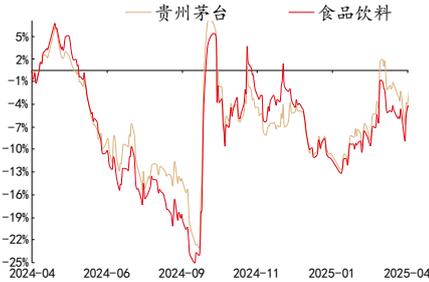




股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	1,568.98
总股本/流通股本(亿股)	12.56 / 12.56
总市值/流通市值(亿元)	19,709 / 19,709
52周内最高/最低价	1,770.00 / 1,261.00
资产负债率(%)	19.0%
市盈率	22.86
第一大股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

贵州茅台(600519)

营收利润符合预期，25年目标锚定高个位数

● 核心观点

Q4 收入利润符合预期，2024 年顺利收官。公司 2024 年实现营业总收入 / 营业收入 / 归母净利润 / 扣非净利润 1741.44/1708.99/862.28/862.41 亿元，同比 15.66%/15.71%/15.38%/15.37%。其中单 Q4 公司实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 510.22/501.23/254.01/254.62 亿元，同比 12.77%/12.83%/16.21%/16.07%。分产品看，24 年茅台酒/系列酒收入分别为 1459.28/246.84 亿元，同比+15.28%/+19.65%。拆分量价来看，24 年茅台酒/系列酒销量分别为 4.64/3.69 万吨，同比+10.22%/+18.47%，均价分别为 314.41/66.86 万元/吨，同比+4.59%/+1.00%。其中单 Q4 茅台酒/系列酒收入 448.02/52.91 亿元，同比+13.94%/+5.07%，整体看前三季度系列酒进度较快、四季度增速放缓、聚焦库存去化。

24 年直销占比下降、批价走弱背景下 i 茅台投放减少、结构端减压。分渠道来看，24 年直销渠道实现收入 748.43 亿元，同比+11.32%，经销渠道 957.69 亿元，同比+19.73%，直销占比同比下降 1.80pct 至 43.87%；单 Q4 直销渠道实现收入 228.54 亿，同比+8.69%，经销渠道 272.39 亿，同比+16.76%，直销占比同比下降 1.78pct 至 45.62%。24 年经销渠道增速更快，主因公司 23 年 11 月开始提价。24 年 i 茅台实现收入 200.24 亿元、同比-10.51%，单 Q4 实现收入 52.57 亿元，同比-29.93%，下降幅度环比扩大，主因生肖 500ml 装、1935 投放减少，从供给结构上对市场进行减压。

销售收现和现金流平稳、预收款环比平稳。2024 年公司毛利率/归母净利率为 92.08%/49.52%，分别同比-0.04/-0.12pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.46%/3.24%/5.35%/0.13%/-0.84%，分别同比 0.69/0.15/-1.11/0.02/0.34pct。24 年销售收现 1826.45 亿元，同比+11.57%，经现净额 924.64 亿元，同比+38.85%。24 年末合同负债(预收款)95.92 亿元，同比减少 45.33 亿元、环比减少 3.38 亿元(去年同口径环比增加 27.31 亿元)。

● 盈利预测与投资建议

24 年分红率 75%，25 年营收目标增长 9%左右。24 年公司分红总额 646.72 亿元，分红率为 75%。25 年主要目标实现营业总收入同比增长 9%左右，完成固定资产投资 47.11 亿元。

展望 2025 年，高端酒方面公斤装飞天出厂价同比有所提升，同时我们预计公司将加大多规格飞天的投放量；系列酒方面预计公司将

加大费用投入力度以保证增量并稳住价格。我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 1900.38/2090.91/2307.04 亿元，同比增长 9.13%/10.03%/10.34%，归母净利润 941.51/1039.63/1150.80 亿元，同比增长 9.19%/10.42%/10.69%。公司此前拟回购 30-60 亿元，目前已完成约 16 亿元，考虑 25 年的分红和剩余的回购金额，对应当前公司股价股息率约为 3.63%。预计未来三年 EPS 分别为 74.95/82.76/91.61，对应当前股价 PE 分别为 21/19/17 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

食品安全风险；需求不及预期风险；批价大幅波动风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	174144	190038	209091	230704
增长率(%)	15.71	9.13	10.03	10.34
EBITDA(百万元)	120158.89	132367.17	145861.92	161125.24
归属母公司净利润(百万元)	86228.15	94150.78	103962.81	115080.13
增长率(%)	15.38	9.19	10.42	10.69
EPS(元/股)	68.64	74.95	82.76	91.61
市盈率(P/E)	22.86	20.93	18.96	17.13
市净率(P/B)	8.46	7.42	6.54	5.78
EV/EBITDA	15.59	14.16	12.62	11.19

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	174144	190038	209091	230704	营业收入	15.7%	9.1%	10.0%	10.3%
营业成本	13789	15074	16571	18265	营业利润	15.4%	9.5%	10.4%	10.7%
税金及附加	26926	28019	30877	34119	归属于母公司净利润	15.4%	9.2%	10.4%	10.7%
销售费用	5639	5977	6587	7279	获利能力				
管理费用	9316	9900	10498	11146	毛利率	91.9%	91.9%	92.0%	92.0%
研发费用	218	214	236	260	净利率	52.3%	52.3%	52.5%	52.5%
财务费用	-1470	-300	-479	-629	ROE	37.0%	35.5%	34.5%	33.7%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	55.9%	50.9%	63.7%	69.7%
营业利润	119689	131051	144700	160163	偿债能力				
营业外收入	71	76	76	76	资产负债率	19.0%	19.9%	18.8%	17.8%
营业外支出	121	168	168	168	流动比率	4.45	4.39	4.75	5.08
利润总额	119639	130960	144608	160072	营运能力				
所得税	30304	33178	36636	40554	应收账款周转率	9006.93	4357.22	4357.22	4357.22
净利润	89335	97782	107972	119518	存货周转率	0.25	0.26	0.26	0.26
归母净利润	86228	94151	103963	115080	总资产周转率	0.57	0.54	0.53	0.52
每股收益(元)	68.64	74.95	82.76	91.61	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	68.64	74.95	82.76	91.61
货币资金	59296	119698	159599	203503	每股净资产	185.56	211.39	239.92	271.49
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	2003	825	909	1004	PE	22.86	20.93	18.96	17.13
预付款项	27	475	523	578	PB	8.46	7.42	6.54	5.78
存货	54343	58791	64627	71235	现金流量表				
流动资产合计	251727	301630	347675	398536	净利润	89335	97803	107994	119540
固定资产	22282	21378	20448	19493	折旧和摊销	1991	1707	1733	1683
在建工程	2150	1720	1290	860	营运资本变动	1919	8166	-1595	-1805
无形资产	8850	8571	8291	8011	其他	-936	-364	-544	-694
非流动资产合计	47218	45511	43778	42096	经营活动现金流净额	92308	107312	107588	118724
资产总计	298945	347141	391453	440632	资本开支	-4654	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	2869	14571	43	43
应付票据及应付账款	3515	3789	4166	4592	投资活动现金流净额	-1785	14571	43	43
其他流动负债	53001	64922	69095	73821	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	56516	68712	73261	78413	债务融资	47	-77	-75	-71
其他	417	340	265	194	其他	-71115	-61404	-67655	-74791
非流动负债合计	417	340	265	194	筹资活动现金流净额	-71068	-61481	-67730	-74862
负债合计	56933	69052	73526	78607	现金及现金等价物净增加额	19454	60402	39901	43904
股本	1256	1256	1256	1256					
资本公积金	1375	1375	1375	1375					
未分配利润	230475	262922	298750	338410					
少数股东权益	8905	12536	16546	20984					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	242011	278089	317927	362025					
负债和所有者权益总计	298945	347141	391453	440632					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048