贵州茅台（600519）

更新报告

买入

2025 年 5 月 26 日

2024 年股东大会点评：韧性生长，价值升维

- **文化基因筑基，渠道革新破局行业变局：**公司近期召开 2024 年股东大会，传递出清晰战略信号：面对消费场景结构性迁移与政策环境变化，公司以文化传承为根基，展开一场“攻守兼备”的深度变革。管理层直面市场对公务消费收缩的疑虑，旗帜鲜明地强调对品质信仰、品牌张力与文化底蕴的坚守，并将战略眼光投向更广阔的消费图景——从传统场景向家庭聚会、个人重要时刻及全球化渗透延申。我们认为，这本质上是从产品输出到生活方式定义的价值跃迁。值得关注的是，茅台历史上数次在行业震荡期逆势突围，已充分验证其体系韧性。此次提出的营销体系迭代，实为已验证战法的战术升级。故我们认为，凭借酿造工艺构筑的稀缺性壁垒，叠加文化叙事与场景创新的双重赋能，茅台有望在理性消费浪潮中持续掌握高端酒类的定价话语权。
- **短、中、长三期战略构筑穿越周期护城河：**面对宏观经济承压、行业深度调整与自身发展周期的共振挑战，茅台展现出“战略级”的全局谋划能力。短期来看，公司锚定市场秩序维稳，通过优化客群结构、扩容消费场景、升级服务模式，实现精准供需匹配。中期战略聚焦于国际化三步走（产品出口→文化出海→国际化价值创造）和年轻化三聚焦（活力、创新、包容），培育新增量。长期而言，公司致力于构建抗风险能力突出的生态型商业系统，涵盖保持企业文化先进性、战略适配性、供应链韧性、市场应变能力、员工凝聚力和向心力、培养企业真善美品牌等六大方向，持续为各相关方创造价值。
- **股东回报提质重塑市值管理标杆：**市值管理层面，茅台正从“规模增长”向“价值创造”升维。2024 年，公司分红加回购的实际分红比率突破 80%，以真金白银践行“与股东共生”的理念。2025 年，公司管理层深入研究市值管理办法升级，未来战略聚焦三个维度：夯实经营底盘、优化预期管理、活用回购工具。目前，公司正加快实施 60 亿元上限的回购计划，同时预计将制定新一期的股份回购方案和集团的增持方案。
- **目标价 1,900.00 元，买入评级：**综上，我们维持公司 25-27 年经营净利润预测，分别有望实现 950.4/1,035.3/1,126.9 亿元，目标价 1,900.00 元，相当于 25 财年盈利预测 25.1 倍 PE，重申买入评级。
- **重要风险：** 1)食品安全；2)改革成效不及预期；3）经济复苏不及预期；4）批价下行超预期。

黎航荣

wayne.li@firstshanghai.com.hk

(852) 2522 2101

主要数据

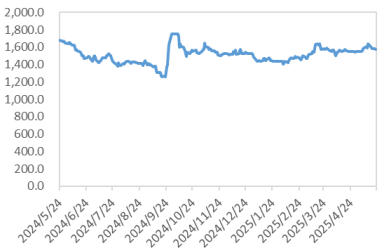
行业	白酒/消费
股价	1572.60 元
目标价	1900.00 元 (+20.8%)
股票代码	600519
股本	12.56 亿股
市值	1.98 万亿元
52 周高/低	1880.59/1226.65 元
每股净资产	205.67 元
主要股东	中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司（54.07%）

盈利摘要

财务年度截至12月31日		2023历史	2024历史	2025预测	2026预测	2027预测
营业总收入(百万元)		150,560	174,144	190,609	207,031	223,574
	变动(%)	19.0%	15.7%	9.5%	8.6%	8.0%
归母净利润(百万元)		74,734	86,228	95,042	103,534	112,691
	变动(%)	19.2%	15.4%	10.2%	8.9%	8.8%
基本每股收益(元)		59.49	68.64	75.66	82.42	89.71
市盈率@1,572.6元(倍)		26.4	22.9	20.8	19.1	17.5
每股股息(元)		50.0	51.5	56.7	61.8	67.3
股息现价比（%）		3.2%	3.3%	3.6%	3.9%	4.3%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表
财务年度截至12月31日 人民币:百万元

	2023 实际	2024 实际	2025 预测	2026 预测	2027 预测
营业收入	147,694	170,899	187,057	203,173	219,408
营业成本	11,867	13,789	15,263	16,747	18,132
毛利	135,826	157,110	171,794	186,426	201,276
销售费用	4,649	5,639	6,351	6,688	6,785
管理费用	9,729	9,316	10,106	10,605	10,744
研发费用	157	218	296	413	426
财务费用	(1,790)	(1,470)	(1,609)	(1,748)	(1,888)
营业利润	103,709	119,689	131,725	143,494	156,185
营业外收入	87	71	78	84	91
营业外支出	133	121	132	144	155
利润总额	103,663	119,639	131,670	143,434	156,121
所得税	26,141	30,304	33,204	36,171	39,370
净利润	77,521	89,335	98,466	107,264	116,751
归母净利润	74,734	86,228	95,042	103,534	112,691
基本每股收益	59.5	68.6	75.7	82.4	89.7
增速（%）					
营业收入	19.0%	15.7%	9.5%	8.6%	8.0%
营业利润	18.0%	15.4%	10.1%	8.9%	8.8%
归母净利润	19.2%	15.4%	10.2%	8.9%	8.8%

资产负债表
财务年度截至12月31日 人民币:百万元

	2023 实际	2024 实际	2025 预测	2026 预测	2027 预测
货币资金	69,070	59,296	70,560	80,878	96,606
应收票据及应收账款	74	2,003	1,137	1,235	1,334
预付款项	35	27	34	37	40
其他应收款合计	28	30	31	34	37
存货	46,435	54,343	57,092	62,457	64,867
固定资产	19,909	21,871	20,243	20,409	20,576
无形资产	8,572	8,850	11,550	13,040	14,529
商誉	0	0	0	0	0
资产总额	272,700	298,945	312,801	330,677	365,633
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3,093	3,515	3,657	4,013	4,345
其他应付款合计	5,213	5,429	5,890	6,462	6,997
长期借款	0	0	0	0	0
负债合计	49,043	56,933	68,604	70,650	77,398
归属于母公司股东权益合计	215,669	233,106	235,292	251,122	279,329
少数股东权益	7,988	8,905	8,905	8,905	8,905
股东权益合计	223,656	242,011	244,197	260,027	288,235
负债和股东权益合计	272,700	298,945	312,801	330,677	365,633

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务能力分析
财务年度截至12月31日 人民币:百万元

	2023 实际	2024 实际	2025 预测	2026 预测	2027 预测
盈利能力					
毛利率	92%	92%	92%	92%	92%
营业利润率	70%	70%	70%	71%	71%
归母净利润率	51%	50%	51%	51%	51%
ROE	36%	38%	41%	43%	43%
ROA	29%	31%	32%	33%	34%
运营能力					
SG&A/收入	10%	9%	9%	9%	8%
实际税率	25%	25%	25%	25%	25%
派息率	84%	75%	75%	75%	75%
应收票据及应收账款周转天数	0	2	2	2	2
存货周转天数	105	108	109	107	106
应付票据及应付账款周转天数	85	87	87	87	87
财务状况					
资产负债率	18%	19%	22%	21%	21%
总资产/股本	122%	124%	128%	127%	127%

现金流量表
财务年度截至12月31日 人民币:百万元

	2023 实际	2024 实际	2025 预测	2026 预测	2027 预测
净利润-现金流量表	77,521	89,335	98,466	107,264	116,751
折旧	1,651	1,721	1,736	1,821	1,905
摊销	197	249	228	259	291
存货的减少	(7,611)	(7,908)	(2,749)	(5,365)	(2,410)
经营性应收项目的减少	(3,465)	1,761	866	(98)	(99)
经营性应付项目的增加	(592)	8,066	142	355	332
其他	(1,109)	(761)	(505)	(514)	(554)
经营活动产生的现金流量净额	66,593	92,464	98,186	103,723	116,216
投资活动现金流入小计	7,720	8,649	0	0	0
投资活动现金流出小计	17,445	10,434	8,590	8,073	7,608
投资活动产生的现金流量净额	(9,724)	(1,785)	(8,590)	(8,073)	(7,608)
筹资活动现金流入小计	0	0	0	0	0
筹资活动现金流出小计	58,889	71,068	78,332	85,331	92,881
筹资活动产生的现金流量净额	(58,889)	(71,068)	(78,332)	(85,331)	(92,881)
现金及现金等价物净增加额	(2,019)	19,610	11,264	10,318	15,728
期初现金及现金等价物余额	152,379	150,360	169,970	181,234	191,552
期末现金及现金等价物余额	150,360	169,970	181,234	191,552	207,280

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括(但不限于)在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。