

## 渠道协同 稳中求进

2024年12月28日

➤ **事件:** 2024年12月25日,以“聚共识以共赢,怀厚德以远行”为主题的贵州茅台酒2025年全国经销商联谊会在贵阳召开。预计2024年茅台酒在高基数下顺利完成全年既定目标,营收、利润均保持双位数增长。

➤ **回顾24年:三重周期压力叠加下,预计公司通过结构调节实现增长目标。** 面对来自宏观经济转型、产业周期下行和茅台需求疲软三重压力叠加,围绕“时间、产品、渠道、区域、空间”五个量比关系调节产品投放,公司组织架构上下同欲、渠道上下厂商团结,有效确保了茅台酒市场稳定。茅台酒的基于社交、收藏的固有属性没有变,且茅台酒的基本需求面没有变,且会随着宏观经济转型、国际化拓展持续扩大。

➤ **展望25年:总量微增,结构拉升。公司以消费者为中心,通过“三个转型”(客群、场景、服务)强化渠道协同、增强消费触达、促进消费转化,以实现供需适配、量价平衡。**

**产品端:** ①**推陈出新拉结构**,公司计划将于2025年1月5日发售新品乙巳蛇年生肖酒和笙乐飞天茅台酒; ②**调节飞天和非标投放比例**,减少500ml飞天投放量、公斤茅适度调增、珍品控货等,进一步强化普茅大单品作为橄榄型产品矩阵“金字塔”底座地位; ③**规格裂变适配不同渠道和场景**,新增瞄准餐饮渠道开发750ml装、面向海外国际市场的400ml装; ④**多元文化赋能**,结合景区、世界文化及自然遗产、博物馆等文化优势资源,开发文创产品、“走进系列”产品等新品; ⑤**调整专卖店、商超电商、及内部子公司合同产品结构。**

**渠道端:精细化运作。**茅台目前形成了“自营+经销”的“4+6”体系,其中自营条线涵盖自营公司、i茅台、大客户、企业私域4类,社会经销商又可拆分成传统经销商、商超百货、社会电商、酒业餐饮、专业连锁和产业私域(例如石油、高铁物流、房地产等)6类。

**费用端:25年加大市场投入。**单新年市场活动费用投入方面,预算6.75亿元,同比83%,并同步调整非标(例如珍品、年份酒及43度茅台酒)的市场配套政策。

➤ **投资建议:** 公司具备品牌护城河,渠道抗风险能力强,在当前产业加速出清背景下,公司以政策空间换时间,供给端针对总量、结构、价格的调节工具众多且操作空间充足,有能力通过主动的逆周期调整以实现平衡、长远、稳健发展。预计公司24-26年分别实现营业收入1744/1929/2092亿元,同比15.8%/10.6%/8.5%,归母净利润874/968/1052亿元,同比16.9%/10.8%/8.7%,当前股价对应PE分别为22/20/18倍,维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 税收等产业政策调整的不确定性风险;供需不均衡导致的批发价格波动风险;食品安全风险等。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	150,560	174,390	192,917	209,244
增长率(%)	18.0	15.8	10.6	8.5
归属母公司股东净利润(百万元)	74,734	87,386	96,798	105,185
增长率(%)	19.2	16.9	10.8	8.7
每股收益(元)	59.49	69.56	77.06	83.73
PE	26	22	20	18
PB	8.9	7.3	6.5	5.9

资料来源:Wind,民生证券研究院预测;(注:股价为2024年12月27日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格:

1,528.97元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书: S0100522110004

邮箱: sunran@mszq.com

## 相关研究

- 贵州茅台(600519.SH)动态更新报告:25年稳中求进,结构腾挪保增长-2024/12/27
- 贵州茅台(600519.SZ)2024年三季报点评:Q3营收显韧性 年度目标兑现可期-2024/10/26
- 贵州茅台(600519.SZ)2024年中报点评:业绩稳健显韧性 分红规划塑信心-2024/08/09
- 贵州茅台(600519.SH)2024年一季报点评:Q1顺利开门红,增长势头强劲-2024/04/27
- 贵州茅台(600519.SH)2023年年报点评:23年靓丽收官,24年势能延续-2024/04/03

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	150,560	174,390	192,917	209,244
营业成本	11,981	12,839	14,450	15,415
营业税金及附加	22,234	27,902	29,516	30,759
销售费用	4,649	5,580	6,752	7,951
管理费用	9,729	8,720	10,032	11,508
研发费用	157	186	206	223
EBIT	101,882	119,204	132,006	143,436
财务费用	-1,790	-2,015	-2,263	-2,464
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	34	40	44	48
营业利润	103,709	121,258	134,313	145,947
营业外收支	-46	-46	-46	-46
利润总额	103,663	121,212	134,267	145,901
所得税	26,141	30,567	33,859	36,793
净利润	77,521	90,646	100,409	109,109
归属于母公司净利润	74,734	87,386	96,798	105,185
EBITDA	103,820	121,199	134,096	145,591

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	69,070	123,076	156,462	193,145
应收账款及票据	74	88	98	106
预付款项	35	573	646	689
存货	46,435	48,659	54,821	58,514
其他流动资产	109,558	127,283	127,288	127,292
流动资产合计	225,173	299,680	339,314	379,746
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	19,909	21,622	22,697	23,513
无形资产	8,572	8,572	8,572	8,572
非流动资产合计	47,527	47,517	48,115	48,613
资产合计	272,700	347,197	387,429	428,359
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	3,093	3,065	3,453	3,686
其他流动负债	45,605	68,273	73,249	77,436
流动负债合计	48,698	71,338	76,702	81,122
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	346	345	345	345
非流动负债合计	346	345	345	345
负债合计	49,043	71,683	77,047	81,467
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
少数股东权益	7,988	11,247	14,858	18,781
股东权益合计	223,656	275,513	310,382	346,892
负债和股东权益合计	272,700	347,197	387,429	428,359

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	18.04	15.83	10.62	8.46
EBIT 增长率	17.89	17.00	10.74	8.66
净利润增长率	19.16	16.93	10.77	8.66
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	91.96	92.71	92.57	92.69
净利润率	50.60	50.11	50.18	50.27
总资产收益率 ROA	27.41	25.17	24.98	24.56
净资产收益率 ROE	34.65	33.07	32.75	32.06
<b>偿债能力</b>				
流动比率	4.62	4.20	4.42	4.68
速动比率	1.43	1.78	2.09	2.43
现金比率	1.42	1.73	2.04	2.38
资产负债率 (%)	17.98	20.65	19.89	19.02
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	0.10	0.10	0.07	0.07
存货周转天数	1293.20	1345.73	1299.80	1333.75
总资产周转率	0.56	0.56	0.53	0.51
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	59.49	69.56	77.06	83.73
每股净资产	171.68	210.37	235.25	261.19
每股经营现金流	53.01	78.05	80.90	89.12
每股股利	30.88	52.17	57.79	62.80
<b>估值分析</b>				
PE	26	22	20	18
PB	8.9	7.3	6.5	5.9
EV/EBITDA	17.96	15.38	13.90	12.80
股息收益率 (%)	2.02	3.41	3.78	4.11

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	77,521	90,646	100,409	109,109
折旧和摊销	1,937	1,995	2,090	2,155
营运资金变动	-11,667	5,720	-885	671
经营活动现金流	66,593	98,052	101,629	111,947
资本开支	-2,595	-2,969	-2,663	-2,627
投资	-7,268	-1,310	0	0
投资活动现金流	-9,724	-5,172	-2,618	-2,579
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-58,889	-38,875	-65,626	-72,685
现金净流量	-2,019	54,006	33,385	36,683

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048