



买入（维持）

所属行业：食品饮料/白酒 II
当前价格(元)：1,528.97

证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

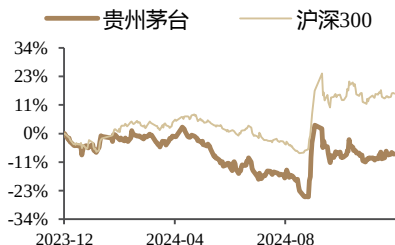
尤诗超

资格编号：S0120524070004

邮箱：yousc3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.30	-0.77	-4.68
相对涨幅(%)	-0.50	-1.20	-12.17

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《贵州茅台（600519.SH）：业绩稳定兑现，全年目标有望顺利达成》，2024.10.27
- 《贵州茅台（600519.SH）：拟变更副总经理，坚持市场产品齐头并进》，2024.8.16
- 《贵州茅台（600519.SH）：Q2 收入业绩略超预期，分红规划提升释放积极信号》，2024.8.10
- 《贵州茅台（600519.SH）：i 茅台运营复盘报告：“享约申购”主导营收，“畅享云购”有望贡献增长》，2024.6.2
- 《贵州茅台（600519）2024 一季报点评：一季度税金影响业绩，开局奠定优良基础》，2024.4.29

贵州茅台（600519.SH）：穿越周期，稳中求进，共创茅台新辉煌

投资要点

- 事件：**12 月 25 日，贵州茅台酒 2025 年经销商联谊会在贵阳国际生态会议中心举行。王莉总经理对茅台在 24 年取得的成绩表示了肯定，并提出：公司在 25 年面对“三期叠加”的外部挑战时，将在产品需求端做出调整，巩固基础，投放新产品；充分利用 10 大渠道，增加消费者触达，强化消费者培育；同时做好产品转型，把握市场结构变化，提升客群，场景，服务三大方面茅台酒的供需适配性。最终为“十四五”收官之年交出完美答卷。
- 穿越三大周期，保持茅台在复杂形势中的定力。**2025 年是“十四五”规划收官之年，更是宏观经济周期，白酒行业周期和茅台自身产业调整周期，“三期叠加”的挑战之年。贵州茅台在 2024 年国内宏观经济处于转换动能的时期下交出了以“稳”收官的答卷，前三季度营业总收入 1207.8 亿元，相比 2023 年前三季度营业总收入 1032.7 亿元同比增长 16.95%；前三季度中，茅台酒已实现营收 1011.2 亿元，茅台系列酒已实现营收 193.92 亿元，分别达到 2023 年全年营收的 79.9%和 94%，预计将完成年初制定的 15%增长目标，稳住茅台“基本盘”。2024 年全年，茅台精耕需求端，疏导流通链，调节供应端，坚持“茅台酒于茅台、于贵州、于行业已不仅仅是一瓶酒”的战略定力，为全面完成“十四五”目标打下了坚实、关键的基础。在 2025 年，茅台将加大市场工作费用投入，调整产品结构，略微增减各系列产品投放量，并开发茅台新产品。
- 稳中求进，精雕细琢茅台系列产品。**茅台坚持以消费者为中心，做好客群，场景，服务三大转型，不断强化渠道协同、增强消费触达、促进消费转化，解决好根本性的“供需适配”问题。其中，客群转型聚焦于“新商务”人群，推动客群组成和结构转型；场景转型则围绕新商务人群，重点增加茅台酒在新型聚会场合的适配性；服务转型则满足消费者多样化，个性化需求。在茅台不同系列产品上，将以大单品普茅、陈年酒和文化酒为主体打造“一体两翼”的产品结构。2025 年，茅台将较 2024 年略增加飞天 53 度 500ml 茅台酒国内市场投放；减少飞天 53 度珍品茅台酒投放量，适度调增飞天 53 度 1000ml 茅台酒等产品投放量，激活终端消费功能；茅台也将调整内部子公司产品结构，增加消费触达率；调整内部子公司产品结构，开发如茅台 1935 臻享版，茅台 1935 的 1935ml 和 375ml 产品、收缩茅台 1935 文创产品，开发茅台王子酒塔尖产品与低度产品等；并开发新品，如 750ml 飞天 53 度茅台酒餐饮渠道版，飞天 53 度 500ml 茅台酒走进世界等系列新品也将在明年陆续上市，以及结合景区、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。2025 年 1 月 5 日，茅台也将正式发布乙巳蛇年生肖酒和笙乐飞天茅台酒两款文化酒。我们认为，茅台将在 2025 年深入优化产品线，为其战略实施提供有力支持，进一步巩固其行业地位，提升市场竞争力。
- 全面优化渠道，布局未来市场。**茅台管理层强调，2025 年，茅台的基本属性和市场基本面没有改变，但要进一步优化渠道生态，将渠道铺设到每一个有消费者的角落。针对茅台已有的自营（自营公司，i 茅台，大客户，企业私域）和社会经销（传统经销商，商超百货，社会电商，酒店餐饮，专业连锁，产业私域）两大体系十大渠道，茅台的“自营体系”将加强统筹平衡作用，用于提升核心竞争力，“社会经销体系”将加强茅台市场覆盖面，提升协同力。在载体方面，茅台将重点打造好终端平台，包括品牌形象店、文化体验馆、专卖店（智慧门店）、商超专柜四类，围绕各自的不同定位，比如文化体验馆内将主要依靠茅台“走进系列”产品等新品，依托景区、世界文化及自然遗产、博物馆等文化优势资源，进一步满足终端多

元化需求。

- **三重价值体验，扩大消费者群体。**茅台将在产品、渠道、服务方面，为消费者提供更优质的功能，体验和情绪“三重价值”。市场政策上，茅台将投入同比增加 83% 的市场活动投入费用，并从三个方面开展消费者培育的工作：开展差异化市场活动，持续加强产品推广，产品触达；增加茅台文化体验馆支持，帮助提升体验馆影响力；持续开展渠道商培训，提升渠道商营销综合能力。由此，茅台借由此套组合拳，在市场结构变化的前提下，提升消费者培育能力，不断巩固并强化茅台酒市场占有率，助力茅台穿越经济周期。
- **厂商同心，共创茅台新辉煌。**此轮经济周期中，茅台所面临的主要挑战集中于市场需求侧，因此，这就更需要茅台与其经销商齐心协力，打好“十四五规划收官攻坚战”。市场重点工作中，茅台做出了四大部署：以市场和消费者为中心——把握市场形势、需求变化，力求提升消费者满意度；坚持品质相符、质价匹配——增强产品结构韧性，实施精准营销；坚定对茅台酒文化的信仰——打造弘扬茅台文化的诸多途径；增进对经销商的尊重——强化利益共享，深化命运共联。
- **投资建议：**预计 24-26 年公司营业收入为 1732.4/1906.0/2076.7 亿元，同比增速为 15.1%/10.0%/9.0%，归母净利润为 868.2/960.3/1048.8 亿元，同比增速为 16.2%/10.6%/9.2%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济恢复不及预期，行业竞争加剧，新品推广不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	1,256.20
流通 A 股(百万股):	1,256.20
52 周内股价区间(元):	1241.58-1721.08
总市值(百万元):	1,920,688.75
总资产(百万元):	286,770.72
每股净资产(元):	189.23

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	127,554	150,560	173,235	190,591	207,672
(+/-)YOY(%)	16.5%	18.0%	15.1%	10.0%	9.0%
净利润(百万元)	62,717	74,734	86,815	96,032	104,881
(+/-)YOY(%)	19.6%	19.2%	16.2%	10.6%	9.2%
全面摊薄 EPS(元)	49.93	59.49	69.11	76.45	83.49
毛利率(%)	91.9%	92.0%	91.9%	92.0%	92.1%
净资产收益率(%)	31.8%	34.7%	36.6%	37.1%	37.5%

资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	59.49	69.11	76.45	83.49
每股净资产	171.68	189.05	205.99	222.84
每股经营现金流	53.01	77.95	79.38	88.25
每股股利	30.88	51.74	59.50	66.65
价值评估(倍)				
P/E	29.01	22.12	20.00	18.31
P/B	10.05	8.09	7.42	6.86
P/S	14.40	11.09	10.08	9.25
EV/EBITDA	20.22	14.95	13.43	12.15
股息率%	1.8%	3.4%	3.9%	4.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	92.0%	91.9%	92.0%	92.1%
净利率	52.5%	53.1%	53.3%	53.5%
净资产收益率	34.7%	36.6%	37.1%	37.5%
资产回报率	27.4%	28.1%	28.5%	28.8%
投资回报率	34.0%	35.9%	36.0%	35.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	18.0%	15.1%	10.0%	9.0%
EBIT 增长率	17.9%	17.6%	10.1%	9.2%
净利润增长率	19.2%	16.2%	10.6%	9.2%
偿债能力指标				
资产负债率	18.0%	19.6%	18.7%	17.8%
流动比率	4.6	4.3	4.6	4.8
速动比率	1.4	1.6	1.9	2.2
现金比率	1.4	1.6	1.9	2.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	1,293.2	1,276.2	1,285.8	1,285.1
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	7.6	8.4	9.0	9.7

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	74,734	86,815	96,032	104,881
少数股东损益	2,787	3,458	3,704	4,111
非现金支出	1,900	2,092	2,242	2,339
非经营收益	-1,160	-62	-55	-67
营运资金变动	-11,667	5,613	-2,201	-403
经营活动现金流	66,593	97,916	99,722	110,862
资产	-2,595	-3,927	-3,953	-3,714
投资	-7,268	-4	-3	-4
其他	138	62	55	67
投资活动现金流	-9,724	-3,869	-3,902	-3,651
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-58,889	-65,000	-74,750	-83,720
融资活动现金流	-58,889	-65,000	-74,750	-83,720
现金净流量	-2,019	29,047	21,070	23,491

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 27 日
资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	150,560	173,235	190,591	207,672
营业成本	11,981	13,875	15,118	16,174
毛利率%	92.0%	91.9%	92.0%	92.1%
营业税金及附加	22,234	25,464	28,080	30,569
营业税金率%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
营业费用	4,649	5,440	5,935	6,496
营业费用率%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%
管理费用	9,729	8,500	9,350	10,191
管理费用率%	6.6%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	157	183	200	219
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	101,882	119,809	131,948	144,066
财务费用	-1,790	-1,036	-1,472	-1,788
财务费用率%	-1.2%	-0.6%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	34	62	55	67
营业利润	103,709	120,907	133,475	145,921
营业外收支	-46	0	0	0
利润总额	103,663	120,907	133,475	145,921
EBITDA	103,820	121,901	134,190	146,405
所得税	26,141	30,634	33,739	36,928
有效所得税率%	25.2%	25.3%	25.3%	25.3%
少数股东损益	2,787	3,458	3,704	4,111
归属母公司所有者净利润	74,734	86,815	96,032	104,881

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	69,070	98,117	119,188	142,679
应收账款及应收票据	74	681	462	444
存货	46,435	51,084	56,007	58,517
其它流动资产	109,593	110,194	110,255	110,077
流动资产合计	225,173	260,076	285,912	311,717
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	19,909	20,642	21,277	21,485
在建工程	2,137	1,886	1,741	1,586
无形资产	8,572	9,824	11,029	12,344
非流动资产合计	47,527	49,366	51,081	52,460
资产总计	272,700	309,442	336,992	364,176
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3,093	2,750	3,877	3,237
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	45,605	57,417	58,854	61,405
流动负债合计	48,698	60,167	62,731	64,642
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	346	346	346	346
非流动负债合计	346	346	346	346
负债总计	49,043	60,513	63,077	64,988
实收资本	1,256	1,256	1,256	1,256
普通股股东权益	215,669	237,483	258,766	279,927
少数股东权益	7,988	11,446	15,150	19,261
负债和所有者权益合计	272,700	309,442	336,992	364,176

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。