

# 贵州茅台 (600519)

## 2025 年经销商大会：聚力转型发展，深化市场导向

买入 (维持)

2024 年 12 月 29 日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

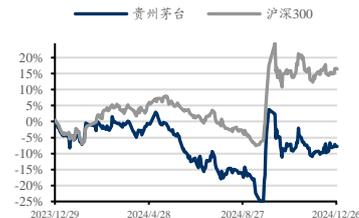
suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	127554	150560	173848	188752	205238
同比 (%)	16.53	18.04	15.47	8.57	8.73
归母净利润 (百万元)	62717	74734	85973	92060	99879
同比 (%)	19.55	19.16	15.04	7.08	8.49
EPS-最新摊薄 (元/股)	49.93	59.49	68.44	73.28	79.51
P/E (现价&最新摊薄)	30.62	25.70	22.34	20.86	19.23

### 投资要点

- **事件:** 公司召开 2025 年度经销商联谊会大会, 会上精准分析当前所面临形势, 对后续在产品调整、渠道变革、服务转型等方面的工作安排做了明确部署, 显示在“三个转型”“四个聚焦”下公司严谨务实的工作方法体系及应对挑战的有力举措。
- **审时度势下好应对先手棋, 精耕需求打好转型组合拳。** 茅台基本属性、基本需求没有变, 2024 年公司灵活调整销售政策、加强班组对一线市场工作的定期跟进, 及时并有力应对了批价异常波动、超高端需求遇冷等挑战。同时公司总结目前尚存在面对茅台消费、社交、投资属性三性统一的定量分析不足、高附加值产品推广亟待“破题”、数字赋能亟待“破局”等问题, 2025 年将重点开展 4 个方面工作: ①以强化市场分析为参考把握市场形势变化。②以前置市场投放为突破, 适应市场需求变化, 茅台酒市场活动费用支持约 6.75 亿元, 同比增加 83%; 酱香系列酒市场投入费用同比增加 15 亿元, 同比增幅超 50%。③以用好目标考核为驱动, 高效推进市场销售任务。预计根据销售质量考核, 对经销商配额有相应调整。④以满足消费者需求为目标, 着力提升消费者满意度体验感。着眼长期, 茅台围绕“客群转型、场景转型、服务转型”, 提出做精产品、做强载体、做优服务, 为消费者提供更加优质的功能、体验、情绪“三重价值”。①在产品方面, 不仅要进一步提升产品品质稀缺性、独特性内核的显性化表达水平, 也要完善产品防伪溯源体系、讲好产品文化故事。②在载体方面, 重点要打造好终端平台, 包括品牌形象店、文化体验馆、专卖店 (智慧门店)、商超专柜 4 类, 打造优质消费体验。③在服务方面, 既要构建优异标准, 还要优化考核体系。
- **茅台酒务实统筹产品、渠道投放, 营销管控更趋市场导向。** 2025 年围绕“供需适配”, 茅台酒产品投放将与渠道结构更相匹配: 1 是超高端的珍酒、陈年产品, 以及小批量、非流通的文创产品, 产品配额将向优质大商倾斜。2 是服务于开瓶场景的多规格飞天产品, 生肖、精品等溢价非标产品, 将加大引入直营渠道。产品端, 2025 年将调控普飞、珍品投放, 增量主要体现在服务开瓶场景的多规格飞天 (如 1L、750ml、700ml 及小茅礼盒等)、文创产品及蛇年生肖。其中, ①500ml 飞天: 预计投放量基本持平, 但渠道结构调整优化, 旨在合理适配经销渠道在商务团购的资源优势。②大小容量飞天: 主要服务拓客、开瓶需求, 保持量增, 一则加大引入商超、电商, 二则增设 750ml 规格铺向餐饮渠道, 700ml 面向国际市场。③非标、文创产品: 旨在通过增设文创 SKU、优化非标线下直营占比, 拉升吨价、营收; 同时目前倒挂的陈年、珍品不再搭售, 配额向优质大商集中 (珍品实行区域运营制, 陈年分销实行精准投放制), 以更好进行价格承托。
- **系列酒打造一体两翼品牌矩阵, 聚焦建设三大百亿事业部。** 酱香系列酒 2024 年已顺利完成各目标任务, 2025 年将围绕“强品牌、树单品、

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	1,528.97
一年最低/最高价	1,245.83/1,910.00
市净率(倍)	8.08
流通 A 股市值(百万元)	1,920,688.75
总市值(百万元)	1,920,688.75

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	189.23
资产负债率(% ,LF)	13.63
总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股(百万股)	1,256.20

### 相关研究

《贵州茅台(600519): 股东回报持续完善, 适配供需运筹决胜》

2024-11-28

《贵州茅台(600519): 2024 年前三季度业绩点评: 目标稳步兑现, 优化量价统筹》

2024-10-27

助渠道、夯基础、提服务”进行市场工作，重点打造“一体两翼”超级大单品矩阵，聚焦茅台 1935、茅台王子酒、汉酱迎宾等建设“三大百亿事业部”，对各品系单独运营，加大市场投入，夯实市场基础。①茅台 1935：将成交价重新锚定 500~800 元价位，将开发新品臻享版，区隔运作新老产品，并增设 1935ml、375ml 规格以及封坛业务，以拓宽更多消费场景。②王子酒：定位 200~500 元大众价位，规划未来 2 年成为百亿单品，预计将通过加强终端铺货、渠道扩张以及加强宴席、开瓶投入等方式做大规模。③汉酱酒：2025 年将减少汉酱（匠心传承）市场投放量，持续蓄能，逐步做强汉酱品牌。

■ **盈利预测与投资评级：**2024 年公司灵活调整销售政策、不断优化产品矩阵，有力保障全年经营计划顺利完成。2025 年预计经营目标更为理性客观，在“稳中求进、以进促稳、守正创新、先立后破、系统集成、协同配合”的主基调下，将围绕“供需适配”，优化产品、资源、渠道配称，更好统筹量价利平衡。期待公司通过产品创新、场景开拓（政商务消费之外的自饮、聚饮等场景）及服务升级（触达私域圈层并提供定制化服务等），更好实现需求挖掘，并引领白酒行业发展迸发新活力。考虑公司持续加大营销投入，调整 2024~2026 年归母净利润为 860、921、999 亿元（前值为 860、929、1008 亿元），当前市值对应 PE 为 22、21、19x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观承压消费持续走弱，需求企稳不及预期；市场对合理降速的非理性反应等。

## 贵州茅台三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>225,173</b>	<b>249,526</b>	<b>272,923</b>	<b>302,595</b>	<b>营业总收入</b>	<b>150,560</b>	<b>173,848</b>	<b>188,752</b>	<b>205,238</b>
货币资金及交易性金融资产	69,471	63,289	64,363	72,068	营业成本(含金融类)	11,981	13,875	16,060	17,970
经营性应收款项	109	918	796	887	税金及附加	22,234	26,743	28,843	31,086
存货	46,435	54,320	63,678	71,133	销售费用	4,649	5,925	7,834	8,923
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,729	9,682	9,927	10,196
其他流动资产	109,158	131,000	144,085	158,507	研发费用	157	155	111	210
<b>非流动资产</b>	<b>47,527</b>	<b>49,270</b>	<b>52,331</b>	<b>54,674</b>	财务费用	(1,790)	(1,926)	(1,753)	(1,719)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	35	35	39	43
固定资产及使用权资产	20,223	21,936	23,116	23,569	投资净收益	34	71	71	69
在建工程	2,137	1,179	750	463	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	8,572	9,824	11,029	12,344	减值损失	38	38	38	38
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	160	160	160	160	<b>营业利润</b>	<b>103,709</b>	<b>119,537</b>	<b>127,877</b>	<b>138,721</b>
其他非流动资产	16,434	16,171	17,276	18,137	营业外净收支	(46)	(149)	(124)	(106)
<b>资产总计</b>	<b>272,700</b>	<b>298,796</b>	<b>325,254</b>	<b>357,268</b>	<b>利润总额</b>	<b>103,663</b>	<b>119,388</b>	<b>127,753</b>	<b>138,615</b>
<b>流动负债</b>	<b>48,698</b>	<b>51,815</b>	<b>56,719</b>	<b>60,072</b>	减:所得税	26,141	30,209	32,354	35,045
短期借款及一年内到期的非流动负债	57	90	86	78	<b>净利润</b>	<b>77,521</b>	<b>89,179</b>	<b>95,399</b>	<b>103,570</b>
经营性应付款项	3,093	2,202	3,061	2,834	减:少数股东损益	2,787	3,207	3,339	3,691
合同负债	14,126	14,296	15,788	17,153	<b>归属母公司净利润</b>	<b>74,734</b>	<b>85,973</b>	<b>92,060</b>	<b>99,879</b>
其他流动负债	31,422	35,227	37,785	40,008	每股收益-最新股本摊薄(元)	59.49	68.44	73.28	79.51
非流动负债	346	346	346	346	EBIT	101,882	117,464	125,978	136,858
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	103,820	119,624	128,303	139,298
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.96	92.01	91.46	91.21
租赁负债	267	267	267	267	归母净利率(%)	50.60	50.47	49.79	49.65
其他非流动负债	79	79	79	79	收入增长率(%)	18.04	15.47	8.57	8.73
<b>负债合计</b>	<b>49,043</b>	<b>52,161</b>	<b>57,065</b>	<b>60,418</b>	归母净利润增长率(%)	19.16	15.04	7.08	8.49
归属母公司股东权益	215,669	235,441	253,656	278,626					
少数股东权益	7,988	11,194	14,533	18,224					
<b>所有者权益合计</b>	<b>223,656</b>	<b>246,636</b>	<b>268,190</b>	<b>296,850</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>272,700</b>	<b>298,796</b>	<b>325,254</b>	<b>357,268</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	66,593	65,127	79,953	87,345	每股净资产(元)	171.68	187.42	201.92	221.80
投资活动现金流	(9,724)	(5,134)	(5,021)	(4,715)	最新发行在外股份(百万股)	1,256	1,256	1,256	1,256
筹资活动现金流	(58,889)	(66,175)	(73,858)	(74,925)	ROIC(%)	35.49	37.26	36.50	36.15
现金净增加额	(2,019)	(6,182)	1,074	7,704	ROE-摊薄(%)	34.65	36.52	36.29	35.85
折旧和摊销	1,937	2,160	2,324	2,441	资产负债率(%)	17.98	17.46	17.54	16.91
资本开支	(2,595)	(4,315)	(4,405)	(4,029)	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.70	22.34	20.86	19.23
营运资本变动	(11,667)	(27,413)	(17,376)	(18,568)	P/B(现价)	8.91	8.16	7.57	6.89

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>