

2025 年力行解决供需适配， 茅台彰显龙头担当

核心观点

近期，茅台召开了茅台酒和酱香酒公司经销商联谊会，针对 2025 年市场工作做了相应的部署，2025 年茅台酒国内市场计划投放预计较去年略有增长，酱香酒公司预计不低于贵州茅台过去 5 年平均增速。针对茅台酒，公司积极调整产品结构和部分产品渠道策略以适应市场变化，持续做好“三个转型”。针对酱香酒，打造“一体两翼”三大百亿产品事业部。此外，公司回购股票并注销方案有望即将落地。行业调整期，茅台积极调整市场策略，主动求变，积极转型，战略路线更加清晰，茅台中长期高质量增长可期。

事件

12 月 27 日，公司公告《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的回购报告书》。12 月 25 日，公司召开茅台酒经销商联谊会；12 月 23 日，公司召开酱香酒经销商联谊会。

简评

茅台酒：2025 年解决“供需适配”问题，计划投放量略有增长
公司总结 2024 年营销工作，认为白酒行业进入消化积累问题的“熵减”转化阶段，公司管理深入市场调研，茅台酒向好发展依然有“三个基本支撑”，茅台酒“两个基本没有变”。基于此，公司针对性提出 2025 年营销工作方向。

产品方面，茅台酒国内市场计划投放较去年略有增长；强化飞天大单品“金字塔”底座地位；调整珍品茅台、1L 飞天茅台酒投放量；调整内部子公司、专卖店、商超、电商合同产品结构；开发新品进一步满足终端多元化需求，瞄准餐饮渠道、国际市场，结合景区、世界文化及自然遗产等文化优势资源，开发文创产品、“走进系列”产品等新品。

渠道方面，茅台“4+6”渠道体系统筹做好投放、资源和政策三个方面的协同，平衡好“时间、产品、渠道、区域（国内）、空间（国际）”五个量比关系，将产品投放到有真实需求的市场区域和渠道。

营销方面，将在珍品茅台酒、陈年茅台酒、43 度茅台酒的配套政策进行调整，并披露新一年预算市场活动投入费用还将进一步加大。持续做好“三个转型”——客群转型、场景转型和服务转型，围绕“新商务”人群打造新场景，树牢从“朋饮”向“友饮”转变、从“卖酒”向“卖生活方式”转变的营销理念。

贵州茅台 (600519. SH)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

张立

zhanglidcq@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100002

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2024 年 12 月 30 日

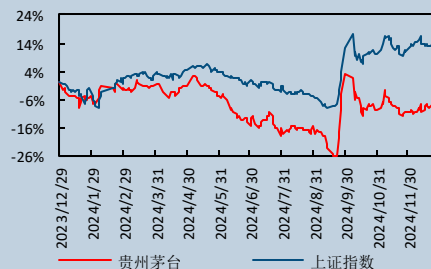
当前股价：1,528.97 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
1.32/-2.98	-0.00/-13.30	-8.44/-25.74
12 月最高/最低价 (元)		1770.00/1261.00
		0
总股本 (万股)		125,619.78
流通 A 股 (万股)		125,619.78
总市值 (亿元)		19,206.89
流通市值 (亿元)		19,206.89
近 3 月日均成交量 (万)		423.18
主要股东		
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责 任公司		54.07%

股价表现



酱香酒：打造三大百亿事业部，成为公司新增长极

根据茅台酱香酒经销商联谊会，酱香酒公司顺利完成全年各项目标任务，签约酱香酒经销商超过 1100 家，产品陈列 157000 多个单元，开展各类品鉴会 51000 多桌次、宴席 44000 多场次，走进企业 4000 多场次，圈层赞助 1400 多场次。2025 年，酱香酒提出“强品牌、树单品、助渠道、夯基础、提服务”的市场工作宗旨和原则。强品牌，对茅台 1935、茅台王子、汉酱等品牌文化诉求进行梳理，对每款产品属性、产品话术、消费者进行细分，市场进行深耕，“茅台酱香·万家共享”整体产品层面转向单个大单品的层面。树单品，构建茅台 1935 为核心，王子酒、汉酱为两翼的“一体两翼”大单品群，打造茅台 1935、茅台王子迎宾、汉酱大曲“三个百亿事业部”，王子酒有望 2 年内成为茅台酱香酒第二支百亿大单品，2025 年将减少汉酱(匠心传承)市场投放量。助渠道，遵循“尊商、助商、扶商”的原则，“奖强扶弱”，优化经销商进出机制。市场层面聚焦“重点单品、重点市场、重点大商、重点费用、重点推广”打造样板市场。组织方面，将增加营销队伍数量，大幅提升市场投入费用。未来，短期内酱香酒成为公司新的增长点，25 年目标不低于贵州茅台过去 5 年平均增速，长期内定位是成为大众消费的头部企业，做百年茅台的基础。

中期分红+回购注销，增强市场信心，彰显龙头社会责任感

2024 年下半年，公司公告 2024-2026 年分红规划，现金红利总额不低于当年实现归属于上市公司股东的净利润的 75%，每年度的现金分红分两次（年度和中期分红）实施，2024 年度中期分红 300 亿已于 12 月 20 日发放。12 月 28 日公告《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的回购报告书》，回购价上限由 1795.78 元/股调整为 1771.90 元/股，回购并注销 30-60 亿的方案有望即将落地。

盈利预测与投资建议：预计公司 2024-2026 年实现收入 1736.10 亿元、1862.86 亿元、2054.99 亿元，同比+15.31%、7.30%、10.31%；实现归母净利润 860.35 亿元、921.75 亿元、1020.99 亿元，同比+15.12%、+7.14%、10.77%；对应 EPS 分别为 68.49 元、73.38 元、81.28 元；对应 2024-2026 年动态 PE 分别为 22.32X、20.84X、18.81X。

风险提示：居民消费需求复苏不及预期，近 2 年受宏观环境等因素影响经济增长有所降速，国民收入增长亦受到影响，未来中短期居民收入增速恢复节奏和消费力的提升节奏可能不及预期；经济复苏不及预期，24 年是经济复苏年，但企业的现金流的改善节奏可能慢于预期，公司产品在高端商务用酒消费场景的需求复苏节奏可能不及预期；食品安全风险，近年来食品安全问题始终是消费者的关注热点，产业链企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险。

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	127,553.96	150,560.33	173,610.25	186,286.42	205,498.90
YoY(%)	16.53	18.04	15.31	7.30	10.31
净利润(百万元)	62,716.44	74,734.07	86,035.48	92,175.48	102,099.18
YoY(%)	19.55	19.16	15.12	7.14	10.77
毛利率(%)	92.09	92.12	92.19	92.21	92.18
净利率(%)	51.88	51.54	49.56	49.48	49.68
ROE(%)	31.75	34.65	38.36	39.48	41.90
EPS(摊薄/元)	49.93	59.49	68.49	73.38	81.28
P/E(倍)	30.62	25.70	22.32	20.84	18.81
P/B(倍)	9.72	8.91	8.56	8.23	7.88

资料来源: iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

张立

同济大学工学学士、金融硕士，2021 年 9 月加入中信建投证券，具有 4 年证券从业经验，2020 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第一名核心团队成员，2020 年 wind 金牌分析师食品饮料行业第二名核心团队成员，曾任职于东北证券；专注于白酒行业研究，产业资源丰富，对产业发展规律有深刻理解。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk