

2024年12月31日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

转型推动供需适配，调整投放平衡渠道

—贵州茅台（600519.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

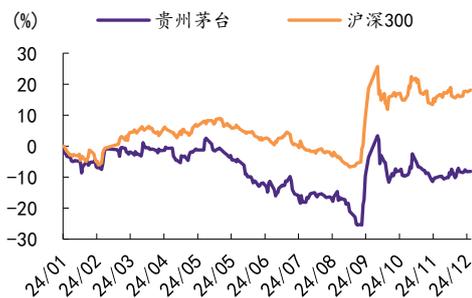
2024年12月25日，贵州茅台2025年全国经销商联谊会在贵阳召开。

基本数据

2024-12-30

当前股价（元）	1525
总市值（亿元）	19157
总股本（百万股）	1256
流通股本（百万股）	1256
52周价格范围（元）	1261-1770
日均成交额（百万元）	5282.64

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《贵州茅台（600519）：渠道深度多元化，六大体系国际化》2024-11-28
- 《贵州茅台（600519）：国酒飘香恒久远，定海神针风向标》2024-11-23
- 《贵州茅台（600519）：中期分红方案发布，利润分配持续兑现》2024-11-09

投资要点

■ 年初目标顺利完成，三个转型促进供需适配

2024年公司预计将顺利完成年初既定目标，营收利润保持两位数增长。2025年公司要保持“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，以及“一定能做好茅台酒市场工作”的信心；核心是坚持以消费者为中心，持续做好“三个转型”：1) 客群转型，聚焦“新商务”人群，包括转型升级的传统产业，以新能源、生物科技等为代表的新兴产业和未来产业；2) 场景转型，打造符合所在行业、产业特点和人群偏好的宴饮场景，积极打造更多新的饮酒生活方式；3) 服务转型，坚持“物以类聚”到“人以群分”转变，让饮酒转变为“悦己”的社交活动。

■ 调整核心品投放量，提升渠道投放效率

产品方面，公司将调整飞天53度500ml茅台酒、珍品茅台酒、飞天53度1000ml茅台酒等产品投放量，进一步强化普茅大单品作为橄榄型产品矩阵“金字塔”底座中的地位；同时开发文创产品，满足多元需求。**渠道方面**，公司将协调统筹好社会渠道和自营渠道，协同目前10个渠道，平衡好“时间、产品、渠道、区域（国内）、空间（国际）”五个量比关系，将产品投放至有真实需求的市场区域与渠道。

■ 盈利预测

当前茅台集团实施“一盘棋、一条心”的战略，股份公司继续引领板块，创新业务亦持续推出。我们预计公司2024-2026年EPS分别为68.28/73.38/79.71元，当前股价对应PE分别为22/21/19倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、产能扩张不及预期、直营增长不及预期、改革进程不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	150,560	174,535	186,984	202,079
增长率（%）	18.0%	15.9%	7.1%	8.1%
归母净利润（百万元）	74,734	85,774	92,176	100,126
增长率（%）	19.2%	14.8%	7.5%	8.6%
摊薄每股收益（元）	59.49	68.28	73.38	79.71
ROE（%）	33.4%	36.4%	37.2%	38.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	69,070	88,776	100,834	115,939
应收款	102	239	307	332
存货	46,435	46,926	48,367	48,262
其他流动资产	109,565	107,464	107,613	107,718
流动资产合计	225,173	243,405	257,122	272,251
非流动资产:				
金融类资产	105,955	106,155	106,305	106,405
固定资产	19,909	19,864	19,053	17,988
在建工程	2,137	855	342	137
无形资产	8,572	8,144	7,715	7,308
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	16,908	16,908	16,908	16,908
非流动资产合计	47,527	45,771	44,018	42,341
资产总计	272,700	289,176	301,140	314,592
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	3,093	2,880	3,067	3,261
其他流动负债	31,479	31,479	31,479	31,479
流动负债合计	48,698	53,485	52,988	53,010
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	346	346	346	346
非流动负债合计	346	346	346	346
负债合计	49,043	53,831	53,334	53,355
所有者权益				
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
股东权益	223,656	235,345	247,807	261,236
负债和所有者权益	272,700	289,176	301,140	314,592

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	77521	88885	95420	103543
少数股东权益	2787	3111	3244	3417
折旧摊销	1848	1756	1731	1656
公允价值变动	3	0	0	0
营运资金变动	-15567	6461	-2007	98
经营活动现金净流量	66593	100213	98389	108714
投资活动现金净流量	-9724	1127	1174	1170
筹资活动现金净流量	-37163	-77196	-82958	-90113
现金流量净额	19,706	24,144	16,605	19,771

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	150,560	174,535	186,984	202,079
营业成本	11,867	13,794	16,320	18,914
营业税金及附加	22,234	25,133	26,739	28,695
销售费用	4,649	6,371	6,170	5,658
管理费用	9,729	12,392	12,902	13,741
财务费用	-1,790	-2,486	-2,823	-3,246
研发费用	157	182	195	211
费用合计	12,746	16,459	16,444	16,365
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	3	0	0	0
投资收益	34	60	55	50
营业利润	103,709	119,223	127,547	138,162
加:营业外收入	87	65	50	45
减:营业外支出	133	220	200	150
利润总额	103,663	119,068	127,397	138,057
所得税费用	26,141	30,184	31,977	34,514
净利润	77,521	88,885	95,420	103,543
少数股东损益	2,787	3,111	3,244	3,417
归母净利润	74,734	85,774	92,176	100,126

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	18.0%	15.9%	7.1%	8.1%
归母净利润增长率	19.2%	14.8%	7.5%	8.6%
盈利能力				
毛利率	92.1%	92.1%	91.3%	90.6%
四项费用/营收	8.5%	9.4%	8.8%	8.1%
净利率	51.5%	50.9%	51.0%	51.2%
ROE	33.4%	36.4%	37.2%	38.3%
偿债能力				
资产负债率	18.0%	18.6%	17.7%	17.0%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	1478.9	730.0	608.3	608.3
存货周转率	0.3	0.8	0.9	1.0
每股数据(元/股)				
EPS	59.49	68.28	73.38	79.71
P/E	25.6	22.3	20.8	19.1
P/S	12.7	11.0	10.2	9.5
P/B	8.9	8.5	8.2	7.9

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。