

证券研究报告

公司研究

点评报告

贵州茅台 (600519.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

贵州茅台 (600519): 半年收官
发展稳健, 分红规划提振信心
2024. 08. 09

贵州茅台 (600519): 立足长远
发展, 坚守五大核心
2024. 05. 30

贵州茅台 (600519): 营收增速
创新高, 产品矩阵强构建
2024. 04. 03

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

顺利完成目标, 转型促进发展

2025年01月02日

事件: 经公司初步核算, 2024年公司生产茅台酒基酒约5.63万吨, 系列酒基酒约4.81万吨; 预计实现营业总收入约1738亿元(其中茅台酒约1458亿元, 系列酒约246亿元), 同比增长约15.44%; 预计实现归母净利润约857亿元, 同比增长约14.67%。

点评:

- **按计划达成全年目标, 年末适当降速维护价盘。** 公司年初目标营收同比增长15%, 按计划顺利完成, 其中茅台酒营收同比增长约15.18%, 系列酒营收同比增长约19.24%。24Q4, 公司预计实现营业总收入约506.8亿元(同比增长约12.0%), 归母净利润约248.7亿元(同比增长约13.8%)。其中茅台酒收入约446.7亿元(同比增长约13.6%), 系列酒收入约52.1亿元(同比增长约3.4%)。2024年飞天茅台多次经历市场价格波动, 且茅台1935批价持续下行, 四季度公司适当收速, 核心产品价格企稳回升。
- **转型匹配需求, 渠道互补协同。** 根据公司判断分析, 茅台酒的社交、收藏等基本属性没有变, 基本需求面也没有变。在新的发展阶段, 公司有望通过“客群转型、场景转型、服务转型”挖掘拓展“新商务”人群、打造新的酒饮生活方式、满足消费者多样化需求。我们认为, “三个转型”有利于公司精准触及消费者需求, 巩固需求基本盘。当前, 公司已形成自营和社会经销商两大体系, 包含“4(自营公司、i茅台、大客户、企业私域)+6(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)”共10个渠道。我们认为, 多渠道间的互补协同, 也将有助于平衡产品价盘, 并增强消费者转化效率, 持续提供优质服务。
- **以飞天茅台为金字塔底座, 橄榄型产品矩阵提供增量。** 飞天茅台是公司的“压舱石”, 面对市场环境的不确定, 其2025年的国内市场投放量将较2024年略有增长。此外, 公司将减少500ml珍品茅台投放量, 适度调增公斤飞天投放量, 开发750ml飞天餐饮渠道版、700ml飞天餐饮国际版以及500ml走进世界系列。目前, i茅台上已开启乙巳蛇年生肖酒申购活动, 1月1日-5日, 每日投放49999个名额, 每人可申购1-2瓶, 相比龙茅首日投放量, 提升幅度较大。我们预计, 依托“三个转型”实现更精准的消费触达, 飞天茅台有望较好的维持价盘稳定, 增强渠道对茅台的信心, 而多规格、多样化产品将更好满足消费者需求, 并提供一定的收入增长来源。
- **系列酒坚持“一体两翼”策略, 成为集团新增长极。** 根据公司产品规划, 2025年系列酒将以不低于上市公司前五年平均增长速度为目标, 重点打造以茅台1935为核心、王子和汉酱为“两翼”的大单品集群, 打造茅台1935、茅台王子迎宾、汉酱大曲“三个百亿事业部”, 并对其品牌文化逐一进行梳理, 形成鲜明的话术表达, 精准给消费者, 实现市场深耕。我们认为, 系列酒已成为公司的第二增长曲线, 在跨越200亿体量后, 需要更加精细化的市场运作, 事业部化有利于各个单品的持续发展, 筑牢发展根基。

邮编: 100031

- **盈利预测与投资评级:** 虽然行业仍在调整期,但我们认为茅台作为行业龙头,其自身有较强的产品组合自由度,能够实现稳健的发展、穿越周期的波动。我们预计,公司 2024-2026 年摊薄每股收益分别为 68.37 元、74.09 元、80.71 元,维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 宏观经济不确定性风险;技改建设项目进度不及预期风险

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	127,554	150,560	173,801	187,775	203,006
增长率 YoY %	16.5%	18.0%	15.4%	8.0%	8.1%
归属母公司净利润 (百万元)	62,717	74,734	85,882	93,070	101,394
增长率 YoY%	19.6%	19.2%	14.9%	8.4%	8.9%
毛利率%	91.9%	92.0%	92.1%	92.2%	92.2%
净资产收益率ROE%	31.8%	34.7%	37.1%	37.4%	38.0%
EPS(摊薄)(元)	49.93	59.49	68.37	74.09	80.71
市盈率 P/E(倍)	29.80	25.01	21.76	20.08	18.44
市净率 P/B(倍)	9.47	8.67	8.07	7.52	7.00

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测;股价为 2025 年 01 月 02 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	216,611	225,173	245,092	264,048	285,515	
货币资金	58,274	69,070	67,372	84,499	104,310	
应收票据	105	14	237	257	278	
应收账款	21	60	47	51	56	
预付账款	897	35	40	43	47	
存货	38,824	46,435	48,501	50,300	51,923	
其他	118,489	109,558	128,893	128,897	128,901	
非流动资产	37,889	47,527	49,135	50,922	52,555	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	19,743	19,909	21,068	22,067	22,907	
无形资产	7,083	8,572	9,422	10,272	11,122	
其他	11,064	19,046	18,644	18,583	18,526	
资产总计	254,501	272,700	294,227	314,971	338,070	
流动负债	49,066	48,698	51,308	51,905	53,475	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	2,408	3,093	3,358	3,622	3,894	
其他	46,657	45,605	47,950	48,283	49,580	
非流动负债	497	346	359	359	359	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	497	346	359	359	359	
负债合计	49,563	49,043	51,666	52,263	53,833	
少数股东权益	7,458	7,988	11,011	14,087	17,223	
归属母公司股东权益	197,480	215,669	231,550	248,620	267,014	
负债和股东权益	254,501	272,700	294,227	314,971	338,070	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	127,554	150,560	173,801	187,775	203,006	
同比 (%)	16.5%	18.0%	15.4%	8.0%	8.1%	
归属母公司净利润	62,717	74,734	85,882	93,070	101,394	
同比 (%)	19.6%	19.2%	14.9%	8.4%	8.9%	
毛利率 (%)	91.9%	92.0%	92.1%	92.2%	92.2%	
ROE%	31.8%	34.7%	37.1%	37.4%	38.0%	
EPS (摊薄)(元)	49.93	59.49	68.37	74.09	80.71	
P/E	29.80	25.01	21.76	20.08	18.44	
P/B	9.47	8.67	8.07	7.52	7.00	
EV/EBITDA	23.97	20.22	15.13	13.84	12.62	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	127,554	150,560	173,801	187,775	203,006	
营业成本	10,199	11,981	13,556	14,624	15,728	
营业税金及附加	18,496	22,234	27,359	29,594	32,031	
销售费用	3,298	4,649	5,472	5,919	6,406	
管理费用	9,012	9,729	10,259	10,728	11,211	
研发费用	135	157	188	203	220	
财务费用	-1,392	-1,790	-2,061	-2,010	-2,524	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	64	34	34	37	40	
其他	10	75	34	37	40	
营业利润	87,880	103,709	119,096	128,790	140,013	
营业外收支	-178	-46	-80	-80	-80	
利润总额	87,701	103,663	119,016	128,710	139,933	
所得税	22,325	26,141	30,111	32,564	35,403	
净利润	65,376	77,521	88,905	96,146	104,530	
少数股东损益	2,659	2,787	3,023	3,077	3,136	
归属母公司净利润	62,717	74,734	85,882	93,070	101,394	
EBITDA	88,112	103,820	119,113	129,013	139,876	
EPS (当年)(元)	49.93	59.49	68.37	74.09	80.71	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	36,699	66,593	70,809	97,281	106,962	
净利润	65,376	77,521	88,905	96,146	104,530	
折旧摊销	1,688	1,937	2,158	2,313	2,467	
财务费用	12	13	11	11	11	
投资损失	-64	-34	-34	-37	-40	
营运资金变动	-29,127	-11,667	-19,044	-1,232	-86	
其它	-1,187	-1,177	-1,186	80	80	
投资活动现金流	-5,537	-9,724	-2,503	-4,143	-4,140	
资本支出	-5,306	-2,595	-4,123	-4,180	-4,180	
长期投资	-210	-7,268	2,296	0	0	
其他	-21	138	-677	37	40	
筹资活动现金流	-57,425	-58,889	-70,004	-76,011	-83,011	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-57,370	-58,755	-70,011	-76,011	-83,011	
现金流净增加额	-26,262	-2,019	-1,698	17,127	19,810	

研究团队简介

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深入研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深入研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。