

2025 年 01 月 03 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

圆满收官，彰显韧性

—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

2025 年 1 月 2 日，贵州茅台发布 2024 年度生产经营情况公告。

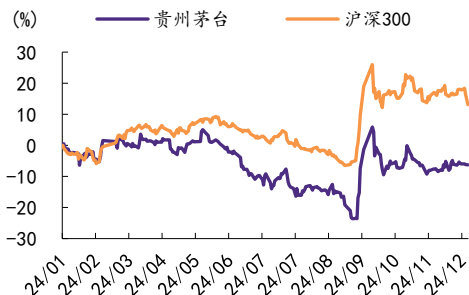
投资要点

基本数据

2025-01-02

当前股价（元）	1488
总市值（亿元）	18692
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）	5294.21

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《贵州茅台（600519）：转型推动供需适配，调整投放平衡渠道》2024-12-31
- 2、《贵州茅台（600519）：渠道深度多元化，六大体系国际化》2024-11-28
- 3、《贵州茅台（600519）：国酒飘香恒久远，定海神针风向标》2024-11-23

■ 全年业绩圆满收官，Q4 茅台酒表现较优

全年收入目标圆满完成，稳健经营韧性强。2024 年公司预计实现总营收/归母净利润分别约 1738/857 亿元，分别同增约 15.44%/14.67%，归母净利率 49.31%（同减 0.33pcts）。产量增速合理控制，系列酒全年放量较快。1）酒类营收约 1704 亿元（同增约 15.75%），其中茅台酒/系列酒营收分别约 1458/246 亿元，分别同增约 15.18%/19.24%，茅台酒占比 -0.42pcts。2）生产茅台酒/系列酒基酒分别约 5.63/4.81 万吨，分别同比-1.58%/+12.02%。Q4 系列酒控货降速，茅台酒增长更快。2024Q4 公司预计实现总营收/归母净利润分别约 506.77/248.72 亿元，分别同增约 12.01%/13.79%，归母净利率 49.08%（同增 0.77pcts）；酒类营收约为 498.81 亿元（同增约 12.46%），其中茅台酒/系列酒营收分别约为 446.74/52.07 亿元，分别同增约 13.62%/3.40%，茅台酒占比 +0.91pcts。Q4 系列酒增速下降主要系今年下半年暂停投放茅台 1935，以保证市场健康运行。

■ 价盘维持相对稳定，投放量统筹协调

从价上看，2024 年下半年以来公司着力挺价控货，如暂停巽风世界 375ml 飞天茅台酒合成行权、取消投放大箱飞天茅台、暂停直营渠道平价购买等，体现公司较强的量价平衡决心与品牌话语权，预计后续批价更多反映供需关系平衡，保持相对稳定。从量上看，2025 年公司将在各系列产品投放量上统筹协调，1）53 度 500ml 茅台酒国内市场计划投放较 2024 年略有增长；2）减少飞天 53 度 500ml 珍品茅台酒投放量；3）适度调增飞天 53 度 1000ml 茅台酒投放量；4）调整专卖店、商超电商合同产品结构；5）调整内部子公司合同产品结构；6）开发新品。

■ 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。根据公告，我们略调整

公司 2024-2026 年 EPS 分别为 68.23/73.33/79.65（前值为 68.28/73.38/79.71）元，当前股价对应 PE 分别为 22/20/19 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	173,810	186,739	201,805
增长率（%）	18.0%	15.4%	7.4%	8.1%
归母净利润（百万元）	74,734	85,707	92,117	100,056
增长率（%）	19.2%	14.7%	7.5%	8.6%
摊薄每股收益（元）	59.49	68.23	73.33	79.65
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	89,303	100,938	116,030
应收款	102	238	307	332
存货	46,435	46,277	48,214	48,111
其他流动资产	109,565	107,458	107,612	107,716
流动资产合计	225,173	243,276	257,071	272,189
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	289,047	301,090	314,530
流动负债：				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	3,093	2,840	3,057	3,251
其他流动负债	31,479	31,479	31,479	31,479
流动负债合计	48,698	53,366	52,954	52,975
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	53,712	53,300	53,320
所有者权益				
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
股东权益	223,656	235,336	247,790	261,210
负债和所有者权益	272,700	289,047	301,090	314,530

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	77521	88816	95360	103470
少数股东权益	2787	3109	3242	3415
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	6998	-2422	94
经营活动现金净流量	66593	100678	97912	108635
投资活动现金净流量	-9724	1127	1174	1170
筹资活动现金净流量	-36636	-77136	-82906	-90050
现金流量净额	20,233	24,669	16,180	19,755

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	150,560	173,810	186,739	201,805
营业成本	11,867	13,360	16,219	18,805
营业税金及附加	22,234	25,029	26,704	28,656
销售费用	4,649	6,344	6,162	5,651
管理费用	9,729	12,341	12,885	13,723
财务费用	-1,790	-2,500	-2,826	-3,249
研发费用	157	182	195	211
费用合计	12,746	16,366	16,416	16,335
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	119,131	127,466	138,065
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	118,976	127,316	137,960
所得税费用	26,141	30,160	31,956	34,490
净利润	77,521	88,816	95,360	103,470
少数股东损益	2,787	3,109	3,242	3,415
归母净利润	74,734	85,707	92,117	100,056

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	18.0%	15.4%	7.4%	8.1%
归母净利润增长率	19.2%	14.7%	7.5%	8.6%
盈利能力				
毛利率	92.1%	92.3%	91.3%	90.7%
四项费用/营收	8.5%	9.4%	8.8%	8.1%
净利率	51.5%	51.1%	51.1%	51.3%
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	68.23	73.33	79.65
P/E	25.0	21.8	20.3	18.7
P/S	12.4	10.8	10.0	9.3
P/B	8.7	8.3	8.0	7.7

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。