

# 贵州茅台 (600519.SH)

## 保持定力，2024年顺利收官

买入 (维持评级)

### 投资要点:

#### 事件:

贵州茅台发布2024年度生产经营情况公告,经公司初步核算,2024年度公司预计实现营业总收入约1738亿元,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%。其中,公司24Q4预计实现营收506.77亿元,同比增长12.01%。公司年初制定的经营目标为营业总收入较上年增长同比15%左右,今年顺利完成,龙头实力在压力环境下进一步凸显。

#### 茅台酒24年稳健增长,25年预计飞天稳价为先

分系列看,茅台酒2024年预计实现营业收入约1458亿元,同比增长约15.18%。其中,单四季度茅台酒预计实现营收446.74亿元,同比增长13.62%。

2024年公司系统梳理形成陈年、飞天、低度三大系列为主体的“橄榄型”产品结构,推进了60余款新品开发。2025年,公司已明确“保持飞天53度500ml茅台酒价格相对稳定”的目标,将调整飞天和珍品等产品的投放量,进一步强化普茅大单品作为橄榄型产品矩阵“金字塔”底座地位,增量主要通过开发750ml、700ml等规格的茅台酒新品及非标产品贡献。

#### 系列酒Q4增速放低,25年预计进一步承担增长主引擎

系列酒2024年预计实现营业收入246亿元,同比增长约19.24%。其中,单四季度系列酒预计实现营收52.07亿元,同比增长3.40%,受季度间投放节奏影响Q4增速降低,为正常情况。

展望2025年,系列酒预计进一步承担公司增长主引擎,帮助茅台酒缓解压力、维稳价格。2025年茅台酱香酒公司的任务目标为销售额增速不低于贵州茅台过去5年的平均增速(约14%)。在费用投入方面,茅台酱香酒明年投入费用额度较2024年计划增加15亿元,增幅超50%。其中,大单品茅台1935将以500-800元价格段,围绕长三角、珠三角、京津冀等地区精耕;此外,公司力争用2年左右时间把茅台王子打造成茅台酱香酒的第二支百亿元大单品,预计或将加大铺货和投入力度,进一步抢夺大众消费市场。

#### 盈利预测与投资建议

公司作为白酒龙一,品牌护城河深厚,2024年在需求承压的大环境下顺利收官。我们预计公司2024-2026年归母净利润为849.19/929.47/1027.52亿元(前值分别为856.10/973.99/1104.07亿元),维持买入评级。

#### 风险提示

经济修复不及预期,高端消费不及预期,市场竞争加剧,公司高管更换导致策略变动风险等。

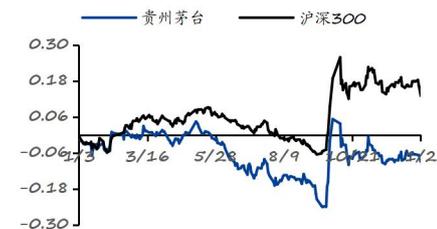
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	127,554	150,560	173,953	191,380	210,132
增长率(%)	17%	18%	16%	10%	10%
净利润(百万元)	62,716	74,734	84,919	92,947	102,752
增长率(%)	20%	19%	14%	9%	11%
EPS(元/股)	49.93	59.49	67.60	73.99	81.80
市盈率(P/E)	29.8	25.0	22.0	20.1	18.2
市净率(P/B)	9.5	8.7	7.1	6.0	5.1

数据来源:公司公告、华福证券研究所

### 基本数据

日期	2025-01-02
收盘价:	1,488.00元
总股本/流通股本(百万股)	1,256.20/1,256.20
流通A股市值(百万元)	1,869,222.33
每股净资产(元)	189.23
资产负债率(%)	13.63
一年内最高/最低价(元)	1,910.00/1,245.83

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)  
lc30103@hfzq.com.cn  
分析师: 张东雪(S0210523060001)  
zdx30145@hfzq.com.cn  
联系人: 李妍冰(S0210123060028)  
lyb30131@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、增长韧性延续,年度目标顺利完成可期——2024.10.26
- 2、预期落地稳中前行,分红规划着眼长期——2024.08.10
- 3、坚守核心竞争力,行稳致远——2024.06.01



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	69,070	61,070	277,774	332,735
应收票据及账款	74	86	94	104
预付账款	35	44	50	55
存货	46,435	57,009	65,860	72,023
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	109,558	167,653	1,431	1,806
流动资产合计	225,173	285,862	345,210	406,722
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	19,909	20,244	20,882	21,531
在建工程	2,137	1,897	1,759	1,626
无形资产	8,572	9,126	9,589	10,121
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	16,908	16,901	16,889	16,884
非流动资产合计	47,527	48,167	49,118	50,161
<b>资产合计</b>	<b>272,700</b>	<b>334,028</b>	<b>394,329</b>	<b>456,883</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	3,093	3,644	4,168	4,550
预收款项	0	0	0	0
合同负债	14,126	22,614	25,836	28,368
其他应付款	5,213	5,213	5,213	5,213
其他流动负债	26,266	29,373	32,303	34,563
流动负债合计	48,698	60,845	67,521	72,694
长期借款	0	0	0	0
应付债券	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
<b>负债合计</b>	<b>49,043</b>	<b>61,190</b>	<b>67,867</b>	<b>73,039</b>
归属母公司所有者权益	215,669	261,797	312,079	365,766
少数股东权益	7,988	11,041	14,383	18,077
<b>所有者权益合计</b>	<b>223,656</b>	<b>272,838</b>	<b>326,462</b>	<b>383,844</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>272,700</b>	<b>334,028</b>	<b>394,329</b>	<b>456,883</b>

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>66,593</b>	<b>34,146</b>	<b>261,622</b>	<b>105,208</b>
现金收益	77,635	90,009	97,364	106,261
存货影响	-7,611	-10,573	-8,852	-6,163
经营性应收影响	915	-21	-15	-14
经营性应付影响	1,354	551	524	382
其他影响	-5,700	-45,820	172,600	4,741
<b>投资活动现金流</b>	<b>-9,724</b>	<b>-3,870</b>	<b>-3,807</b>	<b>-4,094</b>
资本支出	-3,450	-3,195	-3,593	-3,774
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-6,274	-675	-214	-320
<b>融资活动现金流</b>	<b>-58,889</b>	<b>-38,276</b>	<b>-41,111</b>	<b>-46,152</b>
借款增加	-52	0	0	0
股利及利息支付	-58,755	-44,199	-50,829	-57,945
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-82	5,923	9,718	11,793

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	150,560	173,953	191,380	210,132
营业成本	11,867	15,185	17,296	18,803
税金及附加	22,234	27,832	30,717	33,726
销售费用	4,649	6,241	7,823	9,010
管理费用	9,729	8,350	9,186	10,086
研发费用	157	183	221	263
财务费用	-4,543	-511	-1,554	-2,912
信用减值损失	-38	-38	-38	-38
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	3	3	3
投资收益	34	38	43	43
其他收益	35	35	35	35
<b>营业利润</b>	<b>106,500</b>	<b>116,710</b>	<b>127,734</b>	<b>141,198</b>
营业外收入	87	87	87	87
营业外支出	133	191	191	191
<b>利润总额</b>	<b>106,454</b>	<b>116,606</b>	<b>127,630</b>	<b>141,094</b>
所得税	26,142	28,634	31,341	34,647
<b>净利润</b>	<b>80,312</b>	<b>87,972</b>	<b>96,289</b>	<b>106,447</b>
少数股东损益	2,787	3,053	3,342	3,694
<b>归属母公司净利润</b>	<b>74,734</b>	<b>84,919</b>	<b>92,947</b>	<b>102,752</b>
EPS (按最新股本摊薄)	59.49	67.60	73.99	81.80

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	18.0%	15.5%	10.0%	9.8%
EBIT 增长率	17.9%	13.9%	8.6%	9.6%
归母公司净利润增长率	19.2%	13.6%	9.5%	10.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	92.1%	91.3%	91.0%	91.1%
净利率	53.3%	50.6%	50.3%	50.7%
ROE	34.7%	31.1%	28.5%	26.8%
ROIC	49.3%	45.5%	40.9%	37.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	18.0%	18.3%	17.2%	16.0%
流动比率	4.6	4.7	5.1	5.6
速动比率	3.7	3.8	4.1	4.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	0	0	0	0
存货周转天数	1,293	1,226	1,279	1,320
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	59.49	67.60	73.99	81.80
每股经营现金流	53.01	27.18	208.26	83.75
每股净资产	171.68	208.40	248.43	291.17
<b>估值比率</b>				
P/E	25	22	20	18
P/B	9	7	6	5
EV/EBITDA	23	20	19	17

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn