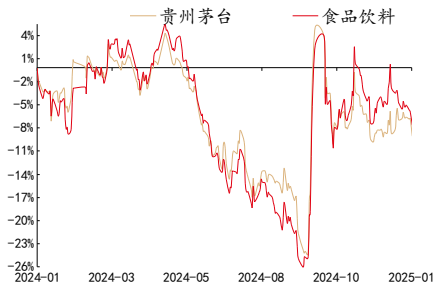




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	1,488.00
总股本/流通股本(亿股)	12.56 / 12.56
总市值/流通市值(亿元)	18,692 / 18,692
52周内最高/最低价	1,770.00 / 1,261.00
资产负债率(%)	18.0%
市盈率	25.01
第一大股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司

研究所

分析师: 蔡雪昱  
SAC 登记编号: S1340522070001  
Email: caixueyu@cnpsec.com  
分析师: 张子健  
SAC 登记编号: S1340524050001  
Email: zhangzijian@cnpsec.com

贵州茅台(600519)

顺利收官，2025 着力“供需适配”

● 事件

经公司初步核算，2024 年度，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 1,738 亿元（其中茅台酒营业收入约 1,458 亿元，系列酒营业收入约 246 亿元），同比增长约 15.44%；预计实现归属于上市公司股东的净利润约 857 亿元，同比增长约 14.67%。

● 投资要点

根据公司初步核算，2024 年度预计实现营业总收入约 1738 亿元，同比增长约 15.44%；归母净利润约 857 亿元，同比增长约 14.67%；其中茅台酒营收约 1458 亿元，同比增长约 15.18%，系列酒营收约 246 亿元，同比增长约 19.24%。结合三季报来看，预计公司 24Q4 实现营收约 507 亿元，同比增长约 12.01%；归母净利润约 249 亿元，同比增长约 13.79%；其中 Q4 茅台酒营收约 447 亿元，同比增长约 13.61%；系列酒营收约 52 亿元，同比增长约 3.40%。单四季度茅台酒保持韧性双位数、系列酒大幅放缓释放经营压力。

2024 年度公司生产茅台酒基酒约 5.63 万吨，同比下降 1.57%，系列酒基酒约 4.81 万吨，同比增长 12.12%。茅台酒基酒产量自 2015 年以来首次下滑，我们认为这是公司结合当前消费需求给市场释放的供给稀缺预期。为了长期健康稳健的增长，公司仍需要控制好短期的产能投放，此次信号意义积极。

● 盈利预测与投资评级

2024 年顺利收官，2025 年公司着力“供需适配”，产品结构/渠道结构再平衡，瞄准新市场（餐饮/国际等）再推新品，增强消费触达、促进消费转化，此外市场规划将加大费用投入、我们预计整体收入利润将合理降速。预计 2024-2026 年公司收入为 1737.84/1877.72/2065.99 亿元，同比增长 15.43%/8.05%/10.03%，归母净利润 857.02/923.08/1024.51 亿元，同比增长 14.68%/7.71%/10.99%，EPS 分别为 68.22/73.48/81.56 元，对应当前股价 PE 分别为 22/20/18 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全风险；需求不及预期风险；批价大幅波动风险。

**■ 盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	150560	173784	187772	206599
增长率 (%)	19.01	15.43	8.05	10.03
EBITDA (百万元)	103738.02	121461.83	130666.61	144732.39
归属母公司净利润 (百万元)	74734.07	85701.75	92307.80	102451.02
增长率 (%)	19.16	14.68	7.71	10.99
EPS (元/股)	59.49	68.22	73.48	81.56
市盈率 (P/E)	25.01	21.81	20.25	18.25
市净率 (P/B)	8.67	7.95	7.30	6.69
EV/EBITDA	20.34	14.81	13.61	12.13

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	150560	173784	187772	206599	营业收入	19.0%	15.4%	8.0%	10.0%
营业成本	11867	13715	14877	16353	营业利润	18.0%	16.0%	7.7%	11.0%
税金及附加	22234	24650	26671	29391	归属于母公司净利润	19.2%	14.7%	7.7%	11.0%
销售费用	4649	5459	6460	6509	<b>获利能力</b>				
管理费用	9729	9723	10336	10780	毛利率	92.0%	92.0%	91.9%	92.0%
研发费用	157	156	168	186	净利率	52.5%	52.6%	52.4%	52.7%
财务费用	-1790	-263	-346	-446	ROE	34.7%	36.4%	36.0%	36.7%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	49.2%	56.9%	58.6%	64.9%
<b>营业利润</b>	<b>103709</b>	<b>120294</b>	<b>129554</b>	<b>143774</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	87	76	76	76	资产负债率	18.0%	19.9%	19.4%	19.1%
营业外支出	133	225	225	225	流动比率	4.62	4.29	4.49	4.65
<b>利润总额</b>	<b>103663</b>	<b>120145</b>	<b>129405</b>	<b>143625</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	26141	30400	32744	36342	应收账款周转率	2446.34	5194.92	5194.92	5194.92
<b>净利润</b>	<b>77521</b>	<b>89744</b>	<b>96662</b>	<b>107284</b>	存货周转率	0.26	0.26	0.26	0.26
归母净利润	74734	85702	92308	102451	总资产周转率	0.54	0.55	0.55	0.55
<b>每股收益(元)</b>	<b>59.49</b>	<b>68.22</b>	<b>73.48</b>	<b>81.56</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	59.49	68.22	73.48	81.56
货币资金	69070	87930	114386	143435	每股净资产	171.68	187.22	203.95	222.51
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	74	87	94	103	PE	25.01	21.81	20.25	18.25
预付款项	35	633	685	755	PB	8.67	7.95	7.30	6.69
存货	46435	52468	56912	62561	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>225173</b>	<b>262774</b>	<b>293827</b>	<b>328732</b>	净利润	77521	89797	96715	107336
固定资产	20223	19438	18627	17791	折旧和摊销	1865	1581	1607	1553
在建工程	2137	1710	1282	855	营运资本变动	-11667	4834	-456	-600
无形资产	8572	8322	8070	7817	其他	-1198	-386	-468	-569
<b>非流动资产合计</b>	<b>47527</b>	<b>45946</b>	<b>44339</b>	<b>42786</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>66521</b>	<b>95826</b>	<b>97397</b>	<b>107721</b>
<b>资产总计</b>	<b>272700</b>	<b>308720</b>	<b>338166</b>	<b>371518</b>	资本开支	-2703	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-7021	-10971	70	70
应付票据及应付账款	3093	3305	3585	3941	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-9724</b>	<b>-10971</b>	<b>70</b>	<b>70</b>
其他流动负债	45605	57926	61787	66688	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>48698</b>	<b>61231</b>	<b>65373</b>	<b>70629</b>	债务融资	-68	-68	-65	-62
其他	346	278	213	151	其他	-58821	-65927	-70946	-78680
<b>非流动负债合计</b>	<b>346</b>	<b>278</b>	<b>213</b>	<b>151</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-58889</b>	<b>-65994</b>	<b>-71011</b>	<b>-78742</b>
<b>负债合计</b>	<b>49043</b>	<b>61509</b>	<b>65586</b>	<b>70780</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-2091</b>	<b>18860</b>	<b>26456</b>	<b>29049</b>
股本	1256	1256	1256	1256					
资本公积金	1375	1375	1375	1375					
未分配利润	213037	232549	253564	276889					
少数股东权益	7988	12030	16385	21217					
其他	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>223656</b>	<b>247211</b>	<b>272580</b>	<b>300738</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>272700</b>	<b>308720</b>	<b>338166</b>	<b>371518</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048