

24 年圆满收官

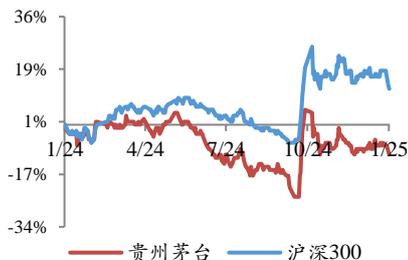
——贵州茅台 24Q4 预告

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-01-03

收盘价（元）	1,475.00
近 12 个月最高/最低（元）	1,880.59/1,226.65
总股本（百万股）	1,256
流通股本（百万股）	1,256
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	18,529
流通市值（亿元）	18,529

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

➤ 公司发布 2024 年业绩预告：

➤ **24Q4**：预计营业总收入 507 亿元（+12.01%），归母净利润 249 亿元（+13.79%）。

➤ **24 年**：预计营业总收入 1738 亿元（+15.44%），归母净利润 857 亿元（+14.67%）。

➤ **符合市场预期。**

● 收入端：茅台酒稳健，系列酒调整

➤ 分产品看，24Q4 公司茅台酒/系列酒营收分别同比增长 13.6%/3.4%，茅台酒营收占比+0.9pct，达 89.6%。我们预计 **24Q4 茅台酒加大非标投放力度；系列酒中茅台 1935 持续控货调整**，打款价恢复 798 元/瓶，取消动态配额制，全面实行合同制管理，为 25 年系列酒营收增长创造有利条件。

➤ 全年维度看，公司 24 年茅台酒/系列酒营收分别同比增长 15.18%/19.24%，茅台酒营收占比白酒业务-0.4pct，达 85.6%，主因系列酒通过茅台 1935 放量实现快速增长。茅台酒仍维持稳健增长，24 年公司主动减产茅台酒基酒超 900 吨，以维护品牌价值，我们预计飞天批价稳定仍为公司核心关注。

● 盈利端：结构调整拉动净利率

➤ 24Q4 公司净利率同比+0.8pct，达 49.1%，我们预计主因茅台酒占比提高及非标茅台加大投放力度所致。

➤ 全年维度，公司净利率同比-0.3pct，达 49.3%，我们预计主因系列酒占比提高拖累。

● 投资建议：维持“买入”

➤ **我们的观点：**

25 年我们预计公司稳健增长态势延续。分产品看，我们预计茅台酒营收同比个位数增长，投放量同比略增，结构上预计增加 1000ml 飞天及文创产品投放，减少珍品投放。我们预计系列酒营收同比双位数增长，茅台 1935/王子/汉酱为主要发力点，预计通过上新实现放量式增长。

盈利预测：考虑到行业景气度恢复较慢，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营业总收入 1739.2/1877.6/2000.7 亿元（前值 1732.5/1908.7/2070.0 亿元），同比+15.5%/+8.0%/+6.6%；实现归母净利润 857.7/924.5/981.5 亿元（前值 858.1/949.0/1030.4 亿元），同比+14.8%/+7.8%/+6.2%；当前股价对应 PE 分别为 22/20/19 倍，

维持“买入”评级。

● **风险提示:**

行业景气度不及预期，新品推广不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	150560	173922	187762	200066
收入同比 (%)	18.0%	15.5%	8.0%	6.6%
归属母公司净利润	74734	85772	92448	98147
净利润同比 (%)	19.2%	14.8%	7.8%	6.2%
毛利率 (%)	92.0%	92.0%	91.7%	91.3%
ROE (%)	34.7%	33.2%	30.4%	27.8%
每股收益 (元)	59.49	68.28	73.59	78.13
P/E	29.01	21.60	20.04	18.88
P/B	10.05	7.17	6.09	5.24
EV/EBITDA	20.22	14.43	13.07	12.06

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2025 年 1 月 3 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	225173	285692	340613	396643	营业收入	150560	173922	187762	200066
现金	69070	123361	177231	220973	营业成本	11981	13825	15427	17344
应收账款	60	0	0	0	营业税金及附加	22234	25738	27808	29647
其他应收款	28	41	33	46	销售费用	4649	6155	7389	8468
预付账款	35	40	45	50	管理费用	9729	10258	10898	11422
存货	46435	52595	53749	65909	财务费用	-1790	-1235	-2212	-3182
其他流动资产	109545	109655	109556	109665	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	47527	48971	50282	51462	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	34	0	0	0
固定资产	19909	20674	21293	21767	营业利润	103709	119037	128297	136202
无形资产	8572	9422	10272	11122	营业外收入	87	69	69	69
其他非流动资产	19046	18875	18717	18573	营业外支出	133	133	133	133
资产总计	272700	334663	390896	448105	利润总额	103663	118973	128233	136138
流动负债	48698	64576	71437	75912	所得税	26141	30002	32337	34331
短期借款	0	0	0	0	净利润	77521	88971	95896	101807
应付账款	3093	1858	3671	2551	少数股东损益	2787	3199	3448	3661
其他流动负债	45605	62717	67765	73362	归属母公司净利润	74734	85772	92448	98147
非流动负债	346	346	346	346	EBITDA	103820	119859	128273	135340
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	59.49	68.28	73.59	78.13
其他非流动负债	346	346	346	346					
负债合计	49043	64921	71782	76258					
少数股东权益	7988	11187	14635	18296					
股本	1256	1256	1256	1256					
资本公积	1375	1375	1075	1075					
留存收益	213037	255923	302147	351221					
归属母公司股东权益	215669	258555	304478	353552					
负债和股东权益	272700	334663	390896	448105					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	66593	100750	103966	96388
净利润	77521	88971	95896	101807
折旧摊销	1937	2056	2189	2320
财务费用	13	9	9	9
投资损失	-34	0	0	0
营运资金变动	-11667	9650	5809	-7812
其他经营现金流	88012	79385	90151	109684
投资活动现金流	-9724	-3564	-3564	-3564
资本支出	-2595	-3564	-3564	-3564
长期投资	-7268	0	0	0
其他投资现金流	138	0	0	0
筹资活动现金流	-58889	-42895	-46532	-49082
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	-300	0
其他筹资现金流	-58889	-42895	-46232	-49082
现金净增加额	-2019	54291	53869	43742

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	18.0%	15.5%	8.0%	6.6%
营业利润	18.0%	14.8%	7.8%	6.2%
归属于母公司净利	19.2%	14.8%	7.8%	6.2%
获利能力				
毛利率 (%)	92.0%	92.0%	91.7%	91.3%
净利率 (%)	50.6%	50.2%	50.0%	49.8%
ROE (%)	34.7%	33.2%	30.4%	27.8%
ROIC (%)	34.0%	32.6%	29.5%	26.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	18.0%	19.4%	18.4%	17.0%
净负债比率 (%)	21.9%	24.1%	22.5%	20.5%
流动比率	4.62	4.42	4.77	5.23
速动比率	1.43	1.92	2.49	2.92
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.56	0.51	0.47
应收账款周转率	3632.83	—	—	—
应付账款周转率	4.31	5.54	5.54	5.54
每股指标 (元)				
每股收益	59.49	68.28	73.59	78.13
每股经营现金流 (摊)	53.01	80.20	82.76	76.73
每股净资产	171.68	205.82	242.38	281.45
估值比率				
P/E	29.01	21.60	20.04	18.88
P/B	10.05	7.17	6.09	5.24
EV/EBITDA	20.22	14.43	13.07	12.06

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职广银理财。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。