

贵州茅台(600519)

报告日期: 2025年01月05日

## 24年圆满收官, 25年主动求变

### ——贵州茅台24年业绩预告点评报告

#### 投资要点

- 贵州茅台发布2024年度生产经营情况公告, 收入业绩表现符合预期。
- 2024年业绩预告: 24年圆满收官, 茅台酒、系列酒双轮驱动**  
2024年, 公司预计实现营业总收入约1738亿元(同比+15.44%); 预计归母净利润约857亿元(同比+14.67%)。24Q4公司预计实现营业总收入约506.77亿元(同比+12.01%); 预计实现归母净利润约248.72亿元(同比+13.79%)。  
2024年, 公司预计实现茅台酒营业收入约1458亿元(同比+15.18%), 系列酒营业收入约246亿元(同比+19.24%); 24Q4预计实现茅台酒营业收入约447亿元(同比+13.62%), 系列酒营业收入约52亿元(同比+3.40%)。2024年生产茅台酒基酒约5.63万吨(同比-1.58%), 系列酒基酒约4.81万吨(同比+12.02%)。  
**我们认为:** 2024年公司顺利实现15%收入增长目标, Q4茅台酒表现优于系列酒, 或主要系下半年1935控货, 当前25年开门红打款已开始, 近期飞天茅台批价稳定, 我们预计茅台批价仍将维持稳定、25年收入业绩维持稳健增长。
- 2025年规划展望: 聚焦供需适配, 茅台主动求变**  
**茅台酒:** 1) 量: 2025年茅台酒国内市场计划投放量预计较2024年略有增长, 其中53度、500ml的珍品茅台投放量将减少; 1000ml装的公斤茅台投放量将适度增加; 此外还将调整专卖店、商超、电商合同产品结构, 提升消费触达率; 调整内部子公司合同产品, 提升其经营能力; 开发新品满足终端多元化需求。2) 价: 2025年公司确保53度500ml飞天茅台价格相对稳定。3) 政策: 公司将调整珍品茅台酒运营模式; 调整陈年茅台酒和43度茅台酒的分销政策。4) 新品: 公司将开发750ml和400ml茅台酒, 分别用于餐饮渠道和国际市场, 将于2025年1月5日正式发布新品乙巳蛇年生肖酒和笙乐飞天茅台酒。  
**系列酒:** 25年茅台酱香酒将以不低于上市白酒企业前五平均增长速度作为目标(约14%)。茅台酱香酒将以茅台1935为主体, 茅台王子酒、汉酱为两翼, 打造以茅台1935为核心的茅台酱香酒大单品集群, 打造茅台1935、茅台王子迎宾、汉酱大曲“三个百亿事业部”。未来, 茅台1935将进一步丰富产品结构、开展封坛业务等; 茅台王子酒将聚焦200~500元大众市场, 用2年左右将其打造成茅台酱香酒的第二支百亿大单品。
- 盈利预测及估值**  
2024年顺利实现15%收入增长目标, 我们预计茅台批价仍将维持稳定、25年收入业绩维持稳健增长。预计2024-2026年公司收入增速为15.44%、10.01%、9.02%; 归母净利润增速为14.67%、11.08%、10.15%; EPS为68.22、75.78、83.47元; PE为21.62X、19.46X、17.67X。估值具备性价比, 维持买入评级。
- 催化剂:** 白酒需求恢复超预期; 批价持续上行。
- 风险提示:** 消费疲软; 白酒动销恢复不及预期; 飞天茅台批价上涨不及预期。

#### 财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	150560	173813	191209	208456
(+/-) (%)	18.04%	15.44%	10.01%	9.02%
归母净利润	74734	85696	95194	104855
(+/-) (%)	19.16%	14.67%	11.08%	10.15%
每股收益(元)	59.49	68.22	75.78	83.47
P/E	24.79	21.62	19.46	17.67

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥  
执业证书号: S1230522030003  
yangji@stocke.com.cn

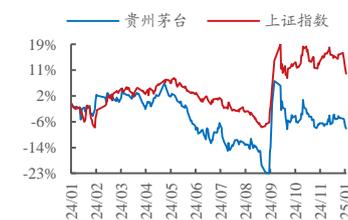
分析师: 张家楨  
执业证书号: S1230523080001  
zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师: 潘俊汝  
执业证书号: S1230524010001  
panjunru@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥1,475.00
总市值(百万元)	1,852,891.75
总股本(百万股)	1,256.20

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《聚焦供需适配, 茅台主动求变》2024.12.29
- 《Q3业绩符合预期, 全年目标达成可期》2024.10.27
- 《首次实施回购, 可持续与市值管理共振》2024.09.24

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	225173	323583	416807	521788
现金	69070	152637	246768	348307
交易性金融资产	401	134	178	237
应收账款	74	49	66	78
其它应收款	28	43	43	46
预付账款	35	575	628	461
存货	46435	49945	53902	57808
其他	109130	120201	115221	114851
<b>非流动资产</b>	47527	41984	42873	44061
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	19909	19241	18454	17570
无形资产	8572	9665	10700	11840
在建工程	2137	1710	1368	1094
其他	16908	11368	12352	13557
<b>资产总计</b>	272700	365567	459681	565849
<b>流动负债</b>	48698	55456	54207	55503
短期借款	0	0	0	0
应付款项	3093	3327	3590	3851
预收账款	0	0	0	0
其他	45605	52129	50617	51653
<b>非流动负债</b>	346	325	335	335
长期借款	0	0	0	0
其他	346	325	335	335
<b>负债合计</b>	49043	55781	54542	55839
少数股东权益	7988	11184	14735	18646
归属母公司股东权益	215669	298601	390404	491364
<b>负债和股东权益</b>	272700	365567	459681	565849

### 现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	66593	85685	97073	104895
净利润	77521	88893	98745	108766
折旧摊销	1865	1435	1480	1514
财务费用	(1790)	(1659)	(1892)	(2060)
投资损失	(34)	(36)	(38)	(39)
营运资金变动	7807	(4876)	3664	1828
其它	(18777)	1929	(4886)	(5113)
<b>投资活动现金流</b>	(9724)	(1047)	(1438)	(1513)
资本支出	(96)	(167)	(167)	(167)
长期投资	1	(1)	0	0
其他	(9630)	(880)	(1271)	(1347)
<b>筹资活动现金流</b>	(58889)	(1071)	(1504)	(1843)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(58889)	(1071)	(1504)	(1843)
<b>现金净增加额</b>	(2020)	83567	94131	101539

### 利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	150560	173813	191209	208456
营业成本	11867	12764	13776	14774
营业税金及附加	22234	25076	27429	29947
营业费用	4649	5370	5636	6153
管理费用	9729	11081	12587	13948
研发费用	157	156	192	205
财务费用	(1790)	(1659)	(1892)	(2060)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	3	0	0	0
投资净收益	34	36	38	39
其他经营收益	34	60	60	60
<b>营业利润</b>	103709	117781	131347	144668
营业外收支	(46)	(42)	(37)	(32)
<b>利润总额</b>	103663	117739	131309	144635
所得税	26141	28846	32565	35870
<b>净利润</b>	77521	88893	98745	108766
少数股东损益	2787	3196	3551	3911
<b>归属母公司净利润</b>	74734	85696	95194	104855
EBITDA	104491	117514	129797	141689
EPS (最新摊薄)	59.49	68.22	75.78	83.47

### 主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	18.04%	15.44%	10.01%	9.02%
营业利润	18.01%	13.57%	11.52%	10.14%
归属母公司净利润	19.16%	14.67%	11.08%	10.15%
<b>获利能力</b>				
毛利率	91.96%	92.51%	92.67%	92.80%
净利率	52.49%	52.15%	52.56%	53.03%
ROE	34.87%	32.13%	26.63%	22.92%
ROIC	35.53%	29.31%	24.69%	21.44%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	17.98%	15.26%	11.87%	9.87%
净负债比率	0.12%	0.16%	0.16%	0.14%
流动比率	4.62	5.83	7.69	9.40
速动比率	3.67	4.93	6.69	8.36
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.56	0.53	0.46	0.40
应收账款周转率	3632.83	3658.64	4636.80	3838.35
应付账款周转率	4.31	3.98	3.98	3.97
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	59.49	68.22	75.78	83.47
每股经营现金	53.01	68.21	77.28	83.50
每股净资产	171.68	237.70	310.78	391.15
<b>估值比率</b>				
P/E	24.79	21.62	19.46	17.67
P/B	8.59	6.21	4.75	3.77
EV/EBITDA	20.16	14.57	12.49	10.75

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>