

公司研究

顺利收官，积极转型

——贵州茅台（600519.SH）2024 年度生产经营情况点评

要点

事件：贵州茅台发布 2024 年度生产经营情况公告，公司初步核算 24 年实现营业总收入约 1738 亿元，同比增长约 15.44%，实现归母净利润约 857 亿元，同比增长约 14.67%。其中估计 24Q4 单季总营收 506.7 亿元，同比增长约 12.0%，归母净利润 248.7 亿元，同比增长约 13.8%。

24 年全年顺利达成既定目标。1) 2024 年公司全年营收实现 15%的同比增幅、顺利完成既定目标。产品端，24 年茅台酒/系列酒分别实现营收 1458/246 亿元，同比增加 15.17%/19.24%，其中 24Q4 茅台酒/系列酒营收为 446.7/52.1 亿元，同比增加 13.6%/3.4%。茅台酒收入保持稳健增长，24 年下半年面对需求较弱的外部挑战，公司坚持以市场为导向，通过合理调节流通效率，保障供需关系的动态稳定。系列酒四季度收入增长环比前三个季度有所放缓，估计茅台 1935 下半年以来投放有所控制。2) 估算 24Q4 归母净利率 49.08%，同比提升 0.77pct，利润端同比增速 13.8%、略快于收入端增幅。3) 公司公告 2024 年度生产茅台酒基酒约 5.63 万吨、较 23 年减少 1.58%，系列酒基酒约 4.81 万吨、较 23 年增加 12.0%，茅台酒保持供给稀缺性，系列酒产能继续扩张。

主动应对行业挑战，积极转型挖掘增量。公司近期召开经销商联谊会，强调主动应对行业周期，市场营销以消费者为核心，解决供需适配问题。需求端，公司表示强化消费者触达与转化，挖掘新消费需求，做好客群转型，特别聚焦“新商务”人群，在巩固传统场景的基础上，持续打造新的饮酒场景/生活方式。供给端，公司调控工具较为丰富，有助于维护市场稳定。根据 25 年市场工作规划，茅台酒 25 年投放量相较 24 年将略有增长，更加聚焦核心大单品，调整陈年茅台/珍品茅台等产品投放结构，大规格飞天茅台、文创产品等有望贡献增量。系列酒打造以茅台 1935 为核心、以茅台王子酒和汉酱酒为“两翼”的酱香酒大单品矩阵，实行品牌和市场精细化运营，市场费用投入、营销队伍数量也将配合增加。

盈利预测、估值与评级：公司 24 年顺利收官，业绩确定性在板块内依旧最为稳定。同时积极强化市值管理、重视股东回报。此前已公告 2024-26 年现金分红比例不低于 75%、且每年度分两次实施，24 年中期分红约 300 亿元（含税），同时公司首次实施股份回购、预计回购金额 30-60 亿元，一系列积极措施有助于稳定市场预期。结合 24 年经营预告，考虑后续需求环境以及市场费用增加，小幅下调 2024-26 年归母净利润预测为 856.7/944.9/1041.2 亿元（较前次预测下调 0.8%/2.1%/3.1%），折合 EPS 为 68.2/75.2/82.9 元，当前股价对应 P/E 为 22/20/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：高端白酒需求疲软，渠道改革不及预期，飞天茅台批价下行。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	127,554	150,560	173,844	191,293	210,331
营业收入增长率	16.53%	18.04%	15.46%	10.04%	9.95%
净利润（百万元）	62,716	74,734	85,668	94,489	104,116
净利润增长率	19.55%	19.16%	14.63%	10.30%	10.19%
EPS（元）	49.93	59.49	68.20	75.22	82.88
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.75%	34.65%	32.76%	30.23%	28.29%
P/E	30	25	22	20	18
P/B	9.5	8.7	7.1	6.0	5.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-01-02

买入（维持）

当前价：1,488.00 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

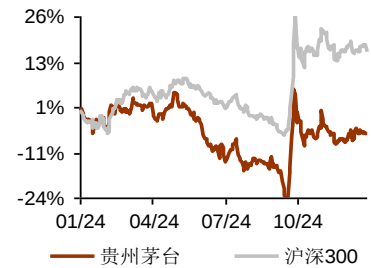
021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.56
总市值(亿元):	18692.26
一年最低/最高(元):	1226.65/1880.59
近 3 月换手率:	19.51%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.31	-2.05	-22.03
绝对	-1.01	-12.29	-8.94

资料来源：Wind

相关研报

Q3 业绩符合预期，全年目标达成无虞——贵州茅台（600519.SH）2024 年三季度点评（2024-10-28）

Q2 业绩超预期，现金分红回报提升——贵州茅台（600519.SH）2024 年中报点评（2024-08-09）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	127,554	150,560	173,844	191,293	210,331
营业成本	10,093	11,867	13,702	15,074	16,599
折旧和摊销	1,600	1,848	2,404	2,584	2,715
税金及附加	18,496	22,234	25,381	27,929	30,708
销售费用	3,298	4,649	4,520	5,165	5,679
管理费用	9,012	9,729	11,995	13,199	14,513
研发费用	135	157	174	191	210
财务费用	-1,392	-1,790	-50	-22	-23
投资收益	64	34	0	0	0
营业利润	87,880	103,709	118,159	129,795	142,687
利润总额	87,701	103,663	118,094	129,695	142,587
所得税	22,326	26,141	29,523	32,424	35,647
净利润	65,375	77,521	88,570	97,271	106,940
少数股东损益	2,659	2,787	2,902	2,783	2,824
归属母公司净利润	62,716	74,734	85,668	94,489	104,116
EPS(元)	49.93	59.49	68.20	75.22	82.88

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	36,699	66,593	100,848	97,082	105,225
净利润	62,716	74,734	85,668	94,489	104,116
折旧摊销	1,600	1,848	2,404	2,584	2,715
净营运资金增加	949	1,131	-1,768	5,365	7,261
其他	-28,566	-11,120	14,544	-5,355	-8,867
投资活动产生现金流	-5,537	-9,724	5,572	-4,125	-4,100
净资本支出	-5,306	-2,595	-3,832	-4,050	-4,050
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-231	-7,130	9,404	-75	-50
融资活动现金流	-57,425	-58,889	-39,755	-43,377	-48,613
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	5	-52	43	0	0
无息负债变化	-8,816	-305	7,646	2,570	1,249
净现金流	-26,262	-2,019	66,664	49,579	52,512

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	92.1%	92.1%	92.1%	92.1%	92.1%
EBITDA 率	69.1%	69.0%	69.3%	69.2%	69.1%
EBIT 率	67.8%	67.7%	67.9%	67.8%	67.8%
税前净利润率	68.8%	68.9%	67.9%	67.8%	67.8%
归母净利润率	49.2%	49.6%	49.3%	49.4%	49.5%
ROA	25.7%	28.4%	26.9%	25.2%	24.0%
ROE (摊薄)	31.8%	34.7%	32.8%	30.2%	28.3%
经营性 ROIC	39.0%	45.5%	54.4%	57.4%	60.0%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	19%	18%	17%	15%	14%
流动比率	4.41	4.62	5.19	5.89	6.73
速动比率	3.62	3.67	4.34	5.00	5.77
归母权益/有息债务	1806.17	3780.02	2614.89	3125.78	3680.58
有形资产/有息债务	2226.64	4541.30	3205.99	3771.57	4368.25

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	254,365	272,700	329,111	385,554	445,107
货币资金	58,274	69,070	135,734	185,314	237,826
交易性金融资产	0	401	10	10	10
应收账款	21	60	0	0	0
应收票据	105	14	87	96	105
其他应收款 (合计)	32	28	0	0	0
存货	38,824	46,435	47,954	52,757	58,095
其他流动资产	116,334	109,130	109,712	110,148	110,624
流动资产合计	216,611	225,173	294,175	349,072	407,238
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	19,743	19,909	21,529	21,009	20,788
在建工程	2,208	2,137	1,903	3,227	4,520
无形资产	7,083	8,572	8,450	8,331	8,214
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	4,135	2,240	2,240	2,240	2,240
非流动资产合计	37,753	47,527	34,936	36,482	37,868
总负债	49,400	49,043	56,732	59,303	60,551
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,408	3,093	3,151	3,768	4,150
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	14,853	13,857	13,857	13,857	13,857
流动负债合计	49,066	48,698	56,730	59,301	60,549
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	334	346	2	2	2
股东权益	204,965	223,656	272,379	326,251	384,555
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
公积金	33,898	40,374	40,374	40,374	40,374
未分配利润	161,302	172,983	219,865	270,954	326,435
归属母公司权益	197,507	215,669	261,489	312,578	368,058
少数股东权益	7,458	7,988	10,890	13,673	16,497

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	2.59%	3.09%	2.60%	2.70%	2.70%
管理费用率	7.07%	6.46%	6.90%	6.90%	6.90%
财务费用率	-1.09%	-1.19%	-0.03%	-0.01%	-0.01%
研发费用率	0.11%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	25.91	30.88	34.55	38.72	42.56
每股经营现金流	29.21	53.01	80.28	77.28	83.76
每股净资产	157.23	171.68	208.16	248.83	292.99
每股销售收入	101.54	119.85	138.39	152.28	167.43

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	30	25	22	20	18
PB	9.5	8.7	7.1	6.0	5.1
EV/EBITDA	20.9	17.7	14.8	13.1	11.7
股息率	1.7%	2.1%	2.3%	2.6%	2.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP