

2025年04月03日

倾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

1674

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2025/4/2)	1549.02
上证指数(2025/4/2)	3350.13
股价 12 个月高/低	1880.59/1226.65
总发行股数(百万)	1256.20
A 股数(百万)	1256.20
A 市值(亿元)	19458.76
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司(54.07%)
每股净值(元)	185.56
股价/账面净值	8.35
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	5.6 5.0 -5.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-01-02	1488.00	区间操作
2024-10-28	1558.85	区间操作
2024-08-09	1430.69	买进
2024-04-03	1713.99	买进

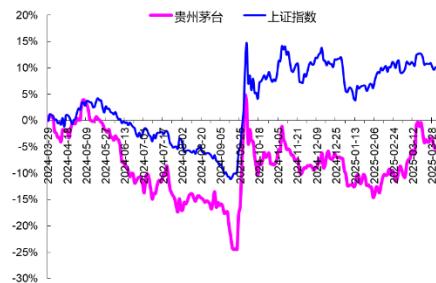
产品组合

茅台酒	83.8%
系列酒	14.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.1%
一般法人	70.7%

股价相对大盘走势



贵州茅台(600519.SH)

TRADING BUY 区间操作

2025年目标务实，加速转型

结论与建议：

业绩概要：

公告 2024 年实现营业总收入 1741.4 亿，同比增 15.7%，录得归母净利润 862.3 亿，同比增 15.4%；4Q 实现营业总收入 510.2 亿，同比增 12.8%，录得归母净利润 254 亿，同比增 16.2%。全年业绩略高于此前预告。

点评：每 10 股派发现金股利 276.24 元

- 24 年业绩稳健，年初既定目标顺利达成。全年茅台酒实现收入 1459.3 亿，同比增 15.3%，其中，实现销量 4.64 万吨，同比增 10.2%，吨价同比增 5%，受益提价和非标产品占比上升；系列酒实现收入 246.8 亿，同比增 19.7%，其中，实现销量 3.69 万吨，同比增 18.5%，吨价同比增 14%，受益大单品策略。单季度看，茅台酒营收约 448 亿，同比增 13.9%，系列酒营收 53 亿，同比增 5.1%，系列酒完成全年任务后控量，增速较前几季度有所收窄。
- 直销控量稳定市场。全年直销收入 748.4 亿，同比增 11.3%，其中 i 茅台收入 200 亿，同比下降 10.5%，传统渠道收入 957.7 亿，同比增 19.7%；Q4 直销收入 228.5 亿，同比增 8.7%，i 茅台收入 52.6 亿，同比下降 30%，传统渠道收入 272.4 亿，同比增 16.8%，四季度 i 茅台收入增速放缓于公司控量稳定市场，以及传统渠道加大公斤装茅台投放有关。
- 毛利率稳定，费效改善。全年毛利率为 92.1%，保持稳定，同比持平；4Q 毛利率同比提升 0.3pct。费用率同比下降 0.6pcts 至 7.87%，主要受益管理效率提升，管理费用率同比下降 1.11pcts；其他费率方面，受市场推广及服务费增加影响，销售费用率同比上升 0.15pct，银行存款利率下降导致财务费用率同比上升 0.35pct。4Q 费率同比下降 2.17pcts 至 9.28%，受益管理费用率同比下降 1.88pcts，以及销售费用率同比下降 0.76pct。
- 业绩指引较往年保守。2025 年公司目标实现营业总收入同比增 9%左右，经营目标较过去两年来看偏保守（过去为 15%左右），更务实、切合当下的市场情况。结合公司此前透露的信息，今年转型将成为主基调，一方面，茅台酒国内市场计划投放量将较 2024 年略有增长，产品结构、渠道结构和市场结构将有所调整；另一方面，将做好客群转型、场景转型和服务转型三方面，尽力解决供需适配问题，来巩固周期波动下的长远发展基础。
- 预计 2025-2027 年将分别实现净利润 953.6 亿、1039.6 亿和 1128 亿，分别同比增 10.6%、9% 和 8.5%，EPS 分别为 75.91 元、82.75 元和 89.79 元，当前股价对应 PE 分别为 20 倍、19 倍、17 倍，我们认为公司经营稳定，叠加三年分红回报计划（2024-2026 年度分配的现金红利总额不低于当年实现归属于上市公司股东的净利润的 75%，2024 年全年股息率在 3.3% 左右）和进行中的股份回购（总额 30-60 亿，已实施约 16 亿），近年来股东回报优化，维持“区间操作”的投资建议。
- 风险提示：经济增长压力，飞天需求不及预期，改革成效不及预期

.....接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	62716	74734	86228	95362	103955	112800
同比增减	%	19.55	19.16	15.38	10.59	9.01	8.51
每股盈余 (EPS)	RMB 元	49.93	59.49	68.64	75.91	82.75	89.79
同比增减	%	19.56	19.15	15.38	10.60	9.01	8.51
市盈率(P/E)	X	31	26	23	20	19	17
股利 (DPS)	RMB 元	47.82	49.98	51.51	56.93	62.07	67.35
股息率 (Yield)	%	3.09	3.23	3.33	3.68	4.01	4.35

【投资评级说明】
评级定义

强力买进 (Strong Buy) 潜在上涨空间 $\geq 35\%$

买进 (Buy) $15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$

区间操作 (Trading Buy) $5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$

无法由基本面给予投资评级

中立 (Neutral) 预期近期股价将处于盘整

建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	127554	150560	174144	190193	206526	223048
经营成本	10093	11867	13789	15252	16659	17956
营业税金及附加	18496	22234	26926	28719	31367	34105
销售费用	3298	4649	5639	6214	6817	7449
管理费用	9012	9729	9316	9994	10623	11187
财务费用	-1392	-1790	-1470	-1635	-1813	-2004
资产减值损失						
投资收益	64	34	9	40	39	32
营业利润	87880	103709	119689	131511	142726	154189
营业外收入	71	87	71	60	72	68
营业外支出	249	133	121	177	162	128
利润总额	87701	103663	119639	131394	142636	154130
所得税	22326	26141	30304	32595	34930	37256
少数股东损益	2659	2787	3107	3437	3750	4074
归属于母公司所有者的净利润	62716	74734	86228	95362	103955	112800

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	58274	69070	59296	68190	77055	85916
拆出资金	116173	105554	127187	146265	160892	173763
应收账款	21	60	19	20	22	24
存货	38824	46435	54343	61408	67549	72277
流动资产合计	216611	225173	251727	275884	305517	331981
长期股权投资						
固定资产	19743	19909	21871	22309	22086	21865
在建工程	2208	2137	2150	2257	2370	2488
非流动资产合计	37753	47527	47218	54301	59731	64509
资产总计	254365	272700	298945	330184	365248	396490
流动负债合计	49066	48698	56516	64569	72636	74797
非流动负债合计	334	346	417	355	383	402
负债合计	49400	49043	56933	64924	73019	75199
少数股东权益	7458	7988	8905	9796	10775	11637
股东权益合计	197507	215669	233106	255464	281453	309653
负债及股东权益合计	254365	272700	298945	330184	365248	396490

附三：合并现金流量表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动产生的现金流量净额	36699	66593	92464	95097	105328	115985
投资活动产生的现金流量净额	-5537	-9724	-1785	-2853	-2065	-2230
筹资活动产生的现金流量净额	-57425	-58889	-71068	-76077	-80545	-84758
现金及现金等价物净增加额	-26262	-2019	19610	16166	22718	28996

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¹持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¹。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。