

2025 年 04 月 03 日

顾向君

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 |

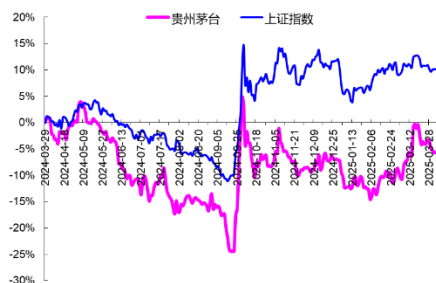
产品组合

| | |
|-----|-------|
| 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 |

【投资评等说明】

评等定义

| | |
|--------------------|---------------------------------------|
| 强力买进 (Strong Buy) | 潜在上涨空间 \geq 35% |
| 买进 (Buy) | $15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$ |
| 区间操作 (Trading Buy) | $5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$ |
| 中立 (Neutral) | 无法由基本面给予投资评等 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，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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对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建议可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券，或买入，沽出或提供销售或出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券。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。