

证券研究报告

公司研究

点评报告

贵州茅台 (600519.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

贵州茅台 (600519): 顺利完成
目标, 转型促进发展

2025.01.02

贵州茅台 (600519): 半年收官
发展稳健, 分红规划提振信心

2024.08.09

贵州茅台 (600519): 立足长远
发展, 坚守五大核心

2024.05.30

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

适应需求变化, 巩固发展根基

2025年04月03日

事件: 公司发布 2024 年年报, 全年实现营业总收入 1741.44 亿元, 同比增长 15.7%; 归母净利润 862.28 亿元, 同比增长 15.4%。

点评:

- **略超预期, 平稳收官。**15%的营收同比增长目标按计划完成, 24Q4 公司营业总收入 510.22 亿元 (同比+12.77%), 归母净利润 254.01 亿元 (同比+16.21%), 均超此前初步核算数。24Q4 毛利率同比+0.33pct、税金及附加占比同比+0.03pct、销售费用率同比-0.77pct、管理费用率同比-1.92pct、归母净利率同比+1.48pct。全年来看, 公司毛利率同比-0.03pct 至 91.93%, 税金及附加占比同比+0.7pct、销售费用率同比+0.15pct、管理费用率同比-1.14pct, 归母净利率同比-0.15pct 至 50.46%, 盈利能力维持稳定。此外, 公司全年销售收现 1826.45 亿元, 同比+11.57%; 经营活动净现金流 924.64 亿元, 同比+38.85%, 主要是 2024 年公司销售商品收到的现金增加及控股子公司贵州茅台集团财务有限公司归集集团公司其他成员单位资金较上期增加。截至 2024 年末, 公司账面合同负债 95.92 亿元, 同比-45.33 亿元, 我们预计为经销商打款形式变化导致。
- **产能投入加快系列酒放量, 直销占比小幅下降。**1) 分产品看, 全年茅台酒收入 1459.28 亿元, 同比+15.3%, 其中量+10.2%、价+4.6%, 放量略超预期, 毛利率同比-0.06pct 至 94.06%, 年实际产量 5.63 万吨, 同比-1.6%; 系列酒收入 246.84 亿元, 同比+19.7%, 其中量+18.5%、价+1.0%, 年实际产量 4.81 万吨, 同比+12.1%, 新产能逐步投入使用后, 王子酒等产品放量加快, 不再过度依赖茅台 1935 贡献。2) 分渠道看, 公司全年经销收入 957.69 亿元, 同比+19.7%, 量+13.0%、价+6.0%; 直销收入 748.83 亿元, 同比+11.4%, 量+16.5%、价-4.4%, 直销占比同比-1.79pct 至 43.88%。此外, i 茅台销售收入 200.24 亿元, 同比-10.5%。
- **目标营收 9%左右增长, 加强需求匹配。**根据规划, 公司 2025 年主要目标是实现营业总收入同比增长 9%左右, 主动降速以应对需求环境变化, 并积极寻求“三个转型”, 实现更有效的消费者触达。我们认为, 行业下行周期中, 稳健是第一位的, 目前看来公司经营发展风险较去年降低, 一方面茅台酒的金字塔结构为飞天批价保驾护航, 公司通过平衡五个量比关系, 更精准管理市场, 另一方面, 茅台 1935 动销改善显著, 进入良性成长阶段, 为系列酒发展夯基。此外, 公司规划 2024-2026 年每年分红率不低于 75%, 我们认为股息率接近 4%, 投资回报可观。
- **盈利预测与投资评级:** 虽然行业仍在调整期, 但我们认为茅台作为行业龙头, 其自身有较强的产品组合自由度, 有望实现稳健的发展、穿越周期的波动。我们预计, 公司 2025-2027 年摊薄每股收益分别为 75.12 元、81.93 元、89.24 元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 宏观经济不确定性风险; 技改建设项目进度不及预期风险

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	150,560	174,144	190,128	206,344	223,969
增长率 YoY %	18.0%	15.7%	9.2%	8.5%	8.5%
归属母公司净利润 (百万元)	74,734	86,228	94,361	102,917	112,099
增长率 YoY%	19.2%	15.4%	9.4%	9.1%	8.9%
毛利率%	92.0%	91.9%	91.8%	91.7%	91.7%
净资产收益率ROE%	34.7%	37.0%	37.2%	37.0%	36.9%
EPS(摊薄)(元)	59.49	68.64	75.12	81.93	89.24
市盈率 P/E(倍)	26.04	22.57	20.62	18.91	17.36
市净率 P/B(倍)	9.02	8.35	7.66	7.00	6.40

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 04 月 02 日收盘价



资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	225,173	251,727	276,840	305,059	335,845
货币资金	69,070	59,296	81,159	106,237	133,792
应收票据	14	1,984	2,075	2,253	2,447
应收账款	60	19	26	28	31
预付账款	35	27	31	33	37
存货	46,435	54,343	57,491	60,447	63,475
其他	109,558	136,057	136,058	136,061	136,064
非流动资产	47,527	47,218	48,979	50,585	52,036
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	19,909	21,871	22,850	23,668	24,327
无形资产	8,572	8,850	9,700	10,550	11,400
其他	19,046	16,496	16,429	16,367	16,310
资产总计	272,700	298,945	325,819	355,644	387,882
流动负债	48,698	56,516	59,207	61,382	63,456
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	3,093	3,515	3,833	4,185	4,570
其他	45,605	53,001	55,374	57,198	58,886
非流动负债	346	417	417	417	417
长期借款	0	0	0	0	0
其他	346	417	417	417	417
负债合计	49,043	56,933	59,624	61,800	63,873
少数股东权益	7,988	8,905	12,328	16,060	20,126
归属母公司股东权益	215,669	233,106	253,867	277,784	303,882
负债和股东权益	272,700	298,945	325,819	355,644	387,882
重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	150,560	174,144	190,128	206,344	223,969
同比 (%)	18.0%	15.7%	9.2%	8.5%	8.5%
归属母公司净利润	74,734	86,228	94,361	102,917	112,099
同比 (%)	19.2%	15.4%	9.4%	9.1%	8.9%
毛利率 (%)	92.0%	91.9%	91.8%	91.7%	91.7%
ROE%	34.7%	37.0%	37.2%	37.0%	36.9%
EPS (摊薄)(元)	59.49	68.64	75.12	81.93	89.24
P/E	26.04	22.57	20.62	18.91	17.36
P/B	9.02	8.35	7.66	7.00	6.40
EV/EBITDA	20.22	15.43	14.15	12.85	11.66

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	150,560	174,144	190,128	206,344	223,969
营业成本	11,981	13,895	15,441	16,855	18,403
营业税金及附加	22,234	26,926	28,942	31,429	34,133
销售费用	4,649	5,639	6,162	6,691	7,267
管理费用	9,729	9,316	9,896	10,341	11,011
研发费用	157	218	243	264	286
财务费用	-1,790	-1,470	-1,470	-2,016	-2,643
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	34	9	19	20	22
其他	75	59	28	30	33
营业利润	103,709	119,689	130,961	142,831	155,568
营业外收支	-46	-50	-60	-60	-60
利润总额	103,663	119,639	130,901	142,771	155,508
所得税	26,141	30,304	33,118	36,121	39,343
净利润	77,521	89,335	97,783	106,650	116,164
少数股东损益	2,787	3,107	3,422	3,733	4,066
归属母公司净利润	74,734	86,228	94,361	102,917	112,099
EBITDA	103,820	120,233	131,770	143,248	155,513
EPS (当年)(元)	59.49	68.64	75.12	81.93	89.24

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	66,593	92,464	99,617	108,230	117,706
净利润	77,521	89,335	97,783	106,650	116,164
折旧摊销	1,937	2,085	2,339	2,494	2,649
财务费用	13	14	13	13	13
投资损失	-34	-9	-19	-20	-22
营运资金变动	-11,667	1,919	-559	-967	-1,157
其它	-1,177	-881	60	60	60
投资活动现金流	-9,724	-1,785	-4,141	-4,140	-4,138
资本支出	-2,595	-4,678	-4,160	-4,160	-4,160
长期投资	-7,268	2,805	0	0	0
其他	138	88	19	20	22
筹资活动现金流	-58,889	-71,068	-73,611	-79,013	-86,013
吸收投资	0	0	-1,599	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-58,755	-70,951	-72,013	-79,013	-86,013
现金流净增加额	-2,019	19,610	21,864	25,077	27,555



研究团队简介

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深度研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。