

顺利收官，目标理性

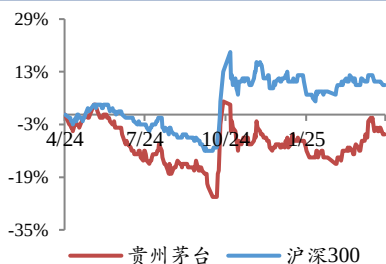
——贵州茅台 2024 年报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-03

收盘价（元）	1,549.02
近 12 个月最高/最低（元）	1,880.59/1,226.65
总股本（百万股）	1,256
流通股本（百万股）	1,256
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	19,459
流通市值（亿元）	19,459

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

➤ 公司发布 2024 年业绩：

➤ **24Q4**：营业总收入 510.2 亿元（+12.8%），归母净利润 254.0 亿元（+16.2%），扣非归母净利润 254.6 亿元（+16.1%）。

➤ **24 年**：营业总收入 1741.4 亿元（+15.7%），归母净利润 862.3 亿元（+15.4%），扣非归母净利润 862.4 亿元（+15.4%）。

➤ 24Q4 业绩略高于此前预告。

● 收入：茅台酒量价共振，i 茅台放缓拖累直销

➤ **分产品**：24Q4 公司茅台酒/系列酒营收分别同比增长 13.9%/5.1%，茅台酒占比白酒业务营收同比提升 0.8pct 至 89.4%。我们预计 24Q4 茅台酒加大生肖、公斤装等非标产品投放力度；系列酒中茅台 1935 控制投放节奏+打款价恢复 798 元/瓶，虽拖累系列酒营收增速，但为 25 年开门红创造有利条件。24 全年看，茅台酒/系列酒营收分别同比增长 15.3%/19.7%，茅台酒占比白酒业务营收同比降低 0.5pct 至 85.5%。其中，系列酒高增主因茅台 1935 突破 120 亿（含税），同比增长达 9%，茅台王子/迎宾等产品预计也有明显放量。

➤ **分量价**：茅台酒 24 年销量/吨价分别同比增长 10.2%/4.6%，非标放量+出厂价提升下，茅台酒实现量价共振；系列酒 24 销量/吨价分别同比增长 18.5%/1.0%，茅台 1935 放量下实现量增引领。

➤ **分渠道**：24Q4 公司直销/批发营收分别同比增长 8.7%/16.8%，批发渠道占比白酒业务营收同比提升 1.8pct 至 54.4%。其中，直销渠道增速较慢主因 i 茅台营收同比下降 29.9%，剔除后 24Q4 直销营收同比增长 30.1%，主因非标产品放量。全年看，公司直销/批发营收分别同比增长 11.3%/19.7%，批发渠道占比白酒业务营收同比提升 1.8pct 至 56.1%，主因 i 茅台营收同比下降 10.5%，拖累直销增速，剔除后 24 年公司直销营收同比增长 22.2%。

● 利润：盈利能力保持稳健

➤ **毛利率**：24Q4/24A 公司毛利率分别同比 +0.33/-0.03pct 至 92.9%/91.9%，系列酒投放节奏扰动季度毛利率，全年毛利率在非标放量与系列酒占比提升对冲下，基本保持稳定。

➤ **净利率**：24Q4/24A 公司销售费率分别同比 -0.76/+0.15pct，销售费用投放整体平稳；24Q4/24A 公司管理费率分别同比 -1.88/-1.11pct，主要源自职工薪酬下降。24Q4/24A 公司净利率分别同比 +1.4/-0.22pct 至 52.5%/52.3%，其中全年净利率下降主要系营业税金率同比提升 0.69pct 扰动。

● 回款质量：打款节奏扰动

➤ 24Q4 公司营收+Δ 合同负债同比增长 5.6%，销售收现同比增长 0.98%，慢于营收增速，或主因春节错期导致打款节奏扰动。24 末公司合同负债达 95.9 亿元，蓄水池充足。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

25 年我们预计公司维持稳健增长态势。分产品看，茅台酒预计同比增长 8%，通过增加 1000ml 飞天及文创产品投放，实现价增快于量增；系列酒预计同比增长 15%，茅台 1935/王子/汉酱为主要发力点，量增快于价增。25Q1 回款稳步推进，1935 动销良好激活渠道信心，全年收入同比增长 9%的目标较为理性，确定性较强。

盈利预测：考虑到行业景气度恢复节奏以及公司业绩工具箱丰富程度，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现营业总收入 1901.3/2050.4/2183.1 亿元（25-26 年前值 1877.6/2000.7 亿元），同比+9.2%/+7.8%/+6.5%；实现归母净利润 939.4/1020.8/1091.2 亿元（25-26 年前值 924.5/981.5 亿元），同比+8.9%/+8.7%/6.9%；当前股价对应 PE 分别为 21/19/18 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

行业景气度不及预期，新品推广不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	174144	190132	205035	218307
收入同比 (%)	15.7%	9.2%	7.8%	6.5%
归属母公司净利润	86228	93938	102076	109120
净利润同比 (%)	15.4%	8.9%	8.7%	6.9%
毛利率 (%)	91.9%	91.8%	91.6%	91.3%
ROE (%)	37.0%	33.7%	31.0%	28.4%
每股收益 (元)	68.64	74.78	81.26	86.87
P/E	22.20	20.71	19.06	17.83
P/B	8.21	6.99	5.91	5.07
EV/EBITDA	15.43	13.81	12.44	11.33

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 4 月 2 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	251727	322731	382978	443442	营业收入	174144	190132	205035	218307
现金	59296	129837	183242	238878	营业成本	13895	15453	17059	18680
应收账款	19	0	0	0	营业税金及附加	26926	28889	31168	33194
其他应收款	30	33	35	37	销售费用	5639	6349	6749	7080
预付账款	27	30	33	36	管理费用	9316	9896	10476	10942
存货	54343	56480	61236	67737	财务费用	-1470	-1057	-2327	-3288
其他流动资产	138012	136350	138432	136752	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	47218	49048	50746	52313	公允价值变动收益	61	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	9	0	0	0
固定资产	21871	22456	22894	23188	营业利润	119689	130386	141677	151451
无形资产	8850	9700	10550	11400	营业外收入	71	71	71	71
其他非流动资产	16496	16892	17302	17725	营业外支出	121	121	121	121
资产总计	298945	371779	433724	495754	利润总额	119639	130336	141627	151400
流动负债	56516	80596	87825	91364	所得税	30304	33013	35873	38349
短期借款	0	0	0	0	净利润	89335	97323	105753	113051
应付账款	3515	2026	4095	2612	少数股东损益	3107	3384	3678	3931
其他流动负债	53001	78569	83730	88753	归属母公司净利润	86228	93938	102076	109120
非流动负债	417	417	417	417	EBITDA	120233	131571	141724	150668
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	68.64	74.78	81.26	86.87
其他非流动负债	417	417	417	417					
负债合计	56933	81013	88243	91781					
少数股东权益	8905	12290	15967	19899					
股本	1256	1255	1255	1255					
资本公积	1375	-223	-223	-223					
留存收益	230475	277444	328482	383042					
归属母公司股东权	233106	278476	329514	384074					
负债和股东权益	298945	371779	433724	495754					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	成长能力				
经营活动现金流	92464	123366	108699	114454	营业收入	15.7%	9.2%	7.8%	6.5%
净利润	89335	97323	105753	113051	营业利润	15.4%	8.9%	8.7%	6.9%
折旧摊销	2085	2242	2374	2506	归属于母公司净利	15.4%	8.9%	8.7%	6.9%
财务费用	14	10	10	10	获利能力				
投资损失	-9	0	0	0	毛利率 (%)	91.9%	91.8%	91.6%	91.3%
营运资金变动	1919	23741	511	-1164	净利率 (%)	50.5%	50.3%	50.7%	50.9%
其他经营现金流	86535	73631	105292	114266	ROE (%)	37.0%	33.7%	31.0%	28.4%
投资活动现金流	-1785	-4247	-4247	-4247	ROIC (%)	36.4%	33.2%	30.1%	27.4%
资本支出	-4678	-3550	-3550	-3550	偿债能力				
长期投资	2805	-697	-697	-697	资产负债率 (%)	19.0%	21.8%	20.3%	18.5%
其他投资现金流	88	0	0	0	净负债比率 (%)	23.5%	27.9%	25.5%	22.7%
筹资活动现金流	-71068	-48578	-51048	-54570	流动比率	4.45	4.00	4.36	4.85
短期借款	0	0	0	0	速动比率	1.09	1.62	2.12	2.63
长期借款	0	0	0	0	营运能力				
普通股增加	0	-1	0	0	总资产周转率	0.60	0.56	0.50	0.46
资本公积增加	0	-1598	0	0	应收账款周转率	4307.61	—	—	—
其他筹资现金流	-71068	-46979	-51048	-54570	应付账款周转率	4.17	5.54	5.54	5.54
现金净增加额	19610	70541	53405	55637	每股指标 (元)				
					每股收益	68.64	74.78	81.26	86.87
					每股经营现金流 (摊)	73.61	98.21	86.53	91.11
					每股净资产	185.56	221.68	262.31	305.74
					估值比率				
					P/E	22.20	20.71	19.06	17.83
					P/B	8.21	6.99	5.91	5.07
					EV/EBITDA	15.43	13.81	12.44	11.33

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职广银理财。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。