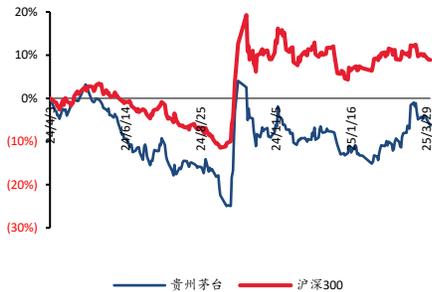


贵州茅台：2024年顺利收官，2025年理性增长行稳致远

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	12.56/12.56
总市值/流通(亿元)	19,458.76/19,458.76
12个月内最高/最低价(元)	1,910/1,245.83

相关研究报告

- <<贵州茅台：业绩符合预期，全年目标有望达成>>—2024-10-28
- <<收入略超预期，承诺未来三年分红重视股东回报>>—2024-08-15
- <<收入略超预期，一季度顺利实现开门红>>—2024-04-30

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

事件:2024年公司实现营业总收入1,741.44亿元,同比增长15.66%;实现归母净利润862.28亿元,同比增长15.38%。2024Q4公司实现营业总收入510.22亿元,同比增长12.77%;归母净利润254.01亿元。同比增长16.21%。

2024年收入顺利完成年初15%增长目标,利润端表现略超此前业绩预告。2024年公司收入端实现稳健增长,完成年初15%增长目标。①分产品来看,公司茅台酒/系列酒实现营收1459.28亿元/246.84亿元,同比增长15.28%/19.65%,毛利率同比-0.06 pct/+0.11 pct。酒类销量为8.33万吨,同比增长13.73%。其中茅台酒/系列酒销量分别为4.64/3.69万吨,同比增长10.22%/18.47%。茅台酒/系列酒产量分别为5.63/4.81万吨,同比变化-1.63%/12.05%。2024年吨价为204.74万元/吨,同比增长1.9%。茅台酒/系列酒吨价为314.41/66.86万元,同比增长4.6%/1%。茅台酒吨价提升主要受益于2023年11月飞天提价影响,公司加大公斤装投放力度,2024年6月以来飞天批价波动有所加大,公司加强渠道管控和实施厂商一盘棋稳价措施下,推动春节期间批价相对稳定。非标产品中,年份酒和精品茅台占比有所提升。系列酒增长以量增为主,2024年茅台1935预估体量约120亿,实现双位数增长,在系列酒中占比接近50%。公司经销商会议提出茅台1935未来聚焦500-800元价格带,围绕长三角、珠三角、京津冀等地区进行精耕,渠道反馈2025年春节以来1935动销实现良性增长,最新批价约690元,较年初批价有所上升。②分渠道来看,2024年批发代理/直销渠道实现收入957.7/748.4亿元,同比增长19.73%/11.32%,直销渠道量/吨价分别变动+16.5%/-4.4%,直销渠道吨价下降或和系列酒放量有关,经销渠道量/吨价分别变动+13%/+6%。线下稳步扩张,线上渠道占比略有下降,i茅台销售平台实现收入200.24亿元,同比下降10.55%,其他线上平台实现收入20.96亿元,同比增长14.44%。线下自营门店和其他电商平台实现良性增长,渠道改革成效显著。③分地区来看,国内/国外实现收入1654.23/51.88亿元,同比增长15.79%/19.27%,海外规模突破50亿,加快布局海外市场,欧洲市场取得一定突破。2024年公司国内和国外经销商分别为2143和104个,净增63个和-2个。2024年公司茅台酒基酒设计产能4.46万吨,同增1800吨,新增产能于2024年10月投产将于2025年释放。2024年系列酒基酒设计产能为5.25万吨,同比新增8000吨,新增产能于2024年11月投产。

2025年理性增长行稳致远,强化普茅大单品基本盘稳定。公司年报提出2025年收入增长目标为9%,实现固定资产投资47.11亿元,此前经销商大会曾提出2025年酱香酒销售额增幅不低于上市公司过去5年平均增速(约14%),按照全年9%增长目标测算茅台酒增速收入增速为8.5%。2024年茅台酒经销商大会上提出2025年将在产品结构调整上发力,一是调整飞天53度500ml茅台酒、珍品茅台酒等产品投放量,稳定茅台酒价格,将投放配额调整到15年、精品、1L、生肖等产品。强化普茅大单品作为橄榄型产品矩阵“金字塔”底座地位。二是瞄准餐饮渠道、国际市

场开发 750ml 和 700ml 茅台酒，并开发文创产品等新品以满足终端多元化需求。

毛利率保持相对稳定，费用率持续优化，重视股东回报。公司 2024 年毛利率为 92.08%，同比下降 0.04pct，主要由于系列酒占比提升。2024 年公司销售/管理/研发费用率同比变动+0.15/-1.11/+0.02 pct，销售费用率增加系本期市场推广及服务费用增加，规模效应下管理费用率持续优化。2024 年公司销售商品及提供劳务收到的现金流 1826.45 亿元，同比增长 11.57%，营业收入+预收款变动为 1696.11 亿元，同比增长 13.67%。公司 2024 年中期和年末合计分红 647 亿元，分红率为 75%，股息率达 3.33%。

投资建议：预计 2025-2027 年收入增速分别为 9.1%/9.4%/8.5%，归母净利润增速分别为 10.1%/9.8%/8.7%，EPS 分别为 75.6/83/90.3 元，对应当前股价 PE 分别为 21x/19x/17x，按照 2025 年 25X 给予目标价 1888.75 元，给予“买入”评级。

风险提示：食品安全风险、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	174,144	189,993	207,803	225,415
营业收入增长率(%)	15.66%	9.10%	9.37%	8.48%
归母净利（百万元）	86,228	94,920	104,254	113,367
净利润增长率(%)	15.38%	10.08%	9.83%	8.74%
摊薄每股收益（元）	68.64	75.56	82.99	90.25
市盈率（PE）	22.20	20.50	18.66	17.16

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	69,070	59,296	161,134	206,487	262,073
应收和预付款项	109	2,030	1,420	1,636	1,915
存货	46,435	54,343	56,207	62,202	64,848
其他流动资产	109,558	136,057	136,063	136,065	136,069
流动资产合计	225,173	251,727	354,824	406,390	464,904
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	4	8	9	11	12
固定资产	19,909	21,871	22,745	23,466	24,130
在建工程	2,137	2,150	2,113	2,087	2,064
无形资产开发支出	8,790	8,949	9,730	10,461	11,134
长期待摊费用	160	152	156	156	156
其他非流动资产	241,698	265,815	368,959	420,555	479,108
资产总计	272,700	298,945	403,712	456,736	516,605
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	3,093	3,515	3,647	4,050	4,213
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	45,950	53,418	61,174	63,235	65,615
负债合计	49,043	56,933	64,821	67,285	69,827
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	213,043	230,485	325,403	372,108	425,240
归母公司股东权益	215,669	233,106	326,426	373,130	426,263
少数股东权益	7,988	8,905	12,465	16,321	20,515
股东权益合计	223,656	242,011	338,891	389,451	446,777
负债和股东权益	272,700	298,945	403,712	456,736	516,605

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	66,593	92,464	107,396	106,843	119,824
投资性现金流	-9,724	-1,785	-4,004	-3,939	-4,004
融资性现金流	-58,889	-71,068	-1,553	-57,550	-60,235
现金增加额	-2,019	19,610	101,838	45,354	55,585

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	150,560	174,144	189,993	207,803	225,415
营业成本	11,981	13,895	14,354	15,853	16,526
营业税金及附加	22,234	26,926	29,214	31,830	34,659
销售费用	4,649	5,639	6,082	6,553	6,980
管理费用	9,729	9,316	9,887	10,616	11,301
财务费用	-1,790	-1,470	-1,505	-1,904	-1,630
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	34	9	107	111	113
公允价值变动	3	61	0	0	0
营业利润	103,709	119,689	131,912	144,778	157,450
其他非经营损益	-46	-50	-55	-48	-50
利润总额	103,663	119,639	131,857	144,730	157,400
所得税	26,141	30,304	33,377	36,621	39,839
净利润	77,521	89,335	98,480	108,110	117,561
少数股东损益	2,787	3,107	3,560	3,855	4,194
归母股东净利润	74,734	86,228	94,920	104,254	113,367

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	91.96%	91.93%	92.31%	92.23%	92.54%
销售净利率	50.60%	50.46%	50.88%	51.07%	51.16%
销售收入增长率	18.04%	15.66%	9.10%	9.37%	8.48%
EBIT 增长率	17.89%	15.96%	10.33%	9.57%	9.06%
净利润增长率	19.16%	15.38%	10.08%	9.83%	8.74%
ROE	34.65%	36.99%	29.08%	27.94%	26.60%
ROA	27.41%	28.84%	23.51%	22.83%	21.94%
ROIC	34.02%	36.39%	28.69%	27.36%	26.01%
EPS (X)	59.49	68.64	75.56	82.99	90.25
PE (X)	29.01	22.20	20.50	18.66	17.16
PB (X)	10.05	8.21	5.96	5.22	4.56
PS (X)	14.68	11.20	10.43	9.53	8.78
EV/EBITDA (X)	20.22	15.43	13.45	11.97	10.63

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。