

平稳收官彰显韧性 25 年目标营收增速 9%

2025 年 04 月 05 日



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：孙冉

执业证号：S0100522110004

邮箱：sunran@mszq.com

➤ **事件：**公司于 4 月 2 日发布 2024 年年报：24 年累计实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 1741.44/862.28/862.41 亿元，同比+15.66%/+15.38%/+15.37%，略高于此前生产经营公告，年度目标顺利达成。经计算，单 24Q4 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 510.22/254.01/254.62 亿元，同比+12.77%/+16.21%/+16.07%。

➤ **茅台酒量价齐升，系列酒量能释放，批发代理渠道占比提升。**酒类主营实现营收 1706.12 亿元，同比 15.89%，毛利率 92.01%，同比-0.1pcts。量价拆分来看：量增 13.73%，价增 1.9%，量增是 24 年的核心驱动。

- **分产品看：**①**茅台酒** 24 年实现收入 1459 亿元，同比+15.28%，量增+10.22%，价增+4.59%。茅台酒全年投放 4.6 万吨，整体延续量价齐升的态势，但增速边际放缓。单 24Q4 茅台酒 448.02 亿元，同比+13.94%。②**系列酒** 24 年实现收入 247 亿元，同比+19.65%，量增+18.47%，价增+1.00%。系列酒增长驱动从大单品茅台 1935 快速放量拉升吨价，切换到产能释放、供给增加逻辑。单 24Q4 系列酒 52.91 亿元，同比+5.07%。
- **分渠道看：**①**直销渠道** 24 年营收 748.43 亿元，同比+11.32%，量增+16.55%，价增-4.48%；其中“i 茅台”24 年实现营收 200 亿，同比-10.51%。单 Q4 “i 茅台”实现营收 52.27 亿，同比-29.93%，降幅环比扩大。②**批发代理** 24 年营收 957.69 亿元，同比+19.73%，量增+12.96%，价增+5.99%。批发代理渠道占比提升+1.8pcts 至 56%。
- **分区域看：**24 年国内实现营收 1654.23 亿元，同比+15.79%；国外 51.89 亿元，同比+19.27%，海外营收首次突破 50 亿重要关口。
- **经销商数量上：**24 年末经销商数量合计 2247 家，其中国内/国外分别 2143/104 家，年内分别增加 63/减少 2 家。

➤ **全年毛利率稳定，管理费费效提升缓解税金及附加对净利率的压制。**毛利率方面：24A/24Q4 分别为 92.08%/93.02%，同比-0.04/+0.32pcts，全年维度毛利率水平保持稳定。费用率方面：公司 24 全年税金及附加/销售/管理费用率分别为 15.46%/3.24%/5.35%，同比+0.69/+0.15/-1.11pcts，销售费用率提升主因市场推广及服务费用增加；24Q4 税金及附加/销售/管理费用率分别为 13.75%/2.75%/6.95%，同比+0.03/-0.75/-1.88pcts。归母净利率：24A/24Q4 分别为 49.52%/49.78%，同比-0.12/+1.47pcts。

➤ **24 年合计现金分红比例 75%符合 24-26 年分红规划，25 年营收增速 9%的目标制定客观务实。**公司年度分红拟派发现金红利 347 亿元，叠加已实施的 300 亿元中期分红，24 年合计分配现金红利 647 亿元，对应分红率 75%。25 年目标营收增速 9%，多重压力下目标制定客观务实，一方面兼顾了短期增长和长期发展，另一方面该目标下公司仍有望在“十四五”收官年助力集团实现“十四五”目标。

推荐

维持评级

当前价格：

1,568.88 元

相关研究

- 1.贵州茅台 (600519.SH) 动态更新报告：渠道协同 稳中求进-2024/12/28
- 2.贵州茅台 (600519.SZ) 2024 年三季报点评：Q3 营收显韧性 年度目标兑现可期-2024/10/26
- 3.贵州茅台 (600519.SZ) 2024 年中报点评：业绩稳健显韧性 分红规划塑信心-2024/08/09
- 4.贵州茅台 (600519.SH) 2024 年一季报点评：Q1 顺利开门红，增长势头强劲-2024/04/27
- 5.贵州茅台 (600519.SH) 2023 年年报点评：23 年靓丽收官，24 年势能延续-2024/04/03

➤ **投资建议：**公司具备品牌护城河，渠道抗风险能力强。我们认为公司在供给侧针对总量、结构、价格的调节工具众多且操作空间充足，25 年 9%的营收增速目标确定性高。预计公司 25-27 年分别实现营业收入 1909/2070/2239 亿元，同比 9.6%/8.5%/8.1%，归母净利润 948/1030/1116 亿元，同比 9.9%/8.7%/8.4%，当前股价对应 PE 分别为 21/19/18 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**税收等产业政策调整的不确定性风险；供需不均衡导致的批发价格波动风险；食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	174,144	190,881	207,044	223,913
增长率（%）	15.7	9.6	8.5	8.1
归属母公司股东净利润（百万元）	86,228	94,761	103,010	111,638
增长率（%）	15.4	9.9	8.7	8.4
每股收益（元）	68.64	75.43	82.00	88.87
PE	23	21	19	18
PB	8.5	7.5	6.7	6.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 3 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	174,144	190,881	207,044	223,913
营业成本	13,895	15,408	17,004	18,369
营业税金及附加	26,926	28,924	30,367	32,629
销售费用	5,639	6,630	7,138	7,650
管理费用	9,316	9,767	11,217	11,993
研发费用	218	200	217	243
EBIT	118,148	129,996	141,148	153,081
财务费用	-1,470	-1,494	-1,751	-1,545
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	9	43	47	51
营业利润	119,689	131,533	142,946	154,676
营业外收支	-50	-91	-62	-68
利润总额	119,639	131,441	142,883	154,608
所得税	30,304	33,146	36,032	38,807
净利润	89,335	98,295	106,852	115,801
归属于母公司净利润	86,228	94,761	103,010	111,638
EBITDA	120,233	132,126	143,356	155,335

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	59,296	97,435	130,203	159,762
应收账款及票据	2,003	829	900	973
预付款项	27	478	528	571
存货	54,343	59,673	65,915	71,189
其他流动资产	136,057	136,076	136,080	136,027
流动资产合计	251,727	294,491	333,627	368,523
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	21,871	23,188	24,166	24,484
无形资产	8,850	8,850	8,850	8,850
非流动资产合计	47,218	47,817	48,315	48,313
资产合计	298,945	342,308	381,942	416,835
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	3,515	3,846	4,249	4,589
其他流动负债	53,001	64,008	67,459	63,468
流动负债合计	56,516	67,854	71,708	68,057
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	417	417	417	417
非流动负债合计	417	417	417	417
负债合计	56,933	68,272	72,125	68,474
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
少数股东权益	8,905	12,440	16,282	20,446
股东权益合计	242,011	274,036	309,817	348,361
负债和股东权益合计	298,945	342,308	381,942	416,835

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.66	9.61	8.47	8.15
EBIT 增长率	15.96	10.03	8.58	8.45
净利润增长率	15.38	9.90	8.71	8.38
盈利能力 (%)				
毛利率	91.93	91.85	91.71	91.72
净利润率	50.46	50.45	50.51	50.64
总资产收益率 ROA	28.84	27.68	26.97	26.78
净资产收益率 ROE	36.99	36.22	35.09	34.04
偿债能力				
流动比率	4.45	4.34	4.65	5.41
速动比率	1.09	1.45	1.83	2.37
现金比率	1.05	1.44	1.82	2.35
资产负债率 (%)	19.04	19.94	18.88	16.43
经营效率				
应收账款周转天数	0.08	0.06	0.08	0.08
存货周转天数	1315.50	1341.34	1337.55	1352.03
总资产周转率	0.60	0.59	0.56	0.55
每股指标 (元)				
每股收益	68.64	75.43	82.00	88.87
每股净资产	185.56	208.24	233.67	261.04
每股经营现金流	73.61	85.34	84.84	86.85
每股股利	51.51	56.58	61.50	66.65
估值分析				
PE	23	21	19	18
PB	8.5	7.5	6.7	6.0
EV/EBITDA	15.90	14.47	13.34	12.31
股息收益率 (%)	3.28	3.61	3.92	4.25

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	89,335	98,295	106,852	115,801
折旧和摊销	2,085	2,130	2,208	2,254
营运资金变动	1,919	6,714	-2,515	-8,987
经营活动现金流	92,464	107,205	106,579	109,104
资本开支	-4,678	-2,726	-2,675	-2,226
投资	2,805	0	0	0
投资活动现金流	-1,785	-2,683	-2,628	-2,175
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-71,068	-66,383	-71,183	-77,370
现金净流量	19,610	38,139	32,768	29,559

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048