

贵州茅台(600519)

报告日期: 2025年04月06日

24年量价齐升, 25年目标积极

——贵州茅台2024年业绩点评报告

投资要点

- **事件:** 24年营业总收入1741.44亿元(同比+15.66%); 归母净利润862.28亿元(同比+15.38%)。24Q4营业总收入510.21亿元(同比+12.77%); 归母净利润254.01亿元(同比+16.21%)。24年收入符合业绩预告、归母净利润略高于业绩预告。
- **茅台酒量价齐升, 系列酒量增显著**
24年酒类收入1706.12亿元(同比+13.71%), 量/价同比增13.73%/1.90%。茅台酒/系列酒收入分别为1459.28/246.84亿元(同比+15.28%/+19.65%), 毛利率分别同比变动-0.06/+0.14pct至94.06%/79.87%, 其中系列酒收入占比同比提升0.45pct至14.47%。茅台酒量/价分别同比增10.22%/4.59%, 系列酒量/价分别同比增18.47%/1.00%, 茅台酒及系列酒均呈量价齐升态势, 我们认为茅台酒价增主因23年末提价, 系列酒收入占比提升主因1935在700元价位实现放量。
- **直销收入占比略有回落, 国外市场收入首破50亿元**
24年直销/批发渠道收入分别748.43/957.69亿元(同比+11.32%/+19.73%), 毛利率同比变动-0.13/+0.13pct至95.33%/89.42%, 其中直销收入占比减少1.80pct至43.87%(主因i茅台收入同-10.51%至200.24亿元), 直销渠道量/价分别同比+16.55%/-4.48%, 批发渠道量/价分别同比+12.96%/+5.99%, 单经销商销售规模同比增长16.48%, 批发渠道结构优化。
24年国内/国外市场收入分别为1654.23/51.89亿元(同比+15.79%/+19.27%), 国外市场收入首破50亿元。
- **盈利水平维持高位, 年度分红率达75%**
 - 1) 24年毛利率/净利率同比-0.03/-0.22pct至91.93%/52.27%。
 - 2) 24年销售费用率/管理(含研发)费用率同比+0.15/-1.09pct至3.24%/5.47%。
 - 3) 24年经营性现金流同比增长38.85%至924.64亿元。
 - 4) 24年合同负债同比下降45.34亿元至95.92亿元, 蓄水池仍深厚。
 - 5) 分红: 24年现金分红总额647亿元, 分红率为75%, 符合2024-2026年度现金分红回报规划。
- **25年收入增速目标9%, 确保普飞批价稳定**
 - 1) 2025年度目标: 实现营业总收入较上年度增长9%左右, 完成固定资产投资47.11亿元。
 - 2) 茅台酒: 2025年茅台酒国内计划投放量预计略有增长, 其中53度、500ml的珍品茅台投放量将减少; 公斤装茅台投放量将适度增加; 2025年公司将确保53度500ml飞天茅台价格相对稳定。
 - 3) 系列酒: 25年茅台酱香酒将以不低于上市白酒企业前五平均增长速度作为目标(约14%)。
- **盈利预测及估值**
我们认为: 茅台酒基酒产能释放奠定未来三年量增基础, 普飞价格不会出现新低, 茅台酒或仍将延续量价齐升局面, 1935在700元价位放量具备真实需求支撑, 我们看好25年茅台在兼顾量价平衡的同时完成9%收入增长目标。
预计2025-2027年公司收入增速为9.03%、8.20%、8.16%; 归母净利润增速为9.05%、8.14%、8.22%; EPS为74.85、80.94、87.60元; PE为20.96X、19.38X、17.91X。估值具备性价比, 维持买入评级。
- **催化剂:** 白酒需求恢复超预期; 批价持续上行。
- **风险提示:** 消费疲软; 白酒动销恢复不及预期; 飞天茅台批价上涨不及预期。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
执业证书号: S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

分析师: 张家楨
执业证书号: S1230523080001
zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师: 满静雅
执业证书号: S1230524100004
manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥1,568.88
总市值(百万元)	1,970,823.60
总股本(百万股)	1,256.20

股票走势图



相关报告

- 1 《24年圆满收官, 25年主动求变》2025.01.05
- 2 《聚焦供需适配, 茅台主动求变》2024.12.29
- 3 《Q3业绩符合预期, 全年目标达成可期》2024.10.27

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	174144	189866	205444	222209
(+/-) (%)	15.66%	9.03%	8.20%	8.16%
归母净利润	86228	94032	101682	110044
(+/-) (%)	15.38%	9.05%	8.14%	8.22%
每股收益(元)	68.64	74.85	80.94	87.60
P/E	22.86	20.96	19.38	17.91

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	251727	344532	445482	558225
现金	59296	162100	255901	357809
交易性金融资产	249	216	289	251
应收账款	2003	2206	2395	2582
其它应收款	30	38	38	42
预付账款	27	462	196	271
存货	54343	58287	64217	70788
其他	135779	121221	122447	126482
非流动资产	47218	47396	49975	49997
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	21871	22822	23547	24068
无形资产	8850	9530	10197	10656
在建工程	2150	1720	1376	1101
其他	14347	13324	14855	14172
资产总计	298945	391928	495457	608223
流动负债	56516	54895	56460	59100
短期借款	0	0	0	0
应付款项	3515	3770	4154	4579
预收账款	0	0	0	0
其他	53001	51125	52306	54522
非流动负债	417	366	376	386
长期借款	0	0	0	0
其他	417	366	376	386
负债合计	56933	55261	56836	59487
少数股东权益	8905	12293	15956	19921
归属母公司股东权益	233106	324374	422665	528815
负债和股东权益	298945	391928	495457	608223

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	92464	106820	98087	106191
净利润	89335	97420	105345	114009
折旧摊销	1991	1659	1814	1956
财务费用	(1470)	(1654)	(2028)	(2196)
投资损失	(9)	(10)	(10)	(11)
营运资金变动	(19598)	12308	423	(1670)
其它	22216	(2904)	(7457)	(5897)
投资活动现金流	(1785)	(2886)	(2917)	(2594)
资本支出	(1974)	(1962)	(1962)	(1962)
长期投资	(3)	2	(0)	(1)
其他	193	(926)	(955)	(632)
筹资活动现金流	(71068)	(1129)	(1369)	(1688)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(71068)	(1129)	(1369)	(1688)
现金净增加额	19611	102805	93800	101908

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	174144	189866	205444	222209
营业成本	13789	14790	16295	17962
营业税金及附加	26926	27950	30287	32801
营业费用	5639	5776	6663	7763
管理费用	9316	10248	11509	12902
研发费用	218	213	235	261
财务费用	(1470)	(1654)	(2028)	(2196)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	61	0	0	0
投资净收益	9	10	10	11
其他经营收益	22	60	60	60
营业利润	119689	129079	140130	151646
营业外收支	(50)	(46)	(43)	(39)
利润总额	119639	129033	140087	151608
所得税	30304	31613	34742	37599
净利润	89335	97420	105345	114009
少数股东损益	3107	3388	3663	3965
归属母公司净利润	86228	94032	101682	110044
EBITDA	120740	129038	138773	148967
EPS (最新摊薄)	68.64	74.85	80.94	87.60

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	15.66%	9.03%	8.20%	8.16%
营业利润	15.41%	7.85%	8.56%	8.22%
归属母公司净利润	15.38%	9.05%	8.14%	8.22%
获利能力				
毛利率	91.93%	92.06%	91.93%	91.79%
净利率	52.27%	52.28%	52.17%	52.14%
ROE	37.03%	32.50%	26.23%	22.29%
ROIC	37.97%	29.61%	24.35%	20.89%
偿债能力				
资产负债率	19.04%	14.10%	11.47%	9.78%
净负债比率	0.20%	0.17%	0.15%	0.16%
流动比率	4.45	6.28	7.89	9.45
速动比率	3.49	5.21	6.75	8.25
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.54	0.46	0.40
应收账款周转率	4307.61	6036.22	4333.07	4679.62
应付账款周转率	4.17	4.06	4.11	4.11
每股指标(元)				
每股收益	68.64	74.85	80.94	87.60
每股经营现金	73.61	85.03	78.08	84.53
每股净资产	185.56	258.22	336.46	420.96
估值比率				
P/E	22.86	20.96	19.38	17.91
P/B	8.45	6.08	4.66	3.73
EV/EBITDA	15.44	14.11	12.47	10.96

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>