

## 公司研究

## 业绩略超预告，25年目标理性务实

## ——贵州茅台（600519.SH）2024年年报点评

## 要点

**事件：**贵州茅台发布2024年年报，24年实现营业总收入1741.44亿元、同比增长15.66%，实现归母净利润862.28亿元、同比增长15.38%，公司年初已发布24年度生产经营公告，利润端表现略超此前预告。24Q4单季总营收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%。公司拟每10股派发现金红利276.24元（含税），合计派发现金红利346.71亿元（含税），加上此前中期分红300亿元（含税），24年累计分红646.71亿元（含税）、对应分红率75%。

**24年收入略超此前预告。**公司24年全年营收实现15.7%的同比增幅、略超此前预告。1) **产品端**，24年茅台酒/系列酒分别实现营收1459.28/246.84亿元，同比增加15.28%/19.65%。拆分量价看，24年茅台酒销量/均价分别同比+10.22%/+4.58%，24Q4单季营收同比增加13.92%。茅台酒收入保持稳健增长，公司合理调节流通效率，保障供需关系的动态稳定，飞天茅台每瓶批价稳定在2000元以上。24年系列酒销量/均价分别同比+18.47%/+1.0%，24Q4单季营收同比增长5.07%、收入同比增速较前三个季度有所放缓，估计茅台1935下半年以来投放有所控制。2) **渠道端**，24年直销/批发代理渠道收入分别为748.43/957.69亿元，同比+11.32%/+19.73%，其中“i茅台”平台销售收入200.24亿元、同比减少10.51%，直销收入占比较23年有所回落。

**利润率平稳，合同负债略有回落。**1) 24年毛利率91.93%、同比基本持平，税金及附加项占营收比重15.46%、同比+0.69pct，销售费用率3.24%、同比+0.15pct，管理及研发费用率5.48%、同比-1.08pct，综合看24年销售净利率52.27%、同比-0.22%，盈利能力基本平稳。2) 24年销售现金回款1826.45亿元、同比增加11.57%，截至24年末合同负债95.92亿元，较24Q3末减少3.4亿元。24年经营活动现金流净额924.64亿元、同比增加38.85%，除销售回款增加外，主要系财务公司归集集团公司其他成员单位资金较上期明显增加。

**盈利预测、估值与评级：**公司25年经营目标为总营收增长9%左右，目标理性务实，合理降速有助于调节市场供需关系。公司积极推动营销转型，强化渠道协同与消费者触达，目标达成确定性较高。同时，公司加大股东回馈，中期及年度合计分红率达75%、股息率3.3%（截至2025/4/3）。维持25年归母净利润预测944.9亿元，小幅下调26年归母净利润预测为1030.5亿元（较前次预测下调1.0%），新增27年归母净利润预测1118.8亿元，折合2025-27年EPS为75.2/82.0/89.1元，当前股价对应P/E为21/19/18倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**高端白酒需求疲软，渠道改革不及预期，飞天茅台批价下行。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	150,560	174,144	190,608	207,358	224,395
营业收入增长率	18.04%	15.66%	9.45%	8.79%	8.22%
净利润（百万元）	74,734	86,228	94,489	103,046	111,879
净利润增长率	19.16%	15.38%	9.58%	9.06%	8.57%
EPS（元）	59.49	68.64	75.22	82.03	89.06
ROE（归属母公司）（摊薄）	34.65%	36.99%	36.09%	35.31%	34.50%
P/E	26	23	21	19	18
P/B	9.1	8.5	7.5	6.8	6.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-04-03

## 买入（维持）

当前价：1,568.88元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsec.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

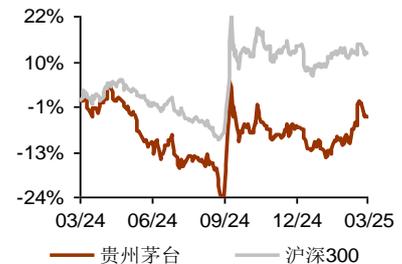
021-52523798

dongbowen@ebsec.com

## 市场数据

总股本(亿股)	12.56
总市值(亿元)	19708.27
一年最低/最高(元)	1226.65/1880.59
近3月换手率	14.19%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.57	6.49	-11.61
绝对	4.18	8.95	-2.41

资料来源：Wind

## 相关研报

顺利收官，积极转型——贵州茅台（600519.SH）2024年度生产经营情况点评（2025-01-05）  
Q3业绩符合预期，全年目标达成无虞——贵州茅台（600519.SH）2024年三季度报点评（2024-10-28）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	150,560	174,144	190,608	207,358	224,395
营业成本	11,867	13,789	15,337	16,908	18,444
折旧和摊销	1,848	1,970	2,046	2,204	2,322
税金及附加	22,234	26,926	29,449	32,037	34,669
销售费用	4,649	5,639	6,119	6,635	7,181
管理费用	9,729	9,316	10,198	11,094	12,005
研发费用	157	218	248	270	292
财务费用	-1,790	-1,470	-1,186	-1,629	-2,126
投资收益	34	9	0	0	0
营业利润	103,709	119,689	130,466	142,063	153,953
利润总额	103,663	119,639	130,395	141,943	153,833
所得税	26,141	30,304	33,055	35,983	38,997
净利润	77,521	89,335	97,340	105,961	114,836
少数股东损益	2,787	3,107	2,851	2,915	2,957
归属母公司净利润	74,734	86,228	94,489	103,046	111,879
EPS(元)	59.49	68.64	75.22	82.03	89.06

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	66,593	92,464	95,128	104,504	109,188
净利润	74,734	86,228	94,489	103,046	111,879
折旧摊销	1,848	1,970	2,046	2,204	2,322
净营运资金增加	5,514	36,747	9,330	7,730	11,644
其他	-15,503	-32,482	-10,737	-8,475	-16,657
投资活动产生现金流	-9,724	-1,785	-4,724	-5,125	-5,100
净资本支出	-2,595	-4,678	-4,662	-5,050	-5,050
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-7,130	2,893	-61	-75	-50
融资活动现金流	-58,889	-71,068	-64,589	-71,376	-77,345
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-52	55	-12	0	0
无息负债变化	-305	7,835	1,980	3,442	799
净现金流	-2,019	19,610	25,815	28,004	26,743

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	92.1%	92.1%	92.0%	91.8%	91.8%
EBITDA 率	69.0%	69.1%	68.9%	68.8%	68.7%
EBIT 率	67.7%	67.9%	67.8%	67.7%	67.7%
税前净利润率	68.9%	68.7%	68.4%	68.5%	68.6%
归母净利润率	49.6%	49.5%	49.6%	49.7%	49.9%
ROA	28.4%	29.9%	29.3%	28.7%	28.4%
ROE (摊薄)	34.7%	37.0%	36.1%	35.3%	34.5%
经营性 ROIC	38.9%	37.4%	39.0%	40.6%	41.6%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	18%	19%	18%	17%	16%
流动比率	4.62	4.45	4.84	5.11	5.58
速动比率	3.67	3.49	3.81	4.04	4.42
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	272,700	298,945	332,489	368,887	405,051
货币资金	69,070	59,296	85,111	113,115	139,858
交易性金融资产	401	249	250	250	250
应收账款	60	19	19	21	22
应收票据	14	1,984	1,906	1,037	1,122
其他应收款 (合计)	28	30	33	36	39
存货	46,435	54,343	60,427	66,618	72,669
其他流动资产	109,130	134,568	134,979	135,398	135,824
流动资产合计	225,173	251,727	283,265	316,738	350,122
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	19,909	21,871	24,448	24,684	25,365
在建工程	2,137	2,150	1,966	3,724	5,418
无形资产	8,572	8,850	8,723	8,598	8,475
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2,240	2,614	2,614	2,614	2,614
非流动资产合计	47,527	47,218	49,224	52,149	54,929
总负债	49,043	56,933	58,901	62,343	63,141
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,093	3,515	3,528	4,227	4,611
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	13,857	24,326	24,326	24,326	24,326
流动负债合计	48,698	56,516	58,501	61,943	62,741
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	346	417	400	400	400
股东权益	223,656	242,011	273,588	306,544	341,909
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
公积金	40,374	48,011	48,011	48,011	48,011
未分配利润	172,983	182,787	212,574	242,616	275,024
归属母公司权益	215,669	233,106	261,831	291,873	324,281
少数股东权益	7,988	8,905	11,756	14,671	17,629

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	3.09%	3.24%	3.21%	3.20%	3.20%
管理费用率	6.46%	5.35%	5.35%	5.35%	5.35%
财务费用率	-1.19%	-0.84%	-0.62%	-0.79%	-0.95%
研发费用率	0.10%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	30.88	51.51	58.12	63.26	68.56
每股经营现金流	53.01	73.61	75.73	83.19	86.92
每股净资产	171.68	185.56	208.43	232.35	258.14
每股销售收入	119.85	138.63	151.73	165.07	178.63

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	26	23	21	19	18
PB	9.1	8.5	7.5	6.8	6.1
EV/EBITDA	19.0	16.5	15.0	13.7	12.6
股息率	2.0%	3.3%	3.7%	4.0%	4.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP