

贵州茅台 (600519.SH) 2024 年营收利润高增, 2025 年定调合理积极

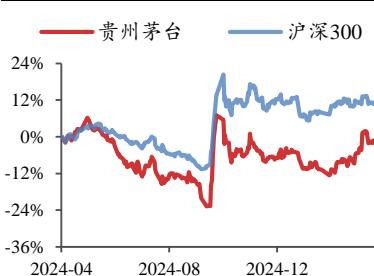
2025 年 04 月 07 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

日期	2025/4/3
当前股价(元)	1,568.88
一年最高最低(元)	1,910.00/1,245.83
总市值(亿元)	19,708.24
流通市值(亿元)	19,708.24
总股本(亿股)	12.56
流通股本(亿股)	12.56
近 3 个月换手率(%)	14.19

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《锚定全年目标, 业绩平稳符合预期——公司信息更新报告》-2024.10.29
- 《业绩好于预期, 分红方案诚意十足——公司信息更新报告》-2024.8.12
- 《收入高增势头不减, 市场化改革进程持续——公司信息更新报告》-2024.5.1

张宇光 (分析师)

 zhangyuguang@kysec.cn
 证书编号: S0790520030003

逢晓娟 (分析师)

 pangxiaojuan@kysec.cn
 证书编号: S0790521060002

张恒玮 (分析师)

 zhanghengwei@kysec.cn
 证书编号: S0790524010001

● 2024 年业绩符合预期, 2025 年营收增长目标 9%, 维持“买入”评级

公司 2024 年营业总收入 1741.4 亿元, 同比+15.7%; 归母净利润 862.3 亿元, 同比+15.4%, 符合市场预期。考虑当前白酒消费复苏偏缓, 我们略下调 2025-2026 年盈利预测, 并新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年净利润分别为 956.0 (-11.0)、1058.7 (-44.0)、1144.1 亿元, 同比分+10.9%、+10.7%、+8.1%, EPS 分别为 76.10 (-8.17)、84.27 (-3.51)、91.07 元, 当前股价对应 PE 分别为 20.6、18.6、17.2 倍。公司 2025 定调积极, 营收增长目标 9%, 力争打好十四五收官之战。从目前渠道状态来看, 增长目标较为合理, 同时通过产品结构变化, 保证飞天标品小幅增加, 预计飞天批价可保持相对稳定, 维持“买入”评级。

● 茅台酒系列酒均保持高增, 批发渠道增速高于直销渠道

2024 年茅台酒/系列酒分别实现收入 1459.3/246.8 亿元, 分别同比+15.3%/+19.7%。茅台酒销量/吨价分别变化+10%/+5.1%, 2023 年底飞天茅台出厂价提升预计贡献 2-3 个点, 其他由产品结构优化、渠道结构优化带来。系列酒量/吨价分别变化+18.5%/+1.2%, 系列酒主动加大了市场投放, 积极争夺市场份额, 目前动销良好。

● 不断优化渠道结构, 解决供需适配问题

2024 年公司直销/批发渠道分别实现收入 748.4/957.7 亿元, 分别同比+11.3%/+19.7%。直营体系包括直营门店、“i 茅台”、大客户等, 其中“i 茅台”实现不含税收入 200 亿元, 同比-10.5%, 是直营渠道放缓的主要原因。除了传统经销商之外还有餐饮、商超百货、烟草渠道、电商, 公司在传统经销商之外的细分渠道做了更多补充, 力争拓宽消费者触达面。

● 2024 年盈利能力保持稳定

公司 2024 年毛利率 92.1%, 同比-0.0pct, 基本保持稳定。销售/管理/财务费用率分别同比+1.1pct/-1.9pct/+0.3pct, 主因是系列酒高增市场费用投入加大, 税金及附加比率+0.7pct, 公司净利率同比-0.2pct 至 51.3%, 基本保持稳定。

● 风险提示: 宏观经济波动致使需求下滑, 省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	150,560	174,144	190,128	209,331	226,078
YOY(%)	18.0	15.7	9.2	10.1	8.0
归母净利润(百万元)	74,734	86,228	95,601	105,866	114,407
YOY(%)	19.2	15.4	10.9	10.7	8.1
毛利率(%)	92.1	92.1	92.4	92.5	92.5
净利率(%)	51.5	51.3	52.5	52.6	52.6
ROE(%)	34.7	36.9	29.2	25.9	23.2
EPS(摊薄/元)	59.49	68.64	76.10	84.27	91.07
P/E(倍)	26.4	22.9	20.6	18.6	17.2
P/B(倍)	9.1	8.5	6.0	4.8	4.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	225173	251727	354351	443822	530129	营业收入	150560	174144	190128	209331	226078
现金	69070	59296	166596	242000	332973	营业成本	11867	13789	14467	15719	16977
应收票据及应收账款	74	2003	265	2232	465	营业税金及附加	22234	26926	28139	30981	33460
其他应收款	28	30	33	36	38	营业费用	4649	5639	6331	6971	7528
预付账款	35	27	40	34	46	管理费用	9729	9316	9506	10467	11304
存货	46435	54343	51389	63492	60579	研发费用	157	218	152	167	181
其他流动资产	109531	136027	136027	136027	136027	财务费用	-1790	-1470	-1605	-1767	-1909
非流动资产	47527	47218	50208	53813	57235	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	35	21	28	25	26
固定资产	19909	21871	23405	25335	26895	公允价值变动收益	3	61	15	20	25
无形资产	8790	8949	9571	10322	10973	投资净收益	34	9	0	0	0
其他非流动资产	18828	16398	17232	18156	19367	资产处置收益	-0	0	0	0	0
资产总计	272700	298945	404559	497636	587364	营业利润	103709	119689	133148	146826	158578
流动负债	48698	56516	62289	71645	73862	营业外收入	87	71	74	76	77
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	133	121	100	100	100
应付票据及应付账款	3093	3515	3418	4115	4021	利润总额	103663	119639	133122	146802	158555
其他流动负债	45605	53001	58871	67530	69841	所得税	26141	30304	33281	36700	39639
非流动负债	346	417	417	417	417	净利润	77521	89335	99842	110101	118916
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	2787	3107	4241	4235	4509
其他非流动负债	346	417	417	417	417	归属母公司净利润	74734	86228	95601	105866	114407
负债合计	49043	56933	62706	72062	74279	EBITDA	105528	121629	134965	148904	160933
少数股东权益	7988	8905	13146	17382	21891	EPS(元)	59.49	68.64	76.10	84.27	91.07
股本	1256	1256	1256	1256	1256	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	成长能力					
留存收益	211982	229423	290401	361218	442525	营业收入(%)	18.0	15.7	9.2	10.1	8.0
归属母公司股东权益	215669	233106	328707	408192	491194	营业利润(%)	18.0	15.4	11.2	10.3	8.0
负债和股东权益	272700	298945	404559	497636	587364	归属于母公司净利润(%)	19.2	15.4	10.9	10.7	8.1
						盈利能力					
						毛利率(%)	92.1	92.1	92.4	92.5	92.5
						净利率(%)	51.5	51.3	52.5	52.6	52.6
						ROE(%)	34.7	36.9	29.2	25.9	23.2
						ROIC(%)	53.8	52.2	62.7	67.4	76.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	18.0	19.0	15.5	14.5	12.6
						净负债比率(%)	-30.9	-24.5	-48.7	-56.9	-64.9
						流动比率	4.6	4.5	5.7	6.2	7.2
						速动比率	1.4	1.1	2.7	3.4	4.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
						应收账款周转率	3703.3	4389.4	4389.4	4389.4	4389.4
						应付账款周转率	4.3	4.2	4.2	4.2	4.2
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	59.49	68.64	76.10	84.27	91.07
						每股经营现金流(最新摊薄)	53.01	73.61	88.06	84.15	100.50
						每股净资产(最新摊薄)	171.68	185.56	261.67	324.94	391.02
						估值比率					
						P/E	26.4	22.9	20.6	18.6	17.2
						P/B	9.1	8.5	6.0	4.8	4.0
						EV/EBITDA	18.1	15.8	13.5	11.7	10.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn