

2025 年 04 月 07 日

25 年目标务实，多向改革激发需求活力

贵州茅台(600519)

评级：	买入	股票代码：	600519
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	1910.0/1245.83
目标价格：		总市值(亿)	19,708.24
最新收盘价：	1568.88	自由流通市值(亿)	19,708.24
		自由流通股数(百万)	1,256.20

事件概述

2025 年 4 月 2 日，公司发布年报，2024 年实现营业总收入 1741.44 亿元，同比+15.66%，实现归母净利润 862.28 亿元，同比+15.38%，收入业绩符合市场预期。

分析判断：

► 顺利完成全年目标，24 年主旋律仍为放量。

2024 年公司营业总收入/归母净利润分别同比+15.66%/+15.38%，良好完成了年初制定的目标，符合市场预期。2024 年分红率为 75%，低于 2022 年及 2023 年，分红率略低于市场预期，符合分红方案。

分产品来看，2024 年公司茅台酒/其他系列酒分别实现营收 1459.28/246.84 亿元，同比分别+15.28%/+19.65%，占营业总收入的比重分别为 83.80%/14.17%，系列酒由于基数逐年壮大，增速较往年趋于平缓，根据酒业家公众号，24 年 1935 实现销售收入 120 亿元。从销量、吨价来看，2024 年茅台酒/其他系列酒销量同比分别+10.22%/+18.47%，吨价同比分别+4.59%/+1.00%，茅台酒投放量增幅环比 2023 年略微收窄，但仍属于 2018 年以来投放量增长较多的年份，而 2023-2024 年行业处于调整期，需求不足，故加速投放导致茅台酒市场表现价格承压，根据茅粉鲁智深公众号，核心大单品飞天茅台从年初整箱/散瓶批价 2960/2710 元下降至年末整箱/散瓶批价 2330/2220 元，全年批价下行 500-600 元，茅台酒吨价延续过往逐年提升的态势，2024 年吨价提升主要来源于飞天茅台出厂价上涨、结构提升。

► 酱香系列酒加快经销体系外布局，全年盈利能力保持稳定。

2024 年，公司批发代理/直销分别实现收入 957.69/748.43 亿元，同比分别+19.73%/+11.32%。不同于过去两年收入增长主要依靠直销渠道拉动，24 年更多依靠批发代理渠道拉动增长，经销体系变动也大于往年，22-23 年茅台经销商数量几乎保持不变，进退均不超过 5 家，而 24 年全年净增国内经销商 63 家，净减国外经销商 2 家，且增加的经销商均为酱香系列酒经销商，一方面表明公司在酱香系列酒的布局上迈开了步子，不再局限于通过原有体系内经销商实现增量；另一方面，尽管 24 年茅台酒多款产品面临价格下行压力，公司并未通过放开茅台酒经销资质来扩大渠道容量、缓解业绩压力，我们认为，这表明当前公司仍有足够的产品腾挪空间，来实现稳价、业绩增长的双重目标。直销渠道中，2024 年公司通过 i 茅台实现的收入为 200.24 亿元，同比-10.51%，是造成直销渠道收入增速趋缓的原因之一，我们推测，下半年酒厂为配合挺价主动控制了平台投放量，以及酒厂为梳理 1935 市场秩序、消化渠道库存，下架了 i 茅台上的 1935 申购，导致 i 茅台收入同比下滑。

2024 年公司毛利率为 91.93%，同比微降 0.03pct，净利率为 52.27%，同比下降 0.22pct，盈利能力保持稳定。费用率方面，税金及附加费率同比+0.69pct，销售费用率 3.24%，同比+0.15pct，管理费用率 5.35%，同比-1.11pcts，费用率整体波动较小，主要得益于收入规模大、费效高，投入的增减对费用率影响不大。

► 25 年国内计划投放略有增长，将从产品、渠道、消费者培育等方面做好转型。

根据茅粉事务所公众号，投放计划上，2025 年，公司茅台酒国内市场计划投放较 2024 年略有增长，我们认为相比 23 年、24 年 10%以上的投放量增长，25 年计划投放略增将显著减缓市场供给压力。在产品策略方面，25 年公司将延续产品腾挪方案，确保飞天 53° 500ml 价格相对稳定，减少飞天 53° 500ml 及珍品茅台的投放量，适度调增飞天 53° 1000ml 茅台酒投放量。此外，25 年公司将通过开发新品，进一步满足终端多元化需求，具体举措上，包括推出 100ml 精品、珍品、陈年茅台等高附加值产品，以及面向餐饮场景的 750ml 茅台

酒，进一步加大餐饮市场开拓，还会推出面向国际市场的 400ml 茅台酒。据此我们认为，25 年公司的产品布局主线为面对多元化的场景需求、经济转型带来的新需求等，针对性推出能够更好满足消费者需求的新产品，通过此举，一方面实现更为纵深的对消费者需求的掌握，另一方面分担大单品普飞的供给压力，化解普飞价格压力。

根据茅粉事务所公众号，渠道模式上，25 年也将呈现一些变化，公司将调整专卖店、商超、电商渠道的产品结构，将专卖店合同原配比的飞天 53 度 200ml、小金小白等规格产品改为分销制，分销价相对于厂价更高，提价部分将体现为报表收入及销售吨价的提升。

根据酒业家公众号，消费者培育方面，2025 年，公司将继续推进“三大转型”，主动求变，做好渠道协同和消费触达，有效解决好茅台酒供需不匹配的问题。在转型方面，公司将增加消费的触达与转化，挖掘消费新需求，抓住产业结构调整和白酒消费人群调整的时代特点，做好客群转型、消费转型、服务转型这三个转型，其中客群转型聚焦“新商务”人群，包括积极转型升级的传统产业，以新能源、生物科技和数字科技为代表的新兴产业，以及包含未来制造、未来信息、未来能源等行业的未来产业。我们认为，面对我国经济结构的变化，公司能够及时同步积极求变，并推动茅台酒消费群体持续向高薪、高回报产业聚集，是公司对自身定位清晰及拥有穿越周期能力的体现。

投资建议

2025 年，公司根据当前的需求环境，制定了更为务实的目标，实现营业总收入较上年度增长 9% 左右，我们认为公司为实现目标、稳健经营制定了较为完善的市场策略，多措并举之下，有望在顺利实现该目标的同时，保持 25 年 53 度 500ml 飞天茅台的市场价格稳定。根据公司规划，我们调整 25-26 年盈利预测，25-26 年营业收入由 1905.35/2069.41 亿元调整至 1906.57/2001.74 亿元，归母净利润由 941.67/1025.82 亿元调整至 936.38/996.87 亿元，EPS 由 74.96/81.66 元下调至 74.54/79.36 元，新增 27 年盈利预测，预计 27 年公司实现营业收入 2069.32 亿元，归母净利润 1040.17 亿元，EPS 为 82.80 元，2025 年 4 月 3 日收盘价为 1568.88 元，对应 25-27 年 PE 分别为 21/20/19 倍，维持“买入”评级。

风险提示

需求恢复不及预期，非标产品投放量增加带来整体价盘压力，消费税改革落地等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	150,560	174,144	190,657	200,174	206,932
YoY (%)	18.0%	15.7%	9.5%	5.0%	3.4%
归母净利润(百万元)	74,734	86,228	93,638	99,687	104,017
YoY (%)	19.2%	15.4%	8.6%	6.5%	4.3%
毛利率 (%)	92.0%	91.9%	92.2%	92.2%	92.1%
每股收益 (元)	59.49	68.64	74.54	79.36	82.80
ROE	34.7%	37.0%	28.8%	23.5%	19.7%
市盈率	26.37	22.86	21.05	19.77	18.95

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：郭辉

邮箱：guohui1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120002

联系电话：

分析师：沈嘉雯

邮箱：shenjw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524070001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	174,144	190,657	200,174	206,932	净利润	89,335	97,249	103,405	107,896
YoY (%)	15.7%	9.5%	5.0%	3.4%	折旧和摊销	2,085	2,371	2,512	2,705
营业成本	13,895	14,762	15,509	16,127	营运资金变动	1,919	15,647	-11,846	7,552
营业税金及附加	26,926	28,533	30,176	31,386	经营活动现金流	92,464	115,219	94,036	118,119
销售费用	5,639	6,460	7,077	7,314	资本开支	-4,678	-4,054	-3,880	-4,086
管理费用	9,316	11,422	11,403	11,378	投资	2,805	-5	-7	-7
财务费用	-1,470	-889	-2,534	-3,886	投资活动现金流	-1,785	-4,010	-3,851	-4,060
研发费用	218	206	197	203	股权募资	0	-1,599	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	9	49	35	33	筹资活动现金流	-71,068	-1,599	0	0
营业利润	119,689	130,246	138,416	144,477	现金净流量	19,610	109,610	90,185	114,059
营业外收支	-50	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	119,639	130,246	138,416	144,477	成长能力				
所得税	30,304	32,997	35,011	36,580	营业收入增长率	15.7%	9.5%	5.0%	3.4%
净利润	89,335	97,249	103,405	107,896	净利润增长率	15.4%	8.6%	6.5%	4.3%
归属于母公司净利润	86,228	93,638	99,687	104,017	盈利能力				
YoY (%)	15.4%	8.6%	6.5%	4.3%	毛利率	91.9%	92.2%	92.2%	92.1%
每股收益	68.64	74.54	79.36	82.80	净利率	50.5%	50.0%	50.7%	51.2%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	28.8%	23.1%	19.6%	16.9%
货币资金	59,296	168,906	259,091	373,150	净资产收益率 ROE	37.0%	28.8%	23.5%	19.7%
预付款项	27	458	185	241	偿债能力				
存货	54,343	51,335	59,978	56,070	流动比率	4.45	5.35	6.89	8.50
其他流动资产	138,061	134,912	138,416	134,614	速动比率	1.09	2.53	3.94	5.61
流动资产合计	251,727	355,610	457,670	564,075	现金比率	1.05	2.54	3.90	5.62
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	19.0%	16.5%	13.2%	10.8%
固定资产	21,871	22,751	23,283	23,992	经营效率				
无形资产	8,850	9,731	10,613	11,294	总资产周转率	0.60	0.53	0.43	0.36
非流动资产合计	47,218	48,906	50,280	51,668	每股指标 (元)				
资产合计	298,945	404,516	507,950	615,743	每股收益	68.64	74.54	79.36	82.80
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	185.56	258.83	338.19	420.99
应付账款及票据	3,515	3,224	3,969	3,534	每股经营现金流	73.61	91.72	74.86	94.03
其他流动负债	53,001	63,213	62,496	62,829	每股股利	51.51	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	56,516	66,437	66,466	66,363	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	22.86	21.05	19.77	18.95
其他长期负债	417	417	417	417	PB	8.21	6.06	4.64	3.73
非流动负债合计	417	417	417	417					
负债合计	56,933	66,854	66,883	66,780					
股本	1,256	1,255	1,255	1,255					
少数股东权益	8,905	12,516	16,234	20,114					
股东权益合计	242,011	337,662	441,067	548,963					
负债和股东权益合计	298,945	404,516	507,950	615,743					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。