

24 年业绩符合预期，25 年目标稳健务实

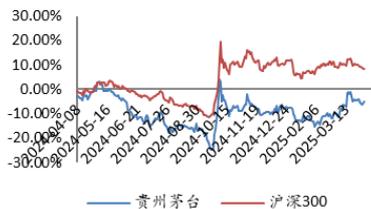
——业绩点评

相关研究：

- 《首次注销式回购，提振信心》
2024.09.26
- 《调结构稳市场，业绩韧性延续》
2024.10.31
- 《24年完成既定目标，25年聚焦转型》
2025.01.07

公司评级：买入（维持）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	6.20	4.08	-13.40
绝对收益	5.50	6.36	-5.17

注：相对收益与沪深300 相比

分析师：李育文

证书编号：S0500523060001

Tel: 021-50295328

Email: liyw3@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件：贵州茅台发布 2024 年年度报告

根据公司 2024 年年度报告，公司实现营业收入/归母净利润为 1741.44/862.28 亿元，同比+15.66%/15.38%。2024Q4 实现营业收入/归母净利润为 510.22/254.01 亿元，同比+12.77%/16.21%。

□ 点评：24 年业绩符合预期，25 年目标稳健务实

2024 年为应对市场需求疲弱，公司采取一系列调结构、控节奏的措施来应对市场波动。公司控制普飞投放，同时增加非标茅台在直销渠道的投放。系列酒方面，2024 年公司新增 67 家系列酒经销商，去年上半年系列酒保持较高增速，下半年暂停茅台 1935 投放，全年系列酒营收增速有所下降。

产品上，普飞提价带动茅台酒吨价上升。2024 年茅台酒/其他系列酒实现营业收入 1459.28/246.84 亿元，同比+15.28%/+19.65%；销量上，茅台酒/其他系列酒分别为 4.64/3.69 万吨，同比+10.22%/+18.47%；吨价上，茅台酒/其他系列酒分别为 314.41/66.86 万元，同比+4.59%/+1.00%。

渠道上，2024 年公司扩大经销商销售份额，批发代理/直销营业收入 957.69/748.43 亿元，同比+19.73%/+11.32%。直销渠道营收占比为 43.87%，同比-1.80pct。线上渠道平台中，i 茅台/其他线上平台销售收入 200.24/20.96 亿元，同比-10.51%/+14.44%。

分地区看，海外营收增速扩大。2024 年公司国内/国外营业收入 1654.23/51.89 亿元，同比+15.79%/+19.27%。

毛利率上，由于系列酒营收占比提升，整体毛利率略有下降。2024 年公司毛利率为 91.93%，同比-0.03pct。其中，茅台酒/其他系列酒毛利率为 94.06%/79.87%，同比-0.06/+0.11pct。

展望 2025 年，公司主要目标为实现营业总收入较上年度增长 9%左右，并完成固定资产投资 47.11 亿元。产能方面，2025 年公司将新增释放茅台酒基酒产能 1800 吨、系列酒基酒产能 8000 吨。产品方面，公司将优化产品投放策略，调整飞天 53 度 500ml 茅台酒、珍品茅台酒、飞天 53 度 1000ml 茅台酒等产品投放量。

□ 投资建议

在白酒调整期，公司依旧稳健完成全年目标，业绩韧性延续。2025 年公司目标稳健务实，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 1918.05、2091.62、2263.90 亿元，同比增长 10.1%、9.0%、8.2%。归母净利润分别为 949.32、1041.76、1129.19 亿元，同比增长 10.1%、9.7%、8.4%。EPS 分别为 75.77、83.15、90.13 元。维持公司“买入”评级。

□ 风险提示

政策落地不及预期；消费复苏不及预期；食品安全问题；市场竞争加剧。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	174144	191805	209162	226390
同比	15.7%	10.1%	9.0%	8.2%
归母净利润	86228	94932	104176	112919
同比	15.4%	10.1%	9.7%	8.4%
毛利率	92.1%	92.3%	92.3%	92.3%
ROE	37.0%	32.5%	32.8%	33.0%
每股收益 (元)	68.83	75.77	83.15	90.13
PE	22.86	20.76	18.92	17.45
EV/EBITDA	15.91	14.45	13.22	12.20

资料来源：天软、湘财证券研究所

附表 1 贵州茅台财务报表以及相应指标

资产负债表 单位:百万元					利润表 单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	251727	305391	333018	360626	营业收入	174144	191805	209162	226390
货币资金	59296	124614	145805	164076	营业成本	13789	14837	16097	17366
应收账款	19	41	44	44	税金及附加	26926	28906	31689	34356
其他应收款	30	36	38	41	销售费用	5639	6115	6703	7243
预付账款	27	249	153	185	管理费用	9316	11520	12264	13188
存货	54343	58099	63159	68144	研发费用	218	221	244	266
其他流动资产	138012	122353	123819	128136	财务费用	-1470	-1655	-2434	-2789
非流动资产	47218	51100	54160	56670	信用减值损失	-23	-1	-2	-5
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	21871	24719	26858	28831	公允价值变动收益	61	32	37	39
在建工程	2150	2113	2087	2064	投资收益	9	27	22	21
无形资产	8850	9631	10363	11035	营业利润	119689	131944	144681	156840
其他非流动资产	14347	14636	14852	14741	营业外收入	71	76	76	75
资产总计	298945	356491	387178	417297	营业外支出	121	146	136	137
流动负债	56516	51543	52605	54441	利润总额	119639	131874	144622	156778
短期借款	0	0	0	0	所得税	30304	33382	36593	39682
应付账款	3515	3770	4112	4427	净利润	89335	98493	108029	117097
其他流动负债	53001	47773	48493	50014	少数股东损益	3107	3560	3852	4177
非流动负债	417	407	400	405	归属母公司净利润	86228	94932	104176	112919
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	120303	132471	144788	156935
其他非流动负债	417	407	400	405	EPS (元)	68.64	75.77	83.15	90.13
负债合计	56933	51950	53005	54846	主要财务比率				
归属母公司股东权	233106	292075	317855	341956	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
股本	1256	1253	1253	1253	成长能力				
资本公积	1375	115	115	115	营业收入	15.7%	10.1%	9.0%	8.2%
留存收益	229423	289654	315434	339535	营业利润	15.4%	10.2%	9.7%	8.4%
少数股东权益	8905	12466	16318	20495	归属母公司净利润	15.4%	10.1%	9.7%	8.4%
负债和股东权益	298945	356491	387178	417297	获利能力				
现金流量表 单位:百万元					毛利率(%)	92.1%	92.3%	92.3%	92.3%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	净利率(%)	49.5%	49.5%	49.8%	49.9%
经营活动现金流	92464	105609	102879	109560	ROE(%)	37.0%	32.5%	32.8%	33.0%
净利润	89335	98493	108029	117097	ROIC(%)	52.6%	59.0%	61.3%	62.8%
资产减值准备	0	2	0	0	偿债能力				
折旧摊销	2085	2182	2540	2884	资产负债率(%)	19.0%	14.6%	13.7%	13.1%
财务费用	-1470	-1655	-2434	-2789	流动比率	4.45	5.92	6.33	6.62
投资损失	-9	-27	-22	-21	速动比率	3.49	4.80	5.13	5.37
营运资金变动	1919	6454	-5430	-7437	利息保障倍数	8167.31	-	-	-
其他经营现金流	604	161	196	-174	营运能力				
投资活动现金流	-1785	-5964	-5726	-5263	总资产周转率	0.61	0.59	0.56	0.56
资本支出	4679	4675	4326	4503	应收账款周转率	4238.26	6057.16	4680.91	4904.14
长期投资	-2805	398	430	-282	存货周转率	0.27	0.26	0.27	0.26
其他投资现金流	89	-892	-969	-1042	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-71068	-34327	-75962	-86026	每股收益(最新摊薄)	68.83	75.77	83.15	90.13
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	73.80	84.29	82.12	87.45
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	186.06	233.13	253.70	272.94
普通股增加	0	-3	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	-1260	0	0	P/E	22.86	20.76	18.92	17.45
其他筹资现金流	-71068	-33064	-75962	-86026	P/B	8.45	6.75	6.20	5.76
现金净增加额	19610	65318	21191	18271	EV/EBITDA	15.91	14.45	13.22	12.20

资料来源: 天软, 湘财证券研究所

分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 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% 以上；
- 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。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，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，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。