业绩稳增长，茅台酒和批发渠道增速亮眼

——贵州茅台（600519）点评报告

增持(维持)

2025 年 04 月 09 日

报告关键要素:

公司披露 2024 年年度报告，公司 2024 年实现营业总收入 1741.44 亿元（YoY+15.66%），营业收入 1708.99 亿元（YoY+15.71%），归母净利润 862.28 亿元（YoY+15.38%）。其中，2024Q4 实现营业总收入 510.22 亿元（YoY+12.77%），营业收入 501.23 亿元（YoY+12.83%），归母净利润 254.01 亿元（YoY+16.21%）。2024 年利润分配方案为每 10 股派发现金红利 238.82 元（含税）。

投资要点:

盈利能力：毛利率、净利率均小幅下降。2024 年公司销售毛利率/归母净利率分别为 91.93%/49.52%，同减 0.03pct/0.12pct，销售/管理费用率分别为 3.24%/5.35%，同比+0.15pct/-1.11pct，其中销售费用增长主要原因是本期广告及市场拓展费增加。其中 2024Q4 年公司销售毛利率/归母净利率分别为 92.9%/49.78%，同比+0.96pct/+0.27pct，销售/管理费用率分别为 2.75%/6.95%，同比-0.49pcts/+1.60pct。

分产品：量价齐升，茅台酒增长较为亮眼。2024 年茅台酒收入为 1459.28 亿元，YoY+15.28%，系列酒收入为 246.83 亿元，YoY+19.65%，均保持较高增长。其中 2024Q4 公司茅台酒收入和系列酒收入分别为 448.02 亿元和 52.90 亿元，同比增速分别为+13.94%和+5.05%，茅台酒表现更为亮眼。从量价来看，2024 年茅台酒销量同比+10.22%，吨价同比+4.59%，系列酒销量同比+18.47%，吨价同比+1.00%，茅台酒量价齐升，系列酒主要靠销量提升驱动营收增长。系列酒中的茅台 1935 上市仅三年，已成为千元产品价格带的茅台明星产品，2023 年成功晋级营收百亿级大单品。公司产品矩阵全面构建，已形成了千（贵州茅台）、百（茅台 1935）、十亿（茅台王子酒、汉酱、贵州大曲、赖茅）级大单品格局。

分渠道：直销渠道增速趋缓，加大传统批发代理渠道投入。公司直销渠道包括自营和“i 茅台”等数字营销平台渠道，批发代理渠道包括社会经销商、商超、电商等渠道。2024 年公司加大批发代理渠道投入，2024 年公司直销/批发代理收入分别为 748.43/957.69 亿元，同增

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	174144.07	190135.32	207802.01	227033.30
增长比率(%)	15.66	9.18	9.29	9.25
归母净利润(百万元)	86228.15	94179.08	102768.61	112134.56
增长比率(%)	15.38	9.22	9.12	9.11
每股收益(元)	68.64	74.97	81.81	89.27
市盈率(倍)	22.51	20.61	18.89	17.31
市净率（倍）	8.33	7.62	6.92	6.29

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	1,256.20
流通A股(百万股)	1,256.20
收盘价(元)	1,545.00
总市值(亿元)	19,408.26
流通A股市值(亿元)	19,408.26

个股相对沪深 300 指数表现

数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

Q3 业绩保持稳增长，茅台酒增长亮眼

系列酒增速亮眼，直销渠道占比有所下降

业绩稳增长，产品矩阵构建&渠道优化成果显效

分析师： 陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：02032255207

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

11.32%/19.73%，占比分比为 43.87%/56.13%。公司 2024Q4 直销/批发代理实现营收 228.54/272.40 亿元，同比增长 8.69%/16.76%。其中“i 茅台”App 在 2024 年实现营收 200.24 亿元，同比-10.51%。

经营计划：坚持稳重求进总基调，2025 年锚定营收增速 9%。公司确定 2025 年的经营目标：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。公司经营稳健，产品、品牌、文化等竞争优势显著，我们判断公司能顺利完成预定目标。

盈利预测与投资建议：预计在大力提振内需的政策方针下，白酒消费有望保持增长，公司作为高端白酒龙头，具备强大的品牌力和极深的护城河，业绩有望保持稳健增长。我们根据最新数据调整此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 941.79/1027.69/1121.35 亿元（调整前为 2025-2026 年分别为 1002.38/1162.15 亿元），同比增长 9.22%/9.12%/9.11%，对应 EPS 为 74.97/81.81/89.27 元/股，4 月 8 日收盘价对应 PE 为 21/19/17 倍，维持“增持”评级。

风险因素：消费复苏不及预期风险，政策风险，宏观经济波动风险。

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**174144**	**190135**	**207802**	**227033**
同比增速(%)	15.66	9.18	9.29	9.25
营业成本	13895	15093	16459	18006
毛利	157110	171746	187882	205392
营业收入(%)	91.93	91.98	92.00	91.99
税金及附加	26926	28454	31042	34050
营业收入(%)	15.76	15.24	15.20	15.25
销售费用	5639	5667	6455	7067
营业收入(%)	3.30	3.03	3.16	3.17
管理费用	9316	10083	11130	12132
营业收入(%)	5.45	5.40	5.45	5.43
研发费用	218	214	237	267
营业收入(%)	0.13	0.11	0.12	0.12
财务费用	-1470	0	0	0
营业收入(%)	-0.86	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-23	0	0	0
其他收益	21	35	37	37
投资收益	9	50	37	37
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	61	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**119689**	**130709**	**142553**	**155586**
营业收入(%)	70.03	70.00	69.80	69.68
营业外收支	-50	0	0	0
利润总额	**119639**	**130709**	**142553**	**155586**
营业收入(%)	70.01	70.00	69.80	69.68
所得税费用	30304	33114	36057	39393
净利润	89335	97595	106496	116193
营业收入(%)	52.27	52.27	52.15	52.04
归属于母公司的净利润	**86228**	**94179**	**102769**	**112135**
同比增速(%)	15.38	9.22	9.12	9.11
少数股东损益	3107	3416	3727	4058
EPS（元/股）	68.64	74.97	81.81	89.27

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	59296	88645	111742	138037
交易性金融资产	249	249	249	249
应收票据及应收账款	2003	824	1133	1614
存货	54343	58433	64030	70101
预付款项	27	468	197	270
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	135809	135817	135817	135821
流动资产合计	251727	284436	313168	346091
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	21871	23848	25253	26729
在建工程	2150	2828	2407	2271
无形资产	8850	9731	10613	11294
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	5520	5520	5520	5520
其他非流动资产	8827	8843	8852	8894
资产总计	**298945**	**335206**	**365813**	**400799**
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3515	3766	4178	4542
预收账款	0	0	0	0
合同负债	9592	17207	16605	17087
应付职工薪酬	5824	6749	7235	7842
应交税费	7718	9199	9631	10537
其他流动负债	29867	30846	31305	31840
流动负债合计	56516	67766	68954	71848
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	103	103	103	103
其他非流动负债	314	314	314	314
负债合计	**56933**	**68184**	**69371**	**72266**
归属于母公司的所有者权益	233106	254701	280393	308427
少数股东权益	8905	12321	16049	20107
股东权益	**242011**	**267022**	**296442**	**328533**
负债及股东权益	**298945**	**335206**	**365813**	**400799**

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	**92464**	**107919**	**104679**	**115328**
投资	2805	-3	-4	-4
资本性支出	-4678	-6033	-4540	-4966
其他	88	50	37	37
投资活动现金流净额	**-1785**	**-5986**	**-4506**	**-4932**
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	-1948	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-70951	-70634	-77076	-84101
其他	-116	0	0	0
筹资活动现金流净额	**-71068**	**-72583**	**-77076**	**-84101**
现金净流量	**19610**	**29349**	**23097**	**26295**

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	68.64	74.97	81.81	89.27
BVPS	185.56	202.76	223.21	245.52
PE	22.51	20.61	18.89	17.31
PEG	1.46	2.23	2.07	1.90
PB	8.33	7.62	6.92	6.29
EV/EBITDA	15.43	13.91	12.60	11.38
ROE	36.99%	36.98%	36.65%	36.36%
ROIC	36.39%	36.49%	35.87%	35.32%

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场