

食品饮料

报告日期：2025年04月14日

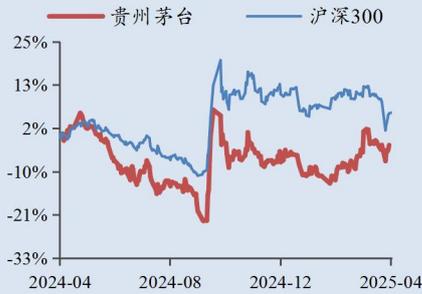
2024 业绩稳健增长，2025 目标营收增速 9%

——贵州茅台（600519.SH）2024 年报业绩点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2025年04月11日

当前价格（元）	1,568.98
52周价格区间（元）	1,245.83-1,910.00
总市值（百万元）	1,970,949.22
流通市值（百万元）	1,970,949.22
总股本（万股）	125,619.78
流通股（万股）	125,619.78
近一月换手（%）	6.87

分析师：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzq.com

相关阅读

事件：

公司发布 2024 年度报告。

公司实现营业收入 1708.99 亿元，同比提升 15.71%；归母净利润 862.28 亿元，同比提升 15.38%；扣非后归母净利润 862.41 亿元，同比提升 15.37%。

观点：

- 茅台酒实现稳健增长，系列酒增速亮眼。2024 年公司实现酒类收入 1706.12 亿元，同比+15.89%，毛利率 92.01%，同比-0.1pct，吨价同比+1.9%，销量同比+13.73%。分产品来看，2024 年茅台酒实现收入 1459.28 亿元，同比+15.28%，毛利率 94.06%，同比-0.06pct；其他系列酒实现收入 246.84 亿元，同比+19.65%，毛利率 79.87%，同比+0.11pct。分地区来看，国内/国外实现营收 1654.23 亿元/51.89 亿元，同比+15.79%/+19.27%，毛利率分别为 92.00%/92.23%，同比-0.1pct/+0.05pct；分销售模式来看，批发代理/直销实现收入 957.69 亿元/748.43 亿元，同比+19.73%/+11.32%，毛利率分别为 89.42%/95.33%，同比+0.13pct/-0.13pct。截至 2024 年末，国内/国外经销商数量分别为 2143 个/104 个，同比变动+63 个/-2 个；2024 年“i 茅台”数字营销平台实现收入 200.24 亿元，同比-10.51%，其他线上平台实现收入 20.96 亿元，同比+14.44%，i 茅台收入增速趋缓。
- 2024 年公司毛利率和净利率小幅波动，2024Q4 同比提升，经营性现金流量改善明显。2024 年公司实现毛利率 91.93%，同比-0.03pct；净利率 52.27%，同比-0.21pct；其中 2024Q4 毛利率/净利率分别为 92.89%/51.55%，同比+0.33pct/+1.39pct。2024 年公司实现销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 3.24%/5.35%/-0.84%，同比+0.15pct/-1.11pct/+0.34pct，销售费用率增加主因公司市场推广及服务费增加，财务费用率增加主因本期商业银行存款利率下降。2024 年公司实现经营活动产生的现金流量净额 924.64 亿元，同比提升 38.85%，主因公司销售商品收到的现金增加及控股子公司贵州茅台集团财务有限公司归集集团公司其他成员单位资金较上期增加。
- 2025 年公司目标实现营收同比增长 9%左右，完成固定资产投资 47.11 亿元。公司将坚持以消费者为中心，推动从“卖酒”向“卖生活方式”转变。持续增强战略定力、品牌张力、市场活力，做好“三

个转型”，不断强化渠道协同、增强消费触达、促进消费转化，着力解决“供需适配”的根本问题。持续筑牢系列酒市场基础，有效提升品牌竞争力。重点从“市场、渠道、服务、品牌”四端发力，构建“T”型多元化产品矩阵，完善国际化表达体系。根据酒业家消息，产品适配方面，茅台将继续坚持“金字塔”产品结构。以 500ml、1000ml、750ml、100ml 茅台及礼盒为“金字塔”的底座，稳固品牌的基础，以文化产品、文创产品为“金字塔”的中部，打造以生肖酒为大单品的文化产品作为中部的主力；“金字塔”的顶层则是精品、珍品与陈年酒。茅台将在底座产品上，让不同的产品进入更合适的渠道，寻找精准消费者；顶层产品将走专品专案的路线，适配个性化消费场景。

- **盈利预测及投资评级：**我们看好公司作为行业龙头，面对行业调整期，积极迎接和拥抱消费 3.0 时代，具备合理统筹布局，穿越周期的能力。我们给予公司一定的估值溢价，我们预计 2025 年/2026 年/2027 年公司营业收入分别为 1863.21 亿元/2040.18 亿元/2236.82 亿元，同比增长 9.02%/9.50%/9.64%；归母净利润分别为 934.37 亿元 /1015.74 亿元 /1110.39 亿元，同比增长 8.36%/8.71%/9.32%；对应 2025 年 4 月 11 日收盘价，PE 分别为 21.1X/19.4X/17.8X，参考可比公司的平均估值，首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济风险；食品安全风险；舆情风险；环境保护风险；业绩增速不及预期的风险。

表 1：盈利预测简表

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	147,694	170,899	186,321	204,018	223,682
增长率（%）	19.01	15.71	9.02	9.50	9.64
归母净利润（百万元）	74,734	86,228	93,437	101,574	111,039
增长率（%）	19.16	15.38	8.36	8.71	9.32
ROE（%）	34.66	36.91	31.83	28.09	25.28
每股收益/EPS（摊薄/元）	59.49	68.64	74.38	80.86	88.39
市盈率（P/E）	26.4	22.9	21.1	19.4	17.8
市净率（P/B）	9.1	8.5	6.8	5.5	4.5

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 2：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)					PE				
				2022A	2023A	2024A/E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024A/E	2025E	2026E
000858.SZ	五粮液	131.60	5,108.20	6.88	7.78	8.50	9.33	10.30	26.3	16.9	15.5	14.1	12.8
000568.SZ	泸州老窖	130.17	1,916.04	7.06	9.02	9.64	10.41	11.54	31.8	19.9	13.5	12.5	11.3
600809.SH	山西汾酒	220.99	2,696.00	6.65	8.56	10.15	11.66	13.36	42.9	27.0	21.8	19.0	16.5
行业平均		160.92	3,240.08	6.86	8.46	9.43	10.47	11.73	33.7	21.3	16.9	15.2	13.5
600519.SH	贵州茅台	1,568.98	19,709.49	49.93	59.49	68.64	74.38	80.86	34.6	26.4	22.9	21.1	19.4

数据来源：iFinD,华龙证券研究所（截至 2025 年 4 月 11 日，贵州茅台、五粮液盈利预测来自华龙证券研究所，贵州茅台 2024 年值为实际值，其他公司 2024 年为预测值）。

表 3：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	225,173	251,727	312,756	382,584	461,884	营业收入	147,694	170,899	186,321	204,018	223,682
现金	69,070	59,296	100,897	147,731	183,343	营业成本	11,867	13,789	14,931	16,343	17,884
应收票据及应收账款	74	2,003	269	2,215	511	税金及附加	22,234	26,926	27,762	30,916	34,035
其他应收款	28	30	33	36	39	销售费用	4,649	5,639	5,776	6,325	6,934
预付账款	35	27	40	33	47	管理费用	9,729	9,316	10,061	11,017	12,079
存货	46,435	54,343	75,490	96,541	141,917	研发费用	157	218	187	226	249
其他流动资产	109,531	136,027	136,027	136,027	136,027	财务费用	-1,790	-1,470	-1,923	-1,638	-1,439
非流动资产	47,527	47,218	48,850	50,703	52,480	资产和信用减值损失	38	-23	-33	-12	-10
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收益	35	21	25	26	27
固定资产	19,909	21,871	23,098	24,361	25,604	公允价值变动收益	3	61	32	47	39
无形资产	8,790	8,949	9,571	10,322	10,973	投资净收益	34	9	41	37	30
其他非流动资产	18,828	16,398	16,181	16,020	15,902	资产处置收益	-0	0	0	0	0
资产总计	272,700	298,945	361,606	433,287	514,364	营业利润	103,709	119,689	129,594	140,928	154,026
流动负债	48,698	56,516	57,075	58,224	58,962	营业外收入	87	71	71	71	71
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	133	121	121	121	121
应付票据及应付账款	3,093	3,515	3,521	4,245	4,219	利润总额	103,663	119,639	129,544	140,878	153,976
其他流动负债	45,605	53,001	53,554	53,979	54,744	所得税	26,141	30,304	32,740	35,644	38,937
非流动负债	346	417	417	417	417	净利润	77,521	89,335	96,804	105,234	115,039
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	2,787	3,107	3,366	3,659	4,000
其他非流动负债	346	417	417	417	417	归属母公司净利润	74,734	86,228	93,437	101,574	111,039
负债合计	49,043	56,933	57,493	58,641	59,379	EBITDA	107,482	123,121	133,428	145,650	159,604
少数股东权益	7,988	8,905	12,272	15,931	19,932	EPS (元)	59.49	68.64	74.38	80.86	88.39
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256						
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375						
留存收益	211,982	229,423	287,270	350,154	418,897						
归属母公司股东权益	215,669	233,106	291,842	358,715	435,053						
负债和股东权益	272,700	298,945	361,606	433,287	514,364						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	66,593	92,464	77,881	83,723	72,873
净利润	77,521	89,335	96,804	105,234	115,039
折旧摊销	1,865	1,991	1,832	2,056	2,294
财务费用	-1,790	-1,470	-1,923	-1,638	-1,439
投资损失	-34	-9	-41	-37	-30
营运资金变动	-11,667	1,919	-18,789	-21,857	-42,961
其他经营现金流	698	699	0	-35	-29
投资活动现金流	-9,724	-1,785	-3,390	-3,825	-4,000
资本支出	2,620	4,679	3,464	3,909	4,070
长期投资	-7,268	2,805	0	0	0
其他投资现金流	163	89	74	84	70
筹资活动现金流	-58,889	-71,068	-32,890	-33,063	-33,262
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-58,889	-71,068	-32,890	-33,063	-33,262
现金净增加额	-2,019	19,610	41,601	46,835	35,611

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	19.01	15.71	9.02	9.50	9.64
营业利润同比增速(%)	18.01	15.41	8.28	8.75	9.29
归属于母公司净利润同比增速(%)	19.16	15.38	8.36	8.71	9.32
获利能力					
毛利率(%)	91.96	91.93	91.99	91.99	92.00
净利率(%)	52.49	52.27	51.96	51.58	51.43
ROE(%)	34.66	36.91	31.83	28.09	25.28
ROIC(%)	36.61	38.78	33.70	29.90	27.02
偿债能力					
资产负债率(%)	17.98	19.04	15.90	13.53	11.54
净负债比率(%)	-30.86	-24.46	-33.18	-39.43	-40.30
流动比率	4.62	4.45	5.48	6.57	7.83
速动比率	1.43	1.09	1.78	2.58	3.12
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.60	0.56	0.51	0.47
应收账款周转率	3,632.83	4,307.61	3,970.22	4,138.91	4,054.56
应付账款周转率	4.31	4.17	4.24	4.21	4.23
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	59.49	68.64	74.38	80.86	88.39
每股经营现金流(最新摊薄)	53.01	73.61	62.00	66.65	58.01
每股净资产(最新摊薄)	171.68	185.56	232.32	285.56	346.33
估值比率					
P/E	26.4	22.9	21.1	19.4	17.8
P/B	9.1	8.5	6.8	5.5	4.5
EV/EBITDA	17.77	15.60	14.11	12.63	11.32

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046