

2025年04月16日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

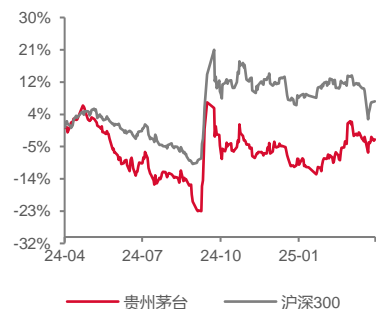
yxc@longone.com.cn

联系人

吴康辉

wkh@longone.com.cn

数据日期	2025/04/16
收盘价	1,559.17
总股本(万股)	125,620
流通A股/B股(万股)	125,620/0
资产负债率(%)	19.04%
市净率(倍)	8.09
净资产收益率(加权)	36.02
12个月内最高/最低价	1,910.00/1,245.83



相关研究

《贵州茅台(600519): Q3业绩符合预期,经营延续稳健——公司简评报告》2024.11.04

《贵州茅台(600519): 业绩维持稳健,分红比例显著提升——公司简评报告》2024.08.13

《贵州茅台(600519): 再创佳绩,稳步前行-公司简评》2024.04.04

贵州茅台(600519): 2024年圆满收官, 2025年扎实前行

—公司简评报告

投资要点

- **事件:** 公司发布2024年年报, 2024年实现营业总收入1741.44亿元(同比+15.66%, 全文同), 归母净利润862.28亿元(+15.38%); 其中2024Q4营业总收入510.22亿元(+12.77%), 归母净利润254.01亿元(+16.21%), 业绩符合预期。此外, 公司拟每10股派发股利276.24元(含税), 共计拟派发346.71亿元。
- **平稳完成全年业绩目标。** 2024年, 公司酒类营收同比增长15.89%, 完成全年营收目标, 且量价维持齐升态势, 销量达8.33万吨(+13.73%), 吨价为204.74万元(同比+1.90%)。1) **分产品来看,** 2024年茅台酒实现收入1459.28亿元(+15.28%), 其中销量为4.64万吨(+10.22%), 预计受益于公斤装等非标产品投放量增加; 吨价为314.41万元(+4.59%), 主要系飞天提价所贡献。系列酒实现收入246.84亿元(+19.65%), 销量为3.69万吨(+18.47%), 吨价为66.86万元(+1.00%), 根据酒业家数据, 其中1935实现收入120亿元。2) **分渠道,** 批发代理实现收入957.69亿元(+19.73%), 直销实现收入748.43亿元(+11.32%), 直营收入占比下降1.80pct至43.87%, 其中i茅台营收200.24亿元(-10.51%), 预计主要系公司下半年对1935进行控货。
- **盈利能力稳定, 分红率达75%。** 2024年毛利率、净利率分别为91.93%(-0.03pct)和52.27%(-0.22pct), 销售费率3.24%(+0.15%), 管理费5.35%(-1.11pct)。 **现金流方面,** 2024年销售收现同比提高11.57%, 经营现金流净额为924.64亿元(+38.85%), 主要系集团财务公司归集集团公司其他成员单位资金较上期增加。合同负债95.92亿元(同比-32.09%), 虽同比有所减弱, 但蓄水池仍较充足。 **分红方面,** 2024年公司累计分红646.72亿元, 股利支付率达75%, 符合公司分红规划, 对长线资金吸引力较强。
- **投资建议:** 展望2025年, 公司全年营收增长目标为9%, 公司产品优势明显, 产品端, 预计飞天茅台维持控货稳价, 通过公斤装、生肖酒、1935实现主要增量。渠道和营销端, 公司将调整渠道的产品结构, 加速推进“三大转型”, 做好渠道协同与消费者触达, 整体来看目标达成确定性较高。考虑当前白酒行业仍面临压力, 适当调整公司2025/2026年盈利预测, 新增2027年盈利预测, 预计2025/2026/2027归母净利润分别为942.91/1025.63/1101.16亿元(2025-2026年原值为964.16/1071.55亿元), 增速分别为9.35%/8.77%/7.36%, 对应EPS为75.06/81.65/87.66元(2025-2026年原值为76.75/85.30元), 对应当前股价PE分别为20.77/19.10/17.79。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品结构升级不及预期、市场修复不及预期、原材料波动风险。

盈利预测与估值

单位: 亿元	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,741.44	1,902.46	2,057.88	2,209.85
同比增速	15.66%	9.25%	8.17%	7.39%
归母净利润	862.28	942.91	1,025.63	1,101.16
同比增速	15.38%	9.35%	8.77%	7.36%
EPS(元)	68.64	75.06	81.65	87.66
P/E	22.71	20.77	19.10	17.79

资料来源: 携宁, 东海证券研究所, 截至2025年4月16日

附录：三大报表预测值

利润表

单位: 亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,741	1,902	2,058	2,210
%同比增速	16%	9%	8%	7%
营业成本	139	139	154	165
毛利	1,571	1,732	1,873	2,014
%营业收入	92%	93%	92%	92%
税金及附加	269	289	310	334
%营业收入	16%	15%	15%	15%
销售费用	56	63	63	67
%营业收入	3%	3%	3%	3%
管理费用	93	100	105	113
%营业收入	5%	5%	5%	5%
研发费用	2	2	3	3
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	-15	0	0	0
%营业收入	-1%	0%	0%	0%
投资收益	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	1,197	1,309	1,424	1,528
%营业收入	70%	70%	70%	70%
营业外收支	-1	0	-1	-1
利润总额	1,196	1,308	1,423	1,528
%营业收入	70%	70%	70%	70%
所得税费用	303	331	360	387
净利润	893s	977	1,063	1,141
%同比增速	15%	9%	9%	7%
归属于母公司的净利润	862	943	1,026	1,101
%营业收入	50%	50%	51%	51%
少数股东损益	31	34	37	40
EPS (元/股)	68.64	75.06	81.65	87.66

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	68.64	75.06	81.65	87.66
BVPS	185.56	202.78	223.19	245.10
PE	22.71	20.77	19.10	17.79
PEG	1.48	2.22	2.18	2.42
PB	8.40	7.69	6.99	6.36
EV/EBITDA	15.43	14.11	12.77	11.70
ROE	37%	37%	37%	36%
ROIC	36%	37%	36%	35%

资产负债表

单位: 亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	593	754	1,026	1,303
交易性金融资产	2	4	4	5
应收账款及应收票据	20	16	18	19
存货	543	535	592	635
预付账款	0	0	0	0
其他流动资产	1,358	1,294	1,240	1,190
流动资产合计	2,517	2,603	2,880	3,153
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	219	242	246	255
无形资产	89	96	102	107
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	55	55	55	55
其他非流动资产	110	142	151	162
资产总计	2,989	3,139	3,435	3,732
应付票据及应付账款	35	35	38	41
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	58	58	63	67
应交税费	77	84	91	98
其他流动负债	395	287	274	243
流动负债合计	565	464	467	449
递延所得税负债	1	1	1	1
其他非流动负债	3	3	3	3
负债合计	569	468	472	453
归母公司的所有者权益	2,331	2,547	2,804	3,079
少数股东权益s	89	123	160	200
股东权益	2,420	2,670	2,964	3,279
负债及股东权益	2,989	3,139	3,435	3,732

现金流量表

单位: 亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	925	979	1,092	1,163
投资	28	-32	-9	-11
资本性支出	-47	-60	-42	-50
其他	1	0	0	0
投资活动现金流净额	-18	-92	-51	-60
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
支付股利及利息	-710	-707	-769	-826
其他	-1	-19	0	0
筹资活动现金流净额	-711	-727	-769	-826
现金净流量	196	161	272	277

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止日期为 2025 年 4 月 16 日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089