

分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

实现稳定增长，增幅略收窄

——贵州茅台(600519)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(首次)

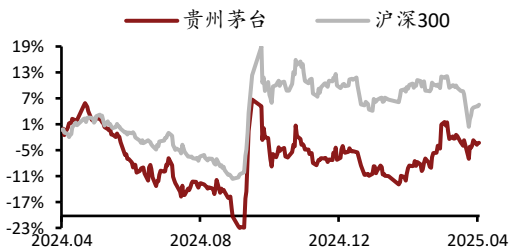
市场数据(2025-04-16)

收盘价(元)	1,559.17
一年内最高/最低(元)	1,770.00/1,261.00
沪深 300 指数	3,772.82
市净率(倍)	8.40
流通市值(亿元)	19,586.26

基础数据(2024-12-31)

每股净资产(元)	185.56
每股经营现金流(元)	73.61
毛利率(%)	91.93
净资产收益率_摊薄(%)	36.99
资产负债率(%)	19.04
总股本/流通股(万股)	125,619.78/125,619.78
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

- **2024 年，公司的营收维持常态增长，但增幅略回落。**2024 年，公司实现营收 1708.99 亿元，同比增 15.71%，增幅较上年回落 3.3 个百分点。其中，茅台酒实现营收 1459.28 亿元，同比增 15.28%，增幅较上年回落 2.12 个百分点，本期茅台酒在酒类收入中的占比 85.39%，占比较上年回落 0.32 个百分点；系列酒实现营收 246.84 亿元，同比增 19.65%，增幅较上年回落 9.78 个百分点，本期系列酒在主营收入中的占比 14.44%，占比较上年升高 0.48 个百分点。
- **除三季度外，一、二、四季度的营收增长均同比回落。**20241Q、20242Q、20244Q，公司分别营收 457.76、361.55、501.23 亿元，同比增 18.11%、17.31%、12.83%，增幅较上年同期回落 1.89、4.41 和 7.43 个百分点。2024 年，淡旺季的收入增长均有所回落。
- **茅台酒及系列酒销量增长。**2024 年，茅台酒销量 46412.95 吨，同比增 10.22%，增幅较上年回落 0.88 个百分点；系列酒销量 36919.81 吨，同比增 18.47%。我们估算，2024 年茅台酒出厂均价提升 4.59%，增幅较上年回落 1.07 个百分点。2024 年茅台酒的量价均有所增长，但增幅较 2023 年略回落。
- **茅台酒的毛利率略降，系列酒的毛利率上升。整体盈利水平略降，主要来自于茅台酒毛利率的下滑。**2024 年，茅台酒录得毛利率 94.06%，较上年下降 0.06 个百分点；系列酒录得毛利率 79.87%，较上年升高 0.11 个百分点。公司 2024 年整体盈利保持稳定：录得综合毛利率 92.08%，较 2023 年略降 0.04 个百分点；录得净利率 52.27%，同比略降 0.22 个百分点。2024 年，销售期间费用率 8.02%，同比降 0.61 个百分点，因而净利率下降主要来自于茅台酒毛利率的下降。
- **投资评级：**我们预测公司 2025、2026、2027 年的每股收益为 74.38 元、~~78.30~~ 69.30 元，参照 4 月 16 日收盘价 1559.17 元，对应的市盈率分别为 20.96 倍、19.10 倍和 17.46 倍。我们给予公司“增

持”评级。

风险提示：社会消费持续疲弱，并波及高端消费。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	150,560	174,144	189,698	208,668	227,448
增长比率（%）	18.04	15.66	8.93	10.00	9.00
净利润（百万元）	74,734	86,228	93,438	102,560	112,180
增长比率（%）	19.16	15.38	8.36	9.76	9.38
每股收益(元)	59.49	68.64	74.38	81.64	89.30
市盈率(倍)	26.21	22.71	20.96	19.10	17.46

资料来源：中原证券研究所，聚源

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	225,173	251,727	272,292	302,044	333,940
现金	69,070	59,296	61,592	70,674	78,952
应收票据及应收账款	74	2,003	2,182	2,386	2,583
其他应收款	28	30	32	35	38
预付账款	35	27	34	39	44
存货	46,435	54,343	62,425	70,882	79,297
其他流动资产	109,531	136,027	146,027	158,027	173,027
非流动资产	47,527	47,218	49,223	51,832	53,991
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	19,909	21,871	22,699	24,992	26,684
无形资产	8,572	8,850	9,744	9,912	10,341
其他非流动资产	19,046	16,496	16,780	16,928	16,967
资产总计	272,700	298,945	321,515	353,876	387,931
流动负债	48,698	56,516	54,963	60,135	64,925
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3,093	3,515	4,082	4,660	5,226
其他流动负债	45,605	53,001	50,881	55,475	59,700
非流动负债	346	417	440	428	400
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	346	417	440	428	400
负债合计	49,043	56,933	55,403	60,563	65,326
少数股东权益	7,988	8,905	11,597	13,159	14,406
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	213,043	230,485	253,842	279,482	307,526
归属母公司股东权益	215,669	233,106	254,515	280,154	308,198
负债和股东权益	272,700	298,945	321,515	353,876	387,931

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	78,645	91,176	97,256
净利润	77,521	89,335	96,129	104,122	113,428
折旧摊销	1,937	2,085	2,290	2,500	2,605
财务费用	13	14	15	15	14
投资损失	-34	-9	-19	-21	-23
营运资金变动	-11,667	1,919	-19,837	-15,507	-18,836
其他经营现金流	-1,177	-881	68	67	68
投资活动现金流	-9,724	-1,785	-4,329	-5,145	-4,801
资本支出	-2,595	-4,678	-3,835	-4,851	-4,610
长期投资	-7,268	2,805	-500	-300	-200
其他投资现金流	138	88	6	6	9
筹资活动现金流	-58,889	-71,068	-72,019	-76,948	-84,178
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	-72,019	-76,948	-84,178
现金净增加额	-2,019	19,610	2,296	9,082	8,277

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	150,560	174,144	189,698	208,668	227,448
营业成本	11,981	13,895	15,309	16,777	18,264
营业税金及附加	22,234	26,926	30,086	34,430	37,529
营业费用	4,649	5,639	6,450	7,303	8,188
管理费用	9,729	9,316	10,149	11,018	11,896
研发费用	157	218	266	313	364
财务费用	-1,790	-1,470	-1,468	-1,525	-1,683
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	35	21	19	21	23
公允价值变动收益	3	61	0	0	0
投资净收益	34	9	19	21	23
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	103,709	119,689	128,930	140,383	152,927
营业外收入	87	71	72	75	81
营业外支出	133	121	125	132	141
利润总额	103,663	119,639	128,877	140,326	152,867
所得税	26,141	30,304	32,748	36,204	39,440
净利润	77,521	89,335	96,129	104,122	113,428
少数股东损益	2,787	3,107	2,692	1,562	1,248
归属母公司净利润	74,734	86,228	93,438	102,560	112,180
EBITDA	103,820	120,233	129,699	141,301	153,790
EPS (元)	59.49	68.64	74.38	81.64	89.30

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	18.04	15.66	8.93	10.00	9.00
营业利润 (%)	18.01	15.41	7.72	8.88	8.94
归属母公司净利润 (%)	19.16	15.38	8.36	9.76	9.38
获利能力					
毛利率 (%)	91.96	91.93	91.93	91.96	91.97
净利率 (%)	50.60	50.46	49.26	49.15	49.32
ROE (%)	34.65	36.99	36.71	36.61	36.40
ROIC (%)	34.02	36.39	35.65	35.06	34.73
偿债能力					
资产负债率 (%)	17.98	19.04	17.23	17.11	16.84
净负债比率 (%)	21.93	23.53	20.82	20.65	20.25
流动比率	4.62	4.45	4.95	5.02	5.14
速动比率	1.43	1.09	1.17	1.22	1.26
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.61	0.61	0.62	0.61
应收账款周转率	3632.83	4307.61	12512.59	19755.60	30974.86
应付账款周转率	4.31	4.17	4.03	3.84	3.70
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	59.49	68.64	74.38	81.64	89.30
每股经营现金流 (最新摊薄)	53.01	73.61	62.61	72.58	77.42
每股净资产 (最新摊薄)	171.68	185.56	202.61	223.02	245.34
估值比率					
P/E	26.21	22.71	20.96	19.10	17.46
P/B	9.08	8.40	7.70	6.99	6.36
EV/EBITDA	20.22	15.43	14.63	13.36	12.22

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。