

# 贵州茅台 (600519)

## 理性务实，保持定力

买入 (维持)

2025年05月22日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	150,560	174,144	190,054	206,830	227,000
同比 (%)	18.04	15.66	9.14	8.83	9.75
归母净利润 (百万元)	74,734	86,228	93,203	100,942	110,276
同比 (%)	19.16	15.38	8.09	8.30	9.25
EPS-最新摊薄 (元/股)	59.49	68.64	74.19	80.35	87.79
P/E (现价&最新摊薄)	26.56	23.02	21.30	19.66	18.00

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 公司近日召开 2024 年度股东大会, 会上公司对自身战略考量及周期思考做真诚分享, 并就投资者关心问题进行解答, 核心要点如下:
- **三个相信解读茅台核心竞争力, 致力于“从卖酒向卖生活方式转变”。**会上董事长张德芹以“三个相信”为核心做主题分享, ①相信茅台的质量、文化根基不会动摇。1 是“质量是生命之魂”, 这是全体茅台人的质量信仰, 也是茅台的底线要求; 2 则文化是企业的根, 根深才能叶茂。②相信茅台的创新力、自我调节能力不会倒退。茅台经历 1988、1998、2008、2012 年共 4 轮市场调整期, 茅台始终保持战略定力、主动寻变, 理清思路并快速进行自我调节, 逆势而上巩固市场地位。③相信茅台的服务意识、服务能力不会掉队。公司努力推进变革, “从卖酒向卖生活方式转变”, 从消费群体、消费场景、消费方式转变入手, 致力于构建全方位生态系统, 推动实现各利益方共生共赢, 带动行业健康可持续发展。
- **客观理性认识本轮白酒周期, 以强大经营韧性穿越周期。**会上代总经理王莉深入剖析当前白酒行业现状, 提出坚定信心、保持定力, 高效科学执行战略举措穿越周期。1) 本轮周期具有三期叠加特征, 1 是宏观周期正处于新旧动能转换阶段, 理性消费时代到来, 消费迎来新趋势、新特点; 2 是白酒行业周期从无序增长的熵增向消化矛盾的熵减演绎, 渠道面临转型压力; 3 是茅台自身社交、收藏等多重属性此消彼长、相互制衡。2) 对此公司 1 是保持信心、定力, 基于经济向好发展、茅台品牌认同的信心不动摇, 始终坚持品质、品牌、渠道建设; 2 是高效科学执行战略举措, 近期做好市场营销、维护市场稳定, 强化产品适配、渠道触达, 实现服务转型; 中期做好品牌年轻化 (保持活力、创新、包容), 推进品牌国际化 (构建 6 大评价体系, 细分国际市场精准施策); 长期构建利益共享、情感共联、价值共创的生态系统, 平衡各方要求。
- **价格形成遵循市场规律, 积极维护价格体系稳固。**茅台酒为消费品, 价格形成遵循天时 (市场环境)、地利 (渠道和终端掌控力)、人和 (平衡各方利益诉求), 公司将坚定不移维护茅台金字塔型产品矩阵价格体系稳固, 底座产品为普飞 500ml、750ml、1L、100ml 装及其礼盒装产品, 腰部产品为茅台文创产品, 顶部产品为精品、珍品、陈年茅台酒。
- **强化市值管理, 凸显长期价值。**2024 年公司首次制定《市值管理办法》, 提升管理规范水平, 并发布三年分红规划, 启动上市以来首次回购计划。截至最新, 公司回购计划已执行回购金额超 40 亿元, 2024 年以分红金额+回购金额计, 实际分红率超 80%。2025 年公司将加快实施 60 亿元上限的回购计划, 同时新一期股份回购及集团增持方案亦在筹划推进。
- **盈利预测与投资评级:** 参考 2025 年经营目标, 我们维持 2025~27 年归母净利润预测为 932、1009、1103 亿元, 同比+8%、+8%、+9%, 当前市值对应 PE 为 21、20、18x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观承压消费持续走弱, 需求企稳不及预期; 市场对增速规划的非理性反应等。

### 市场数据

收盘价(元)	1,580.00
一年最低/最高价	1,245.83/1,910.00
市净率(倍)	7.68
流通 A 股市值(百万元)	1,984,792.52
总市值(百万元)	1,984,792.52

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	205.67
资产负债率(%,LF)	14.14
总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股(百万股)	1,256.20

### 相关研究

- 《贵州茅台(600519): 2025 年一季度报点评: 节奏得当, 开局顺利》  
2025-04-30
- 《贵州茅台(600519): 2024 年报点评: 平稳兑现, 目标积极》  
2025-04-03

## 贵州茅台三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>251,727</b>	<b>272,605</b>	<b>297,140</b>	<b>328,768</b>	<b>营业总收入</b>	<b>174,144</b>	<b>190,054</b>	<b>206,830</b>	<b>227,000</b>
货币资金及交易性金融资产	59,544	61,412	63,305	69,868	营业成本(含金融类)	13,895	16,742	18,830	20,790
经营性应收款项	2,030	1,139	727	1,000	税金及附加	26,926	29,129	31,426	34,819
存货	54,343	61,944	70,241	78,693	销售费用	5,639	7,050	8,261	9,464
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,316	9,566	10,024	10,553
其他流动资产	135,809	148,110	162,867	179,207	研发费用	218	213	117	242
<b>非流动资产</b>	<b>47,218</b>	<b>50,271</b>	<b>53,086</b>	<b>55,595</b>	财务费用	(1,470)	(1,651)	(1,703)	(1,693)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	21	34	36	36
固定资产及使用权资产	22,282	24,973	26,544	27,879	投资净收益	9	48	36	36
在建工程	2,150	1,825	1,074	674	公允价值变动	61	0	0	0
无形资产	8,850	9,731	10,613	11,294	减值损失	(23)	(23)	(23)	(23)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	9	0	0
长期待摊费用	152	152	152	152	<b>营业利润</b>	<b>119,689</b>	<b>129,074</b>	<b>139,924</b>	<b>152,873</b>
其他非流动资产	13,784	13,591	14,702	15,597	营业外净收支	(50)	(58)	(51)	(53)
<b>资产总计</b>	<b>298,945</b>	<b>322,876</b>	<b>350,225</b>	<b>384,363</b>	<b>利润总额</b>	<b>119,639</b>	<b>129,016</b>	<b>139,873</b>	<b>152,820</b>
<b>流动负债</b>	<b>56,516</b>	<b>59,648</b>	<b>62,901</b>	<b>65,459</b>	减:所得税	30,304	32,383	35,270	38,534
短期借款及一年内到期的非流动负债	112	93	87	97	<b>净利润</b>	<b>89,335</b>	<b>96,633</b>	<b>104,603</b>	<b>114,286</b>
经营性应付款项	3,515	3,851	3,403	3,466	减:少数股东损益	3,107	3,430	3,661	4,010
合同负债	9,592	9,945	10,260	10,715	<b>归属母公司净利润</b>	<b>86,228</b>	<b>93,203</b>	<b>100,942</b>	<b>110,276</b>
其他流动负债	43,297	45,759	49,151	51,181	每股收益-最新股本摊薄(元)	68.64	74.19	80.35	87.79
非流动负债	417	417	417	417	EBIT	118,148	127,412	138,231	151,190
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	120,233	129,912	140,896	154,051
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.93	91.10	90.80	90.75
租赁负债	314	314	314	314	归母净利率(%)	50.46	50.06	49.79	49.51
其他非流动负债	103	103	103	103	收入增长率(%)	15.66	9.14	8.83	9.75
<b>负债合计</b>	<b>56,933</b>	<b>60,066</b>	<b>63,318</b>	<b>65,876</b>	归母净利润增长率(%)	15.38	8.09	8.30	9.25
归属母公司股东权益	233,106	250,475	270,910	298,479					
少数股东权益	8,905	12,336	15,997	20,007					
<b>所有者权益合计</b>	<b>242,011</b>	<b>262,811</b>	<b>286,907</b>	<b>318,487</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>298,945</b>	<b>322,876</b>	<b>350,225</b>	<b>384,363</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	92,464	83,006	87,579	94,565	每股净资产(元)	185.56	199.39	215.66	237.61
投资活动现金流	(1,785)	(5,276)	(5,164)	(5,296)	最新发行在外股份(百万股)	1,256	1,256	1,256	1,256
筹资活动现金流	(71,068)	(75,862)	(80,521)	(82,706)	ROIC(%)	37.83	37.75	37.56	37.30
现金净增加额	19,610	1,868	1,893	6,563	ROE-摊薄(%)	36.99	37.21	37.26	36.95
折旧和摊销	2,085	2,500	2,666	2,861	资产负债率(%)	19.04	18.60	18.08	17.14
资本开支	(4,678)	(5,795)	(4,420)	(4,529)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.02	21.30	19.66	18.00
营运资本变动	1,919	(17,093)	(19,407)	(22,541)	P/B(现价)	8.51	7.92	7.33	6.65

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>