

# 贵州茅台（600519.SH）：24 年顺利收官，看好 25 年公司经营稳定增长

2025 年 2 月 7 日

强烈推荐/维持

贵州茅台

公司报告

**公司顺利完成 2024 年任务。**2024 年茅台顺利完成年初既定目标，预计实现营业收入总收入约 1,738 亿元（其中茅台酒营业收入约 1,458 亿元，系列酒营业收入约 246 亿元），同比增长约 15.44%；预计实现归属于上市公司股东的净利润约 857 亿元，同比增长约 14.67%。据此计算，2024Q4，茅台实现营收约 507 亿元，同比增长约 12.06%，实现归属上市公司股东的净利润约 249 亿元，同比增长约 13.92%。

**25 年产品结构调整将持续，茅台酒投放量将持续。**在此前经销商大会上，公司曾表示 2025 年将调整飞天 53 度 500ml 茅台酒、珍品茅台酒、飞天 53 度 1000ml 茅台酒等产品投放量，进一步强化普茅大单品作为橄榄型产品矩阵“金字塔”底座地位，激活终端消费动能，提升消费触达率。公司将调整珍品茅台酒运营模式；调整陈年茅台酒和 43 度茅台酒的分销政策。此外，公司将开发 750ml 和 400ml 茅台酒，分别用于餐饮渠道和国际市场。我们认为公司 2025 年茅台酒的整体投放量会加大，飞天茅台投放量会减少，大文创酒和非飞天系列酒的投放量会在 25 年成为增长亮点。

**确保价格稳定仍将是 25 年的重点。**在此前经销商大会上，公司曾表示 2025 年公司确保 53 度 500ml 飞天茅台价格相对稳定。同时，公司强调茅台酒的两个基本没有变，即：茅台酒的基本属性没有变，社交、收藏等基本属性依然是茅台酒的固有属性。茅台在大会上强调 53 度飞天茅台价格要确保稳定，显示出公司对于茅台批价管理的信心和决心，给市场以茅台批价稳定的心理预期。

**公司盈利预测及投资评级：**公司在困难的环境下，2024 年仍保持了稳健的增长，显示出业绩的韧性和稳定性。作为白酒行业的龙头企业，茅台拥有稳定发展、穿越周期的能力，我们看好公司在高端白酒中的市场占有率持续提升的趋势，预期 2025 年公司实现销售收入同比增长 14.45%，归母净利润增长 15.3%，对应 EPS 78.73 元，当前股价对应估值 17.95 倍。考虑到茅台历史估值水平以及业绩增长的确定性，我们给予目标估值 26 倍，目标价 2047 元，给与“强烈推荐”评级。

**风险提示：**宏观消费恢复不及预期，市场竞争过于激烈，公司产品结构提升不及预期等。

## 财务指标预测

| 指标         | 2022A      | 2023A      | 2024E      | 2025E      | 2026E      |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入（百万元）  | 127,553.96 | 150,560.33 | 173,806.85 | 198,921.93 | 227,708.28 |
| 增长率（%）     | 16.53%     | 18.04%     | 15.44%     | 14.45%     | 14.47%     |
| 归母净利润（百万元） | 62,716.44  | 74,734.07  | 85,771.54  | 98,896.32  | 114,581.05 |
| 增长率（%）     | 19.55%     | 19.16%     | 14.77%     | 15.30%     | 15.86%     |
| 净资产收益率（%）  | 31.75%     | 34.65%     | 36.65%     | 38.76%     | 40.97%     |
| 每股收益（元）    | 49.93      | 59.49      | 68.28      | 78.73      | 91.21      |
| PE         | 28.30      | 23.75      | 20.69      | 17.95      | 15.49      |
| PB         | 8.99       | 8.23       | 7.58       | 6.96       | 6.35       |

## 公司简介：

公司主要业务是茅台酒及系列酒的生产与销售。主导产品“贵州茅台酒”是我国大曲酱香型白酒的鼻祖和典型代表，集国家地理标志产品、有机食品和国家非物质文化遗产于一身，公司营销网络覆盖国内市场及五大洲 64 个国家和地区。

资料来源：公司公告

## 未来 3-6 个月重大事项提示：

无

## 发债及交叉持股介绍：

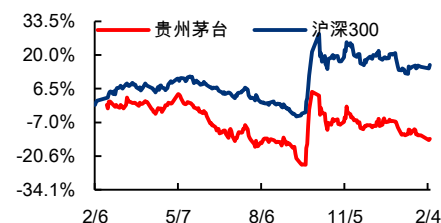
无

## 交易数据

|                |                 |
|----------------|-----------------|
| 52 周股价区间（元）    | 1,748.0-1,261.0 |
| 总市值（亿元）        | 17,634.5        |
| 流通市值（亿元）       | 17,634.5        |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 125,620/125,620 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | -/-             |
| 52 周日均换手率      | 0.69            |

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

## 分析师：王洁婷

021-25102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

**附表：公司盈利预测表**

| 资产负债表           |         |         | 单位:百万元  |         |         | 利润表            |        |        | 单位:百万元 |        |        |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                 | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |                | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| <b>流动资产合计</b>   | 216611  | 225173  | 247875  | 271370  | 298407  | <b>营业收入</b>    | 127554 | 150560 | 173807 | 198922 | 227708 |
| 货币资金            | 58274   | 69070   | 82927   | 100583  | 119236  | <b>营业成本</b>    | 10093  | 11867  | 14026  | 15323  | 17248  |
| 应收账款            | 21      | 60      | 48      | 54      | 62      | 营业税金及附加        | 18496  | 22234  | 25689  | 29401  | 33655  |
| 其他应收款           | 32      | 28      | 32      | 36      | 42      | 营业费用           | 3298   | 4649   | 7474   | 8355   | 9108   |
| 预付款项            | 897     | 35      | 741     | 1512    | 2381    | 管理费用           | 9012   | 9729   | 13036  | 14919  | 15940  |
| 存货              | 38824   | 46435   | 54568   | 59612   | 67101   | 财务费用           | -1392  | -1790  | -1441  | -1696  | -1686  |
| 其他流动资产          | 161     | 71      | 71      | 71      | 71      | 研发费用           | 135    | 157    | 348    | 398    | 250    |
| <b>非流动资产合计</b>  | 37753   | 47527   | 41589   | 39573   | 37532   | 资产减值损失         | 0.00   | 0.00   | 12.50  | 14.31  | 16.38  |
| 长期股权投资          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 公允价值变动收益       | 0.00   | 3.15   | 3.15   | 3.15   | 3.15   |
| 固定资产            | 19743   | 19909   | 19218   | 17928   | 16338   | 投资净收益          | 63.84  | 34.03  | 34.03  | 34.03  | 34.03  |
| 无形资产            | 7083    | 8572    | 8386    | 8203    | 8025    | 加：其他收益         | 24.51  | 34.64  | 39.99  | 45.77  | 52.40  |
| 其他非流动资产         | 0       | 110     | 110     | 110     | 110     | <b>营业利润</b>    | 87880  | 103709 | 114741 | 132291 | 153265 |
| <b>资产总计</b>     | 254365  | 272700  | 289463  | 310943  | 335938  | 营业外收入          | 70.85  | 86.78  | 86.78  | 86.78  | 86.78  |
| <b>流动负债合计</b>   | 49066   | 48698   | 47388   | 47721   | 48216   | 营业外支出          | 248.88 | 132.88 | 132.88 | 132.88 | 132.88 |
| 短期借款            | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | <b>利润总额</b>    | 87701  | 103663 | 114695 | 132245 | 153219 |
| 应付账款            | 2408    | 3093    | 3606    | 3939    | 4434    | 所得税            | 22326  | 26141  | 28923  | 33349  | 38638  |
| 预收款项            | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | <b>净利润</b>     | 65375  | 77521  | 85772  | 98896  | 114581 |
| 一年内到期的非流动负债     | 109     | 57      | 57      | 57      | 57      | 少数股东损益         | 2659   | 2787   | 0      | 0      | 0      |
| <b>非流动负债合计</b>  | 334     | 346     | 80      | 81      | 82      | 归属母公司净利润       | 62716  | 74734  | 85772  | 98896  | 114581 |
| 长期借款            | 0       | 0       | 1       | 2       | 3       | <b>主要财务比率</b>  |        |        |        |        |        |
| 应付债券            | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |                |        |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>     | 49400   | 49043   | 47468   | 47802   | 48298   | <b>成长能力</b>    | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| 少数股东权益          | 7458    | 7988    | 7988    | 7988    | 7988    | 营业收入增长         | 16.53% | 18.04% | 15.44% | 14.45% | 14.47% |
| 实收资本（或股本）       | 1256    | 1256    | 1256    | 1256    | 1256    | 营业利润增长         | 17.56% | 18.01% | 10.64% | 15.30% | 15.85% |
| 资本公积            | 1375    | 1375    | 1375    | 1375    | 1375    | 归属于母公司净利润增长    | 19.55% | 19.16% | 14.77% | 15.30% | 15.86% |
| 未分配利润           | 161302  | 172983  | 182745  | 194001  | 207042  | <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权益合计     | 197507  | 215669  | 234008  | 255153  | 279653  | 毛利率(%)         | 91.87% | 91.96% | 91.93% | 92.30% | 92.43% |
| <b>负债和所有者权益</b> | 254365  | 272700  | 289463  | 310943  | 335938  | 净利率(%)         | 51.25% | 51.49% | 49.35% | 49.72% | 50.32% |
| <b>现金流量表</b>    |         |         |         |         |         | 总资产净利润(%)      | 24.66% | 27.41% | 29.63% | 31.81% | 34.11% |
|                 |         |         |         |         |         | ROE(%)         | 31.75% | 34.65% | 36.65% | 38.76% | 40.97% |
| <b>经营活动现金流</b>  | 66593   | 66593   | 76083   | 93720   | 107065  | <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 净利润             | 65375   | 77521   | 85772   | 98896   | 114581  | 资产负债率(%)       | 19%    | 18%    | 16%    | 15%    | 14%    |
| 折旧摊销            | 1688.45 | 1937.42 | 1984.16 | 2048.78 | 2079.50 | 流动比率           | 4.41   | 4.62   | 5.23   | 5.69   | 6.19   |
| 财务费用            | -1392   | -1790   | -1441   | -1696   | -1686   | 速动比率           | 3.62   | 3.67   | 4.08   | 4.44   | 4.80   |
| 应收账款减少          | -21     | -39     | 13      | -7      | -8      | <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 预收账款增加          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 总资产周转率         | 0.50   | 0.57   | 0.62   | 0.66   | 0.70   |
| <b>投资活动现金流</b>  | 36699   | -9724   | 3763    | -10     | -17     | 应收账款周转率        | 12184  | 3703   | 3219   | 3896   | 3896   |
| 公允价值变动收益        | 0       | 3       | 3       | 3       | 3       | 应付账款周转率        | 57.74  | 54.73  | 51.89  | 52.73  | 54.39  |
| 长期投资减少          | 0       | 0       | 3981    | 0       | 0       | <b>每股指标（元）</b> |        |        |        |        |        |
| 投资收益            | 64      | 34      | 34      | 34      | 34      | 每股收益(最新摊薄)     | 49.93  | 59.49  | 68.28  | 78.73  | 91.21  |
| <b>筹资活动现金流</b>  | -57425  | -58889  | -65990  | -76053  | -88395  | 每股净现金流(最新摊薄)   | -20.91 | -1.61  | 11.03  | 14.06  | 14.85  |
| 应付债券增加          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 每股净资产(最新摊薄)    | 157.23 | 171.68 | 186.28 | 203.12 | 222.62 |
| 长期借款增加          | 0       | 0       | 1       | 1       | 1       | <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 普通股增加           | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | P/E            | 28.30  | 23.75  | 20.69  | 17.95  | 15.49  |
| 资本公积增加          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | P/B            | 8.99   | 8.23   | 7.58   | 6.96   | 6.35   |
| <b>现金净增加额</b>   | 45867   | -2020   | 13856   | 17657   | 18653   | EV/EBITDA      | 19.47  | 16.43  | 14.68  | 12.62  | 10.78  |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

| 报告类型   | 标题                                   | 日期         |
|--------|--------------------------------------|------------|
| 行业普通报告 | 食品饮料周报：五粮液暂停供货，春节旺季逐渐开启              | 2025-01-14 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业：白酒经销商大会密集召开，酒企更加注重稳健发展        | 2024-12-31 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业：微信拟开启送礼功能，或可成为新风口             | 2024-12-30 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业：微信小店增加“送礼物”功能，关注休闲食品节假日送礼投资机会 | 2024-12-24 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业：中央经济工作会议解读：提振消费是亮点，明年政策将继续落地  | 2024-12-17 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业中央经济工作会议解读：提振消费是亮点，明年政策将继续落地   | 2024-12-13 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业：中共中央经济工作会议召开，消费提振成为亮点之一       | 2024-12-11 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业：白酒龙头企业强调分红，提振市场信心             | 2024-12-04 |
| 公司普通报告 | 贵州茅台（600519.SH）：业绩势能不减，高分红稳定市场信心     | 2024-08-13 |
| 公司普通报告 | 贵州茅台（600519.SH）：业绩表现优异，24 年势能不减      | 2024-04-10 |
| 公司深度报告 | 食品饮料行业 2024 年投资展望：顺周期优先              | 2023-11-29 |
| 公司普通报告 | 贵州茅台（600519）：业绩稳定增长，龙头稳健性凸显          | 2023-08-07 |

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

### 王洁婷

普渡大学硕士，2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（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）：  
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：  
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

| 北京                       | 上海                       | 深圳                     |
|--------------------------|--------------------------|------------------------|
| 西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层 | 虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层 | 福田区益田路 6009 号新世界中心 46F |
| 邮编：100033                | 邮编：200082                | 邮编：518038              |
| 电话：010-66554070          | 电话：021-25102800          | 电话：0755-83239601       |
| 传真：010-66554008          | 传真：021-25102881          | 传真：0755-23824526       |