

贵州茅台（600519）

证券研究报告

2025 年 01 月 06 日

25 年经销商大会召开，预计量增带动增长

事件：12 月 23 日，主题为“同心共铸千亿茅台增长极，携手再启十年酱香新征程”的 2025 年茅台酱香酒经销商联谊会召开；12 月 25 日，以“聚共识以共赢，怀厚德以致远”为主题的贵州茅台酒 2025 年全国经销商联谊会在贵阳召开。

系列酒：目标更为理性，25 年重点发力王子酒

24 年茅台酱香酒完成各项目标，保持稳健发展态势。①灵活调整产品销售策略，取消茅台 1935、汉酱匠心传承的动态配额制，全面实行合同制管理；②强化市场基础建设，累计开展陈列 15700 多单元；开展品鉴会 51000 多桌，宴席 44000 多场次。

2025 年整体思路方向延续 24 年，但更为理性&思路更清晰：

一、目标更为理性：24 年系列酒顺利完成集团目标，25 年系列酒目标增速为不低于上市公司前五平均增速。酱香酒公司短期定位集团新的增长极，长期将成为大众消费头部企业，百年茅台的基础。

二、产品策略清晰：坚持“一体两翼”的品牌发展策略，全力打造以茅台 1935 为核心的茅台酱香酒大单品集群，未来将专注 1935、王子、汉酱三大系列，打造“三大百亿事业部”。①1935：立足经典款 1935，增强文创产品稀缺性，开发个性化产品和臻享版茅台 1935，形成茅台 1935“金字塔结构”产品结构体系；②王子酒：开发塔尖产品和低度产品，力争 2 年内打造为茅台酱香酒第二支百亿大单品；③汉酱：25 年减少汉酱(匠心传承)市场投放量；④总经销品牌：总量、占比上原则只减不增。

三、渠道策略清晰：坚持矩阵式渠道协同发展。目前公司销售团队 400 人，未来将进一步扩充以匹配 200 亿的销售规模。

茅台酒：三大转型攻坚克难，统筹投放结构&渠道

24 年预计收入利润双位数增长，持续夯实公司“压舱石”。①产品端：持续优化产品矩阵，提升品牌价值；②渠道端：形成“自营”和“社会”两大体系，有效确保茅台酒市场稳定；③品牌端：开展主题品鉴活动超 6600 场、举办“茅友嘉年华”等文化活动 60 余场。

25 年以消费者为中心，持续做好“三个转型”。①客群转型：聚焦“新商务”人群，推动客群组成和结构转型；②场景转型：在持续巩固好传统聚会的基础上，围绕“新商务”人群；③服务转型：让“卖酒”转变为“卖生活方式”。

调整各产品投放量，加大市场费用投放。在产品结构上，①2025 年普飞计划投放量略增；②减少珍品投放量；③适度调增 1000ml 茅台酒投放量；④调整专卖店、商超电商合同产品结构，提升消费触达率；⑤调整内部子公司合同产品结构，开发茅台 1935 臻享版、1935ml 和 375ml 产品，收缩 1935 文创产品，开发茅台王子酒塔尖产品与低度产品。此外，2025 年 1 月 5 日正式发布新品乙巳蛇年生肖酒和笙乐飞天茅台酒。**在市场政策上，**公司新年预算市场活动投入费用支持约 6.75 亿元，同比增加 83%。

盈利预测：我们预计，公司 24-26 年收入同比增长 15%/9%/8%至 1735/1890/2047 亿元，归母净利润同比增长 15%/9%/8%至 858/935/1013 亿元，对应 PE 分别为 21X/19X/18X。

风险提示：宏观经济影响，消费疲软，行业政策变动，飞天茅台批价波动。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	127,553.96	150,560.33	173,494.67	188,954.70	204,667.53
增长率(%)	16.53	18.04	15.23	8.91	8.32
EBITDA(百万元)	88,318.19	103,966.14	118,355.91	127,763.27	137,199.51
归属母公司净利润(百万元)	62,716.44	74,734.07	85,811.85	93,482.73	101,303.42
增长率(%)	19.55	19.16	14.82	8.94	8.37
EPS(元/股)	49.93	59.49	68.31	74.42	80.64
市盈率(P/E)	28.84	24.20	21.08	19.35	17.86
市净率(P/B)	9.16	8.39	7.00	5.92	5.08
市销率(P/S)	14.18	12.01	10.43	9.57	8.84
EV/EBITDA	23.87	20.10	14.34	12.90	11.68

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/白酒Ⅱ
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	1440 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股股本(百万股)	1,256.20
A 股总市值(百万元)	1,808,924.83
流通 A 股市值(百万元)	1,808,924.83
每股净资产(元)	189.23
资产负债率(%)	13.63
一年内最高/最低(元)	1910.00/1245.83

作者

张潇倩	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524060003	
zhangxiaolian@tfzq.com	
马咏怡	联系人
mayongyi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《贵州茅台-季报点评:业绩符合预期，Q3 非标占比或提升明显》 2024-10-29
- 《贵州茅台-半年报点评:24Q2 业绩超预期（现金流&合同负债优秀），三年分红承诺超预期》 2024-08-10
- 《贵州茅台-季报点评:收入表现超市场预期，税金占比导致利润率波动》 2024-05-03

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	58,274.32	69,070.14	103,648.93	154,134.08	201,841.00
应收票据及应收账款	126.39	74.31	156.96	94.92	177.91
预付账款	897.38	34.59	1,064.46	160.87	1,195.63
存货	38,824.37	46,435.19	52,789.69	58,664.55	64,652.68
其他	118,488.98	109,558.30	113,173.39	111,365.26	112,279.15
流动资产合计	216,611.44	225,172.52	270,833.43	324,419.69	380,146.37
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	19,742.62	19,909.28	18,250.91	16,592.54	14,934.17
在建工程	2,208.33	2,137.46	2,637.46	2,837.46	2,937.46
无形资产	7,273.71	8,790.28	8,770.06	8,744.84	8,714.61
其他	8,528.70	16,690.11	17,771.91	17,689.29	17,348.50
非流动资产合计	37,753.37	47,527.14	47,430.34	45,864.14	43,934.75
资产总计	254,364.80	272,699.66	318,263.77	370,283.82	424,081.11
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,408.37	3,093.09	3,394.65	3,886.69	4,270.07
其他	31,185.38	31,478.76	46,384.83	49,417.43	50,289.59
流动负债合计	33,593.75	34,571.86	49,779.48	53,304.13	54,559.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	334.45	345.58	325.50	335.18	335.42
非流动负债合计	334.45	345.58	325.50	335.18	335.42
负债合计	49,400.12	49,043.19	50,104.98	53,639.30	54,895.08
少数股东权益	7,458.02	7,987.90	9,588.19	11,331.53	13,220.72
股本	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20
资本公积	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96
留存收益	193,824.76	211,981.94	254,887.86	301,629.23	352,280.94
其他	1,050.75	1,055.47	1,051.58	1,052.60	1,053.22
股东权益合计	204,964.69	223,656.47	268,158.79	316,644.52	369,186.04
负债和股东权益总计	254,364.80	272,699.66	318,263.77	370,283.82	424,081.11

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	65,375.14	77,521.48	85,811.85	93,482.73	101,303.42
折旧摊销	1,611.08	1,864.97	1,878.59	1,883.59	1,888.59
财务费用	12.02	12.62	(2,634.37)	(3,931.80)	(5,429.46)
投资损失	(63.84)	(34.03)	(52.04)	(49.97)	(45.35)
营运资金变动	(22,120.42)	(14,929.39)	(10,002.69)	450.85	(6,746.35)
其它	(8,115.38)	2,157.59	3,200.58	3,486.69	3,778.38
经营活动现金流	36,698.60	66,593.25	78,201.91	95,322.10	94,749.24
资本支出	4,783.76	3,449.32	720.08	390.32	299.76
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(10,320.58)	(13,173.73)	(2,467.47)	(675.38)	(231.25)
投资活动现金流	(5,536.83)	(9,724.41)	(1,747.39)	(285.05)	68.50
债权融资	1,396.84	1,737.21	2,634.37	3,931.80	5,429.46
股权融资	(60,070.39)	(62,782.56)	(44,510.10)	(48,483.69)	(52,540.28)
其他	1,249.03	2,156.25	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(57,424.53)	(58,889.10)	(41,875.73)	(44,551.89)	(47,110.83)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(26,262.76)	(2,020.27)	34,578.79	50,485.15	47,706.92

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	127,553.96	150,560.33	173,494.67	188,954.70	204,667.53
营业成本	10,093.47	11,867.27	13,994.79	15,602.88	17,273.14
营业税金及附加	18,495.82	22,234.18	25,621.03	28,059.77	30,597.80
销售费用	3,297.72	4,648.61	5,968.22	6,613.41	7,368.03
管理费用	9,012.19	9,729.39	11,277.15	12,471.01	13,712.72
研发费用	135.19	157.37	208.19	377.91	450.27
财务费用	(1,391.81)	(1,789.50)	(2,634.37)	(3,931.80)	(5,429.46)
资产/信用减值损失	(14.69)	37.87	37.87	37.87	37.87
公允价值变动收益	0.00	3.15	0.00	0.00	0.00
投资净收益	63.84	34.03	52.04	49.97	45.35
其他	(17.30)	(70.69)	0.00	0.00	0.00
营业利润	87,879.52	103,708.66	119,149.56	129,849.35	140,778.24
营业外收入	70.85	86.78	75.54	77.72	80.01
营业外支出	248.88	132.88	224.53	202.10	186.51
利润总额	87,701.49	103,662.55	119,000.57	129,724.97	140,671.75
所得税	22,326.35	26,141.08	29,988.14	32,755.56	35,589.95
净利润	65,375.14	77,521.48	89,012.42	96,969.42	105,081.80
少数股东损益	2,658.69	2,787.40	3,200.58	3,486.69	3,778.38
归属于母公司净利润	62,716.44	74,734.07	85,811.85	93,482.73	101,303.42
每股收益（元）	49.93	59.49	68.31	74.42	80.64

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	16.53%	18.04%	15.23%	8.91%	8.32%
营业利润	17.56%	18.01%	14.89%	8.98%	8.42%
归属于母公司净利润	19.55%	19.16%	14.82%	8.94%	8.37%
获利能力					
毛利率	92.09%	92.12%	91.93%	91.74%	91.56%
净利率	49.17%	49.64%	49.46%	49.47%	49.50%
ROE	31.75%	34.65%	33.19%	30.62%	28.46%
ROIC	47.11%	55.98%	63.36%	64.29%	69.98%
偿债能力					
资产负债率	19.42%	17.98%	15.74%	14.49%	12.94%
净负债率	-28.38%	-30.86%	-38.63%	-48.66%	-54.66%
流动比率	4.41	4.62	5.44	6.09	6.97
速动比率	3.62	3.67	4.38	4.99	5.78
营运能力					
应收账款周转率	2,018.41	1,500.37	1,500.37	1,500.37	1,500.37
存货周转率	3.53	3.53	3.50	3.39	3.32
总资产周转率	0.50	0.57	0.59	0.55	0.52
每股指标（元）					
每股收益	49.93	59.49	68.31	74.42	80.64
每股经营现金流	29.21	53.01	62.25	75.88	75.43
每股净资产	157.23	171.68	205.84	243.05	283.37
估值比率					
市盈率	28.84	24.20	21.08	19.35	17.86
市净率	9.16	8.39	7.00	5.92	5.08
EV/EBITDA	23.87	20.10	14.34	12.90	11.68
EV/EBIT	24.31	20.47	14.57	13.09	11.84

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com