

食品饮料

2025年04月03日

贵州茅台 (600519)

——贵州茅台 2024 年度年报点评：穿越周期的稳健增长与国际化破局

增持(维持)

研报摘要：

- 事件：**贵州茅台公告 2024 年度业绩。2024 年公司实现营业总收入 1741 亿元，同比+15.7%；归母净利润 862 亿元，同比+15.4%。24Q4 公司营业总收入 510 亿元，同比+12.8%；归母净利润 254 亿元，同比+16.2%。
- 高基数下的高质量增长：**在白酒行业深度调整的 2024 年，贵州茅台以 1741.44 亿元的营业总收入和 862.28 亿元的归母净利润，实现双位数增长，同比增幅分别达 15.66% 和 15.38%，超额完成年初设定的 15% 增长目标。这一成绩不仅延续了其自 2021 年突破千亿元营收后的持续增长态势，更在全球经济放缓与行业转型的双重压力下，展现出“大象起舞”的韧性。公司经营活动现金流净额达 924.64 亿元，同比增长 38.85%，充沛的现金流为其持续高分红提供了坚实支撑。2024 年全年分红总额达 646.72 亿元（含中期分红），占净利润比例达 75%，再创历史新高，彰显了公司对股东回报的高度重视。此外，公司年内启动 30-60 亿元的股份回购计划，截至 2025 年 2 月底已回购约 15.99 亿元，进一步强化市值管理。
- 业务结构优化：**茅台酒与系列酒双轮驱动。作为千亿级核心单品，茅台酒全年营收 1459.28 亿元，同比增长 15.28%，毛利率维持在 94.06% 的高位。其增长动力源于价格策略与产品结构优化：2023 年底飞天茅台出厂价上调 20%，叠加精品茅台、生肖茅台等非标产品的放量，推动吨价提升。渠道数据显示，公斤装茅台用户增长超 2 倍，印证了高端市场需求的韧性。茅台酱香系列酒营收 246.84 亿元，同比增长 19.65%，其中茅台 1935 单品突破 120 亿元，稳居百亿阵营。系列酒通过产品升级（如茅台王子酒 2.0 焕新）和渠道下沉，进一步渗透大众消费市场，其毛利率达 79.87%，显示出较强的盈利能力。系列酒营收占比提升至 14.47%，标志着公司多元化战略成效显著。
- 国际化出现突破：**2024 年，茅台海外营收首次突破 50 亿元，达 51.89 亿元，同比增长 19.27%。公司通过“茅台之夜”“茅台文化节”等品牌 IP，结合 APEC 峰会、达沃斯论坛等国际平台，深化文化营销。截至 2024 年底，海外社交媒体粉丝超 400 万，品牌知名度与美誉度持续提升。未来，公司计划构建“六大体系”，加速国际化表达，目标在 2035 年成为全球食品饮料行业前五企业。
- 运营效率与风险管控：**销售费用同比增长 21.31% 至 56.39 亿元，主要用于市场推广与数字化渠道建设；研发费用增长 38.76% 至 2.18 亿元，聚焦生产工艺优化与创新技术应用。管理费用下降 4.25%，体现内部管理效率提升。茅台酒产量 5.63 万吨（同比微降 1.63%），销量 4.64 万吨（增长 10.22%），通过控量保价策略稳定市场秩序。直销渠道收入 748.43 亿元，占比 42.98%，其中 i 茅台平台贡献 200.24 亿元，虽同比略有下滑，但仍是重要的数字化窗口。
- 投资建议：**贵州茅台 2024 年的年报不仅印证了其行业龙头地位，更展现了在复杂环境下的战略定力。从产品创新到文化出海，从股东回报到风险管理，公司正以多维举措夯实全球烈酒领军者的根基。在行业深度调整期，茅台的稳健表现为白酒板块注入信心，其长期价值值得持续关注。因此，我们预计 2025-2027 年营业收入为 1910/2100/2250 亿元，维持“增持”评级。
- 风险提示：**宏观经济风险；茅台主产品批价出现大幅回落风险；食品安全风险。

市场数据

2025年04月02日

收盘价(元)	1,549.02
一年内最高/最低(元)	1,770.00/1,261.00
市净率	8.1859
股息率(分红/股份)	3.54
流通A股市值(百万元)	1,945,876
上证指数/深证成指	3,350.13/10,513.12

注：“股息率”以最近1年已公布分红计算

基础数据

2024年12月31日

每股净资产(元)	185.56
资产负债率%	19.04
总股本/流通A股(百万)	1,256/1,256
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



财务数据及盈利预测

证券分析师

马世辉 17732313273

S0400523110001

mashihui@cdzq.com

报告期	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	147,693.60	170,899.15	191,000.00	210,000.00	225,000.00
营业收入增长率（%）	19.01	15.71	11.76	9.95	7.14
归母净利润（百万元）	74,734.07	86,228.15	95,023.93	105,927.20	112,834.94
归母净利润增长率（%）	19.16	15.38	10.20	11.47	6.52
每股收益（元/股）	59.49	68.64	75.64	84.32	89.82
PE	26.04	22.57	20.48	18.37	17.25
PB	9.02	8.35	5.93	4.48	3.56
EV/EBITDA	18.25	15.98	13.61	11.58	10.29
ROE（%）	34.66	36.91	28.97	24.39	20.62

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

三大报表预测值

资产负债表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	225,172.52	251,726.67	350,390.69	462,567.55	586,012.52
货币资金	69,070.14	59,295.82	165,634.78	270,311.76	370,262.48
应收票据及应收账款	74.31	2,003.38	-1,583.76	1,862.23	-1,489.57
存货	46,435.19	54,343.29	65,431.00	68,428.57	91,135.02
非流动资产合计	47,527.14	47,217.91	45,625.76	45,363.81	43,346.22
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	19,909.28	21,871.45	20,476.16	18,985.93	17,485.60
在建工程	2,137.46	2,149.62	1,433.08	955.39	636.92
无形资产	8,572.27	8,850.21	8,260.19	7,709.51	7,195.55
资产合计	272,699.66	298,944.58	396,016.45	507,931.36	629,358.74
流动负债合计	48,697.61	56,515.99	54,940.91	56,957.11	61,341.42
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3,093.09	3,514.97	4,113.24	4,531.60	5,776.22
非流动负债合计	345.58	417.27	374.68	394.93	395.63
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
负债合计	49,043.19	56,933.26	55,315.59	57,352.04	61,737.05
实收资本(或股本)	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	211,981.94	229,423.21	324,447.14	430,374.34	543,209.28
归属母公司股东权益合计	215,668.57	233,105.98	328,130.91	434,058.73	546,892.92
少数股东权益	7,987.90	8,905.33	12,569.95	16,520.58	20,728.77
负债和所有者权益总计	272,699.66	298,944.58	396,016.45	507,931.36	629,358.74

现金流量表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动产生的现金流量净额	66,593.25	92,463.69	106,739.77	102,599.94	94,044.73
净利润	77,521.48	89,334.73	98,688.54	109,877.84	117,043.13
折旧摊销	1,848.09	1,970.34	2,702.09	2,518.85	2,333.00
营运资本变动	-2,602.79	44,146.85	-9,250.02	9,516.07	27,878.56
投资活动产生的现金流量净额	-9,724.41	-1,785.20	-2,529.20	-2,171.25	-431.76
资本开支	2,619.76	4,678.71	-34.81	-8.92	17.55
投资变动	0.00	0.00	1,895.44	2,457.19	160.04
筹资活动产生的现金流量净额	-58,889.10	-71,067.51	2,222.66	4,346.12	6,406.34
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金及现金等价物净增加额	-2,018.55	19,609.90	106,338.96	104,676.98	99,950.72
期初货币资金	58,274.32	69,070.14	59,295.82	165,634.78	270,311.76
货币资金	69,070.14	59,295.82	165,634.78	270,311.76	370,262.48

利润表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	150,560.33	174,144.07	194,188.59	213,100.08	228,177.86
营业成本	11,867.27	13,789.48	16,600.00	18,500.00	22,000.00
营业税金及附加	22,234.18	26,926.16	29,104.47	32,233.45	34,757.09
销售费用	4,648.61	5,639.30	5,796.58	6,637.48	7,121.51
管理费用	9,729.39	9,315.65	12,288.02	12,930.42	13,531.37
研发费用	157.37	218.38	218.55	244.13	268.84
财务费用	-1,789.50	-1,470.22	-2,146.55	-4,253.19	-6,328.43
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	3.15	60.98	21.38	28.50	36.95
投资净收益	34.03	9.13	0.00	0.00	0.00
营业利润	103,708.66	119,688.58	132,266.00	147,142.63	156,792.84
营业外收支	-46.10	-50.00	-91.38	-62.49	-67.96
利润总额	103,662.55	119,638.58	132,174.63	147,080.14	156,724.89
减:所得税费用	26,141.08	30,303.85	33,486.08	37,202.30	39,681.76
净利润	77,521.48	89,334.73	98,688.54	109,877.84	117,043.13
少数股东损益	2,787.40	3,106.58	3,664.62	3,950.63	4,208.19
归属母公司净利润	74,734.07	86,228.15	95,023.93	105,927.20	112,834.94
EBITDA	105,523.26	121,623.39	134,886.13	149,608.41	159,067.30
EPS	59.49	68.64	75.64	84.32	89.82

主要财务比率表

%	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力指标					
营业收入增长率	19.01	15.71	11.76	9.95	7.14
营业利润增长率	18.01	15.41	10.51	11.25	6.56
归母净利润增长率	19.16	15.38	10.20	11.47	6.52
盈利能力指标					
毛利率	91.96	91.93	91.31	91.19	90.22
净利率	51.49	51.30	50.82	51.56	51.29
ROE	34.66	36.91	28.97	24.39	20.62
ROIC	34.61	36.85	28.93	24.36	20.60
偿债能力					
资产负债率	17.98	19.04	13.97	11.29	9.81
净负债比率	0.22	0.24	0.16	0.13	0.11
流动比率	4.62	4.45	6.38	8.12	9.55
速动比率	3.67	3.47	5.17	6.91	8.06
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.58	0.49	0.42	0.36
应收账款周转率	2,026.20	86.93	-122.61	114.43	-153.18
存货周转率	3.24	3.20	2.97	3.11	2.50
每股指标					
EPS	59.49	68.64	75.64	84.32	89.82
每股经营性现金流	53.01	73.61	84.97	81.67	74.86
每股净资产	178.04	192.65	271.22	358.69	451.86
估值比率					
PE	26.04	22.57	20.48	18.37	17.25
PS	8.70	8.04	5.71	4.32	3.43
EVEBIT	18.58	16.24	13.89	11.78	10.45
EVEBITDA	18.25	15.98	13.61	11.58	10.29

资料来源: 恒生聚源, 财达研究

信息披露

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股票投资评级说明

【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%

法律声明和免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，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。本报告可能因时间和其他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。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券股份有限公司”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。

财达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，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。