



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025年04月10日

### 相关研究

【兴证食饮】贵州茅台：大象起舞，平衡为先-2025.04.03

【兴证食饮】贵州茅台三季报点评：Q3延续稳健增长，全年业绩确定性高-2024.10.27

【兴证食饮】贵州茅台：超额完成增长目标，常规分红率大幅提升-2024.08.09

### 分析师：沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

### 分析师：金含

S0190521080003

jinhao@xyzq.com.cn

### 分析师：汪润

S0190524060004

wangrun22@xyzq.com.cn

### 研究助理：王嘉琦

wangjiaqi23@xyzq.com.cn

贵州茅台(600519.SH)

## 茅台批价：纵有万重山，轻舟已过半—发货快于往年，批价有望稳定

### 投资要点

- 此前我们在《白酒青竹任风雪，食品枯木恰逢春》和《动销企稳棋眼已现，四大压制逐渐减弱》两篇报告中指出，当前板块分歧和估值受到压制的核心因素之一均在于茅台批价大幅波动风险。目前已至4月，立足当前时间点，我们根据近期公司的市场动作及批价表现，再次回应这一分歧并做出中期判断：《纵有万重山，轻舟已过半》。发货进度和批价稳定性超预期，确定性已然前置，后续调整余力和空间充足，批价年内大幅波动的风险正不断降低。
- 淡季失衡和电商扰动是去年茅台批价波动的两道主要关口。24年茅台批价年内共经历两次较大回落：1) 第一次批价回落(4-6月)：清明节后巽风375ml新品首批投放20万瓶，引发市场情绪波动，叠加节后淡季需求走弱，散飞批价从2635元回落到2500元，6月黄牛和电商矛盾激化导致批价进一步回落至2080元，整体下滑幅度20%+。2) 第二次批价回落(9-10月)：受双节节前发货量增加、双节动销遇冷、节后需求进一步转淡等影响，散飞批价从2380元回落到2130元左右，下滑幅度10%+。去年两次批价下行的原因主要归结于：淡季供需失衡、电商平台扰动。
- 今年两大关口提前应对，已有明显成效。目前确定性已经前置，后手仍有余力。批价波动风险逐步降低，全年批价稳定性较强。截止目前茅台的发货进度明显高于往年同期，而批价维持2150元上下，未出现较大波动，发货进度的提前为后续淡季进一步稳定批价留出更多的操作空间。一方面，今年公司进一步调整产品结构，标品控量、珍品减量，适度增加非标规格和开发产品等投放，短期内对标品价格的维护性较强。另一方面，公司积极调整渠道，实行更可控可调的分销模式，通过动态调节各经销商月度计划、管控出货节奏等方式，探索及平衡批价的稳定性。此外，针对去年电商引起的批价大幅波动问题，公司积极和电商渠道研究讨论，加强管理，更好地防范618大促期间潜在的价格波动风险。我们认为，当前虽然仍面临一些外部环境的不确定性，但今年的天秤已经逐渐向批价保持稳定一侧倾斜，确定性不断加强，估值压制和情绪恐慌也应不断减弱。
- 盈利预测与投资建议：压制因素不断减弱，信心有望恢复。当前全年进度近半，确定性较大前置，后续淡季批价调节及平衡空间较足，酒价波动风险逐步减弱。同时，公司定调全年目标收入增速9%左右，客观务实，向市场化努力，也体现继续跨步向前的方向和国有企业的担当。当前公司分红率提至75%，股息率约3.7%，叠加去年9月的回购计划、着手起草新一轮回购方案，充分彰显回馈股东的诚意，提振市场信心。我们预计2025-2027年营收分别为1906.53/2072.67/2238.98亿元，同比增长9.5%/8.7%/8.0%，归母净利润分别为947.31/1031.20/1125.37亿元，同比增长9.9%/8.9%/9.1%，EPS为75.41/82.09/89.59元，对应2025年4月9日收盘价，PE为20.4/18.8/17.2X，维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济下行或带来系统性风险；酒价波动。

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>251727</b>	<b>293944</b>	<b>346752</b>	<b>379182</b>
货币资金	59296	102468	143365	187135
交易性金融资产	249	265	285	308
应收票据及应收账款	2003	266	2117	329
预付款项	27	76	83	0
存货	54343	55020	64917	55519
其他	135809	135848	135986	135891
<b>非流动资产</b>	<b>47218</b>	<b>48434</b>	<b>49786</b>	<b>51164</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	21871	22033	22135	22212
在建工程	2150	2191	2220	2390
无形资产	8850	9688	10692	11641
商誉	0	0	0	0
其他	14347	14522	14739	14921
<b>资产总计</b>	<b>298945</b>	<b>342377</b>	<b>396538</b>	<b>430346</b>
<b>流动负债</b>	<b>56516</b>	<b>52012</b>	<b>52677</b>	<b>29120</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3515	3301	3617	3937
其他	53001	48710	49061	25183
<b>非流动负债</b>	<b>417</b>	<b>453</b>	<b>496</b>	<b>489</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	417	453	496	489
<b>负债合计</b>	<b>56933</b>	<b>52465</b>	<b>53174</b>	<b>29609</b>
股本	1256	1256	1256	1256
未分配利润	183849	215204	249338	286589
少数股东权益	8905	12441	16291	19533
<b>股东权益合计</b>	<b>242011</b>	<b>289912</b>	<b>343364</b>	<b>400737</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>298945</b>	<b>342377</b>	<b>396538</b>	<b>430346</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	86228	94731	103120	112537
折旧和摊销	2085	2336	2528	2716
营运资金的变动	1919	-3547	-11231	-12147
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>92464</b>	<b>97093</b>	<b>98296</b>	<b>106331</b>
资本支出	-4678	-3406	-3663	-3857
长期投资	2805	-252	-299	-327
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1785</b>	<b>-3591</b>	<b>-3924</b>	<b>-4147</b>
债权融资	0	36	43	-8
股权融资	0	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-71068</b>	<b>-50328</b>	<b>-53475</b>	<b>-58413</b>
现金净变动	19610	43172	40896	43770

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>174144</b>	<b>190653</b>	<b>207267</b>	<b>223898</b>
营业成本	13895	15396	16852	18329
税金及附加	26926	29454	32043	34632
销售费用	5639	6191	6508	7166
管理费用	9316	9347	10169	10551
研发费用	218	239	260	281
财务费用	-1470	-1482	-1742	-2007
投资收益	9	68	37	38
公允价值变动收益	61	1	0	0
信用减值损失	-23	-15	-4	47
资产减值损失	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>119689</b>	<b>131589</b>	<b>143239</b>	<b>155056</b>
营业外收支	-50	-91	-62	-68
<b>利润总额</b>	<b>119639</b>	<b>131498</b>	<b>143176</b>	<b>154988</b>
所得税	30304	33231	36206	39210
净利润	89335	98267	106970	115779
少数股东损益	3107	3536	3850	3242
<b>归属母公司净利润</b>	<b>86228</b>	<b>94731</b>	<b>103120</b>	<b>112537</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>68.64</b>	<b>75.41</b>	<b>82.09</b>	<b>89.59</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	15.7%	9.5%	8.7%	8.0%
营业利润增长率	15.4%	9.9%	8.9%	8.3%
归母净利润增长率	15.4%	9.9%	8.9%	9.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	91.9%	91.8%	91.8%	91.7%
归母净利率	50.5%	50.7%	50.7%	51.2%
ROE	37.0%	34.1%	31.5%	29.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.0%	15.3%	13.4%	6.9%
流动比率	4.45	5.65	6.58	13.02
速动比率	1.09	1.98	2.77	6.45
<b>营运能力</b>				
资产周转率	60.9%	59.5%	56.1%	54.2%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	68.64	75.41	82.09	89.59
每股经营现金	73.61	77.29	78.25	84.64
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	22.5	20.4	18.8	17.2
PB	8.3	7.0	5.9	5.1

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载费用。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>