

贵州茅台 (600519.SH)

开门红略超预期，重申龙头配置价值

茅台一季报超预期再度彰显龙头实力，当前 75%现金分红比例+已公布 30-60 亿回购方案之外，已着手起草新一轮回购方案，现金回报锁定底线价值。结合渠道反馈当前回款进度略领先于去年同期，批价触及 2100 元后企稳回升，风险已经释放，重申龙头配置价值。

- 25Q1 营收/净利润同比+10.5%/+11.6%，超出全年 9%收入增长目标。公司 25Q1 实现营收/净利润 506.0/268.5 亿，同比+10.5%/+11.6%，收入、利润均略超预期。25Q1 末合同负债同比-7.7%至 87.9 亿，环比减少 8.0 亿，去年同期环比减少 46.0 亿。公司 25Q1 销售收现+21.4%至 561.4 亿，高于收入增幅。经营性现金流受存放中央银行和同业款项净增加额增长 68.1 亿影响，同比-4.1%至 88.1 亿。
- 批发渠道稳定，i 茅台外直销渠道增速更快。结构看，公司 25Q1 茅台酒/系列酒分别实现收入 435.6/70.2 亿，同比+9.7%/+18.3%。直销/批发渠道分别实现收入 232.2/273.6 亿，同比+20.2%/+3.9%，批发渠道在去年同期提价贡献高增速基础下增速回落，直销渠道中 i 茅台实现酒类不含税收入同比+9.9%至 58.7 亿，贡献增量相对较小。分区域看，25Q1 公司国内/国外分别实现收入 494.6/11.2 亿，同比+10.3%/+37.5%。
- 毛利率回落，营销投入继续增加。公司 25Q1 毛利率-0.62pct 至 92.1%，预计与非标茅台等高毛利产品增速放缓以及 1935 价盘回落有关。主营税金/销售/管理费用率分别-1.56/+0.45/-0.70pct 至 13.9%/2.9%/3.7%，营销投入仍在增加。利息收入增加 1.3 亿但财务费用中利息收入减少导致财务费用增加 2.0 亿至-2.8 亿。毛销差-1.07pcts 但主营税金率回落，公司 25Q1 归母净利率+0.42pct 至 52.2%。
- 投资建议：业绩略超预期，批价风险释放，重申配置价值。茅台一季报超预期再度彰显龙头实力，当前 75%现金分红比例+已公布 30-60 亿回购方案之外，已着手起草新一轮回购方案，现金回报锁定底线价值。结合渠道反馈当前回款进度略领先于去年同期，批价触及 2100 元后企稳回升，风险已经释放。维持 25-27 年 74.78、80.68、85.43 元 EPS 预测，对应 25 年 20.6xPE，重申龙头配置价值，维持强烈推荐。

- 风险提示：外资流出、税率上升、宏观经济影响、批价超预期下跌等

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	150560	174144	190109	205512	218220
同比增长	18%	16%	9%	8%	6%
营业利润(百万元)	103709	119689	130395	140667	148949
同比增长	18%	15%	9%	8%	6%
归母净利润(百万元)	74734	86228	93944	101348	107317
同比增长	19%	15%	9%	8%	6%
每股收益(元)	59.49	68.64	74.78	80.68	85.43
PE	26.0	22.5	20.6	19.1	18.1
PB	9.0	8.3	7.4	6.6	6.0

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料

目标股价：1,870.00 元

当前股价：1544.0 元

基础数据

总股本 (百万股)	1256
已上市流通股 (百万股)	1256
总市值 (十亿元)	1939.6
流通市值 (十亿元)	1939.6
每股净资产 (MRQ)	205.7
ROE (TTM)	34.5
资产负债率	14.1%
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有
主要股东持股比例	54.07%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	1	-5
相对表现	1	6	-11



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《贵州茅台 (600519) —销量增幅超预期，25 年合理降速》2025-04-03
- 《贵州茅台 (600519) —24 年顺利收官，底部区间建议加配》2025-01-03
- 《贵州茅台 (600519) —结构调整，韧性延续》2024-10-27

陈书慧

S1090523010003

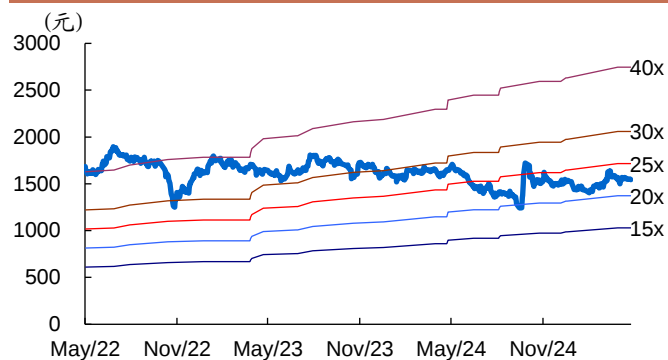
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

贵州茅台单季度利润表

单位: 百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q1	25Q1
一、营业总收入	31608	34329	45244	46485	36966	39671	51022	51443	46485	51443
二、营业总成本	10407	11066	14732	13357	12598	13239	15354	14426	13357	14426
其中: 营业成本	2837	2857	3304	3381	3370	3477	3561	4061	3381	4061
营业税金及附加	5140	5429	6205	7199	6295	6418	7014	7165	7199	7165
营业费用	1030	1276	1586	1141	1477	1618	1404	1495	1141	1495
管理费用	1818	1903	3996	2062	1774	1931	3548	1920	2062	1920
研发费用	50	28	56	28	64	48	78	26	28	26
财务费用	-451	-461	-457	-487	-408	-278	-297	-283	-487	-283
资产减值损失	0	0	-7	-13	-6	8	13	-7	-13	-7
三、其他经营收益	5	17	25	29	25	13	25	19	29	19
公允价值变动收益	8	5	1	14	2	2	3	18	14	18
投资收益	0	10	-6	14	22	5	20	1	14	1
其他收益	0	2	28	1	1	6	1	0	1	0
四、营业利润	21206	23280	30537	33157	24394	26446	35692	37037	33157	37037
加: 营业外收入	32	24	16	16	11	26	17	16	16	16
减: 营业外支出	14	2	117	0	0	2	119	22	0	22
五、利润总额	21224	23303	30436	33174	24405	26471	35590	37031	33174	37031
减: 所得税	5417	5808	7742	8291	6110	6616	9286	9257	8291	9257
六、净利润	15807	17495	22694	24882	18295	19855	26303	27775	24882	27775
减: 少数股东损益	622	599	836	817	664	723	903	927	817	927
七、归属母公司净利润	15186	16896	21858	24065	17630	19132	25401	26847	24065	26847
EPS	12.09	13.45	17.40	19.16	14.03	15.23	20.22	21.37	19.16	21.37
主要比率										
毛利率	91.0%	91.7%	92.7%	92.7%	90.9%	91.2%	93.0%	92.1%	92.7%	92.1%
主营税金率	16.3%	15.8%	13.7%	15.5%	17.0%	16.2%	13.7%	13.9%	15.5%	13.9%
营业费率	3.3%	3.7%	3.5%	2.5%	4.0%	4.1%	2.8%	2.9%	2.5%	2.9%
管理费用率	5.8%	5.5%	8.8%	4.4%	4.8%	4.9%	7.0%	3.7%	4.4%	3.7%
营业利润率	67.1%	67.8%	67.5%	71.3%	66.0%	66.7%	70.0%	72.0%	71.3%	72.0%
实际税率	25.5%	24.9%	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%	26.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利率	48.0%	49.2%	48.3%	51.8%	47.7%	48.2%	49.8%	52.2%	51.8%	52.2%
YoY										
收入增长率	20.4%	13.1%	19.8%	18.0%	17.0%	15.6%	12.8%	10.7%	18.0%	10.7%
营业利润增长率	20.4%	14.5%	17.8%	15.6%	15.0%	13.6%	16.9%	11.7%	15.6%	11.7%
净利润增长率	21.0%	15.7%	19.3%	15.7%	16.1%	13.2%	16.2%	11.6%	15.7%	11.6%

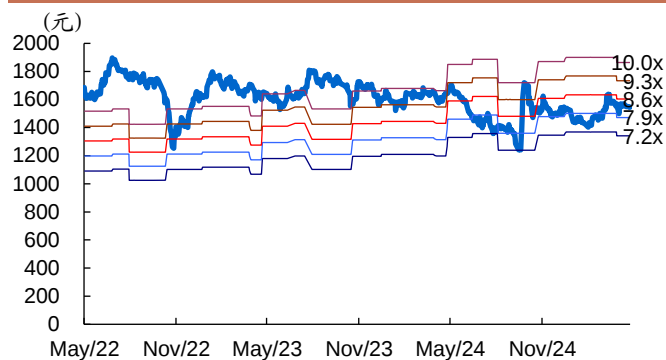
资料来源: 公司报表

图 1: 贵州茅台历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 贵州茅台历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《贵州茅台（600519）—销量增幅超预期，25 年合理降速》2025-04-03
- 2、《贵州茅台（600519）—24 年顺利收官，底部区间建议加配》2025-01-03
- 3、《贵州茅台（600519）—结构调整，韧性延续》2024-10-27
- 4、《贵州茅台（600519）—分红提振信心，业绩略超预期》2024-08-09
- 5、《贵州茅台（600519）—行稳致远，自强不息——2023 年度股东大会调研反馈》2024-05-30
- 6、《贵州茅台（600519）—税金影响利润，现金流彰显潜力》2024-04-27
- 7、《贵州茅台（600519）—增长中枢延续，看好估值修复》2024-04-03
- 8、《贵州茅台（600519）—逆势提速，彰显实力》2024-01-01
- 9、《贵州茅台（600519）—竞争优势延展，量价游刃有余》2023-12-20

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	225173	251727	287182	326162	365354
现金	69070	59296	76587	95756	117961
交易性投资	401	249	249	249	249
应收票据	14	1984	2166	2342	2487
应收款项	60	19	21	22	24
其它应收款	28	30	33	35	38
存货	46435	54343	59870	67487	74414
其他	109165	135806	148256	160270	170182
非流动资产	47527	47218	48085	48893	49645
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	19909	21871	23664	25302	26798
无形资产商誉	8790	8949	8054	7248	6524
其他	18828	16398	16367	16343	16324
资产总计	272700	298945	335267	375055	414999
流动负债	48698	56516	60211	65458	70229
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3093	3515	3872	4365	4813
预收账款	14126	9592	10568	11913	13135
其他	31479	43409	45771	49180	52281
长期负债	346	417	417	417	417
长期借款	0	0	0	0	0
其他	346	417	417	417	417
负债合计	49043	56933	60629	65875	70647
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积金	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	213037	230475	259717	290607	321913
少数股东权益	7988	8905	12290	15941	19808
归属于母公司所有者权益	215669	233106	262348	293238	324544
负债及权益合计	272700	298945	335267	375055	414999

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	66593	92464	84597	92120	100708
净利润	77521	89335	97329	104999	111183
折旧摊销	1865	1991	2816	2875	2932
财务费用	13	14	(1100)	(1100)	(1100)
投资收益	(34)	(9)	(91)	(91)	(91)
营运资金变动	(11637)	1983	(14357)	(14564)	(12216)
其它	(1135)	(850)	0	0	0
投资活动现金流	(9724)	(1785)	(3592)	(3592)	(3592)
资本支出	(2620)	(4679)	(3683)	(3683)	(3683)
其他投资	(7105)	2894	91	91	91
筹资活动现金流	(58889)	(71068)	(63714)	(69358)	(74911)
借款变动	23463	20203	(112)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(84074)	(92788)	(64702)	(70458)	(76011)
其他	1722	1517	1100	1100	1100
现金净增加额	(2020)	19611	17291	19170	22205

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	150560	174144	190109	205512	218220
营业成本	11867	13789	15192	17125	18882
营业税金及附加	22234	26926	29395	31776	33741
营业费用	4649	5639	6203	6691	7054
管理费用	9729	9316	9877	10186	10511
研发费用	157	218	238	258	274
财务费用	(1790)	(1470)	(1100)	(1100)	(1100)
资产减值损失	37	(23)	0	0	0
公允价值变动收益	3	61	61	61	61
其他收益	35	21	21	21	21
投资收益	34	9	9	9	9
营业利润	103709	119689	130395	140667	148949
营业外收入	87	71	71	71	71
营业外支出	133	121	121	121	121
利润总额	103663	119639	130345	140617	148899
所得税	26141	30304	33016	35618	37716
少数股东损益	2787	3107	3385	3651	3866
归属于母公司净利润	74734	86228	93944	101348	107317

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	18%	16%	9%	8%	6%
营业利润	18%	15%	9%	8%	6%
归母净利润	19%	15%	9%	8%	6%
获利能力					
毛利率	92.1%	92.1%	92.0%	91.7%	91.3%
净利率	49.6%	49.5%	49.4%	49.3%	49.2%
ROE	36.2%	38.4%	37.9%	36.5%	34.7%
ROIC	35.5%	37.9%	37.4%	35.7%	33.8%
偿债能力					
资产负债率	18.0%	19.0%	18.1%	17.6%	17.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.6	4.5	4.8	5.0	5.2
速动比率	3.7	3.5	3.8	4.0	4.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	1500.0	168.0	90.7	90.3	89.5
应付账款周转率	4.3	4.2	4.1	4.2	4.1
每股资料(元)					
EPS	59.49	68.64	74.78	80.68	85.43
每股经营净现金	53.01	73.61	67.34	73.33	80.17
每股净资产	171.68	185.56	208.84	233.43	258.35
每股股利	49.98	51.51	56.09	60.51	64.07
估值比率					
PE	26.0	22.5	20.6	19.1	18.1
PB	9.0	8.3	7.4	6.6	6.0
EV/EBITDA	18.8	16.2	14.7	13.6	12.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。