

证券研究报告

公司研究

点评报告

贵州茅台 (600519.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

贵州茅台 (600519): 适应需求
变化, 巩固发展根基
2025. 04. 02

贵州茅台 (600519): 顺利完成
目标, 转型促进发展
2025. 01. 02

贵州茅台 (600519): 半年收官
发展稳健, 分红规划提振信心
2024. 08. 09

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

抢抓开门红, 同心谋转型

2025年04月30日

事件: 公司发布 2025 年一季报, 实现营业总收入 514.43 亿元, 同比增长 10.67%; 归母净利润 268.47 亿元, 同比增长 11.56%。

点评:

- **一季度指标领先, 奠定全年基础。** 春节旺季期间, 茅台酒的礼品、社交属性凸显, 在时间上呈现出集中消费的特点, 开门红推进顺利。公司 2025 年主要目标是实现营业总收入同比增长 9% 左右, 一季度超目标完成, 我们认为公司后续应对宏观环境变化将更从容。25Q1 毛利率同比-0.64pct, 主要因系列酒增长更快, 收入占比略有提升; 营业税金率同比-1.57pct, 销售费用率同比+0.46pct, 管理费用率同比-0.71pct; 归母净利率同比+0.48pct。截至一季度末, 公司合同负债 87.88 亿元, 同比-7.35 亿元。
- **飞天旺季价格平稳, 茅台 1935 呈现热销。** 25Q1, 茅台酒收入 435.57 亿元, 同比+9.7%, 系列酒收入 70.22 亿元, 同比+18.3%。春节前后, 500ml 飞天批价维持平稳, 公司的渠道调控能力突出; 1000ml 飞天性价比凸显, 动销加快; 个性化产品稍显疲软, 配额机制进一步优化调节。基于合理价格和长期消费者培育工作, 茅台 1935 的需求明显提升, 渠道库存消化加快, 带动系列酒实现较快增长。我们发现, 今年公司针对核心单品的多规格矩阵式发展更加明确, 以满足消费者在细分场景下的多元化需求, 例如适度调增 1000ml 飞天投放量, 开发 1935ml、375ml 的茅台 1935 新品, 分担核心单品的供需平衡压力, 有助于稳定其价盘。
- **渠道调节优化, 尝试新零售布局。** 25Q1, 直销收入 232.2 亿元, 同比+20.19% (其中, i 茅台收入 58.7 亿元, 同比+9.86%), 经销收入 273.6 亿元, 同比+3.94%, 主要系部分产品的经销商打款方式有变, 计入的渠道类别调整。我们观察到, 茅台酱香酒公司公告招募主题终端店的线上运营商, 尝试新零售渠道与传统线下门店的结合赋能, 为消费者提供更加及时便捷的购酒体验, 落实转型理念。
- **盈利预测与投资评级:** 在行业集体面临压力的情况下, 公司携手经销商一同加快解决供需适配问题, 构建更具韧性的渠道生态, 坚守长期主义与可持续发展。我们预计, 公司 2025-2027 年摊薄每股收益分别为 75.12 元、81.94 元、89.25 元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 宏观经济不确定性风险; 技改建设项目进度不及预期风险

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	150,560	174,144	190,128	206,344	223,969
增长率 YoY %	18.0%	15.7%	9.2%	8.5%	8.5%
归属母公司净利润 (百万元)	74,734	86,228	94,361	102,939	112,120
增长率 YoY%	19.2%	15.4%	9.4%	9.1%	8.9%
毛利率%	92.0%	91.9%	91.8%	91.7%	91.7%
净资产收益率ROE%	34.7%	37.0%	37.0%	36.9%	36.8%
EPS(摊薄)(元)	59.49	68.64	75.12	81.94	89.25
市盈率 P/E(倍)	25.95	22.49	20.55	18.84	17.30
市净率 P/B(倍)	8.99	8.32	7.61	6.96	6.36

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 04 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	225,173	251,727	278,536	306,778	337,587	
货币资金	69,070	59,296	82,356	107,455	135,033	
应收票据	14	1,984	2,075	2,253	2,447	
应收账款	60	19	26	28	31	
预付账款	35	27	31	33	37	
存货	46,435	54,343	57,491	60,447	63,475	
其他	109,558	136,057	136,558	136,561	136,564	
非流动资产	47,527	47,218	48,033	49,639	51,090	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	19,909	21,871	22,850	23,668	24,327	
无形资产	8,572	8,850	9,700	10,550	11,400	
其他	19,046	16,496	15,483	15,421	15,364	
资产总计	272,700	298,945	326,569	356,417	388,677	
流动负债	48,698	56,516	59,139	61,314	63,387	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	3,093	3,515	3,833	4,185	4,570	
其他	45,605	53,001	55,306	57,129	58,817	
非流动负债	346	417	380	380	380	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	346	417	380	380	380	
负债合计	49,043	56,933	59,519	61,695	63,768	
少数股东权益	7,988	8,905	12,328	16,061	20,128	
归属母公司股东权益	215,669	233,106	254,722	278,661	304,781	
负债和股东权益	272,700	298,945	326,569	356,417	388,677	
重要财务指标	单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	150,560	174,144	190,128	206,344	223,969	
同比 (%)	18.0%	15.7%	9.2%	8.5%	8.5%	
归属母公司净利润	74,734	86,228	94,361	102,939	112,120	
同比 (%)	19.2%	15.4%	9.4%	9.1%	8.9%	
毛利率 (%)	92.0%	91.9%	91.8%	91.7%	91.7%	
ROE%	34.7%	37.0%	37.0%	36.9%	36.8%	
EPS (摊薄)(元)	59.49	68.64	75.12	81.94	89.25	
P/E	25.95	22.49	20.55	18.84	17.30	
P/B	8.99	8.32	7.61	6.96	6.36	
EV/EBITDA	20.22	15.43	14.10	12.79	11.61	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	150,560	174,144	190,128	206,344	223,969	
营业成本	11,981	13,895	15,441	16,855	18,403	
营业税金及附加	22,234	26,926	28,942	31,429	34,133	
销售费用	4,649	5,639	6,162	6,691	7,267	
管理费用	9,729	9,316	9,896	10,341	11,011	
研发费用	157	218	243	264	286	
财务费用	-1,790	-1,470	-1,470	-2,046	-2,674	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	34	9	19	20	22	
其他	75	59	28	30	33	
营业利润	103,709	119,689	130,961	142,861	155,598	
营业外收支	-46	-50	-60	-60	-60	
利润总额	103,663	119,639	130,901	142,801	155,538	
所得税	26,141	30,304	33,118	36,129	39,351	
净利润	77,521	89,335	97,783	106,672	116,187	
少数股东损益	2,787	3,107	3,422	3,734	4,067	
归属母公司净利润	74,734	86,228	94,361	102,939	112,120	
EBITDA	103,820	120,233	131,770	143,248	155,513	
EPS (当年)(元)	59.49	68.64	75.12	81.94	89.25	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	66,593	92,464	99,940	108,252	117,729	
净利润	77,521	89,335	97,783	106,672	116,187	
折旧摊销	1,937	2,085	2,339	2,494	2,649	
财务费用	13	14	13	13	13	
投资损失	-34	-9	-19	-20	-22	
营运资金变动	-11,667	1,919	-559	-967	-1,157	
其它	-1,177	-881	382	60	60	
投资活动现金流	-9,724	-1,785	-4,054	-4,140	-4,138	
资本支出	-2,595	-4,678	-4,165	-4,160	-4,160	
长期投资	-7,268	2,805	0	0	0	
其他	138	88	111	20	22	
筹资活动现金流	-58,889	-71,068	-72,826	-79,013	-86,013	
吸收投资	0	0	-749	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-58,755	-70,951	-72,013	-79,013	-86,013	
现金流净增加额	-2,019	19,610	23,060	25,100	27,578	

研究团队简介

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深度研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。