

贵州茅台（600519）

2025 年一季报点评：节奏得当，开局顺利 买入（维持）

2025 年 04 月 30 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	150,560	174,144	190,054	206,830	227,000
同比（%）	18.04	15.66	9.14	8.83	9.75
归母净利润（百万元）	74,734	86,228	93,203	100,942	110,276
同比（%）	19.16	15.38	8.09	8.30	9.25
EPS-最新摊薄（元/股）	59.49	68.64	74.19	80.35	87.79
P/E（现价&最新摊薄）	25.95	22.49	20.81	19.21	17.59

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 一季报。25Q1 实现总营收 514.4 亿元，同比+10.7%，实现营收 506.0 亿元，同比+10.5%；归母净利润 268.5 亿元，同比+11.6%。
- **25Q1 发货节奏同比修复，直销渠道增长加速。**25Q1 公司酒类收入同增 10.8%，增速高于全年中枢，主因公司各区域发货精准调控，在保障整体价盘基本稳定的基础上，发货节奏同比有所修复。**1）分产品看：**①茅台酒收入同增 9.7%，主要系公斤装茅台、生肖等增量较多。②系列酒收入同增 18.3%，1 是 1935 费用政策调整后，大商利润得到保障，开门红配额执行顺利推进；2 是茅台王子酒加快铺货放量。**2）分渠道看：**25Q1 直销/批发渠道收入同增 20.2%、3.9%，直销占比回升至 46%。直销收入增长加快，与直销渠道非标配额增投，以及经销渠道非标配额自 24Q3 以来全部转为自营店提货有关。
- **净利率同比略增，主因税率及管理费率贡献。****1）收现端，**25Q1 公司收现比达 111%，同比+9.9pct，主系 25 年开门红回款在 24 年底体现较少。25Q1 期末合同负债同比、环比下降 7.4、8.0 亿元，环比降幅显著小于以往。**2）利润端，**25Q1 净利率同比+0.5pct 至 54.9%，主因：①税金及附加比率同降 1.6pct 至 14.2%，对利润增速贡献约 3.3pct。②管理(含研发)费用同降 6.9%，费率同比-0.7pct，预计与薪酬支出持续优化有关。此外，公司销售费用同增 31.1%，费率同比+0.5pct，基本符合年初非标及系列酒增投费用指引。
- **2025 年茅台酒与系列酒双轮驱动，渠道调控更趋精细。**在集团十四五目标下，2025 年公司规划收入同增 9%，预计将进一步优化产品及渠道配称以挖掘收入增量：其中，茅台酒通过精准调控直营、经销渠道产品结构及发货节奏，成功呵护普飞 24Q4~25Q1 批价表现平稳。25M4 以来伴随配额节奏持续加快，普飞批价向下波动，公司亦快速跟进市场巡查并加强监管力度，适当调控自营店给货节奏，强化渠道价格维护信心。系列酒进一步强化单品打造，①茅台 1935 规划 2025 年收入增速边际提振，伴随渠道配额及市场投入政策调整，目前量价表现保持积极。②茅台王子酒渠道扩张加速推进，帮助做强中高端大众消费市场份额。在更多元化的产品结构支撑下，看好公司普飞量价统筹更显从容。
- **盈利预测与投资评级：**参考 2025 年经营目标，我们维持 2025~27 年归母净利润预测为 932、1009、1103 亿元，同比+8%、+8%、+9%，当前市值对应 PE 为 21、19、18x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观承压消费持续走弱，需求企稳不及预期；市场对增速规划的非理性反应等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,544.00
一年最低/最高价	1,245.83/1,910.00
市净率(倍)	7.51
流通 A 股市值(百万元)	1,939,569.40
总市值(百万元)	1,939,569.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	205.67
资产负债率(% LF)	14.14
总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股(百万股)	1,256.20

相关研究

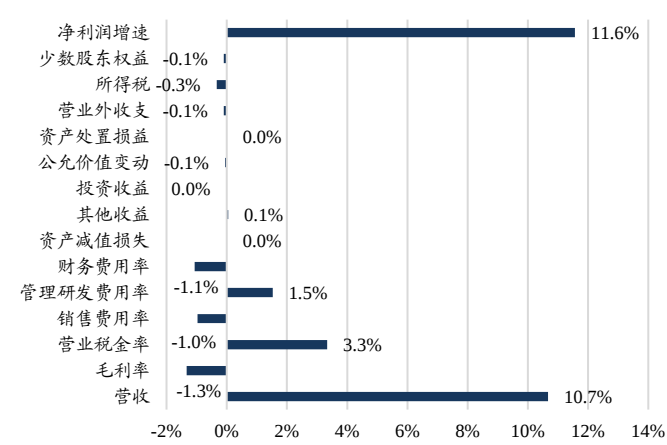
《贵州茅台(600519): 2024 年报点评: 平稳兑现，目标积极》

2025-04-03

《贵州茅台(600519): 全年目标稳健兑现，多产品均衡发力》

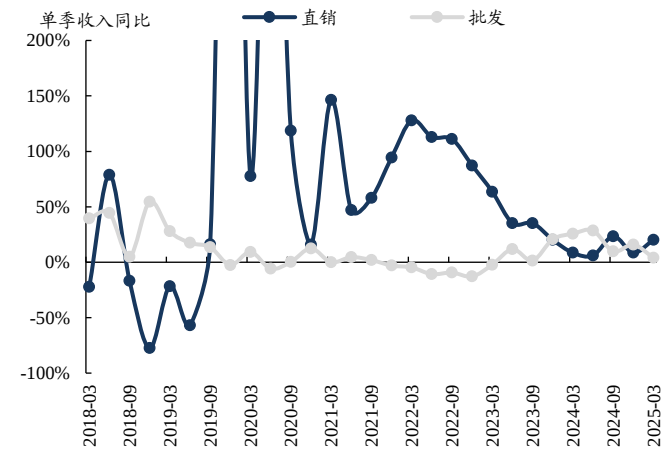
2025-01-03

图1: 25Q1 贵州茅台归母净利同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 贵州茅台单季直销、批发渠道收入同比增速变化



数据来源: wind、东吴证券研究所

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	251,727	272,605	297,140	328,768	营业总收入	174,144	190,054	206,830	227,000
货币资金及交易性金融资产	59,544	61,412	63,305	69,868	营业成本(含金融类)	13,895	16,742	18,830	20,790
经营性应收款项	2,030	1,139	727	1,000	税金及附加	26,926	29,129	31,426	34,819
存货	54,343	61,944	70,241	78,693	销售费用	5,639	7,050	8,261	9,464
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,316	9,566	10,024	10,553
其他流动资产	135,809	148,110	162,867	179,207	研发费用	218	213	117	242
非流动资产	47,218	50,271	53,086	55,595	财务费用	(1,470)	(1,651)	(1,703)	(1,693)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	21	34	36	36
固定资产及使用权资产	22,282	24,973	26,544	27,879	投资净收益	9	48	36	36
在建工程	2,150	1,825	1,074	674	公允价值变动	61	0	0	0
无形资产	8,850	9,731	10,613	11,294	减值损失	(23)	(23)	(23)	(23)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	9	0	0
长期待摊费用	152	152	152	152	营业利润	119,689	129,074	139,924	152,873
其他非流动资产	13,784	13,591	14,702	15,597	营业外净收支	(50)	(58)	(51)	(53)
资产总计	298,945	322,876	350,225	384,363	利润总额	119,639	129,016	139,873	152,820
流动负债	56,516	59,648	62,901	65,459	减:所得税	30,304	32,383	35,270	38,534
短期借款及一年内到期的非流动负债	112	93	87	97	净利润	89,335	96,633	104,603	114,286
经营性应付款项	3,515	3,851	3,403	3,466	减:少数股东损益	3,107	3,430	3,661	4,010
合同负债	9,592	9,945	10,260	10,715	归属母公司净利润	86,228	93,203	100,942	110,276
其他流动负债	43,297	45,759	49,151	51,181	每股收益-最新股本摊薄(元)	68.64	74.19	80.35	87.79
非流动负债	417	417	417	417	EBIT	118,148	127,412	138,231	151,190
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	120,233	129,912	140,896	154,051
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.93	91.10	90.80	90.75
租赁负债	314	314	314	314	归母净利率(%)	50.46	50.06	49.79	49.51
其他非流动负债	103	103	103	103	收入增长率(%)	15.66	9.14	8.83	9.75
负债合计	56,933	60,066	63,318	65,876	归母净利润增长率(%)	15.38	8.09	8.30	9.25
归属母公司股东权益	233,106	250,475	270,910	298,479					
少数股东权益	8,905	12,336	15,997	20,007					
所有者权益合计	242,011	262,811	286,907	318,487					
负债和股东权益	298,945	322,876	350,225	384,363					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	92,464	83,006	87,579	94,565	每股净资产(元)	185.56	199.39	215.66	237.61
投资活动现金流	(1,785)	(5,276)	(5,164)	(5,296)	最新发行在外股份(百万股)	1,256	1,256	1,256	1,256
筹资活动现金流	(71,068)	(75,862)	(80,521)	(82,706)	ROIC(%)	37.83	37.75	37.56	37.30
现金净增加额	19,610	1,868	1,893	6,563	ROE-摊薄(%)	36.99	37.21	37.26	36.95
折旧和摊销	2,085	2,500	2,666	2,861	资产负债率(%)	19.04	18.60	18.08	17.14
资本开支	(4,678)	(5,795)	(4,420)	(4,529)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.49	20.81	19.21	17.59
营运资本变动	1,919	(17,093)	(19,407)	(22,541)	P/B(现价)	8.32	7.74	7.16	6.50

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>