



贵州茅台 (600519.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q1 业绩超预期，龙头持续变革转型

业绩简评

2025 年 4 月 29 日，公司披露 25 年一季报。期内实现营业总收入 514.4 亿元，同比+10.7%；归母净利 268.5 亿元，同比+11.6%。业绩兑现超预期。

经营分析

从营收拆分来看：1)25Q1 茅台酒/系列酒分别实现营收 435.6/70.2 亿元，同比+9.7%/+18.3%。2) 25Q1 直销/批发代理分别实现营收 232.2/273.6 亿元，同比+20.2%/+3.9%。其中，i 茅台实现收入 58.7 亿元，同比+9.9%、重回增长区间；剔除 i 茅台后 25Q1 直销收入 173.5 亿元，同比+24.1%。茅台酒增长预计主要系非标产品量增带动，系列酒高增预计仍以茅台 1935 为主，3 月公司也开放 1.935L 产品招商共计 100 吨，且系列酒经销商仍在小幅增加。

报表质量层面：1) 25Q1 归母净利同比+0.4pct 至 52.2%，其中毛利率同比-0.6pct，销售费用率同比+0.5pct、管理费用率-0.7pct，营业税金及附加占比-1.6pct (24 年同期高基数)。2) 25Q1 末合同负债余额 87.9 亿，同比-7.4 亿，但考虑合同负债环比变化后营收+20.9%，与 25Q1 销售收现同比+21.4%基本一致、回款表现相对不错，应收票据环比 24Q4 末变动有限。

近期公司召开七省区经销商座谈会，会上提及公司将优化经销商考核与联谊会职责、进一步构建规范的经销商考核体系。整体而言，公司仍在积极稳固流通市场的价格预期与渠道秩序，飞天茅台批价近期环比小幅提升至 2180 元 (原箱)，我们预计淡季飞天茅台批价或在 2100~2200 元区间波动。持续推荐公司的稳健配置价值，25 年收入增速目标 9%达成置信度高+75%分红比例对应 3.7%股息率，稳健型配置首选。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 25-27 年收入增速为 9.3%/8.2%/8.0%；归母净利增速为 9.8%/8.6%/8.1%，对应归母净利分别 947/1028/1112 亿元；EPS 为 75.38/81.82/88.48 元，公司股票现价对应 PE 估值为 20.5/18.9/17.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济恢复不及预期；行业政策风险；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业 S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：1544.00 元

相关报告：

- 《贵州茅台公司点评：24 年业绩平稳兑现，稳健配置首选》，2025.4.3
- 《贵州茅台公司点评：Q3 业绩符合预期，稳字当头韧性强》，2024.10.26
- 《贵州茅台公司点评：首次拟回购注销，价值持续凸显》，2024.9.21



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	150,560	174,144	190,282	205,913	222,298
营业收入增长率	18.0%	15.7%	9.3%	8.2%	8.0%
归母净利润(百万元)	74,734	86,228	94,686	102,786	111,152
归母净利润增长率	19.2%	15.4%	9.8%	8.6%	8.1%
摊薄每股收益(元)	59.492	68.642	75.375	81.823	88.483
每股经营性现金流净额	53.01	73.61	64.94	69.84	75.41
ROE(归属母公司)(摊薄)	34.65%	36.99%	37.03%	36.53%	35.95%
P/E	29.01	22.20	20.48	18.87	17.45
P/B	10.05	8.21	7.58	6.89	6.27

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	127,554	150,560	174,144	190,282	205,913	222,298
增长率	18.0%	15.7%	9.3%	8.2%	8.0%	
主营业务成本	-10,093	-11,867	-13,789	-15,168	-16,363	-18,019
%销售收入	7.9%	7.9%	7.9%	8.0%	7.9%	8.1%
毛利	117,460	138,693	160,355	175,114	189,550	204,279
%销售收入	92.1%	92.1%	92.1%	92.0%	92.1%	91.9%
营业税金及附加	-18,496	-22,234	-26,926	-29,113	-31,505	-34,012
%销售收入	14.5%	14.8%	15.5%	15.3%	15.3%	15.3%
销售费用	-3,298	-4,649	-5,639	-6,279	-6,795	-7,114
%销售收入	2.6%	3.1%	3.2%	3.3%	3.3%	3.2%
管理费用	-9,012	-9,729	-9,316	-10,085	-10,707	-11,337
%销售收入	7.1%	6.5%	5.3%	5.3%	5.2%	5.1%
研发费用	-135	-157	-218	-239	-258	-279
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	86,520	101,924	118,255	129,398	140,285	151,538
%销售收入	67.8%	67.7%	67.9%	68.0%	68.1%	68.2%
财务费用	1,392	1,790	1,470	1,550	1,715	1,881
%销售收入	-1.1%	-1.2%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	-15	38	-23	0	0	0
公允价值变动收益	0	3	61	0	0	0
投资收益	64	34	9	10	12	14
%税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	87,880	103,709	119,689	130,975	142,032	153,456
营业利润率	68.9%	68.9%	68.7%	68.8%	69.0%	69.0%
营业外收支	-178	-46	-50	-10	-11	-12
税前利润	87,701	103,663	119,639	130,965	142,021	153,444
利润率	68.8%	68.9%	68.7%	68.8%	69.0%	69.0%
所得税	-22,326	-26,141	-30,304	-33,173	-35,973	-38,867
所得税率	25.5%	25.2%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%
净利润	65,375	77,521	89,335	97,792	106,048	114,577
少数股东损益	2,659	2,787	3,107	3,107	3,262	3,425
归属于母公司的净利润	62,716	74,734	86,228	94,686	102,786	111,152
净利率	49.2%	49.6%	49.5%	49.8%	49.9%	50.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	65,375	77,521	89,335	97,792	106,048	114,577
少数股东损益	2,659	2,787	3,107	3,107	3,262	3,425
非现金支出	1,703	1,900	2,108	2,065	2,301	2,558
非经营收益	-1,253	-1,160	-898	-794	-918	-1,060
营运资金变动	-29,127	-11,667	1,919	-17,491	-19,698	-21,344
经营活动现金净流	36,699	66,593	92,464	81,573	87,733	94,732
资本开支	-5,306	-2,595	-4,678	-2,457	-4,376	-4,389
投资	-210	-7,268	2,805	0	0	0
其他	-21	138	88	10	12	14
投资活动现金净流	-5,537	-9,724	-1,785	-2,447	-4,364	-4,374
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-112	0	0
其他	-57,425	-58,889	-71,068	-72,095	-77,108	-83,382
筹资活动现金净流	-57,425	-58,889	-71,068	-72,095	-77,108	-83,382
现金净流量	-26,262	-2,019	19,610	6,920	6,261	6,976

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	58,274	69,070	59,296	66,203	72,452	79,417
应收款项	158	102	2,033	2,906	3,145	2,284
存货	38,824	46,435	54,343	62,333	71,729	82,938
其他流动资产	123,489	111,696	138,435	150,907	165,956	182,511
流动资产	220,746	227,303	254,108	282,350	313,283	347,149
%总资产	86.8%	83.4%	85.0%	85.7%	86.2%	86.7%
长期投资	386	9,330	5,552	5,552	5,552	5,552
固定资产	21,951	22,047	24,021	25,016	26,285	27,306
%总资产	8.6%	8.1%	8.0%	7.6%	7.2%	6.8%
无形资产	7,420	8,950	9,101	9,672	10,432	11,181
非流动资产	33,619	45,396	44,837	47,257	50,274	53,188
%总资产	13.2%	16.6%	15.0%	14.3%	13.8%	13.3%
资产总计	254,365	272,700	298,945	329,607	363,557	400,337
短期借款	109	57	112	0	0	0
应付款项	6,952	8,306	8,944	9,618	10,258	11,143
其他流动负债	42,004	40,334	47,460	51,841	56,186	60,859
流动负债	49,066	48,698	56,516	61,459	66,445	72,002
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	334	346	417	420	426	435
负债	49,400	49,043	56,933	61,879	66,871	72,437
普通股股东权益	197,507	215,669	233,106	255,716	281,412	309,201
其中：股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
未分配利润	161,302	172,983	182,787	206,459	232,155	259,943
少数股东权益	7,458	7,988	8,905	12,012	15,274	18,699
负债股东权益合计	254,365	272,700	298,945	329,607	363,557	400,337

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	49.926	59.492	68.642	75.375	81.823	88.483
每股净资产	157.226	171.684	185.565	203.563	224.019	246.140
每股经营现金净流	29.214	53.012	73.606	64.937	69.840	75.411
每股股利	47.821	49.982	51.510	56.531	61.367	66.362
回报率						
净资产收益率	31.75%	34.65%	36.99%	37.03%	36.53%	35.95%
总资产收益率	24.66%	27.41%	28.84%	28.73%	28.27%	27.76%
投入资本收益率	31.45%	34.06%	36.45%	36.07%	35.29%	34.49%
增长率						
主营业务收入增长率	16.53%	18.04%	15.66%	9.27%	8.22%	7.96%
EBIT 增长率	17.03%	17.80%	16.02%	9.42%	8.41%	8.02%
净利润增长率	19.55%	19.16%	15.38%	9.81%	8.56%	8.14%
总资产增长率	-0.31%	7.21%	9.62%	10.26%	10.30%	10.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	1,305.8	1,311.2	1,333.8	1,500.0	1,600.0	1,680.0
应付账款周转天数	79.9	84.6	87.5	90.0	88.0	88.0
固定资产周转天数	56.5	48.3	45.8	43.1	41.4	39.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.38%	-31.04%	-24.56%	-24.82%	-24.50%	-24.30%
EBIT 利息保障倍数	-62.2	-57.0	-80.4	-83.5	-81.8	-80.6
资产负债率	19.42%	17.98%	19.04%	18.77%	18.39%	18.09%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	7	52	68	84	192
增持	1	6	8	9	1
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.13	1.14	1.13	1.12	1.02

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究