贵州茅台（600519.SH）

2025Q1 收入同比增长 10.7%，销售收现表现较好

优于大市

核心观点

2025Q1 收入增长双位数，需求收缩背景下彰显龙头韧性。2025Q1 公司实现营业总收入 514.43 亿元/同比+10.7%，归母净利润 268.47 亿元/同比+11.6%。结合 2024Q4+2025Q1，收入同比+11.7%，净利润同比+13.8%，利润端增速高于收入端主因税金率下降较多。

2025Q1 系列酒增速高于茅台酒，直销渠道占比同比提升 3.58pcts。分产品看，2025Q1 茅台酒收入 435.57 亿元/同比+9.7%，其中 53 度 500ml 普飞控量、稳价为先，预计 1L 飞天、100ml*6 飞天、生肖酒贡献较多增量；系列酒收入 70.22 亿元/同比+18.3%，预计王子酒受益于费用支持、增速领先，茅台 1935 在营销模式转型后动销加速、报表端预计平稳。分渠道看，2025Q1 批发渠道收入 273.60 亿元/同比+3.9%，批发渠道增量多由系列酒贡献，本期国内经销商净增 31 个均为系列酒；直销渠道收入 232.20 亿元/同比+20.2%/占比 45.9%，2024H2 以来公司加强自身拓客能力，团购、企业私域渠道占比提升，直营中“i 茅台”平台收入 58.70 亿元/同比+9.9%，预计和生肖酒、笙月飞天放量有关。分区域看，2025Q1 国内/国外收入分别 494.61/11.19 亿元，同比+10.3%/+37.5%，预计今年海外市场延续高速增长。

2025Q1 净利率同比+0.42pcts，销售收现表现较好。产品结构略有沉降，2025Q1 毛利率同比略-0.64pcts 至 92.0%。2025Q1 税金/销售费用/管理费用率同比-1.56/+0.45/-0.70pcts，综合归母净利率同比+0.42pcts 至 52.2%。2025Q1 销售收现 561.44 亿元/同比+21.4%，经营性现金流量净额 88.09 亿元/同比-4.1%，系存放中央银行和同业款项净增加较多影响。截至 25Q1 末合同负债环比-8.04 亿元/同比少减 37.98 亿元，今年以来公司供给端调控更加灵活，多批次、小批量发货以适配需求。

盈利预测与投资建议：2025Q1 顺利完成开门红，全年达成 9%收入增长目标确定性较强。我们预计全年产品、渠道延续第一季度的结构，1）茅台酒增量集中在多规格飞天、文创 IP 类产品，通过多元渠道协同触达消费者，核心是拓展消费客群、创新消费场景；2）系列酒积极增投市场费用，聚焦大单品，王子酒预计增速超过 30%，茅台 1935 市场积极性提升、动销表现好，推出不同规格和 IP 联动满足不同场景需求。维持盈利预测不变，预计 2025-2027 年公司营业总收入 1907.5/2070.7/2236.6 亿元，同比+9.5%/+8.6%/+8.0%，预计归母净利润 942.7/1027.7/1116.8 亿元，同比+9.3%/+9.0%/+8.7%，当前股价对应 20.6/18.9 倍 25/26 年 PE，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期致行业需求承压，食品安全问题等。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	150,560	174,144	190,754	207,065	223,663
(+/-%)	18.0%	15.7%	9.5%	8.6%	8.0%
净利润(百万元)	74734	86228	94268	102766	111681
(+/-%)	19.2%	15.4%	9.3%	9.0%	8.7%
每股收益（元）	59.49	68.64	75.04	81.81	88.90
EBIT Margin	67.7%	67.9%	66.9%	66.4%	66.7%
净资产收益率（ROE）	34.7%	37.0%	36.7%	36.4%	36.0%
市盈率（PE）	26.0	22.6	20.6	18.9	17.4
EV/EBITDA	19.2	16.7	15.4	14.4	13.3
市净率（PB）	9.02	8.35	7.58	6.89	6.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒II

证券分析师：张向伟　　联系人：张未艾
021-61761031
zhangxiangwei@guosen.com.cn　zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	1544.00 元
总市值/流通市值	1939569/1939569 百万元
52 周最高价/最低价	1910.00/1245.83 元
近 3 个月日均成交额	4875.87 百万元

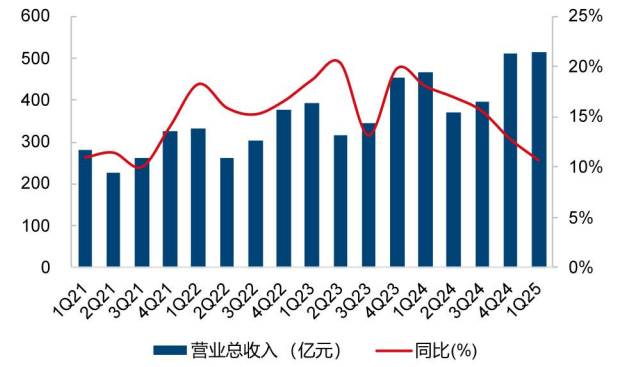
市场走势

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

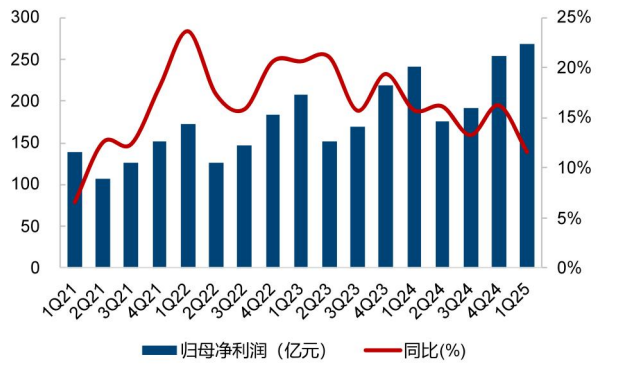
《贵州茅台（600519.SH）-2024 年稳健收官，2025 年目标收入增长 9%》 ——2025-04-03
《贵州茅台（600519.SH）-2024 年收入增长约 15%，2025 年经营目标理性务实》 ——2025-01-04
《贵州茅台（600519.SH）-持续加强消费者层面的触达和转化，国际化思路清晰》 ——2024-12-01
《贵州茅台（600519.SH）-第三季度茅台酒增速快于整体，全年 15%收入增速可期》 ——2024-10-28
《贵州茅台（600519.SH）-实施注销式回购，提振市场信心》 ——2024-09-23

图1：2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



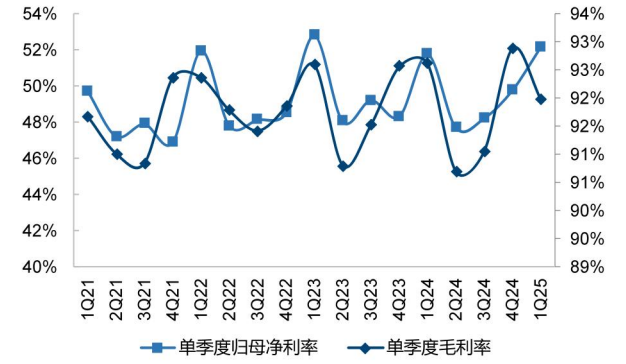
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：2021Q1 至今公司单季度扣非归母净利润及同比增速



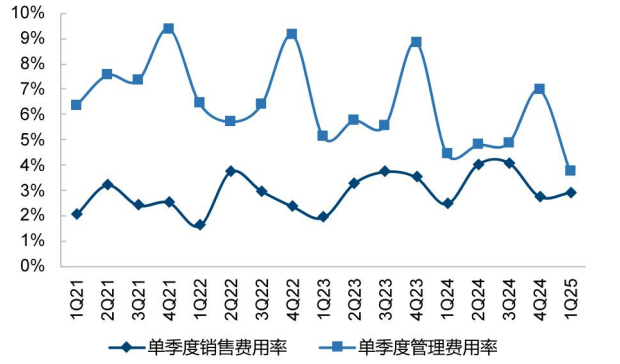
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）2025/4/29	总市值（亿元）2025/4/29	归母净利润（亿元）		PE	
					2024A	2025E	2024A	2025E
600519.SH	**贵州茅台**	**优于大市**	**1,544.0**	**19,395.7**	**862.3**	**942.7**	**22.5**	**20.6**
000858.SZ	五粮液	优于大市	129.6	5,028.6	318.53	342.1	15.8	14.7
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	123.6	1,819.3	134.73	145.4	13.5	12.5
600809.SH	山西汾酒	优于大市	203.0	2,476.4	122.43	142.1	20.2	17.4
002304.SZ	洋河股份	中性	68.8	1,036.9	66.73	76.0	15.5	13.6
000799.SZ	酒鬼酒	中性	43.0	139.6	0.12	1.7	1117.1	82.0
600702.SH	舍得酒业	中性	57.2	190.5	3.46	6.6	55.1	28.8
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	165.8	809.0	55.17	63.5	14.7	12.7
603369.SH	今世缘	优于大市	46.3	576.9	34.12	40.1	16.9	14.4
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	44.4	355.3	25.89	29.3	13.7	12.1
603589.SH	口子窖	优于大市	35.7	214.3	16.55	17.0	12.9	12.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除贵州茅台以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，供给增加下批价大幅下跌，食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	174624	186483	210943	239023	267645
应收款项	102	2033	2227	2418	2612
存货净额	46435	54343	59788	64718	69512
其他流动资产	3611	7407	8114	8808	9514
流动资产合计	**225173**	**251727**	**282531**	**316425**	**350742**
固定资产	22047	24021	24686	24123	23968
无形资产及其他	8572	8850	8496	8142	7788
投资性房地产	16908	14347	14347	14347	14347
长期股权投资	0	0	0	0	0
资产总计	**272700**	**298945**	**330060**	**363037**	**396845**
短期借款及交易性金融负债	57	112	0	0	0
应付款项	3093	3515	3853	4223	4504
其他流动负债	45547	52889	59366	65360	69966
流动负债合计	**48698**	**56516**	**63219**	**69583**	**74470**
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	346	417	417	417	417
长期负债合计	**346**	**417**	**417**	**417**	**417**
负债合计	**49043**	**56933**	**63636**	**70001**	**74887**
少数股东权益	7988	8905	9751	10672	11673
股东权益	215669	233106	256673	282364	310285
负债和股东权益总计	**272700**	**298945**	**330060**	**363037**	**396845**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	59.49	68.64	75.04	81.81	88.90
每股红利	46.77	56.48	56.28	61.36	66.68
每股净资产	171.68	185.56	204.33	224.78	247.00
ROIC	76.0%	77.5%	77.3%	74.8%	77.5%
ROE	34.7%	37.0%	36.7%	36.4%	36.0%
毛利率	92.1%	92.1%	92.1%	92.1%	92.2%
EBIT Margin	67.7%	67.9%	66.9%	66.4%	66.7%
EBITDA Margin	68.9%	69.0%	68.3%	67.8%	68.1%
收入增长	18.0%	15.7%	9.5%	8.6%	8.0%
净利润增长率	19.2%	15.4%	9.3%	9.0%	8.7%
资产负债率	20.9%	22.0%	22.2%	22.2%	21.8%
股息率	3.0%	3.6%	3.6%	4.0%	4.3%
P/E	26.0	22.6	20.6	18.9	17.4
P/B	9.0	8.3	7.6	6.9	6.3
EV/EBITDA	19.2	16.7	15.4	14.4	13.3

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**150560**	**174144**	**190754**	**207065**	**223663**
营业成本	11867	13789	14999	16306	17479
营业税金及附加	22234	26926	29494	32016	34583
销售费用	4649	5639	8202	9732	10065
管理费用	9729	9316	10273	11225	11984
研发费用	157	218	239	260	280
财务费用	(1790)	(1470)	(2700)	(4500)	(5067)
投资收益	34	9	0	0	0
资产减值及公允价值变动	3	61	3	0	0
其他收入	(199)	(325)	(239)	(260)	(280)
营业利润	103709	119689	130248	142025	154339
营业外净收支	(46)	(50)	(50)	(90)	(90)
利润总额	**103663**	**119639**	**130198**	**141935**	**154249**
所得税费用	26141	30304	32550	35484	38562
少数股东损益	2787	3107	3381	3686	4005
归属于母公司净利润	**74734**	**86228**	**94268**	**102766**	**111681**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	74734	86228	94268	102766	111681
资产减值准备	0	0	0	0	0
折旧摊销	1848	1970	2693	2917	3071
公允价值变动损失	(3)	(61)	(3)	0	0
财务费用	(1790)	(1470)	(2700)	(4500)	(5067)
营运资本变动	(18601)	(3240)	470	550	(808)
其它	596	550	845	921	1001
经营活动现金流	**58574**	**85448**	**98273**	**107154**	**114946**
资本开支	0	(3756)	(3000)	(2000)	(2563)
其它投资现金流	12342	(22692)	127187	0	0
投资活动现金流	**12342**	**(26449)**	**124187**	**(2000)**	**(2563)**
权益性融资	2	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(58755)	(70951)	(70701)	(77074)	(83761)
其它融资现金流	57387	73128	(112)	0	0
融资活动现金流	**(60120)**	**(68774)**	**(70813)**	**(77074)**	**(83761)**
现金净变动	**10796**	**(9774)**	**151647**	**28080**	**28622**
货币资金的期初余额	58274	69070	59296	210943	239023
货币资金的期末余额	69070	59296	210943	239023	267645
企业自由现金流	0	83276	95822	104611	111655
权益自由现金流	0	156404	97735	107985	115455

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032