


**公司评级**      **买入（维持）**
**报告日期**      2025 年 04 月 30 日

**基础数据**

|                 |           |
|-----------------|-----------|
| 04 月 29 日收盘价（元） | 1,544.00  |
| 总市值（亿元）         | 19,395.69 |
| 总股本（亿股）         | 12.56     |

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

**相关研究**

【兴证食饮】贵州茅台：茅台批价：纵有万重山，轻舟已过半—发货快于往年，批价有望稳定-2025.04.10

【兴证食饮】贵州茅台：大象起舞，平衡为先-2025.04.03

【兴证食饮】贵州茅台三季报点评：Q3 延续稳健增长，全年业绩确定性高-2024.10.27

**分析师：沈昊**

 S0190525010006  
shenhao@xyzq.com.cn

**分析师：金含**

 S0190521080003  
jinhao@xyzq.com.cn

**研究助理：王嘉琦**

wangjiaqi23@xyzq.com.cn

**贵州茅台(600519.SH)**

## 开局韧性增长，确定性已然前置

**投资要点：**

- 公司公告 2025 年一季报：25Q1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 514.43/268.47/268.50 亿元，同比+10.67%/+11.56%/+11.64%。
- **Q1 双位数增长显韧性，直销增长提速。**分品类看，Q1 茅台酒收入 435.57 亿元，同比+9.70%，Q1 经销渠道反馈进度快于同期，公斤装投放量有所增加，且产品及渠道结构优化带动均价提升。Q1 系列酒收入 70.22 亿元，同比+18.30%，系列酒提结构、优市场，茅台 1935 品系化进程加快。分渠道看，Q1 直销收入 232.20 亿元，同比+20.19%，占比 45.91%，同比+3.58pct，其中 i 茅台收入同比+9.88%；批发收入 273.60 亿元，同比+3.93%。此外，Q1 国内市场收入同比增长 10.33%，海外市场收入同比+37.53%，加速拓展。
- **盈利能力稳中有升，销售收现表现出色。**Q1 毛利率为 91.97%，同比-0.64pct，主要系系列酒增速更快、占比提升。Q1 税金及附加占营收比重约 14.16%，同比-1.57pct，系确认节奏问题。Q1 销售/管理/研发/财务费用率为 2.96%/3.79%/0.05%/-0.56%，同比+0.46pct/-0.71pct/-0.01pct/+0.51pct，费率水平整体稳定。综合以上因素，Q1 归母净利润率为 52.19%，同比+0.42pct。此外，Q1 末合同负债余额为 87.88 亿元，同比减少 7.35 亿元，环比减少 8.04 亿，系销售确认。Q1 收现 561.44 亿元，同增 21.37%；经营活动产生现金流量净额 88.09 亿元，同减 4.12%，主要系存放央行及同业存款增加所致。
- **坚守批价底线，已有明显成效。**目前茅台的发货进度明显高于往年同期，而批价维持 2100 元上下，发货进度的提前为后续淡季进一步稳定批价留出更多的操作空间。一方面，今年公司进一步调整产品结构，标品控量、珍品减量，适度增加非标规格和开发产品等投放，短期内对标品价格的维护性较强。另一方面，公司积极调整渠道，实行更可控可调的分销模式，通过动态调节各经销商月度计划、管控出货节奏等方式，探索及平衡批价的稳定性。此外，针对去年电商引起的批价大幅波动问题，公司积极和电商渠道研究讨论，加强管理，更好地防范 618 大促期间潜在的价格波动风险。我们认为，当前虽然仍面临一些外部环境的不确定性，但今年的天秤已经逐渐向批价保持稳定一侧倾斜，确定性已经前置，后手仍有余力。
- **盈利预测与投资建议：压制因素不断减弱，信心有望恢复。**当前全年进度近半，确定性较大前置，后续淡季批价调节及平衡空间较足，酒价波动风险逐步减弱。同时，公司定调全年目标收入增速 9%左右，客观务实，向市场化努力，也体现继续跨步向前的方向和国有企业的担当。同时公司分红率提至 75%，股息率约 3.7%，叠加去年 9 月的回购计划、着手起草新一轮回购方案，提振市场信心，股价具备安全边际。根据一季报相应调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 1908.99/2074.83/2242.23 亿元，同比增长 9.6%/8.7%/8.1%，归母净利润分别为 947.33/1033.03/1125.84 亿元，同比增长 9.9%/9.0%/9.0%，EPS 为 75.41/82.23/89.62 元，对应 2025 年 4 月 29 日收盘价，PE 为 20.5/18.8/17.2X，维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济下行或带来系统性风险；酒价波动。

## 主要财务指标

| 会计年度       | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元） | 174144 | 190899 | 207483 | 224223 |
| 同比增长       | 15.7%  | 9.6%   | 8.7%   | 8.1%   |
| 归母净利润（百万元） | 86228  | 94733  | 103303 | 112584 |
| 同比增长       | 15.4%  | 9.9%   | 9.0%   | 9.0%   |
| 毛利率        | 91.9%  | 91.9%  | 91.9%  | 91.9%  |
| ROE        | 37.0%  | 34.2%  | 31.6%  | 29.6%  |
| 每股收益（元）    | 68.64  | 75.41  | 82.23  | 89.62  |
| 市盈率        | 22.5   | 20.5   | 18.8   | 17.2   |

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

## 附表

## 资产负债表

单位：百万元

| 会计年度           | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>251727</b> | <b>294080</b> | <b>346871</b> | <b>379327</b> |
| 货币资金           | 59296         | 102036        | 144150        | 187801        |
| 交易性金融资产        | 249           | 265           | 285           | 308           |
| 应收票据及应收账款      | 2003          | 266           | 2119          | 330           |
| 预付款项           | 27            | 76            | 82            | 0             |
| 存货             | 54343         | 55088         | 63750         | 54498         |
| 其他             | 135809        | 136348        | 136486        | 136391        |
| <b>非流动资产</b>   | <b>47218</b>  | <b>47487</b>  | <b>48839</b>  | <b>50217</b>  |
| 长期股权投资         | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 固定资产           | 21871         | 22033         | 22135         | 22212         |
| 在建工程           | 2150          | 2191          | 2220          | 2390          |
| 无形资产           | 8850          | 9688          | 10692         | 11641         |
| 商誉             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他             | 14347         | 13575         | 13792         | 13975         |
| <b>资产总计</b>    | <b>298945</b> | <b>341567</b> | <b>395710</b> | <b>429544</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>56516</b>  | <b>51980</b>  | <b>52535</b>  | <b>28979</b>  |
| 短期借款           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应付票据及应付账款      | 3515          | 3305          | 3552          | 3864          |
| 其他             | 53001         | 48675         | 48983         | 25115         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>417</b>    | <b>416</b>    | <b>459</b>    | <b>452</b>    |
| 长期借款           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他             | 417           | 416           | 459           | 452           |
| <b>负债合计</b>    | <b>56933</b>  | <b>52397</b>  | <b>52994</b>  | <b>29431</b>  |
| 股本             | 1256          | 1256          | 1256          | 1256          |
| 未分配利润          | 183849        | 215207        | 249401        | 286667        |
| 少数股东权益         | 8905          | 12441         | 16298         | 19541         |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>242011</b> | <b>289170</b> | <b>342716</b> | <b>400113</b> |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>298945</b> | <b>341567</b> | <b>395710</b> | <b>429544</b> |

## 现金流量表

单位：百万元

| 会计年度              | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 归母净利润             | 86228         | 94733         | 103303        | 112584        |
| 折旧和摊销             | 2085          | 2336          | 2528          | 2716          |
| 营运资金的变动           | 1919          | -3578         | -10107        | -12290        |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>92464</b>  | <b>97386</b>  | <b>99609</b>  | <b>106235</b> |
| 资本支出              | -4678         | -3411         | -3663         | -3857         |
| 长期投资              | 2805          | -252          | -299          | -327          |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-1785</b>  | <b>-3503</b>  | <b>-3924</b>  | <b>-4147</b>  |
| 债权融资              | 0             | -32           | 43            | -8            |
| 股权融资              | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-71068</b> | <b>-51143</b> | <b>-53570</b> | <b>-58438</b> |
| 现金净变动             | 19610         | 42740         | 42114         | 43651         |

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

## 利润表

单位：百万元

| 会计年度            | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业总收入</b>    | <b>174144</b> | <b>190899</b> | <b>207483</b> | <b>224223</b> |
| 营业成本            | 13895         | 15415         | 16552         | 17995         |
| 税金及附加           | 26926         | 29493         | 32077         | 34683         |
| 销售费用            | 5639          | 6364          | 6718          | 7264          |
| 管理费用            | 9316          | 9360          | 10179         | 11007         |
| 研发费用            | 218           | 239           | 260           | 281           |
| 财务费用            | -1470         | -1482         | -1735         | -2018         |
| 投资收益            | 9             | 68            | 37            | 38            |
| 公允价值变动收益        | 61            | 1             | 0             | 0             |
| 信用减值损失          | -23           | -15           | -4            | 47            |
| 资产减值损失          | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>营业利润</b>     | <b>119689</b> | <b>131592</b> | <b>143492</b> | <b>155120</b> |
| 营业外收支           | -50           | -91           | -62           | -68           |
| <b>利润总额</b>     | <b>119639</b> | <b>131500</b> | <b>143430</b> | <b>155052</b> |
| 所得税             | 30304         | 33232         | 36270         | 39226         |
| 净利润             | 89335         | 98269         | 107159        | 115827        |
| 少数股东损益          | 3107          | 3536          | 3857          | 3243          |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>86228</b>  | <b>94733</b>  | <b>103303</b> | <b>112584</b> |
| <b>EPS(元)</b>   | <b>68.64</b>  | <b>75.41</b>  | <b>82.23</b>  | <b>89.62</b>  |

## 主要财务比率

| 会计年度           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性</b>     |       |       |       |       |
| 营业总收入增长率       | 15.7% | 9.6%  | 8.7%  | 8.1%  |
| 营业利润增长率        | 15.4% | 9.9%  | 9.0%  | 8.1%  |
| 归母净利润增长率       | 15.4% | 9.9%  | 9.0%  | 9.0%  |
| <b>盈利能力</b>    |       |       |       |       |
| 毛利率            | 91.9% | 91.9% | 91.9% | 91.9% |
| 归母净利率          | 50.5% | 50.6% | 50.7% | 51.1% |
| ROE            | 37.0% | 34.2% | 31.6% | 29.6% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 19.0% | 15.3% | 13.4% | 6.9%  |
| 流动比率           | 4.45  | 5.66  | 6.60  | 13.09 |
| 速动比率           | 1.09  | 1.97  | 2.79  | 6.51  |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 60.9% | 59.6% | 56.3% | 54.3% |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益           | 68.64 | 75.41 | 82.23 | 89.62 |
| 每股经营现金         | 73.61 | 77.52 | 79.29 | 84.57 |
| <b>估值比率(倍)</b> |       |       |       |       |
| PE             | 22.5  | 20.5  | 18.8  | 17.2  |
| PB             | 8.3   | 7.0   | 5.9   | 5.1   |

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                                       | 类别   | 评级  | 说明                                                         |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----|------------------------------------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%                                    |
|                                                                                                                                                                                 |      | 增持  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间                             |
|                                                                                                                                                                                 |      | 中性  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间                             |
|                                                                                                                                                                                 |      | 减持  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%                                    |
|                                                                                                                                                                                 |      | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
|                                                                                                                                                                                 | 行业评级 | 推荐  | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数                                        |
|                                                                                                                                                                                 |      | 中性  | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平                                       |
|                                                                                                                                                                                 |      | 回避  | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数                                        |

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

| 上海                                                                 | 北京                                                                 | 深圳                                                                 |
|--------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| 地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层                                       | 地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元                            | 地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼                                  |
| 邮编：200135                                                          | 邮编：100020                                                          | 邮编：518035                                                          |
| 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a> | 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a> | 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a> |