

贵州茅台(600519)

报告日期: 2025年05月04日

## Q1 业绩略超预期, 直销比例显著提升

## ——贵州茅台 25Q1 业绩点评报告

## 投资要点

- 事件: 25Q1 公司实现营业总收入 514.43 亿元, 同比+10.67%; 实现营业收入 506.01 亿元, 同比+10.54%; 实现归母净利润 268.47 亿元, 同比+11.56%; 实现扣非归母净利润 268.50 亿元, 同比+11.64%。25Q1 收入利润略超预期。
- 茅台酒及系列酒双轮驱动, 直销占比显著提升
  - 1) 分产品: 25Q1 茅台酒实现收入 435.57 亿元 (+9.70%); 系列酒实现收入 70.22 亿元 (+18.29%), 茅台酒占比为 86.12% (-1.14pct), 系列酒高增或与春节期间 1935 动销大幅提升相关。
  - 2) 分渠道: 25Q1 直销实现收入 232.20 亿元 (+20.19%), 其中“i 茅台”实现收入 58.70 亿元 (+9.87%), 批发实现收入 273.60 亿元 (+3.94%), 直销占比为 45.91% (+3.58pct)。报告期内国内净增加 31 个系列酒经销商, 国外增加 5 个经销商, 整体单经销商规模同比+0.29%。
  - 3) 分地区: 25Q1 国内实现收入 494.61 亿元 (+10.33%); 国外实现收入 11.19 亿元 (+37.53%)。

我们预计茅台 25Q1 配额与发货节奏较往年持平略快, 直销占比显著提升或与经销商的生肖和公斤装配额转为从茅台直营店进货相关, 当前茅台批件自底部企稳回升, 我们认为普飞价格或不会出现新低。

- 税金费用下降助力净利率提升, 现金流及预收款相对稳定
  - 1) 25Q1 毛利率为 91.97% (-0.64pct), 净利率为 54.89% (+0.53pct), 净利率上行主因税金及附加比率同比下降 1.57pct。
  - 2) 25Q1 销售/管理费用率为 2.91% (+0.45pct) / 3.78% (-0.71pct)。
  - 3) 25Q1 经营性现金流 88.09 亿元 (-4.12%)。
  - 4) 25Q1 合同负债同比减少 15.39 亿元至 87.88 亿元, 预收款蓄水池仍深厚。
  - 5) 25Q1 所得税率为 25%, 同比持平。

## 盈利预测及估值

我们认为: 公司 25Q1 茅台酒、系列酒均实现较快增长, 直销占比显著提升。全年看, 茅台酒基酒产能释放奠定未来三年量增基础, 普飞价格不会出现新低, 茅台酒或仍将延续量价齐升局面, 1935 在 700 元价位放量具备真实需求支撑, 我们看好 25 年茅台在兼顾量价平衡的同时完成 9% 收入增长目标。

预计 2025-2027 年公司收入增速为 9.51%、8.21%、8.17%; 归母净利润增速为 9.54%、8.16%、8.23%; EPS 为 75.19、81.32、88.02 元; PE 为 20.58X、19.02X、17.58X。估值具备性价比, 维持买入评级。

- 催化剂: 白酒需求恢复超预期; 批价持续上行。
- 风险提示: 消费疲软; 白酒动销恢复不及预期; 飞天茅台批价上涨不及预期。

## 财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	174144	190703	206363	223220
(+/-) (%)	15.66%	9.51%	8.21%	8.17%
归母净利润	86228	94450	102156	110567
(+/-) (%)	15.38%	9.54%	8.16%	8.23%
每股收益(元)	68.64	75.19	81.32	88.02
P/E	22.54	20.58	19.02	17.58

资料来源: 浙商证券研究所

<http://www.stocke.com.cn>

## 投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥  
执业证书号: S1230522030003  
yangji@stocke.com.cn

分析师: 张家楨  
执业证书号: S1230523080001  
zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师: 满静雅  
执业证书号: S1230524100004  
manjingya@stocke.com.cn

## 基本数据

收盘价 ¥1,547.00  
总市值(百万元) 1,943,338.00  
总股本(百万股) 1,256.20

## 股票走势图



## 相关报告

- 《24 年量价齐升, 25 年目标积极》 2025.04.06
- 《24 年圆满收官, 25 年主动求变》 2025.01.05
- 《聚焦供需适配, 茅台主动求变》 2024.12.29

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	251727	345028	446474	559765
现金	59296	162395	256673	359107
交易性金融资产	249	216	289	251
应收账款	2003	2216	2406	2594
其它应收款	30	39	38	42
预付账款	27	464	197	272
存货	54343	58476	64424	71017
其他	135779	121221	122447	126482
<b>非流动资产</b>	47218	47397	49976	49998
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	21871	22822	23547	24068
无形资产	8850	9530	10197	10656
在建工程	2150	1720	1376	1101
其他	14347	13325	14856	14173
<b>资产总计</b>	298945	392424	496450	609763
<b>流动负债</b>	56516	54958	56528	59174
短期借款	0	0	0	0
应付款项	3515	3782	4167	4593
预收账款	0	0	0	0
其他	53001	51175	52361	54581
<b>非流动负债</b>	417	366	376	386
长期借款	0	0	0	0
其他	417	366	376	386
<b>负债合计</b>	56933	55323	56904	59561
少数股东权益	8905	12308	15989	19972
归属母公司股东权	233106	324793	423557	530230
<b>负债和股东权益</b>	298945	392424	496450	609763

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	92464	107112	98556	106701
净利润	89335	97853	105837	114551
折旧摊销	1991	1659	1814	1956
财务费用	(1470)	(1656)	(2036)	(2212)
投资损失	(9)	(10)	(10)	(11)
营运资金变动	(19598)	12360	428	(1666)
其它	22216	(3094)	(7476)	(5918)
<b>投资活动现金流</b>	(1785)	(2886)	(2917)	(2594)
资本支出	(1974)	(1962)	(1962)	(1962)
长期投资	(3)	2	(0)	(1)
其他	193	(926)	(955)	(632)
<b>筹资活动现金流</b>	(71068)	(1127)	(1361)	(1673)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(71068)	(1127)	(1361)	(1673)
<b>现金净增加额</b>	19611	103099	94278	102434

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	174144	190703	206363	223220
营业成本	13789	14838	16348	18020
营业税金及附加	26926	28076	30425	32953
营业费用	5639	5821	6693	7799
管理费用	9316	10294	11561	12962
研发费用	218	214	236	262
财务费用	(1470)	(1656)	(2036)	(2212)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	61	0	0	0
投资净收益	9	10	10	11
其他经营收益	22	60	60	60
<b>营业利润</b>	119689	129653	140783	152367
营业外收支	(50)	(46)	(43)	(39)
<b>利润总额</b>	119639	129607	140740	152328
所得税	30304	31754	34904	37777
<b>净利润</b>	89335	97853	105837	114551
少数股东损益	3107	3403	3680	3983
<b>归属母公司净利润</b>	86228	94450	102156	110567
EBITDA	120740	129609	139418	149672
EPS (最新摊薄)	68.64	75.19	81.32	88.02

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	15.66%	9.51%	8.21%	8.17%
营业利润	15.41%	8.33%	8.58%	8.23%
归属母公司净利润	15.38%	9.54%	8.16%	8.23%
<b>获利能力</b>				
毛利率	91.93%	92.07%	91.94%	91.80%
净利率	52.27%	52.28%	52.18%	52.14%
ROE	37.03%	32.62%	26.31%	22.34%
ROIC	37.97%	29.71%	24.41%	20.93%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.04%	14.10%	11.46%	9.77%
净负债比率	0.20%	0.17%	0.15%	0.16%
流动比率	4.45	6.28	7.90	9.46
速动比率	3.49	5.21	6.76	8.26
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.60	0.54	0.46	0.40
应收账款周转率	4307.61	6044.53	4333.20	4679.80
应付账款周转率	4.17	4.07	4.11	4.11
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	68.64	75.19	81.32	88.02
每股经营现金	73.61	85.27	78.46	84.94
每股净资产	185.56	258.55	337.17	422.09
<b>估值比率</b>				
P/E	22.54	20.58	19.02	17.58
P/B	8.34	5.98	4.59	3.67
EV/EBITDA	15.44	13.84	12.21	10.72

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>