

# 双品系齐发力，直营占比提升，茅台顺利开门红

## 核心观点

一季度，完成酒类销售额 505.80 亿元(+10.82%)，茅台酒(+9.70%) 增长，系列酒(+18.30%) 表现出色，顺利完成开门红。公司调整产品结构，加大 1L 等产品销售，25Q1 直营占比提升。当前公司处于茅台酒“三大转型”和系列酒三大事业部运营的关键时期，加强市场营销，扩大品牌影响力和消费者培育，销售费用率小幅度提升。行业调整期，茅台积极调整市场策略，主动求变，积极转型，战略路线更加清晰，2025 年公司制定了总营收同比增长 9% 的积极目标。

## 事件

公司发布 2025 年第一季度报。

2025 年第一季度，公司实现营业总收入 514.43 亿元，同比增长 10.67%；实现归母净利润 268.47 亿元左右，同比增长 11.56%；实现扣非归母净利润 268.50 亿元，同比增长 11.64%。

## 简评

茅台酒及系列酒均表现出色，公司顺利开门红

25Q1 实现酒类收入 505.80 亿元，同比增长 10.82%，行业调整期叠加高基数下，顺利实现开门红，彰显龙头酒企跨周期增长韧性。分产品看，25Q1 茅台酒贡献营收 435.57 亿元(+9.70%)，系列酒贡献营收 70.22 亿元(+18.30%)。一季度，针对茅台酒公司积极调整产品投放结构，加大 1L 装、100ml 等规格单品投放量，提升直营渠道拿货量，飞天茅台价格整体保持稳定，业绩实现较好增长。针对系列酒，三大事业部运营第一年，预计茅台 1935 价格体系和产品规格重塑后动销表现出色，且 2025 年系列酒可销售产能充裕，系列酒增长表现亮眼。

**分渠道看：**一季度，直销渠道贡献营收 232.20 亿元（同比+20.30%），直销占比同比+3.58pcts 至 45.91%，批发渠道贡献营收 273.60 亿元（同比+3.93%），“i 茅台”电商平台贡献不含税收入 58 亿元（同比+9.88%）。公司持续优化渠道销售体系，加大 1L 装茅台直营店拿货比例，相对缓解经销商增长压力以稳定信心，i 茅台经调整后重启正增长，公司各渠道协同发展。

分区域看，国内市场收入 494.61 亿元(+10.33%)，国外收入 11.19 亿元(+37.53%)，2024 年以来公司将国际化作为重要发展方向，积极布局海外，市场效果明显。

## 贵州茅台 (600519.SH)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2025 年 05 月 06 日

当前股价：1,547.00 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.41/-0.25	7.81/6.93	-9.21/-14.55
12 月最高/最低价 (元)		1770.00/1261.0
12 月最高/最低价 (元)		0
总股本 (万股)	125,619.78	
流通 A 股 (万股)	125,619.78	
总市值 (亿元)	19,433.38	
流通市值 (亿元)	19,433.38	
近 3 月日均成交量 (万)	318.81	
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责 任公司	
	54.07%	

## 股价表现



### 结构调整、提升费效，净利率提升

25Q1 公司毛利率 92.11%，同比下降 0.62pcts，归母净利率 52.19%，同比提升 0.42pcts。

(1) 毛利率：茅台产品结构调整，系列酒增速加快，占比提升，影响到公司整体毛利率。

(2) 费用率方面：①25Q1 公司销售费用率提升 0.45pcts 至 2.91%，公司推进茅台酒“三大转型”战略，加大消费者培育力度，茅台 1935 开启寻道中国·北纬 30 度，且加大经销商支持力度。②管理费用率下降 0.7pcts 至 3.73%，系公司规模效应持续显现；③税金及附加率同比基数较高，下降 1.56pcts 至 13.93%。

现金流方面，25Q1 公司销售收现 561.44 亿元，同比增长 21.37%，经营活动现金净流量 88.09 亿元，同比减少 4.12%，茅台经销商回款积极性高。

### 优化市场策略，2025 年茅台高质量增长可期。

展望 2025 年，公司目标实现营业总收入较上年度增长 9%左右，完成固定资产投资 47.11 亿元。

茅台酒方面，国内市场计划投放较去年略有增长。产品方面，将调整珍品茅台、1L 飞天茅台酒投放量，调整内部子公司、专卖店、商超、电商合同产品结构，开发文创新品满足多元化需求。渠道方面，做好“4+6”渠道体系的协同，平衡好“时间、产品、渠道、区域（国内）、空间（国际）”五个量比关系，将产品投放到有真实需求的区域和渠道。营销方面，持续做好“三个转型”、“四个聚焦”，调整珍品茅台酒、陈年茅台酒、43 度茅台酒配套政策。

系列酒方面，提出“强品牌、树单品、助渠道、夯基础、提服务”的市场工作宗旨和原则。构建以茅台 1935 为核心，王子酒、汉酱为两翼的“一体两翼”大单品群，分别设立事业部，梳理品牌文化诉求，优化经销商奖惩机制，增加业务团队和市场费用，聚焦“重点单品、重点市场、重点大商、重点费用、重点推广”打造样板市场。

**盈利预测与投资建议：**预计公司 2025-2027 年实现收入 1866.40 亿元、2058.07 亿元、2269.49 亿元，同比+9.21%、+10.27%、+10.27%；实现归母净利润 945.94 亿元、1048.00 亿元、1161.65 亿元，同比+9.70%、+10.79%、+10.84%；对应 EPS 分别为 75.30 元、83.43 元、92.47 元；对应 2025-2027 年动态 PE 分别为 20.54X、18.54X、16.73X。

**风险提示：**居民消费需求复苏不及预期，近 2 年受宏观环境等因素影响经济增长有所降速，国民收入增长亦受到影响，未来中短期居民收入增速恢复节奏和消费力的提升节奏可能不及预期。经济复苏不及预期，若企业的现金流改善节奏慢于预期，公司产品在高端商务用酒消费场景的需求复苏节奏可能不及预期。食品安全风险，近年来食品安全问题始终是消费者的关注热点，产业链企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险。股价异动风险。资本市场情绪波动，对公司预期产生变化，存在可能出现股价异常波动的情形。

### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	147,693.60	170,899.15	186,640.06	205,807.44	226,948.59
YoY(%)	19.01	15.71	9.21	10.27	10.27
净利润(百万元)	74,734.07	86,228.15	94,594.47	104,799.97	116,165.45
YoY(%)	19.16	15.38	9.70	10.79	10.84
毛利率(%)	91.96	91.93	92.43	92.50	92.58
净利率(%)	50.60	50.46	50.68	50.92	51.19
ROE(%)	34.65	36.99	38.25	39.07	39.85
EPS(摊薄/元)	59.49	68.64	75.30	83.43	92.47
P/E(倍)	26.00	22.54	20.54	18.54	16.73
P/B(倍)	9.01	8.34	7.86	7.24	6.67

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 分析师介绍

### 安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

### 夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk