

2025 年 05 月 07 日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

1674

公司基本资讯

產業別	食品饮料
A 股价(2025/5/6)	1550.20
上证指数(2025/5/6)	3316.11
股價 12 個月高/低	1880.59/1226.65
總發行股數(百萬)	1256.20
A 股數(百萬)	1256.20
A 市值(億元)	19473.58
主要股東	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 (54.07%)
每股淨值(元)	205.67
股價/賬面淨值	7.54
股價涨跌(%)	一个月 三个月 一年 0.1 8.3 -5.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-01-02	1488.00	区间操作
2024-10-28	1558.85	区间操作
2024-08-09	1430.69	买进
2024-04-03	1713.99	买进

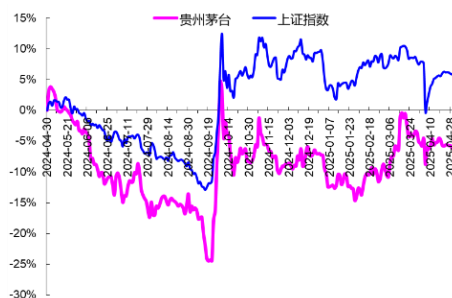
产品组合

茅台酒	86.1%
系列酒	13.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.1%
一般法人	70.7%

股价相对大盘走势



贵州茅台(600519.SH) TRADING BUY 区间操作

2025Q1 业绩稳健，优化考核激发经销商积极性

结论与建议：

业绩概要：

公告 2025 年一季度实现营收 514.4 亿，同比增 10.7%，录得净利润 268.5 亿，同比增 11.6%，业绩符合预期。

点评：

- 一季度营收增速略快于年度经营目标（营收 YOY+9%），整体经营保持稳健。其中，茅台酒实现营收 435.6 亿，同比增 9.7%，增长稳健，系列酒营收 70.2 亿，同比增 18.3%。渠道看，传统渠道实现收入 273.6 亿，同比增 3.9%，直销实现收入 232.2 亿，同比增 20.2%，其中“i 茅台”平台实现收入 58.7 亿，同比增 9.9%。
- 成本费用方面，报告期毛利率表现较平稳，同比下降 0.6pct 至 92.1%，期间费用率同比上升 0.24pct 至 6.14%，一方面，销售费用率同比上升 0.46pct，另一方面，财务费用率同比上升 0.5pct，但管理费用率同比下降 0.71pct 抵消部分上涨影响。
- 4 月，媒体报道董事长在河南调研并召开七省区经销商座谈会，强调将优化经销商考核，明确“谁在认真做市场”，进一步构建考核体系。我们认为这预示着公司在市场策略上将更积极，经销商将更主动参与销售市场建设，从而实现服务质量转型，增强竞争力。此外，近期茅台酒行情价基本平稳，公司市场调控、把握需求变动的能力正逐步加强。
- 维持盈利预测，预计 2025-2027 年将分别实现净利润 953.6 亿、1039.6 亿和 1128 亿，分别同比增 10.6%、9%和 8.5%，EPS 分别为 75.91 元、82.75 元和 89.79 元，当前股价对应 PE 分别为 20 倍、19 倍、17 倍，维持“区间操作”的投资建议。
- 风险提示：经济增长压力，飞天需求不及预期，改革成效不及预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	62716	74734	86228	95362	103955	112800
同比增减	%	19.55	19.16	15.38	10.59	9.01	8.51
每股盈余 (EPS)	RMB 元	49.93	59.49	68.64	75.91	82.75	89.66
同比增减	%	19.56	19.15	15.38	10.39	9.06	8.50
市盈率(P/E)	X	31	26	23	20	19	17
股利 (DPS)	RMB 元	47.82	49.98	51.51	56.83	61.98	67.24
股息率 (Yield)	%	3.08	3.22	3.32	3.67	4.00	4.34

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等
	预期近期股价将处于盘整
	建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	127554	150560	174144	190193	206526	223048
经营成本	10093	11867	13789	15252	16659	17956
营业税金及附加	18496	22234	26926	28719	31367	34105
销售费用	3298	4649	5639	6214	6817	7449
管理费用	9012	9729	9316	9994	10623	11187
财务费用	-1392	-1790	-1470	-1635	-1813	-2004
资产减值损失				0	0	0
投资收益	64	34	9	40	39	32
营业利润	87880	103709	119689	131511	142726	154189
营业外收入	71	87	71	60	72	68
营业外支出	249	133	121	177	162	128
利润总额	87701	103663	119639	131394	142636	154130
所得税	22326	26141	30304	32595	34930	37256
少数股东损益	2659	2787	3107	3437	3750	4074
归属于母公司所有者的净利润	62716	74734	86228	95362	103955	112800

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	58274	69070	59296	68190	77055	85916
拆出资金	116173	105554	127187	146265	160892	173763
应收账款	21	60	19	20	22	24
存货	38824	46435	54343	61408	67549	72277
流动资产合计	216611	225173	251727	275884	305517	331981
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	19743	19909	21871	22309	22086	21865
在建工程	2208	2137	2150	2257	2370	2488
非流动资产合计	37753	47527	47218	54301	59731	64509
资产总计	254365	272700	298945	330184	365248	396490
流动负债合计	49066	48698	56516	62953	70909	72941
非流动负债合计	334	346	417	355	383	402
负债合计	49400	49043	56933	63307	71292	73343
少数股东权益	7458	7988	8905	9796	10775	11637
股东权益合计	197507	215669	233106	257081	283181	311509
负债及股东权益合计	254365	272700	298945	330184	365248	396490

附三：合并现金流量表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动产生的现金流量净额	64029	36699	66593	78214	89015	99123
投资活动产生的现金流量净额	-5562	-5537	-9724	-10950	-11738	-11852
筹资活动产生的现金流量净额	-26564	-57425	-58889	-69524	-82167	-92658
现金及现金等价物净增加额	31900	-26262	-2019	-2260	-4891	-5387

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇

员或会对此份报告内描述之证i@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。