

万联晨会

2025 年 04 月 10 日 星期四

概览

核心观点

【市场回顾】  
周三 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 1.31%，深成指收涨 1.22%，创业板指收涨 0.98%。沪深两市成交额 16992.74 亿元。申万行业方面，国防军工、商贸零售、房地产领涨，银行、石油石化、煤炭领跌；概念板块方面，中船系、太赫兹、成飞概念涨幅居前，青蒿素、草甘膦、养鸡跌幅居前。港股方面，恒生指数收涨 0.68%，恒生科技指数收涨 2.64%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 7.87%，标普 500 收涨 9.52%，纳指收涨 12.16%。

【重要新闻】  
【美国政府将对数十个国家暂停征收对等关税 90 天，维持最低关税税率为 10%】交易员大幅削减了此前对美联储 5 月开始降息的押注，认为美国从 6 月开始降息的可能性比 5 月大得多，预计到今年年底，美联储将总共降息四次。  
【国务院关税税则委员会公告称，自 4 月 10 日 12 时 01 分起，原产于美国的所有进口商品的加征关税税率由 34%提高至 84%】国务院关税税则委员会公告称，自 4 月 10 日 12 时 01 分起，调整《国务院关税税则委员会关于对原产于美国的进口商品加征关税的公告》（税委会公告 2025 年第 4 号）规定的加征关税税率，原产于美国的所有进口商品的加征关税税率由 34%提高至 84%。

研报精选

业绩稳增长，茅台酒和批发渠道增速亮眼

国内市场表现

| 指数名称   | 收盘       | 涨跌幅%  |
|--------|----------|-------|
| 上证指数   | 3,186.81 | 1.31% |
| 深证成指   | 9,539.89 | 1.22% |
| 沪深 300 | 3,686.79 | 0.99% |
| 科创 50  | 980.57   | 4.31% |
| 创业板指   | 1,858.36 | 0.98% |
| 上证 50  | 2,597.10 | 0.88% |
| 上证 180 | 8,245.26 | 1.60% |
| 上证基金   | 6,551.40 | 1.32% |
| 国债指数   | 224.23   | 0.01% |

国际市场表现

| 指数名称   | 收盘        | 涨跌幅%   |
|--------|-----------|--------|
| 道琼斯    | 40,608.45 | 7.87%  |
| S&P500 | 5,456.90  | 9.52%  |
| 纳斯达克   | 17,124.97 | 12.16% |
| 日经 225 | 31,714.03 | -3.93% |
| 恒生指数   | 20,264.49 | 0.68%  |
| 美元指数   | 102.88    | -0.02% |

主持人： 陈雯  
Email: chenwen@wlzq.com.cn

## 核心观点

### 【市场回顾】

周三 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 1.31%，深成指收涨 1.22%，创业板指收涨 0.98%。沪深两市成交额 16992.74 亿元。申万行业方面，国防军工、商贸零售、房地产领涨，银行、石油石化、煤炭领跌；概念板块方面，中船系、太赫兹、成飞概念涨幅居前，青蒿素、草甘膦、养鸡跌幅居前。港股方面，恒生指数收涨 0.68%，恒生科技指数收涨 2.64%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 7.87%，标普 500 收涨 9.52%，纳指收涨 12.16%。

### 【重要新闻】

【美国政府将对数十个国家暂停征收对等关税 90 天，维持最低关税税率为 10%】交易员大幅削减了此前对美联储 5 月开始降息的押注，认为美国从 6 月开始降息的可能性比 5 月大得多，预计到今年年底，美联储将总共降息四次。

【国务院关税税则委员会公告称，自 4 月 10 日 12 时 01 分起，原产于美国的所有进口商品的加征关税税率由 34%提高至 84%】国务院关税税则委员会公告称，自 4 月 10 日 12 时 01 分起，调整《国务院关税税则委员会关于对原产于美国的进口商品加征关税的公告》（税委会公告 2025 年第 4 号）规定的加征关税税率，原产于美国的所有进口商品的加征关税税率由 34%提高至 84%。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

## 研报精选

### 业绩稳增长，茅台酒和批发渠道增速亮眼

#### ——贵州茅台（600519）点评报告

##### 报告关键要素：

公司披露 2024 年年度报告，公司 2024 年实现营业总收入 1741.44 亿元（YoY+15.66%），营业收入 1708.99 亿元（YoY+15.71%），归母净利润 862.28 亿元（YoY+15.38%）。其中，2024Q4 实现营业总收入 510.22 亿元（YoY+12.77%），营业收入 501.23 亿元（YoY+12.83%），归母净利润 254.01 亿元（YoY+16.21%）。2024 年利润分配方案为每 10 股派发现金红利 238.82 元（含税）。

##### 投资要点：

盈利能力：毛利率、净利率均小幅下降。2024 年公司销售毛利率/归母净利率分别为 91.93%/49.52%，同减 0.03pct/0.12pct，销售/管理费用率分别为 3.24%/5.35%，同比 +0.15pct/-1.11pct，其中销售费用增长主要原因是本期广告及市场拓展费增加。其中 2024Q4 年公司销售毛利率/归母净利率分别为 92.9%/49.78%，同比 +0.96pct/+0.27pct，销售/管理费用率分别为 2.75%/6.95%，同比 -0.49pcts/+1.60pct。

分产品：量价齐升，茅台酒增长较为亮眼。2024 年茅台酒收入为 1459.28 亿元，YoY+15.28%，系列酒收入为 246.83 亿元，YoY+19.65%，均保持较高增长。其中 2024Q4 公司茅台酒收入和系列酒收入分别为 440.04 亿元和 52.90 亿元，同比增速分别为 +13.94% 和 +5.05%，茅台酒表现更为亮眼。从量价来看，2024 年茅台酒销量同比 +10.22%，吨价同比 +4.59%，系列酒销量同比 +18.47%，吨价同比 +1.00%，茅台酒量价齐升，系列酒主要靠

销量提升驱动营收增长。系列酒中的茅台 1935 上市仅三年，已成为千元产品价格带的茅台明星产品，2023 年成功晋级营收百亿级大单品。公司产品矩阵全面构建，已形成了千（贵州茅台）、百（茅台 1935）、十亿（茅台王子酒、汉酱、贵州大曲、赖茅）级大单品格局。

分渠道：直销渠道增速趋缓，加大传统批发代理渠道投入。公司直销渠道包括自营和“i 茅台”等数字营销平台渠道，批发代理渠道包括社会经销商、商超、电商等渠道。2024 年公司加大批发代理渠道投入，2024 年公司直销/批发代理收入分别为 748.43/957.69 亿元，同增 11.32%/19.73%，占比分别为 43.87%/56.13%。公司 2024Q4 直销/批发代理实现营收 228.54/272.40 亿元，同比增长 8.69%/16.76%。其中“i 茅台”App 在 2024 年实现营收 200.24 亿元，同比-10.51%。

经营计划：坚持稳重求进总基调，2025 年锚定营收增速 9%。公司确定 2025 年的经营目标：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。公司经营稳健，产品、品牌、文化等竞争优势显著，我们判断公司能顺利完成预定目标。

盈利预测与投资建议：预计在大力提振内需的政策方针下，白酒消费有望保持增长，公司作为高端白酒龙头，具备强大的品牌力和极深的护城河，业绩有望保持稳健增长。我们根据最新数据调整此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 941.79/1027.69/1121.35 亿元（调整前为 2025-2026 年分别为 1002.38/1162.15 亿元），同比增长 9.22%/9.12%/9.11%，对应 EPS 为 74.97/81.81/89.27 元/股，4 月 8 日收盘价对应 PE 为 21/19/17 倍，维持“增持”评级。

风险因素：消费复苏不及预期风险，政策风险，宏观经济波动风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

### 证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

### 免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。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。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

### 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场