



贵州茅台 (600519.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 业绩稳步兑现，看好龙头配置价值

业绩简评

2025年8月12日公司披露2025年半年报。25H1实现营业总收入910.9亿元，同比+9.2%；实现归母净利润454.0亿元，同比+8.9%。其中，25Q2实现营业总收入396.5亿元，同比+7.3%；实现归母净利润185.6亿元，同比+5.2%。

经营分析

产品端：25Q2茅台酒/系列酒分别实现营收320.3/67.4亿元，同比+11.0%/-6.5%。25H1茅台酒/系列酒毛利率分别为93.8%/77.6%，同比-0.3pct/-2.5pct。我们预计期内茅台酒产品结构&吨价趋稳，系列酒内部结构预计小幅下移。25H1茅台酒/系列酒基酒产量分别4.37/2.96万吨，较同期3.91/2.27万吨有明显增长，预计系各轮次取酒的时间差异。25H2产品端预计延续25H1思路，以非标茅台等高吨价产品做增量为主。

渠道端：25Q2直销/批发代理分别实现营收19.8亿元，同比+16.5%/+1.5%。其中，i茅台25Q2实现收入48.9亿元，同比-0.3%；剔除i茅台后25Q2直销收入119.0亿元，同比+25.2%。25H1直销/批发代理毛利率分别93.5%/89.5%，同比-1.8pct/+0.3pct。我们预计i茅台同比小幅下滑主要系生肖等批价倒挂幅度加剧致使申购&抢购量有所回落，25H1直销毛利率回落预计系内部产品结构弱化。此外，25Q2国内经销商+106家至2280家，预计主要为系列酒经销商。

报表质量层面：1) 25Q2归母净利润同比-0.9pct至46.8%，其中毛利率-0.3pct，销售费用率同比+0.5pct（25H1广宣费+51%，市场推广及服务+20%），管理费用率-0.3pct，财务费用率+0.6pct（期内商业银行存款利率下降）。2) 25H1末合同负债余额55.1亿元，考虑合同负债环比变化后营收-3.1%，与25Q2销售收现同比-4.6%基本一致，应收票据余额环比25Q1末+6.9亿至28.2亿元。

盈利预测、估值与评级

我们预计2025~2027年公司归母净利润分别934/988/1054亿元，同比分别+8.4%/+5.8%/+6.6%，EPS分别为74.4/78.7/83.9元，公司股票现价对应PE估值为19.3/18.3/17.1倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济恢复不及预期，行业政策风险，食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：1437.04元

相关报告：

- 《贵州茅台公司点评：Q1业绩超预期，龙头持续变革转型》，2025.4.30
- 《贵州茅台公司点评：24年业绩平稳兑现，稳健配置首选》，2025.4.3
- 《贵州茅台公司点评：Q3业绩符合预期，稳字当头韧性强》，2024.10.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	150,560	174,144	189,838	199,658	211,677
营业收入增长率	18.0%	15.7%	9.0%	5.2%	6.0%
归母净利润(百万元)	74,734	86,228	93,448	98,830	105,373
归母净利润增长率	19.2%	15.4%	8.4%	5.8%	6.6%
摊薄每股收益(元)	59.5	68.6	74.4	78.7	83.9
每股经营性现金流净额	53.0	73.6	67.4	74.2	79.9
ROE(归属母公司)(摊薄)	34.7%	37.0%	36.4%	35.1%	34.3%
P/E	29.0	22.2	19.3	18.3	17.1
P/B	10.1	8.2	7.0	6.4	5.9

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	127,554	150,560	174,144	189,838	199,658	211,677
增长率	18.0%	15.7%	15.7%	9.0%	5.2%	6.0%
主营业务成本	-10,093	-11,867	-13,789	-15,827	-16,472	-17,475
%销售收入	7.9%	7.9%	7.9%	8.3%	8.3%	8.3%
毛利	117,460	138,693	160,355	174,011	183,186	194,202
%销售收入	92.1%	92.1%	92.1%	91.7%	91.7%	91.7%
营业税金及附加	-18,496	-22,234	-26,926	-28,855	-30,148	-31,752
%销售收入	14.5%	14.8%	15.5%	15.2%	15.1%	15.0%
销售费用	-3,298	-4,649	-5,639	-6,939	-7,539	-8,039
%销售收入	2.6%	3.1%	3.2%	3.7%	3.8%	3.8%
管理费用	-9,012	-9,729	-9,316	-9,416	-9,516	-9,716
%销售收入	7.1%	6.5%	5.3%	5.0%	4.8%	4.6%
研发费用	-135	-157	-218	-238	-250	-265
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	86,520	101,924	118,255	128,562	135,732	144,430
%销售收入	67.8%	67.7%	67.9%	67.7%	68.0%	68.2%
财务费用	1,392	1,790	1,470	769	928	1,115
%销售收入	-1.1%	-1.2%	-0.8%	-0.4%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-15	38	-23	0	0	0
公允价值变动收益	0	3	61	0	0	0
投资收益	64	34	9	0	0	0
%税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	87,880	103,709	119,689	129,353	136,682	145,566
营业利润率	68.9%	68.9%	68.7%	68.1%	68.5%	68.8%
营业外收支	-178	-46	-50	-10	-10	-10
税前利润	87,701	103,663	119,639	129,343	136,672	145,556
利润率	68.8%	68.9%	68.7%	68.1%	68.5%	68.8%
所得税	-22,326	-26,141	-30,304	-32,633	-34,482	-36,723
所得税率	25.5%	25.2%	25.3%	25.2%	25.2%	25.2%
净利润	65,375	77,521	89,335	96,710	102,190	108,833
少数股东损益	2,659	2,787	3,107	3,262	3,360	3,461
归属于母公司的净利润	62,716	74,734	86,228	93,448	98,830	105,373
净利率	49.2%	49.6%	49.5%	49.2%	49.5%	49.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	65,375	77,521	89,335	96,710	102,190	108,833
少数股东损益	2,659	2,787	3,107	3,262	3,360	3,461
非现金支出	1,703	1,900	2,108	2,066	2,303	2,581
非经营收益	-1,253	-1,160	-	-	-	-
营运资金变动	-29,127	-11,667	1,919	-13,598	-10,700	-10,457
经营活动现金净流	36,699	66,593	92,464	84,661	93,222	100,327
资本开支	-5,306	-2,595	-4,678	-2,542	-4,256	-4,758
投资	-210	-7,268	2,805	0	0	0
其他	-21	138	88	0	0	0
投资活动现金净流	-5,537	-9,724	-1,785	-2,542	-4,256	-4,758
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-112	0	0
其他	-57,425	-58,889	-71,068	-70,100	-74,138	-79,045
筹资活动现金净流	-57,425	-58,889	-71,068	-70,212	-74,138	-79,045
现金净流量	-26,262	-2,019	19,610	11,907	14,829	16,524

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	58,274	69,070	59,296	71,182	85,989	102,489
应收款项	158	102	2,033	3,901	3,104	2,233
存货	38,824	46,435	54,343	65,044	71,305	78,040
其他流动资产	123,489	111,696	138,435	147,229	157,230	167,232
流动资产	220,746	227,303	254,108	287,356	317,629	349,994
%总资产	86.8%	83.4%	85.0%	85.9%	86.5%	86.9%
长期投资	386	9,330	5,552	5,552	5,552	5,552
固定资产	21,951	22,047	24,021	25,116	26,485	28,085
%总资产	8.6%	8.1%	8.0%	7.5%	7.2%	7.0%
无形资产	7,420	8,950	9,101	9,681	10,253	10,816
非流动资产	33,619	45,396	44,837	47,116	49,715	52,601
%总资产	13.2%	16.6%	15.0%	14.1%	13.5%	13.1%
资产总计	254,365	272,700	298,945	334,472	367,344	402,595
短期借款	109	57	112	0	0	0
应付款项	6,952	8,306	8,944	10,690	11,359	12,078
其他流动负债	42,004	40,334	47,460	54,689	58,786	63,475
流动负债	49,066	48,698	56,516	65,379	70,145	75,553
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	334	346	417	457	497	535
负债	49,400	49,043	56,933	65,836	70,641	76,088
普通股股东权益	197,507	215,669	233,106	256,468	281,176	307,519
其中：股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
未分配利润	161,302	172,983	182,787	206,149	230,857	257,200
少数股东权益	7,458	7,988	8,905	12,167	15,527	18,988
负债股东权益合计	254,365	272,700	298,945	334,472	367,344	402,595

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	49.926	59.492	68.642	74.390	78.674	83.882
每股净资产	157.226	171.684	185.565	204.162	223.831	244.801
每股经营现金净流	29.214	53.012	73.606	67.395	74.209	79.866
每股股利	47.821	49.982	51.506	55.792	59.006	62.912
回报率						
净资产收益率	31.75%	34.65%	36.99%	36.44%	35.15%	34.27%
总资产收益率	24.66%	27.41%	28.84%	27.94%	26.90%	26.17%
投入资本收益率	31.45%	34.06%	36.45%	35.77%	34.19%	33.06%
增长率						
主营业务收入增长率	16.53%	18.04%	15.66%	9.01%	5.17%	6.02%
净利润增长率	17.03%	17.80%	16.02%	8.72%	5.58%	6.41%
总资产增长率	19.55%	19.16%	15.38%	8.37%	5.76%	6.62%
总资产增长率	-0.31%	7.21%	9.62%	11.88%	9.83%	9.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	1,305.8	1,311.2	1,333.8	1,500.0	1,580.0	1,630.0
应付账款周转天数	79.9	84.6	87.5	97.0	102.0	104.0
固定资产周转天数	56.5	48.3	45.8	43.2	42.7	42.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.38%	-31.04%	-24.56%	-26.59%	-29.07%	-31.47%
EBIT利息保障倍数	-62.2	-57.0	-80.4	-167.1	-146.2	-129.5
资产负债率	19.42%	17.98%	19.04%	19.68%	19.23%	18.90%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	10	24	40	151
增持	0	0	2	3	3
中性	0	0	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.15	1.11	1.06

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究