

贵州茅台（600519）

2025 年中报点评：茅台酒节奏稳健，系列酒边际承压

买入（维持）

2025 年 08 月 13 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	150,560	174,144	190,161	198,851	213,603
同比（%）	18.04	15.66	9.20	4.57	7.42
归母净利润（百万元）	74,734	86,228	93,233	96,541	103,001
同比（%）	19.16	15.38	8.12	3.55	6.69
EPS-最新摊薄（元/股）	59.49	68.64	74.22	76.85	81.99
P/E（现价&最新摊薄）	24.16	20.94	19.36	18.70	17.53

投资要点

■ **事件：**25H1 实现总营收 910.9 亿元，同比+9.2%；归母净利润 454.0 亿元，同比+8.9%。25Q2 实现总营收 396.5 亿元，同比+7.3%；归母净利润 185.6 亿元，同比+5.2%。

■ **茅台酒保持节奏稳定，系列酒 Q2 边际降速。**25H1 公司酒类收入同增 9.3%，沿全年规划稳步兑现；Q2 单季酒类收入同增 7.5%，增速较 Q1 放缓，主因场景及需求冲击下系列酒承压降速。1) 分产品看：①茅台酒 H1/Q2 收入分别同比+10.2%/+11.0%，Q2 增速略有加快（Q1 同比+9.7%），与线下直销渠道发货节奏变化有关（经销商非标配额保持较快增长，国资平台出货同比恢复）。②系列酒 H1/Q2 收入分别同比+4.7%/-6.5%，Q2 转跌，1 则去年同期基数偏高（24Q2 茅台 1935、汉酱投放进度偏快），2 则外部需求冲击导致出货承压。2) 分渠道看：直销、批发渠道 Q2 收入同增 0.6%、16.3%，直销占比 43.3%，环比回落 2.6pct。直销收入增长主要由线下渠道带动，其中 i 茅台 Q2 收入同比-0.3%，其他直销渠道收入同比+24.9%，主要系经销商非标配额转自营拿货贡献。

■ **毛销差降势延续，预收款有所回落。**1) 收现端，25Q2 公司收现比为 100%，同比-12.6pct；Q2 季末预收款同比下降 44.9 亿元，环比下降 32.8 亿元，主要是系列酒经销商打款波动。2) 利润端，25Q2 净利率同比-1.0pct 至 48.5%，主因毛销差持续承压，Q2 毛销差同降 0.7pct，其中毛利率受系列酒占比回落影响，同比仅回落 0.3pct；销售费率保持升势，同增 0.5pct，公司加大市场培育投入，H1 广告及市场费用同增 51%。Q2 公司管理费用率同降 0.4pct，主系员工薪酬同比下降，H1 降幅达 18%。

■ **努力求变，推进供给侧转型调整，强化产品适配与渠道触达。**在集团十四五目标下，2025 年公司规划收入同增 9%，主要通过优化产品及渠道配称以挖掘收入增量。1) 产品端，围绕茅台金字塔型产品矩阵，底座产品普飞根据不同区域、不同类型渠道动销表现，投放调控更趋精细化；1L、750ml、100ml 等其他规格普飞则扩大市场投放量及渠道覆盖面，积极挖掘开瓶场景。腰部产品茅台文创，25H1 发布“走进系列”新品等，后续还将由各省区经销商联谊会牵头经销商入股组建联营公司，以小批量、属地化形式开发代理各省定制文创产品，以便更好匹配需求、有力造势。塔尖产品精品、珍品、陈年茅台酒，则通过区域运营制、精准投放制等形式，提升投放精准度，并将配额、资源向优质大商倾斜。2) 渠道端，当前茅台已确立完善自营体系+社会经销体系共 10 类渠道的多元化生态，自营体系将加强统筹平衡协调作用，社会经销体系则旨在发挥触达广、触达精准、转化有效的优势，预计扩张潜力有望显现。

■ **盈利预测与投资评级：**参考 2025 年经营目标及当前茅台销售反馈，我们维持 2025 年归母净利润预测为 932 亿元，略微调整 2026~27 年归母净利润预测为 965、1030 亿元（前值 1009、1103 亿元），同比+8%、+4%、+7%，当前市值对应 PE 为 19、19、18x，维持“买入”评级。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,437.04
一年最低/最高价	1,245.83/1,910.00
市净率(倍)	6.99
流通 A 股市值(百万元)	1,805,206.49
总市值(百万元)	1,805,206.49

基础数据

每股净资产(元,LF)	205.67
资产负债率(% ,LF)	14.14
总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股(百万股)	1,256.20

相关研究

《贵州茅台(600519)：理性务实，保持定力》

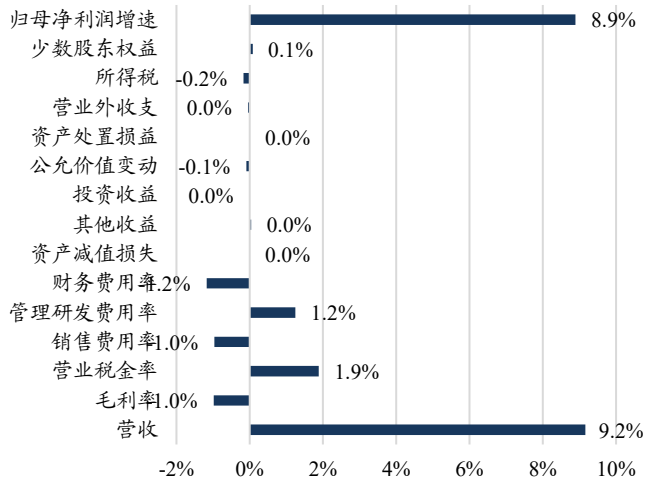
2025-05-22

《贵州茅台(600519)：2025 年一季度点评：节奏得当，开局顺利》

2025-04-30

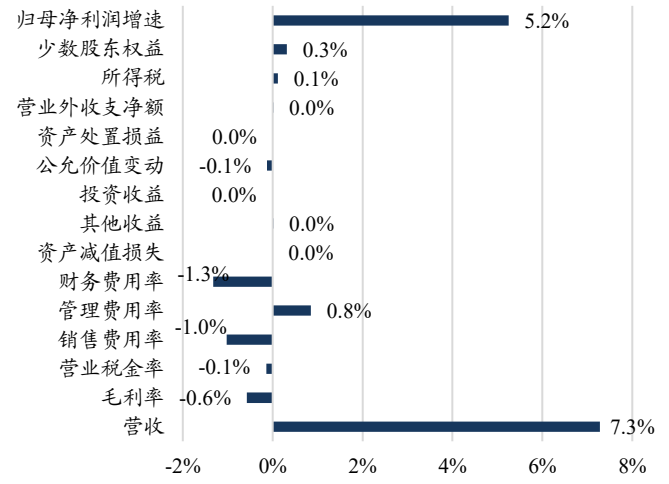
■ **风险提示：**宏观承压消费持续走弱，需求企稳不及预期；市场对增速规划的的非理性反应等。

图1：25H1 贵州茅台归母净利同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：25Q2 贵州茅台归母净利同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	251,727	271,884	294,347	323,337	营业总收入	174,144	190,161	198,851	213,603
货币资金及交易性金融资产	59,544	63,460	63,302	68,689	营业成本(含金融类)	13,895	16,349	18,055	19,831
经营性应收款项	2,030	1,128	671	957	税金及附加	26,926	29,146	30,190	32,725
存货	54,343	59,186	67,511	74,488	销售费用	5,639	7,797	8,900	9,770
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,316	9,260	9,575	10,015
其他流动资产	135,809	148,110	162,862	179,204	研发费用	218	213	112	209
非流动资产	47,218	50,271	53,086	55,645	财务费用	(1,470)	(1,651)	(1,761)	(1,693)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	21	34	35	34
固定资产及使用权资产	22,282	24,973	26,544	27,879	投资净收益	9	48	35	34
在建工程	2,150	1,825	1,074	674	公允价值变动	61	0	0	0
无形资产	8,850	9,731	10,613	11,294	减值损失	(23)	(23)	(23)	(23)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	9	0	0
长期待摊费用	152	152	152	152	营业利润	119,689	129,116	133,826	142,791
其他非流动资产	13,784	13,591	14,702	15,647	营业外净收支	(50)	(58)	(51)	(53)
资产总计	298,945	322,156	347,433	378,982	利润总额	119,639	129,058	133,774	142,738
流动负债	56,516	58,896	61,337	63,390	减:所得税	30,304	32,394	33,732	35,992
短期借款及一年内到期的非流动负债	112	93	87	97	净利润	89,335	96,664	100,042	106,747
经营性应付款项	3,515	3,677	3,276	3,272	减:少数股东损益	3,107	3,432	3,501	3,746
合同负债	9,592	9,709	9,834	10,216	归属母公司净利润	86,228	93,233	96,541	103,001
其他流动负债	43,297	45,418	48,140	49,804	每股收益-最新股本摊薄(元)	68.64	74.22	76.85	81.99
非流动负债	417	417	417	417	EBIT	118,148	127,454	132,077	141,110
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	120,233	129,954	134,742	143,972
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.93	91.31	90.82	90.61
租赁负债	314	314	314	314	归母净利率(%)	50.46	50.05	49.57	49.21
其他非流动负债	103	103	103	103	收入增长率(%)	15.66	9.20	4.57	7.42
负债合计	56,933	59,314	61,754	63,807	归母净利润增长率(%)	15.38	8.12	3.55	6.69
归属母公司股东权益	233,106	250,505	269,840	295,590					
少数股东权益	8,905	12,337	15,838	19,584					
所有者权益合计	242,011	262,842	285,679	315,175					
负债和股东权益	298,945	322,156	347,433	378,982					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	92,464	85,054	82,228	87,985	每股净资产(元)	185.56	199.42	214.81	235.31
投资活动现金流	(1,785)	(5,276)	(5,166)	(5,348)	最新发行在外股份(百万股)	1,256	1,256	1,256	1,256
筹资活动现金流	(71,068)	(75,862)	(77,221)	(77,250)	ROIC(%)	37.83	37.76	35.96	35.08
现金净增加额	19,610	3,916	(158)	5,387	ROE-摊薄(%)	36.99	37.22	35.78	34.85
折旧和摊销	2,085	2,500	2,666	2,861	资产负债率(%)	19.04	18.41	17.77	16.84
资本开支	(4,678)	(5,795)	(4,420)	(4,529)	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.94	19.36	18.70	17.53
营运资本变动	1,919	(15,076)	(20,198)	(21,584)	P/B (现价)	7.74	7.21	6.69	6.11

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>