

逆风中稳步推进经营计划

—— 2025 半年度业绩点评

2025 年 08 月 12 日

- **事件：**公司公告 2025 上半年实现营业总收入 911 亿元，同比+9.2%；归母净利润 454 亿元，同比+8.9%。其中，Q2 总营收同比+7.3%；归母净利润同比+5.3%。Q2 末合同负债金额 55 亿元，对比去年 Q2 末时点值-45%。
- **整体符合预期：**公司上半年业绩符合预期，在按照全年总营收+9%左右的经营计划稳步推进。尽管酒厂收款无忧，但期末合同负债金额同比环比都在下降，也一定程度反映了市场需求走弱的现实。
- **茅台酒稳健发货，系列酒加快销售网络拓展：**2025 上半年茅台酒收入 756 亿元，同比+10.2%，Q1/Q2 收入分别同比+9.7%/+11%。尽管 Q2 飞天茅台批发价格有所下行，酒厂依然保持了稳健的发货节奏，预计公斤茅台等非标产品贡献茅台酒主要收入增量。上半年系列酒收入 138 亿元，同比+4.7%，Q1/Q2 收入分别同比+18.3%/-6.5%，Q2 收入负增长预计与去年 Q2 高基数有关。Q2 国内系列酒经销商增加了 110 家，明显加快了销售网络拓展速度。
- **直销渠道贡献主要增量，传统渠道以稳为主：**2025 上半年公司批发代理渠道收入 493 亿元，同比+2.8%；直销收入 400 亿元，同比+18.6%，其中 i 茅台收入 108 亿元，同比+5%。公司在传统渠道放货以稳为主，减轻产品的市场价格压力。直销渠道贡献主要增量，其中 2C 的 i 茅台放货小幅增长，更多增量来自于电商和企业团购等渠道。
- **盈利能力保持稳定：**2025 上半年公司净利率 49.8%，同比保持稳定。其中销售费用增加较为明显，费用额同比+24.6%使销售费用率同比提升+0.4pct，因公司增加了广告宣传和市场费用投入；同时管理费用额下降 3.7%，抵消了销售费用增加的影响。
- **投资建议：**公司 2025 上半年业绩符合预期。考虑 6 月 18 日“禁酒令”使终端需求走弱，我们下调公司盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 73.09/76.82/80.33 元，2025/8/12 收盘价 1437.4 元对应 P/E 分别为 20/19/18 倍，维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**需求持续低迷、供过于求导致价格下降的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	174144.07	186827.41	196806.73	205710.69
收入增长率%	15.66	7.28	5.34	4.52
归母净利润(百万元)	86228.15	91813.00	96504.03	100914.61
利润增速%	15.38	6.48	5.11	4.57
毛利率%	91.93	91.72	91.67	91.61
摊薄 EPS(元)	68.64	73.09	76.82	80.33
PE	20.94	19.66	18.71	17.89
PB	7.74	7.13	6.63	6.21
PS	10.37	9.66	9.17	8.78

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

贵州茅台（600519.SH）

谨慎推荐 维持

分析师

刘来珍

☎：021-2025-2647

✉：liulaizhen_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523040001

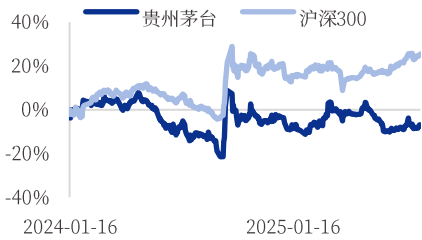
市场数据

2025-08-12

股票代码	600519
A 股收盘价(元)	1437.04
上证指数	3665.92
总股本(亿股)	12.56
实际流通 A 股(亿股)	12.56
流通 A 股市值(亿元)	18052

相对沪深 300 表现图

2025-08-12



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河食品饮料】公司点评_贵州茅台（600519.SH）_2024 年稳健达成目标，但增长动能有所变化-20250403

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	251726.67	270637.06	287725.55	304172.36
现金	59295.82	73089.94	86011.16	98409.61
应收账款	18.97	25.46	26.84	28.08
其它应收款	29.96	35.64	37.58	39.31
预付账款	26.98	30.36	32.19	33.94
存货	54343.29	59884.66	63935.90	67880.60
其他	138011.66	137571.00	137681.88	137780.81
非流动资产	47217.91	54149.62	62134.69	69456.01
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	21871.45	23154.13	25091.14	26295.00
无形资产	8850.21	10150.21	11440.21	12720.21
其他	16496.25	20845.28	25603.35	30440.80
资产总计	298944.58	324786.68	349860.25	373628.37
流动负债	56515.99	58955.28	61124.17	62959.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	3514.97	3795.51	4023.94	4242.54
其他	53001.02	55159.77	57100.23	58716.54
非流动负债	417.27	380.06	380.06	380.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	417.27	380.06	380.06	380.06
负债合计	56933.26	59335.34	61504.23	63339.13
少数股东权益	8905.33	12334.04	15937.91	19706.49
归属母公司股东权益	233105.98	253117.30	272418.11	290582.74
负债和股东权益	298944.58	324786.68	349860.25	373628.37

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	92463.69	94377.90	100798.86	105332.85
净利润	89334.73	95241.70	100107.90	104683.20
折旧摊销	2085.02	2360.98	2629.93	2803.68
财务费用	14.47	9.42	9.42	9.42
投资损失	-9.13	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	1919.13	-3113.34	-1998.38	-2213.44
其它	-880.53	-120.86	50.00	50.00
投资活动现金流	-1785.20	-8716.18	-10665.00	-10175.00
资本支出	-4678.00	-4494.66	-5660.00	-5170.00
长期投资	2804.86	-5000.00	-5000.00	-5000.00
其他	87.93	778.48	-5.00	-5.00
筹资活动现金流	-71067.51	-71870.89	-77212.64	-82759.40
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-71067.51	-71870.89	-77212.64	-82759.40
现金净增加额	19609.90	13794.12	12921.22	12398.45

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	174144.07	186827.41	196806.73	205710.69
营业成本	13894.70	15182.03	16095.75	16970.15
营业税金及附加	26926.16	28958.25	30505.04	31885.16
营业费用	5639.30	6912.61	7872.27	8228.43
管理费用	9315.65	8967.72	9053.11	9256.98
财务费用	-1470.22	-934.00	-984.38	-1028.81
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	60.98	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.13	0.00	0.00	0.00
营业利润	119688.58	127548.98	134063.14	140188.07
营业外收入	70.94	70.00	70.00	70.00
营业外支出	120.94	120.00	120.00	120.00
利润总额	119638.58	127498.98	134013.14	140138.07
所得税	30303.85	32257.28	33905.24	35454.87
净利润	89334.73	95241.70	100107.90	104683.20
少数股东损益	3106.58	3428.71	3603.87	3768.59
归属母公司净利润	86228.15	91813.00	96504.03	100914.61
EBITDA	120232.88	128925.96	135658.68	141912.94
EPS（元）	68.64	73.09	76.82	80.33

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15.66%	7.28%	5.34%	4.52%
营业利润	15.41%	6.57%	5.11%	4.57%
归属母公司净利润	15.38%	6.48%	5.11%	4.57%
毛利率	91.93%	91.72%	91.67%	91.61%
净利率	50.46%	50.09%	49.93%	49.91%
ROE	36.99%	36.27%	35.42%	34.73%
ROIC	36.39%	35.57%	34.42%	33.45%
资产负债率	19.04%	18.27%	17.58%	16.95%
净负债比率	-24.33%	-27.40%	-29.70%	-31.60%
流动比率	4.45	4.59	4.71	4.83
速动比率	1.09	1.28	1.45	1.60
总资产周转率	0.60	0.59	0.57	0.56
应收账款周转率	4307.61	8250.62	7390.80	7362.11
应付账款周转率	4.17	4.15	4.12	4.11
每股收益	68.64	73.09	76.82	80.33
每股经营现金	73.61	75.13	80.24	83.85
每股净资产	185.56	201.49	216.86	231.32
P/E	20.94	19.66	18.71	17.89
P/B	7.74	7.13	6.63	6.21
EV/EBITDA	15.43	13.44	12.68	12.03
P/S	10.37	9.66	9.17	8.78

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘来珍 上海交通大学金融学硕士，8年以上食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn