

贵州茅台 (600519.SH)

强烈推荐 (维持)

H1 环境承压依旧完成目标, 关注双节压力测试

公司发布中期报告, 25H1 实现收入/归母净利润 910.9/454.0 亿 (+9.2%/+8.9%), Q2 收入/归母净利润 396.5/185.6 亿, 同比+7.3%/+5.3%, 上半年顺利完成既定任务。Q2 茅台酒提速, 系列酒腰部产品占比提升, 公司加大国际市场开拓力度。Q2 毛利率承压, 市场推广投入增加盈利能力略降。关注双节压力测试, 略下调 25-27 年 EPS 预测为 74.13、79.16、83.47 元, 维持“强烈推荐”评级。

- H1 收入/利润+9%/9%完成既定任务, 现金流略承压。公司 25H1 实现收入/归母净利润 910.9/454.0 亿 (+9.2%/+8.9%), 其中 Q2 收入/归母净利润 396.5/185.6 亿, 同比+7.3%/+5.3%, 上半年顺利完成既定任务, 为完成全年奠定基础。25H1 末公司预收款 55.1 亿 (同比-44.9%), 环比 Q1 末减少 32.8 亿。25H1/25Q2 经营净现金流为 131.2 亿/43.1 亿, 同比-64.2%/-84.3%, 主要系财务公司吸收集团公司成员单位存款减少及同业存款增加, 剔除掉金融类现金流后, 25H1/25Q2 同比+24%/-13%, 符合正常经营节奏, Q2 略有压力。
- Q2 茅台酒提速, 系列酒腰部产品占比提升, 公司加大国际市场开拓力度。25H1 茅台酒/系列酒收入分别为 755.90/137.63 亿 (+10.2%/+4.7%), Q2 茅台酒/系列酒分别+11%/-6.5%至 320.3/67.4 亿, 茅台酒提速、系列酒有所降速, 茅台 1935 价格有所下行, 腰部产品占比提升。上半年国内经销商净增加 137 家、预计与系列酒经销商结构调整有关。分渠道看, 公司 25Q2 直销/批发渠道分别+16.5%/+1.5%至 167.9/219.8 亿, 其中 i 茅台不含税收入同比-0.4%至 48.9 亿。25H1 公司直销渠道占比+3.59pcts 至 44.8%, 分地区看, 国内/国外 Q2 分别实现收入 370/17.7 亿, 同比+6.7%/+27.6%, 公司全面加大国际市场开拓力度, 发布 5 款“走进系列”新品和“世博会纪念酒”。
- Q2 毛利率承压, 市场推广投入增加盈利能力略降。公司 25Q2 毛利率-0.26pct 至 90.4%, 预计与系列酒结构下移有关。主营税金率+0.1pct 至 17.1%。销售/管理费用率+0.5/-0.3pct 至 4.5%/4.5%, 市场推广及服务费用 22 亿, 同比+20%。受毛利率及销售费用增加影响, 归母净利率-1.1pct 至 49.5%。
- 投资建议: H1 环境承压依旧完成目标, 关注双节压力测试, 维持“强烈推荐”评级。预计茅台 H2 仍可按照进度完成任务, 但需求承压下, 价格有下行压力。考虑到经销商运营成本及其他产品对利润的影响, 当下飞天批价接近真实成本线, 供需失衡不严重/管理得当下, 经销商有动力维护批价成本线, 预计双节旺季是重要观测节点。下行期茅台依旧可以通过抢占市场份额实现销售, 预计报表层面仍可平稳度过本轮周期。略下调 25-27 年 EPS 预测为 74.13、79.16、83.47 元, 公司回购+股息支付比例接近 4%, 维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 需求持续不及预期、外资流出、税率上升、宏观经济影响等

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
------	------	------	-------	-------	-------

消费品/食品饮料

目标估值: NA

当前股价: 1437.04 元

基础数据

总股本 (百万股)	1256
已上市流通股 (百万股)	1256
总市值 (十亿元)	1805.2
流通市值 (十亿元)	1805.2
每股净资产 (MRQ)	190.0
ROE (TTM)	37.7
资产负债率	14.8%
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有
主要股东持股比例	54.07%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	3	4
相对表现	-2	-2	-21



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《贵州茅台 (600519) —消费回归本源, 呼吁理性发展》2025-06-24
- 2、《贵州茅台 (600519) —民族品牌, 穿越周期》2025-05-22
- 3、《贵州茅台 (600519) —开门红略超预期, 重申龙头配置价值》2025-04-30

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

刘成 S1090523070012

✉ liucheng5@cmschina.com.cn

营业总收入(百万元)	150560	174144	189815	202332	213295
同比增长	18%	16%	9%	7%	5%
营业利润(百万元)	103709	119689	129257	138014	145530
同比增长	18%	15%	8%	7%	5%
归母净利润(百万元)	74734	86228	93124	99436	104852
同比增长	19%	15%	8%	7%	5%
每股收益(元)	59.49	68.64	74.13	79.16	83.47
PE	24.2	20.9	19.4	18.2	17.2
PB	8.4	7.7	6.9	6.2	5.6

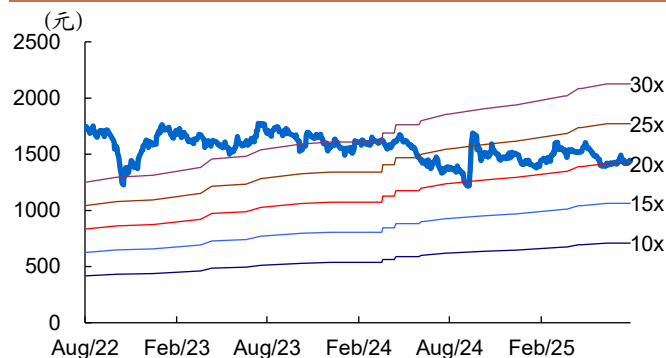
资料来源：公司数据、招商证券

贵州茅台单季度利润表

单位: 百万元	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	2023	2024
一、营业总收入	34329	45244	46485	36966	39671	51022	51443	39650	150560	174144
二、营业总成本	11066	14732	13357	12598	13239	15354	14426	13924	46923	54547
其中: 营业成本	2857	3304	3381	3370	3477	3561	4061	3716	11867	13789
营业税金及附加	5429	6205	7199	6295	6418	7014	7165	6778	22234	26926
营业费用	1276	1586	1141	1477	1618	1404	1495	1765	4649	5639
管理费用	1903	3996	2062	1774	1931	3548	1920	1775	9729	9316
研发费用	28	56	28	64	48	78	26	48	157	218
财务费用	-461	-457	-487	-408	-278	-297	-283	-204	-1790	-1470
资产减值损失	0	-7	-13	-6	8	13	-7	3	-38	23
三、其他经营收益	17	25	29	25	13	25	19	6	71	92
公允价值变动收益	5	1	14	2	2	3	18	5	35	21
投资收益	10	-6	14	22	5	20	1	1	3	61
其他收益	2	28	1	1	6	1	0	0	34	9
四、营业利润	23280	30537	33157	24394	26446	35692	37037	25732	103709	119689
加: 营业外收入	24	16	16	11	26	17	16	16	87	71
减: 营业外支出	2	117	0	0	2	119	22	2	133	121
五、利润总额	23303	30436	33174	24405	26471	35590	37031	25747	103663	119639
减: 所得税	5808	7742	8291	6110	6616	9286	9257	6535	26141	30304
六、净利润	17495	22694	24882	18295	19855	26303	27775	19212	77521	89335
减: 少数股东损益	599	836	817	664	723	903	927	657	2787	3107
七、归属母公司净利润	16896	21858	24065	17630	19132	25401	26847	18555	74734	86228
EPS	13.45	17.40	19.16	14.03	15.23	20.22	21.37	14.77	59.49	68.64
主要比率										
毛利率	91.7%	92.7%	92.7%	90.9%	91.2%	93.0%	92.1%	90.6%	92.1%	92.1%
主营税金率	15.8%	13.7%	15.5%	17.0%	16.2%	13.7%	13.9%	17.1%	14.8%	15.5%
营业费率	3.7%	3.5%	2.5%	4.0%	4.1%	2.8%	2.9%	4.5%	3.1%	3.2%
管理费率	5.5%	8.8%	4.4%	4.8%	4.9%	7.0%	3.7%	4.5%	6.5%	5.3%
营业利润率	67.8%	67.5%	71.3%	66.0%	66.7%	70.0%	72.0%	64.9%	68.9%	68.7%
实际税率	24.9%	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%	26.1%	25.0%	25.4%	25.2%	25.3%
净利率	49.2%	48.3%	51.8%	47.7%	48.2%	49.8%	52.2%	46.8%	49.6%	49.5%
YoY										
收入增长率	13.1%	19.8%	18.0%	17.0%	15.6%	12.8%	10.7%	7.3%	18.0%	15.7%
营业利润增长率	14.5%	17.8%	15.6%	15.0%	13.6%	16.9%	11.7%	5.5%	18.0%	15.4%
净利润增长率	15.7%	19.3%	15.7%	16.1%	13.2%	16.2%	11.6%	5.2%	19.2%	15.4%

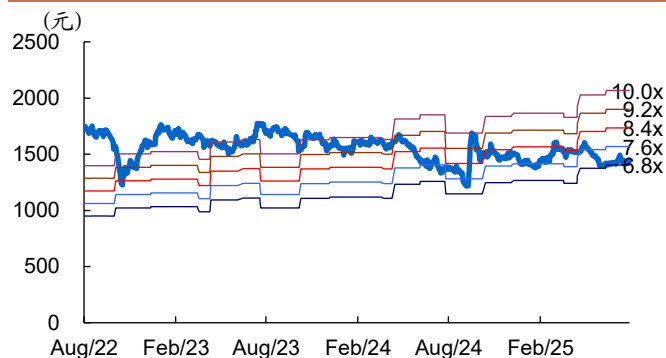
资料来源: 公司报表

图 1: 贵州茅台历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 贵州茅台历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《贵州茅台（600519）—消费回归本源，呼吁理性发展》2025-06-24
- 2、《贵州茅台（600519）—民族品牌，穿越周期》2025-05-22
- 3、《贵州茅台（600519）—开门红略超预期，重申龙头配置价值》2025-04-30

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	225173	251727	287435	322561	358829
现金	69070	59296	75381	96595	119878
交易性投资	401	249	249	249	249
应收票据	14	1984	2163	2306	2431
应收款项	60	19	21	22	23
其它应收款	28	30	33	35	37
存货	46435	54343	61561	65566	69873
其他	109165	135806	148028	157789	166339
非流动资产	47527	47218	48085	48893	49645
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	19909	21871	23664	25302	26798
无形资产商誉	8790	8949	8054	7248	6524
其他	18828	16398	16367	16343	16324
资产总计	272700	298945	335520	371454	408474
流动负债	48698	56516	61376	64135	67101
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3093	3515	3982	4241	4519
预收账款	14126	9592	10866	11573	12334
其他	31479	43409	46527	48320	50248
长期负债	346	417	417	417	417
长期借款	0	0	0	0	0
其他	346	417	417	417	417
负债合计	49043	56933	61793	64552	67518
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积金	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	213037	230475	258836	288428	318704
少数股东权益	7988	8905	12260	15843	19620
归属于母公司所有者权益	215669	233106	261467	291059	321335
负债及权益合计	272700	298945	335520	371454	408474

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	66593	92464	84018	93961	100586
净利润	77521	89335	96479	103018	108630
折旧摊销	1865	1991	2816	2875	2932
财务费用	13	14	(535)	(688)	(866)
投资收益	(34)	(9)	(91)	(91)	(91)
营运资金变动	(11637)	1983	(14651)	(11154)	(10018)
其它	(1135)	(850)	0	0	0
投资活动现金流	(9724)	(1785)	(3592)	(3592)	(3592)
资本支出	(2620)	(4679)	(3683)	(3683)	(3683)
其他投资	(7105)	2894	91	91	91
筹资活动现金流	(58889)	(71068)	(64340)	(69155)	(73711)
借款变动	23463	20203	(112)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(84074)	(92788)	(64763)	(69843)	(74577)
其他	1722	1517	535	688	866
现金净增加额	(2020)	19611	16086	21213	23283

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	150560	174144	189815	202332	213295
营业成本	11867	13789	15621	16637	17730
营业税金及附加	22234	26926	29349	31285	32980
营业费用	4649	5639	6661	7325	7854
管理费用	9729	9316	9316	9597	9892
研发费用	157	218	238	254	267
财务费用	(1790)	(1470)	(535)	(688)	(866)
资产减值损失	37	(23)	0	0	0
公允价值变动收益	3	61	61	61	61
其他收益	35	21	21	21	21
投资收益	34	9	9	9	9
营业利润	103709	119689	129257	138014	145530
营业外收入	87	71	71	71	71
营业外支出	133	121	121	121	121
利润总额	103663	119639	129207	137964	145480
所得税	26141	30304	32728	34946	36850
少数股东损益	2787	3107	3355	3582	3778
归属于母公司净利润	74734	86228	93124	99436	104852

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	18%	16%	9%	7%	5%
营业利润	18%	15%	8%	7%	5%
归母净利润	19%	15%	8%	7%	5%
获利能力					
毛利率	92.1%	92.1%	91.8%	91.8%	91.7%
净利率	49.6%	49.5%	49.1%	49.1%	49.2%
ROE	36.2%	38.4%	37.7%	36.0%	34.2%
ROIC	35.5%	37.9%	37.3%	35.3%	33.3%
偿债能力					
资产负债率	18.0%	19.0%	18.4%	17.4%	16.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.6	4.5	4.7	5.0	5.3
速动比率	3.7	3.5	3.7	4.0	4.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	1500.0	168.0	90.7	89.7	89.2
应付账款周转率	4.3	4.2	4.2	4.0	4.0
每股资料(元)					
EPS	59.49	68.64	74.13	79.16	83.47
每股经营净现金	53.01	73.61	66.88	74.80	80.07
每股净资产	171.68	185.56	208.14	231.70	255.80
每股股利	49.98	51.55	55.60	59.37	62.60
估值比率					
PE	24.2	20.9	19.4	18.2	17.2
PB	8.4	7.7	6.9	6.2	5.6
EV/EBITDA	17.4	15.0	13.7	12.9	12.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。