

2025年8月13日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

1580

公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2025/8/12)	1437.04		
上证指数(2025/8/12)	3665.92		
股价 12 个月高/低	1844.44/1203.07		
总发行股数(百万)	1256.20		
A 股数(百万)	1256.20		
A 市值(亿元)	18052.06		
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 (54.07%)		
每股净值(元)	189.98		
股价/账面净值	7.56		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	1.8	-7.3	3.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-07-08	1410.70	区间操作
2025-05-07	1550.20	区间操作
2025-04-03	1549.02	区间操作
2025-01-02	1488.00	区间操作

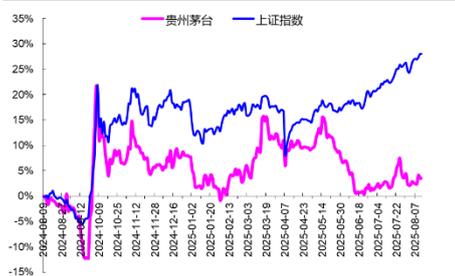
产品组合

茅台酒	83%
系列酒	15%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.1%
一般法人	70.7%

股价相对大盘走势



贵州茅台 (600519. SH) TRADING BUY 区间操作

25H1 净利润同比增 9%，彰显经营韧性

业绩概要：

公司公告 2025H1 实现营业总收入 910.9 亿，同比增 9.2%，录得归母净利润 454 亿，同比增 8.9%；25Q2 实现营业总收入 396.5 亿，同比增 7.3%，录得归母净利润 185.6 亿，同比增 5.3%。业绩符合预期。

点评与建议：

- 上半年公司业绩增长稳健，显现经营韧性。以产品来看，茅台酒实现营收 756 亿，同比增 10.2%，系列酒实现营收 137.6 亿，同比增 4.7%；2Q 茅台酒实现营收 320.3 亿，同比增 11%，系列酒实现营收 67.4 亿，同比下降 6.5%，主要由于二季度产品策略变化，系列酒投放减少。
- 渠道看，上半年传统渠道实现收入 493.4 亿，同比增 2.8%，直销收入 400 亿，同比增 18.6%，其中 i 茅台收入 107.6 亿，同比增 5%；2Q 传统渠道实现收入 219.8 亿，同比增 1.5%，直销收入 168 亿，同比增 16.5%，其中 i 茅台收入 48.9 亿，同比下降 0.3%。二季度传统渠道营收增速放缓，受公司调整渠道投放来稳定飞天茅台市场价影响。
- H1 毛利率总体稳定，同比下降 0.45pct 至 91.46%；2Q 毛利率同比下降 0.3pct。H1 综合费用率同比上升 0.4pct，主要受市场推广增加及利息收入减少影响；2Q 费用率同比上升 0.67pct，其中，销售费用率同比上升 0.45pct，财务费用率同比上升 0.59pct，管理费用率同比下降 0.32pct，研发费用率同比下降 0.05pct。
- 7 月销售公司市场工作会强调要主动求变，从“渠道为王”向“消费者为王”转变，提高服务质量，把握发展机遇，以更高标准满足消费者对高品质商品的需求。当前飞天茅台行情价低迷，显示需求修复尚需时日，我们预计面对行业逆风，下半年公司将加大服务转型力度，进一步优化消费体验。
- 维持盈利预测，预计 2025-2027 年将分别实现净利润 948.3 亿、1034.4 亿和 1122.4 亿，分别同比增 10%、9.1%和 8.5%，EPS 分别为 75.49 元、82.34 元和 89.35 元，当前股价对应 PE 分别为 19 倍、17 倍、16 倍，维持“区间操作”的投资建议。
- 风险提示：经济增长压力，飞天需求不及预期，改革成效不及预期

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	62716	74734	86228	94831	103437	112241
同比增减	%	19.55	19.16	15.38	9.98	9.08	8.51
每股盈余 (EPS)	RMB 元	49.93	59.49	68.64	75.49	82.34	89.28
同比增减	%	19.56	19.15	15.38	9.98	9.08	8.42
市盈率 (P/E)	X	28	24	21	19	17	16
股利 (DPS)	RMB 元	47.82	49.98	51.51	56.62	61.76	66.96
股息率 (Yield)	%	3.39	3.54	3.65	4.01	4.38	4.75

**【投资评等说明】**

**评等定义**

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq$ 35%
买进 (Buy)	15% $\leq$ 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% $\leq$ 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业收入	127554	150560	174144	189888	206199	222699
经营成本	10093	11867	13789	15234	16640	17936
营业税金及附加	18496	22234	26926	28634	31272	33999
销售费用	3298	4649	5639	6712	7361	8040
管理费用	9012	9729	9316	9669	10249	10756
财务费用	-1392	-1790	-1470	-1366	-1502	-1645
资产减值损失				0	0	0
投资收益	64	34	9	34	37	30
营业利润	87880	103709	119689	130822	142033	153446
营业外收入	71	87	71	65	73	70
营业外支出	249	133	121	171	160	126
利润总额	87701	103663	119639	130716	141946	153390
所得税	22326	26141	30304	32449	34756	37072
少数股东损益	2659	2787	3107	3436	3753	4078
归属于母公司所有者的净利润	62716	74734	86228	94831	103437	112241

附二：合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	58274	69070	59296	67894	76720	85543
拆出资金	116173	105554	127187	146265	160892	173763
应收账款	21	60	19	20	22	24
存货	38824	46435	54343	61408	67549	72277
流动资产合计	216611	225173	251727	275587	305182	331607
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	19743	19909	21871	22309	22086	21865
在建工程	2208	2137	2150	2257	2370	2488
非流动资产合计	37753	47527	47218	54301	59731	64509
资产总计	254365	272700	298945	329888	364913	396116
流动负债合计	49066	48698	56516	62924	71082	73343
非流动负债合计	334	346	417	355	383	402
负债合计	49400	49043	56933	63278	71465	73746
少数股东权益	7458	7988	8905	9796	10775	11637
股东权益合计	197507	215669	233106	256814	282673	310733
负债及股东权益合计	254365	272700	298945	329888	364913	396116

附三：合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	36699	66593	92464	94944	105161	115803
投资活动产生的现金流量净额	-5537	-9724	-1785	-2848	-2062	-2227
筹资活动产生的现金流量净额	-57425	-58889	-71068	-75955	-80418	-84625
现金及现金等价物净增加额	-26262	-2019	19610	16140	22682	28951

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。