

证券研究报告

公司研究

点评报告

贵州茅台 (600519.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

贵州茅台 (600519): 抢抓开门红, 同心谋转型 2025. 04. 30

贵州茅台 (600519): 适应需求变化, 巩固发展根基
2025. 04. 03贵州茅台 (600519): 顺利完成目标, 转型促进发展
2025. 01. 02

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

迎难而上求变, 完成既定任务

2025 年 08 月 13 日

事件: 公司公告, 2025 年上半年营业总收入 910.94 亿元, 同比增长 9.16%; 归母净利润 454.03 亿元, 同比增长 8.89%; 销售收现 950.87 亿元, 同比增长 9.18%; 经营净现金流 131.19 亿元, 同比减少 64.18%。

点评:

➤ **完成既定经营任务, 彰显品牌发展韧性。**上半年, 茅台酒/系列酒收入分别为 755.9 亿元/137.63 亿元, 同比+10.24%/+4.69% (去年同期系列酒收入基数较高, 因此增速放缓); 直销/经销收入分别为 400.01 亿元/493.43 亿元, 同比+18.6%/+2.83%, 其中 i 茅台实现酒类不含税收入 107.6 亿元, 同比+4.98%。由于经销商销售的部分产品打款计入渠道类别调整, 直销收入比重同比+3.49pct 至 44.77%。截至 2025 年 6 月底, 公司合同负债 55.07 亿元, 同比减少 44.86 亿元, 我们预计与部分直销渠道配额调整有关, 相关回款滞后, 此外考虑到渠道资金压力, 我们判断公司也适当放宽回款要求。

其中 25Q2, 公司营业总收入 396.5 亿元, 同比增长 7.26%; 归母净利润 185.55 亿元, 同比增长 5.25%。茅台酒/系列酒收入分别为 320.33 亿元/67.41 亿元, 同比+10.99%/-6.52% (上半年系列酒完成了既定经营任务, 二季度系列酒收入下滑主要系去年同期高基数影响)。直销/经销收入分别为 167.81 亿元/219.83 亿元, 同比+16.46%/+1.48%, 其中 i 茅台实现酒类不含税收入 48.9 亿元, 同比-0.35%; 直销收入比重同比+3.34pct 至 43.29%。

上半年, 公司毛利率同比-0.46pct 至 91.3%, 其中茅台酒/系列酒毛利率分别为 93.85%/77.59%, 同比-0.28pct/-2.59pct。25Q2, 公司毛利率同比-0.26pct 至 90.42%。

➤ **上半年取酒进度恢复正常, 盈利能力基本平稳。**上半年, 茅台酒/系列酒基酒产量 4.37 万吨/2.96 万吨, 同比+11.8%/+30.4%, 我们判断产量提升主要系去年同期第五轮次取酒时间晚、基数低, 系列酒叠加 3 万吨酱香系列酒技改项目投产因素, 产量大幅提升。上半年公司营业税金及附加占比同比 -0.87pct 至 15.6%; 公司持续开展文化活动, 加强品牌塑造, 上半年销售费用率同比+0.45pct 至 3.65%; 上半年管理费用率同比-0.55pct 至 4.13%。叠加毛利率变化, 公司上半年归母净利率同比-0.1pct 至 50.79%。

➤ **迎难而上主动作为, 强化应对提振信心。**二季度白酒消费环境出现明显变化, 茅台酒批价承压, 整箱飞天批价落至 1900 元/瓶附近。公司坚持“服务革命”的战略定力, 从消费者服务切入, 从“渠道为王”向“消费者为王”转变, 利用“社会+自营”双渠道体系优势, 不断优化运营体系, 积极拓展多元渠道触达。近期, 五星商标上市 70 周年纪念酒受到市场追捧, “限量+唯一编码”激发出消费者情感共鸣和收藏热情, 彰显品牌影响力, 这也是多年来的培育沉淀。

- **盈利预测与投资评级：**我们认为，虽然短期需求仍有压力，但茅台酒的消费属性没变，且暂时没有替代品，在保证渠道利润优势的情况下，厂商齐心的定力是较强的，经营思维转变有望逐步落地，为长期发展奠定基础。
我们预计，公司 2025-2027 年摊薄每股收益分别为 74.54 元、79.70 元、84.49 元，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济不确定性风险；消费环境变化；茅台酒技改建设项目进度不及预期风险

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	150,560	174,144	190,046	203,285	215,682
增长率 YoY %	18.0%	15.7%	9.1%	7.0%	6.1%
归属母公司净利润 (百万元)	74,734	86,228	93,638	100,118	106,141
增长率 YoY%	19.2%	15.4%	8.6%	6.9%	6.0%
毛利率%	92.0%	91.9%	91.5%	91.3%	91.1%
净资产收益率ROE%	34.7%	37.0%	36.6%	35.7%	34.6%
EPS(摊薄)(元)	59.49	68.64	74.54	79.70	84.49
市盈率 P/E(倍)	24.16	20.94	19.28	18.03	17.01
市净率 P/B(倍)	8.37	7.74	7.05	6.43	5.88

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 08 月 12 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	225,173	251,727	281,495	312,082	344,256
货币资金	69,070	59,296	84,926	112,120	141,271
应收票据	14	1,984	2,071	2,216	2,350
应收账款	60	19	26	28	29
预付账款	35	27	32	35	38
存货	46,435	54,343	59,123	62,366	65,247
其他	109,558	136,057	135,317	135,319	135,321
非流动资产	47,527	47,218	46,820	46,941	46,958
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	19,909	21,871	21,945	21,908	21,762
无形资产	8,572	8,850	9,090	9,330	9,570
其他	19,046	16,496	15,785	15,703	15,626
资产总计	272,700	298,945	328,315	359,024	391,214
流动负债	48,698	56,516	59,577	61,936	64,136
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	3,093	3,515	3,942	4,318	4,698
其他	45,605	53,001	55,635	57,619	59,439
非流动负债	346	417	380	380	380
长期借款	0	0	0	0	0
其他	346	417	380	380	380
负债合计	49,043	56,933	59,957	62,317	64,516
少数股东权益	7,988	8,905	12,302	15,933	19,782
归属母公司股东权益	215,669	233,106	256,057	280,774	306,915
负债和股东权益	272,700	298,945	328,315	359,024	391,214
重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	150,560	174,144	190,046	203,285	215,682
同比 (%)	18.0%	15.7%	9.1%	7.0%	6.1%
归属母公司净利润	74,734	86,228	93,638	100,118	106,141
同比 (%)	19.2%	15.4%	8.6%	6.9%	6.0%
毛利率 (%)	92.0%	91.9%	91.5%	91.3%	91.1%
ROE%	34.7%	37.0%	36.6%	35.7%	34.6%
EPS (摊薄)(元)	59.49	68.64	74.54	79.70	84.49
P/E	24.16	20.94	19.28	18.03	17.01
P/B	8.37	7.74	7.05	6.43	5.88
EV/EBITDA	20.22	15.43	13.16	12.16	11.32

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	150,560	174,144	190,046	203,285	215,682
营业成本	11,981	13,895	15,877	17,386	18,913
营业税金及附加	22,234	26,926	28,894	30,906	32,786
销售费用	4,649	5,639	6,897	7,776	8,672
管理费用	9,729	9,316	9,693	10,169	10,576
研发费用	157	218	242	259	275
财务费用	-1,790	-1,470	-1,470	-2,111	-2,790
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	34	9	19	20	21
其他	75	59	28	30	32
营业利润	103,709	119,689	129,959	138,947	147,303
营业外收支	-46	-50	-60	-60	-60
利润总额	103,663	119,639	129,899	138,887	147,243
所得税	26,141	30,304	32,864	35,138	37,252
净利润	77,521	89,335	97,035	103,749	109,991
少数股东损益	2,787	3,107	3,396	3,631	3,850
归属母公司净利润	74,734	86,228	93,638	100,118	106,141
EBITDA	103,820	120,233	130,783	139,236	147,016
EPS (当年)(元)	59.49	68.64	74.54	79.70	84.49

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	66,593	92,464	97,510	105,226	111,782
净利润	77,521	89,335	97,035	103,749	109,991
折旧摊销	1,937	2,085	2,354	2,459	2,564
财务费用	13	14	13	13	13
投资损失	-34	-9	-19	-20	-21
营运资金变动	-11,667	1,919	-1,762	-1,034	-823
其它	-1,177	-881	-111	60	60
投资活动现金流	-9,724	-1,785	-1,123	-2,620	-2,619
资本支出	-2,595	-4,678	-2,705	-2,660	-2,660
长期投资	-7,268	2,805	760	0	0
其他	138	88	822	40	41
筹资活动现金流	-58,889	-71,068	-70,760	-75,413	-80,013
吸收投资	0	0	-202	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-58,755	-70,951	-70,513	-75,413	-80,013
现金流净增加额	-2,019	19,610	25,630	27,194	29,151



研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，4 年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态(深度研究卫龙美味、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、绝味食品、周黑鸭、煌上煌等)，深度研究零食量贩业态(万辰集团等)和折扣零售。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，4 年食品饮料研究经验。覆盖白酒(深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、全国性次高端酒、苏酒、酱酒板块)及社区店型扩品类机会(立高食品、百果园等)。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。3 年食品饮料行业研究经验，覆盖乳制品(深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多和天润乳业等)和食品添加剂(深度研究安琪酵母、百龙创园、嘉必优、晨光生物和保龄宝等)。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒(深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒)、饮料行业(深度研究农夫山泉、东鹏饮料、百润股份、欢乐家)、现制饮品板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。