

## 经营触底相对稳健

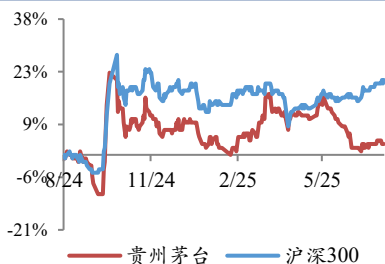
——贵州茅台 2025Q2 点评

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-13

|                 |                   |
|-----------------|-------------------|
| 收盘价（元）          | 1,420.05          |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 1,844.44/1,203.07 |
| 总股本（百万股）        | 1,256             |
| 流通股本（百万股）       | 1,256             |
| 流通股比例（%）        | 100.00            |
| 总市值（亿元）         | 17,839            |
| 流通市值（亿元）        | 17,839            |

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

### 联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

邮箱：zhengshaoyuan@hazq.com

### 主要观点：

#### ➤ 公司发布 2025Q2 业绩：

- **25Q2：** 营业总收入 396.50 亿元（+7.26%），归母净利润 185.55 亿元（+5.25%），扣非归母净利润 185.40 亿元（+5.23%）。
- **25H1：** 营业总收入 910.94 亿元（+9.16%），归母净利润 454.03 亿元（+8.89%），扣非归母净利润 453.90 亿元（+8.93%）。

#### ➤ 25Q2 收入符合市场预期。

#### ● 收入：茅台酒稳健系列酒下滑

- 分产品：25Q2 茅台酒/系列酒营收分别同比+11.0%/-6.5%，茅台酒占比白酒营收同比提升 2.6pct 至 82.6%。我们预计茅台酒中普飞保持稳健，公斤装与文创产品贡献主要增量；系列酒下滑主因茅台 1935 基数较高，叠加茅台 1935 取消计划外打款价。
- 分渠道：25Q2 直销/批发营收分别同比+16.5%/+1.5%，直销占比白酒营收同比提升 3.4pct 至 43.3%，其中 i 茅台同比-0.3%。我们预计直销高增主因经销商公斤装、非标配额需向直营店打款所致。

#### ● 利润：产品结构扰动+费投力度加大

- 25Q2 公司毛利率 90.4%（同比-0.26pct），预计主因①公斤装盈利能力弱于非标且占比提升较多②系列酒中 1935 等产品货折力度提升，两项共同抵消茅台酒占比提升影响，25Q2 公司毛销差同比-0.7pct。同期，销售/管理/研发/财务费率各同比+0.45/-0.32/-0.05/+0.59pct，其中销售费率上升主因市场费用增加，财务费率上升主因存款利率下降。综上 25Q2 公司归母净利率 46.8%（同比-0.89pct）。

#### ● 回款质量：系列酒更为谨慎

- 25Q2 公司“营收+△合同负债”同比-2.9%，销售收现同比-4.6%，均慢于营收增速，25Q2 末公司合同负债达 55.1 亿元（同/环比-44.86/-32.81 亿元）。需求扰动下，系列酒经销商打款意愿更为谨慎，茅台经销商合作意愿仍然较强。
- 25Q2 公司经营性现金流量净额同比-84.3%，主因财务公司吸收集团存款减少及存放央行法定准备金增加，25Q2 金融类经营性现金流量净额同比-177.7%。

#### ● 投资建议：维持“买入”

#### ➤ 我们的观点：

Q2 环境激变下，公司仍保证 H1 营收+9%顺利实现，彰显公司经营韧性，我们预计全年达成目标无虞。H2 展望看，产品端公司持续开发不同规格普飞、各类文创产品以挖掘消费场景；渠道端飞天批价已

回稳 1900 元/瓶，叠加需求有望边际好转，渠道信心持续恢复。

**盈利预测：**我们维持前期预测，预计公司 2025-2027 年实现营业总收入 1901.3/2050.4/2183.1 亿元，同比+9.2%/+7.8%/+6.5%；实现归母净利润 939.4/1020.3/1090.7 亿元，同比+8.9%/+8.6%/6.9%；当前股价对应 PE 分别为 19/17/16 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

行业景气度不及预期，新品推广不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 174144 | 190132 | 205035 | 218307 |
| 收入同比（%）   | 15.7%  | 9.2%   | 7.8%   | 6.5%   |
| 归属母公司净利润  | 86228  | 93938  | 102028 | 109072 |
| 净利润同比（%）  | 15.4%  | 8.9%   | 8.6%   | 6.9%   |
| 毛利率（%）    | 91.9%  | 91.8%  | 91.6%  | 91.3%  |
| ROE（%）    | 37.0%  | 34.2%  | 31.3%  | 28.7%  |
| 每股收益（元）   | 68.64  | 74.78  | 81.22  | 86.83  |
| P/E       | 22.20  | 18.99  | 17.48  | 16.35  |
| P/B       | 8.21   | 6.49   | 5.48   | 4.69   |
| EV/EBITDA | 15.43  | 12.60  | 11.32  | 10.28  |

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 8 月 13 日

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |        |        |        |        | 利润表             |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元         |        |        |        |        | 单位:百万元          |        |        |        |        |
| 会计年度           | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 会计年度            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| <b>流动资产</b>    | 251727 | 319028 | 379249 | 439687 | <b>营业收入</b>     | 174144 | 190132 | 205035 | 218307 |
| 现金             | 59296  | 126134 | 179513 | 235124 | 营业成本            | 13895  | 15453  | 17059  | 18680  |
| 应收账款           | 19     | 0      | 0      | 0      | 营业税金及附加         | 26926  | 28889  | 31168  | 33194  |
| 其他应收款          | 30     | 33     | 35     | 37     | 销售费用            | 5639   | 6349   | 6749   | 7080   |
| 预付账款           | 27     | 30     | 33     | 36     | 管理费用            | 9316   | 9896   | 10476  | 10942  |
| 存货             | 54343  | 56480  | 61236  | 67737  | 财务费用            | -1470  | -1057  | -2260  | -3221  |
| 其他流动资产         | 138012 | 136350 | 138432 | 136752 | 资产减值损失          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>非流动资产</b>   | 47218  | 49048  | 50746  | 52313  | 公允价值变动收益        | 61     | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资           | 0      | 0      | 0      | 0      | 投资净收益           | 9      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产           | 21871  | 22456  | 22894  | 23188  | <b>营业利润</b>     | 119689 | 130386 | 141610 | 151383 |
| 无形资产           | 8850   | 9700   | 10550  | 11400  | 营业外收入           | 71     | 71     | 71     | 71     |
| 其他非流动资产        | 16496  | 16892  | 17302  | 17725  | 营业外支出           | 121    | 121    | 121    | 121    |
| <b>资产总计</b>    | 298945 | 368076 | 429996 | 492000 | <b>利润总额</b>     | 119639 | 130336 | 141560 | 151333 |
| <b>流动负债</b>    | 56516  | 80596  | 87825  | 91364  | 所得税             | 30304  | 33013  | 35856  | 38332  |
| 短期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      | <b>净利润</b>      | 89335  | 97323  | 105704 | 113001 |
| 应付账款           | 3515   | 2026   | 4095   | 2612   | 少数股东损益          | 3107   | 3384   | 3676   | 3930   |
| 其他流动负债         | 53001  | 78569  | 83730  | 88753  | <b>归属母公司净利润</b> | 86228  | 93938  | 102028 | 109072 |
| <b>非流动负债</b>   | 417    | 417    | 417    | 417    | EBITDA          | 120233 | 131571 | 141724 | 150668 |
| 长期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      | EPS（元）          | 68.64  | 74.78  | 81.22  | 86.83  |
| 其他非流动负债        | 417    | 417    | 417    | 417    |                 |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 56933  | 81013  | 88243  | 91781  |                 |        |        |        |        |
| 少数股东权益         | 8905   | 12290  | 15965  | 19895  |                 |        |        |        |        |
| 股本             | 1256   | 1256   | 1256   | 1256   |                 |        |        |        |        |
| 资本公积           | 1375   | 1375   | 1375   | 1375   |                 |        |        |        |        |
| 留存收益           | 230475 | 272142 | 323156 | 377692 |                 |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权益      | 233106 | 274774 | 325788 | 380323 |                 |        |        |        |        |
| <b>负债和股东权益</b> | 298945 | 368076 | 429996 | 492000 |                 |        |        |        |        |

| 现金流量表          |        |        |        |        | 主要财务比率      |         |       |       |       |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-------------|---------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |        |        |        |        |             |         |       |       |       |
| 会计年度           | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 会计年度        | 2024A   | 2025E | 2026E | 2027E |
| <b>经营活动现金流</b> | 92464  | 123366 | 108650 | 114404 | <b>成长能力</b> |         |       |       |       |
| 净利润            | 89335  | 97323  | 105704 | 113001 | 营业收入        | 15.7%   | 9.2%  | 7.8%  | 6.5%  |
| 折旧摊销           | 2085   | 2242   | 2374   | 2506   | 营业利润        | 15.4%   | 8.9%  | 8.6%  | 6.9%  |
| 财务费用           | 14     | 10     | 10     | 10     | 归属于母公司净利润   | 15.4%   | 8.9%  | 8.6%  | 6.9%  |
| 投资损失           | -9     | 0      | 0      | 0      | <b>获利能力</b> |         |       |       |       |
| 营运资金变动         | 1919   | 23741  | 511    | -1164  | 毛利率（%）      | 91.9%   | 91.8% | 91.6% | 91.3% |
| 其他经营现金流        | 86535  | 73631  | 105242 | 114215 | 净利率（%）      | 50.5%   | 50.3% | 50.6% | 50.8% |
| <b>投资活动现金流</b> | -1785  | -4247  | -4247  | -4247  | ROE（%）      | 37.0%   | 34.2% | 31.3% | 28.7% |
| 资本支出           | -4678  | -3550  | -3550  | -3550  | ROIC（%）     | 36.4%   | 33.6% | 30.4% | 27.6% |
| 长期投资           | 2805   | -697   | -697   | -697   | <b>偿债能力</b> |         |       |       |       |
| 其他投资现金流        | 88     | 0      | 0      | 0      | 资产负债率（%）    | 19.0%   | 22.0% | 20.5% | 18.7% |
| <b>筹资活动现金流</b> | -71068 | -52281 | -51024 | -54546 | 净负债比率（%）    | 23.5%   | 28.2% | 25.8% | 22.9% |
| 短期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      | 流动比率        | 4.45    | 3.96  | 4.32  | 4.81  |
| 长期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      | 速动比率        | 1.09    | 1.57  | 2.07  | 2.58  |
| 普通股增加          | 0      | 0      | 0      | 0      | <b>营运能力</b> |         |       |       |       |
| 资本公积增加         | 0      | 0      | 0      | 0      | 总资产周转率      | 0.60    | 0.56  | 0.50  | 0.47  |
| 其他筹资现金流        | -71068 | -52281 | -51024 | -54546 | 应收账款周转率     | 4307.61 | —     | —     | —     |
| <b>现金净增加额</b>  | 19610  | 66839  | 53379  | 55611  | 应付账款周转率     | 4.17    | 5.54  | 5.54  | 5.54  |

| 每股指标（元）     |        |        |        |        | 估值比率      |       |       |       |       |
|-------------|--------|--------|--------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益        | 68.64  | 74.78  | 81.22  | 86.83  | P/E       | 22.20 | 18.99 | 17.48 | 16.35 |
| 每股经营现金流（摊薄） | 73.61  | 98.21  | 86.49  | 91.07  | P/B       | 8.21  | 6.49  | 5.48  | 4.69  |
| 每股净资产       | 185.56 | 218.73 | 259.34 | 302.76 | EV/EBITDA | 15.43 | 12.60 | 11.32 | 10.28 |

资料来源：wind，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**联系人：**郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职广银理财。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。