

2025 年 08 月 13 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

定海神针稳，时间换空间

—贵州茅台（600519.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：张倩 S1050124070037

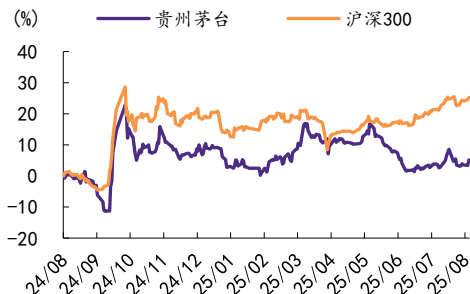
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-08-12

当前股价（元）	1437.04
总市值（亿元）	18052
总股本（百万股）	1256
流通股本（百万股）	1256
52 周价格范围（元）	1261-1748
日均成交额（百万元）	5138.31

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《贵州茅台（600519）：业绩略超预期，彰显龙头韧性》2025-05-02
- 2、《贵州茅台（600519）：2024 年圆满收官，2025 年稳健增长》2025-04-05
- 3、《贵州茅台（600519）：茅台集团高质增长，目标稳中有进》2025-01-16

2025 年 8 月 12 日，贵州茅台发布 2025 年半年度报告。2025H1 营收 893.89 亿元（同增 9%），归母净利润 454.03 亿元（同增 9%），扣非净利润 453.90 亿元（同增 9%）。其中 2025Q2 营收 387.88 亿元（同增 7%），归母净利润 185.55 亿元（同增 5%），扣非净利润 185.40 亿元（同增 5%）。

投资要点

产品结构调整影响毛利，净利率保持稳定

2025Q2 毛利率同减 0.5pct 至 91.30%，主要系公斤茅放量且 1935 市场投入增加所致；销售/管理费用率分别同比 +0.4pct/-0.5pct 至 3.58%/4.05%，销售费用增加主要系广宣及市场费用增加所致；净利率同减 0.1pct 至 52.56%。2025Q2 合同负债为 55.07 亿元，同比/环比-45%/-37%，主要系 2024 年同期高基数，同时系列酒经销商回款能力减弱所致，后续预计公司仍以维持渠道良性为优先级，谨慎推动回款进度。

公斤装放量，茅台酒占比提升

产品端来看，2025Q2 茅台酒/系列酒营收分别为 320.32/67.40 亿元，分别同比+10.99%/-6.53%；其中，茅台酒营收占比同增 2.61pct 至 82.62%。茅台酒同增主要系公司加大公斤装投放，二季度公斤茅台快速放量，带动茅台酒营收占比提升，系列酒同比下滑主要系 2024 年同期高基数所致。

打款渠道调整带动直营高增，持续推进国际化

分渠道看，2025Q2 直销/经销营收分别为 167.89/219.83 亿元，分别同增 16.52%/1.48%，其中，直销营收占比同比 +3.36pct 至 43.30%，主要系部分非标产品、公斤茅台配额为经销商向自营店打款，叠加直营门店自身放量增加所致，其中 2025Q2i 茅台实现营收 48.90 亿元（同减 0.35%）。截至 2025H1 末，公司目前拥有 2395 家经销商，较年初净增加 148 家。分区域看，国外营收快速增长，国际化进程持续推进。2025Q2 国内/国外营收分别为 369.98/17.74 亿元，分别同增 6.68%/27.64%；其中，国外营收占比同比 +0.72pct 至 4.58%。

■ 盈利预测

二季度公司在动销压力下仍保持业绩韧性，渠道压力控制在良性水平，后续公司继续精细化投放调控、优化经销架构，全年达成营收目标可期。根据 2025 年半年度报告，我们调整 2025-2027 年 EPS 分别为 74.81/81.16/87.68 元（前值为 75.23/81.66/88.00），当前股价对应 PE 分别为 19/18/16 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、产能扩张不及预期、直营增长不及预期、改革进程不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	174,144	190,038	205,376	219,813
增长率（%）	15.7%	9.1%	8.1%	7.0%
归母净利润（百万元）	86,228	93,978	101,952	110,149
增长率（%）	15.4%	9.0%	8.5%	8.0%
摊薄每股收益（元）	68.64	74.81	81.16	87.68
ROE（%）	35.6%	36.9%	38.0%	38.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	59,296	93,805	109,089	127,843
应收款	2,033	260	338	361
存货	54,343	53,071	52,739	50,108
其他流动资产	136,054	130,272	130,434	130,526
流动资产合计	251,727	277,409	292,600	308,837
非流动资产：				
金融类资产	128,647	128,847	128,997	129,097
固定资产	21,871	21,703	20,772	19,594
在建工程	2,150	860	344	138
无形资产	8,850	8,408	7,965	7,545
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	14,347	14,347	14,347	14,347
非流动资产合计	47,218	45,317	43,428	41,623
资产总计	298,945	322,726	336,028	350,460
流动负债：				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	3,515	3,257	3,344	3,386
其他流动负债	43,409	43,409	43,409	43,409
流动负债合计	56,516	67,491	67,009	66,668
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	417	417	417	417
非流动负债合计	417	417	417	417
负债合计	56,933	67,909	67,427	67,085
所有者权益				
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
股东权益	242,011	254,818	268,601	283,375
负债和所有者权益	298,945	322,726	336,028	350,460

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	89335	97387	105540	113908
少数股东权益	3107	3409	3588	3759
折旧摊销	1970	1901	1867	1783
公允价值变动	61	0	0	0
营运资金变动	-2009	20003	-240	2275
经营活动现金净流量	92464	122699	110756	121725
投资活动现金净流量	-1785	1258	1297	1285
筹资活动现金净流量	-56169	-84581	-91757	-99134
现金流量净额	34,510	39,376	20,296	23,876

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	174,144	190,038	205,376	219,813
营业成本	13,789	15,139	16,144	17,118
营业税金及附加	26,926	28,886	30,806	32,313
销售费用	5,639	6,461	7,085	7,693
管理费用	9,316	11,402	13,144	14,068
财务费用	-1,470	-2,627	-3,054	-3,580
研发费用	218	238	258	276
费用合计	13,703	15,475	17,433	18,458
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	61	0	0	0
投资收益	9	60	55	50
营业利润	119,689	130,613	141,058	151,982
加：营业外收入	71	65	50	45
减：营业外支出	121	220	200	150
利润总额	119,639	130,458	140,908	151,877
所得税费用	30,304	33,071	35,368	37,969
净利润	89,335	97,387	105,540	113,908
少数股东损益	3,107	3,409	3,588	3,759
归母净利润	86,228	93,978	101,952	110,149

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	15.7%	9.1%	8.1%	7.0%
归母净利润增长率	15.4%	9.0%	8.5%	8.0%
盈利能力				
毛利率	92.1%	92.0%	92.1%	92.2%
四项费用/营收	7.9%	8.1%	8.5%	8.4%
净利率	51.3%	51.2%	51.4%	51.8%
ROE	35.6%	36.9%	38.0%	38.9%
偿债能力				
资产负债率	19.0%	21.0%	20.1%	19.1%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	85.6	730.0	608.3	608.3
存货周转率	0.3	0.8	0.9	1.0
每股数据(元/股)				
EPS	68.64	74.81	81.16	87.68
P/E	20.9	19.2	17.7	16.4
P/S	10.4	9.5	8.8	8.2
P/B	7.7	7.4	7.1	6.8

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。