

公司研究

收入稳健增长，系列酒略有承压

——贵州茅台（600519.SH）2025年中报点评

要点

事件：贵州茅台发布 2025 年中报，公司 25H1 实现总营收 910.94 亿元、同比增长 9.16%，实现归母净利润 454.03 亿元、同比增长 8.89%。其中 25Q2 总营收 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%。

25Q2 收入同比稳健增长，系列酒有所承压。25Q2 收入端同比增长 7.3%、符合此前市场预期，五月以来“禁酒令”等相关政策对行业需求和渠道信心造成阶段性冲击，但公司收入保持稳健增长，外部环境波动下彰显品牌韧性。1) 分产品看，25Q2 茅台酒/系列酒实现营收分别为 320.32/67.40 亿元，同比+10.99%/-6.53%，茅台酒收入保持稳健增长，“公斤茅台”、非标产品或贡献更多增量。系列酒在去年同期高基数下收入有所下滑。2) 分渠道看，25Q2 直销/批发代理渠道收入分别为 167.89/219.83 亿元，同比+16.52%/+1.48%，其中“i 茅台”数字平台 Q2 实现酒类不含税收入 48.9 亿元、同比-0.35%。批发渠道收入同比保持平稳，直销渠道收入同比增幅相对突出、在 Q2 承担主要增量。3) 截至 25Q2 末国内经销商 2280 家、增加 160/减少 23 家，新增经销商均为系列酒经销商。

毛利率/费用率影响下净利率有所波动。1) 25Q2 公司销售毛利率 90.42%、同比小幅下滑 0.26pct。25Q2 税金及附加项占营收比重 17.09%、同比基本持平，销售费用率 4.45%、同比+0.45pct，估计系广告宣传及市场费用投放有所增加，管理及研发费用率 4.6%、同比-0.37pct，综合看 25Q2 销售净利率 49.53%、同比-1.07pct，主要系毛利率以及销售费用率影响，25Q2 归母净利润同比增长 5.25%、增幅略低于收入增幅。2) 25Q2 公司销售现金回款 389.43 亿元、同比减少 4.64%，经营活动现金流净额 43.1 亿元、同比减少 84.3%，主要系财务公司吸收集团成员单位存款减少、以及存放中央银行法定准备金和同业存款增加。截至 25Q2 末合同负债 55.07 亿元，环比 Q1 末减少 32.8 亿元，估计与公司主动调控、缓解经销商现金压力有关。

盈利预测、估值与评级：公司中报平稳落地，全年目标理性务实，行业波动下保持战略定力，积极应对外部环境变化，高分红/股息率保障长线投资者收益。考虑需求恢复节奏、后续发展或合理降速，我们下调 2025-27 年归母净利润预测为 940.10/990.30/1046.71 亿元（较前次预测下调 0.5%/3.9%/6.4%），折合 EPS 为 74.84/78.83/83.32 元，当前股价对应 P/E 为 19/18/17 倍，维持“买入”评级。

风险提示：高端白酒需求疲软，渠道改革不及预期，飞天茅台批价下行。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	150,560	174,144	190,035	199,620	210,334
营业收入增长率	18.04%	15.66%	9.13%	5.04%	5.37%
净利润（百万元）	74,734	86,228	94,010	99,030	104,671
净利润增长率	19.16%	15.38%	9.02%	5.34%	5.70%
EPS（元）	59.49	68.64	74.84	78.83	83.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	34.65%	36.99%	35.97%	34.42%	33.13%
P/E	24	21	19	18	17
P/B	8.4	7.7	6.9	6.3	5.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-12

买入（维持）

当前价：1,437.04 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

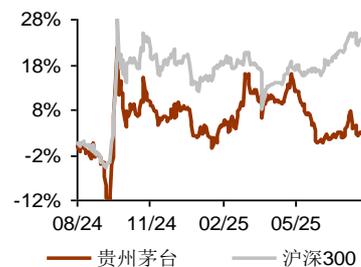
021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.56
总市值(亿元):	18052.10
一年最低/最高(元):	1203.07/1844.44
近 3 月换手率:	16.53%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.20	-16.15	-21.92
绝对	-0.25	-8.96	3.34

资料来源：Wind

相关研报

Q1 开局亮眼，业绩略超预期——贵州茅台（600519.SH）2025 年一季报点评（2025-04-30）

业绩略超预告，25 年目标理性务实——贵州茅台（600519.SH）2024 年年报点评（2025-04-07）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	150,560	174,144	190,035	199,620	210,334
营业成本	11,867	13,789	15,480	16,312	17,293
折旧和摊销	1,848	1,970	2,046	2,204	2,322
税金及附加	22,234	26,926	29,360	30,841	32,497
销售费用	4,649	5,639	6,157	6,468	6,815
管理费用	9,729	9,316	10,167	10,680	11,253
研发费用	157	218	247	260	273
财务费用	-1,790	-1,470	-1,179	-1,604	-2,073
投资收益	34	9	0	0	0
营业利润	103,709	119,689	129,824	136,684	144,297
利润总额	103,663	119,639	129,753	136,564	144,177
所得税	26,141	30,304	32,893	34,619	36,549
净利润	77,521	89,335	96,861	101,945	107,628
少数股东损益	2,787	3,107	2,851	2,915	2,957
归属母公司净利润	74,734	86,228	94,010	99,030	104,671
EPS(元)	59.49	68.64	74.84	78.83	83.32

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	66,593	92,464	94,182	102,816	103,756
净利润	74,734	86,228	94,010	99,030	104,671
折旧摊销	1,848	1,970	2,046	2,204	2,322
净营运资金增加	5,514	36,747	9,610	2,987	7,768
其他	-15,503	-32,482	-11,485	-1,405	-11,004
投资活动产生现金流	-9,724	-1,785	-4,724	-5,125	-5,100
净资本支出	-2,595	-4,678	-4,662	-5,050	-5,050
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-7,130	2,893	-61	-75	-50
融资活动现金流	-58,889	-71,068	-64,596	-71,041	-74,386
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-52	55	-12	0	0
无息负债变化	-305	7,835	2,051	2,609	135
净现金流	-2,019	19,610	24,862	26,650	24,270

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	92.1%	92.1%	91.9%	91.8%	91.8%
EBITDA 率	69.0%	69.1%	68.8%	68.8%	68.7%
EBIT 率	67.7%	67.9%	67.7%	67.7%	67.6%
税前净利润率	68.9%	68.7%	68.3%	68.4%	68.5%
归母净利润率	49.6%	49.5%	49.5%	49.6%	49.8%
ROA	28.4%	29.9%	29.2%	28.0%	27.2%
ROE (摊薄)	34.7%	37.0%	36.0%	34.4%	33.1%
经营性 ROIC	38.9%	37.4%	38.7%	39.7%	40.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	18%	19%	18%	17%	16%
流动比率	4.62	4.45	4.83	5.10	5.55
速动比率	3.67	3.49	3.79	4.05	4.44
归母权益/有息债务	3780.02	2082.21	2613.53	2877.37	3159.49
有形资产/有息债务	4541.30	2539.71	3183.47	3503.76	3818.01

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	272,700	298,945	332,082	363,990	395,294
货币资金	69,070	59,296	84,158	110,808	135,078
交易性金融资产	401	249	250	250	250
应收帐款	60	19	19	20	21
应收票据	14	1,984	1,900	998	1,052
其他应收款 (合计)	28	30	33	34	36
存货	46,435	54,343	60,990	64,271	68,136
其他流动资产	109,130	134,568	134,965	135,205	135,473
流动资产合计	225,173	251,727	282,858	311,841	340,365
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	19,909	21,871	24,448	24,684	25,365
在建工程	2,137	2,150	1,966	3,724	5,418
无形资产	8,572	8,850	8,723	8,598	8,475
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2,240	2,614	2,614	2,614	2,614
非流动资产合计	47,527	47,218	49,224	52,149	54,929
总负债	49,043	56,933	58,972	61,582	61,716
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,093	3,515	3,560	4,078	4,323
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	13,857	24,326	24,326	24,326	24,326
流动负债合计	48,698	56,516	58,572	61,182	61,316
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	346	417	400	400	400
股东权益	223,656	242,011	273,109	302,408	333,578
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
公积金	40,374	48,011	48,011	48,011	48,011
未分配利润	172,983	182,787	212,096	238,480	266,692
归属母公司权益	215,669	233,106	261,353	287,737	315,949
少数股东权益	7,988	8,905	11,756	14,671	17,629

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	3.09%	3.24%	3.24%	3.24%	3.24%
管理费用率	6.46%	5.35%	5.35%	5.35%	5.35%
财务费用率	-1.19%	-0.84%	-0.62%	-0.80%	-0.99%
研发费用率	0.10%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	49.98	51.56	57.83	60.87	64.26
每股经营现金流	53.01	73.61	74.97	81.85	82.60
每股净资产	171.68	185.56	208.05	229.05	251.51
每股销售收入	119.85	138.63	151.28	158.91	167.44

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	24	21	19	18	17
PB	8.4	7.7	6.9	6.3	5.7
EV/EBITDA	17.4	15.2	13.8	13.0	12.3
股息率	3.5%	3.6%	4.0%	4.2%	4.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP