



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025 年 08 月 13 日

基础数据

08 月 12 日收盘价（元）	1,437.04
总市值（亿元）	18,052.06
总股本（亿股）	12.56

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】贵州茅台：开局韧性增长，确定性已然前置-2025.04.30

【兴证食饮】贵州茅台：茅台批价：纵有万重山，轻舟已过半—发货快于往年，批价有望稳定-2025.04.10

【兴证食饮】贵州茅台：大象起舞，平衡为先-2025.04.03

分析师：沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

分析师：金含

S0190521080003

jinhao@xyzq.com.cn

分析师：王嘉琦

S0190525070007

wangjiaqi23@xyzq.com.cn

贵州茅台(600519.SH)

进程过半，龙头显韧性

投资要点：

- **公司公告 2025 年中报：**25H1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 910.94/454.03/453.90 亿元，同比+9.16%/+8.89%/+8.93%。Q2 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 396.50/185.55/185.40 亿元，同比+7.26%/+5.25%/+5.23%。
- **茅台酒稳健增长，直销表现较好。**分产品看，25H1 茅台酒、系列酒收入 755.90 亿元、137.63 亿元，同比+10.24%/+4.68%；其中 Q2 茅台酒、系列酒收入 320.32 亿元、67.40 亿元，同比+10.99%/-6.53%。茅台酒增长主要系飞天执行进度快于同期，今年增加公斤装等非标品投放；市场需求偏弱致系列酒有所承压。分渠道看，25H1 直销收入 400.10 亿元，同比+18.62%，占比 44.78%，同比+3.50pct，i 茅台实现不含税收入 107.60 亿元，同比+4.98%；其中，Q2 直销渠道销售额 167.89 亿元，同比+16.52%，占比 43.30%，同比+3.36pct，直销增长较快系今年经销商配额结构有调整。此外，Q2 海外市场收入同比增长 27.64%，持续快速拓展。
- **毛利率小幅下滑、市场投入增加致利润率波动。**1)Q2 毛利率为 90.42%，同比-0.26pct，主要系茅台酒结构及成本影响。2)费用端，Q2 销售费用率同比+0.47pct，广告宣传及市场费用增加；管理费用率同比-0.33pct，持续改善；财务费用率同比+0.60pct，主要系存款利率下降。其余科目扰动不大，综合以上因素，Q2 归母净利率为 46.80%，同比-0.90pct。此外，25H1 合同负债余额 55.07 亿元，同比减少 44.86 亿元，环比减少 32.81 亿元；Q2 经营活动产生现金流量净额 43.10 亿元，同减 84.29%，主要系财务公司吸收存款减少、存放央行及同业存款增加所致。
- **进程过半，龙头显韧性。**公司定调全年目标收入增速 9%左右，体现继续跨步向前的方向和国有企业的担当。二季度以来市场需求走弱，但公司依旧努力完成半年度计划，全年业绩能见度有所提升。同时，公司分红率提至 75%，股息率近 4%，叠加去年 9 月的回购计划、着手起草新一轮回购方案，提振市场信心，股价具备安全边际。
- **盈利预测与投资建议：**维持此前盈利预测不变，预计 2025-2027 年营收分别为 1908.99/2074.83/2242.23 亿元，同比增长 9.6%/8.7%/8.1%，归母净利润分别为 947.33/1033.03/1125.84 亿元，同比增长 9.9%/9.0%/9.0%，EPS 为 75.41/82.23/89.62 元，对应 2025 年 8 月 12 日收盘价，PE 为 19.1/17.5/16.0X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行或带来系统性风险；酒类或有政策调整；酒价波动。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	174144	190899	207483	224223
同比增长	15.7%	9.6%	8.7%	8.1%
归母净利润（百万元）	86228	94733	103303	112584
同比增长	15.4%	9.9%	9.0%	9.0%
毛利率	91.9%	91.9%	91.9%	91.9%
ROE	37.0%	34.7%	32.0%	29.8%
每股收益（元）	68.64	75.41	82.23	89.62
市盈率	20.9	19.1	17.5	16.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	251727	289915	342707	375163
货币资金	59296	98865	140979	184630
交易性金融资产	249	265	285	308
应收票据及应收账款	2003	266	2119	330
预付款项	27	76	82	0
存货	54343	55088	63750	54498
其他	135809	135355	135493	135398
非流动资产	47218	48320	49672	51050
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	21871	22033	22135	22212
在建工程	2150	2191	2220	2390
无形资产	8850	9688	10692	11641
商誉	0	0	0	0
其他	14347	14408	14625	14807
资产总计	298945	338235	392379	426213
流动负债	56516	51992	52547	28991
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3515	3305	3552	3864
其他	53001	48687	48995	25127
非流动负债	417	416	459	451
长期借款	0	0	0	0
其他	417	416	459	451
负债合计	56933	52408	53006	29443
股本	1256	1256	1256	1256
未分配利润	183849	215210	249404	286670
少数股东权益	8905	12441	16298	19541
股东权益合计	242011	285827	339373	396770
负债及权益合计	298945	338235	392379	426213

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	86228	94733	103303	112584
折旧和摊销	2085	2336	2528	2716
营运资金的变动	1919	-3578	-10107	-12290
经营活动产生现金流量	92464	96893	99609	106235
资本支出	-4678	-3451	-3663	-3857
长期投资	2805	-252	-299	-327
投资活动产生现金流量	-1785	-2850	-3924	-4147
债权融资	0	-21	43	-8
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-71068	-54477	-53570	-58438
现金净变动	19610	39569	42115	43651

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	174144	190899	207483	224223
营业成本	13895	15415	16552	17995
税金及附加	26926	29493	32077	34683
销售费用	5639	6364	6718	7264
管理费用	9316	9360	10179	11007
研发费用	218	239	260	281
财务费用	-1470	-1482	-1735	-2019
投资收益	9	68	37	38
公允价值变动收益	61	1	0	0
信用减值损失	-23	-15	-4	47
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	119689	131592	143493	155121
营业外收支	-50	-91	-62	-68
利润总额	119639	131500	143430	155053
所得税	30304	33232	36270	39226
净利润	89335	98269	107160	115827
少数股东损益	3107	3536	3857	3243
归属母公司净利润	86228	94733	103303	112584
EPS(元)	68.64	75.41	82.23	89.62

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	15.7%	9.6%	8.7%	8.1%
营业利润增长率	15.4%	9.9%	9.0%	8.1%
归母净利润增长率	15.4%	9.9%	9.0%	9.0%
盈利能力				
毛利率	91.9%	91.9%	91.9%	91.9%
归母净利率	50.5%	50.6%	50.7%	51.1%
ROE	37.0%	34.7%	32.0%	29.8%
偿债能力				
资产负债率	19.0%	15.5%	13.5%	6.9%
流动比率	4.45	5.58	6.52	12.94
速动比率	1.09	1.91	2.73	6.39
营运能力				
资产周转率	60.9%	59.9%	56.8%	54.8%
每股资料(元)				
每股收益	68.64	75.41	82.23	89.62
每股经营现金	73.61	77.13	79.29	84.57
估值比率(倍)				
PE	20.9	19.1	17.5	16.0
PB	7.7	6.6	5.6	4.8

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn