

➤ **事件:** 公司于 8 月 12 日发布 2025 年中报, 25 年上半年公司累计实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 910.94/454.03/453.90 亿元, 同比 +9.16%/+8.89%/+8.93%, 其中单 25Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 396.50/185.55/185.40 亿元, 同比+7.26%/+5.25%/+5.23%。

➤ **公斤茅放量助力茅台酒环比提速, 系列酒经营短期承压。分产品看:** ①茅台酒 25H1/25Q2 实现营业收入 755.90/320.32 亿元, 同比 10.24%/+10.99%, 二季度环比提速, 主因国资恢复出货叠加全渠道加推公斤茅快速放量。25H1 茅台酒毛利率 93.8%, 同比-0.28pcts, 稳中略降主因结构变化, 今年的增量贡献是公斤茅, 去年同期是结构更高的非标产品, 预计非标类产品毛利水平略高于公斤茅。②系列酒 25H1/25Q2 实现营业收入 137.63/67.40 亿元, 同比 4.68%/-6.53%。系列酒二季度下滑除政策因素需求受制外, 或还因去年同期基数偏高 (24 上半年茅台 1935 进度较快, 24Q2 系列酒同比+42.52%属于单季度较高水平)、系列酒经销商结构调整干扰回款节奏有关, 叠加大单品茅台 1935 自 24Q3 取消价格双轨制后打款价变相降低, 且批价下行流速变慢压制经销商打款积极性。25H1 系列酒毛利率 77.6%, 同比-2.66pcts, 也与茅台 1935 拖累系列酒结构有关。

➤ **批发代理渠道保持平稳, 直销渠道或因公斤茅转至配额外, 增速显著快于大盘。分渠道看:** 25Q2 批发代理渠道 (社会经销商&商超电商) 实现营业收入 219.83 亿元, 同比+1.48%, 保持稳定。25Q2 (自营&“i 茅台”) 直销渠道营收 167.89 亿元, 同比+16.52%, 增速显著快于大盘, 或因酒厂全渠道推广公斤茅, 且原本经销商配额划至配额外, 厂家通过直营渠道投放, 经销商变身自营店的分销商, 收入计入直销渠道。25Q2 “i 茅台” 实现酒类不含税收入 48.9 亿元, 同比-0.35%。

➤ **结构下移毛利率承压, 广宣市场费用拖累盈利水平, 合同负债缩水, 应收票据增加, 回款质量略有下滑。** 25Q2 毛利率 90.63%, 同比-0.63pcts, 茅台酒系列酒结构均有下移。25Q2 销售/管理费用率分别为 4.45%/4.48%, 同比+0.46/-0.32pcts, 销售费用率增加主因茅台 1935 增加广告宣传及市场费用。25Q2 归母净利率 46.80%, 同比-0.90pcts; 25Q2 期末合同负债 55.07 亿元, Q2 期内环比-32.81 亿元, 环比降幅-37.34%, 降幅略大, 或因去年同期回款进度偏快。25Q2 末应收票据 28.16 亿元, Q2 期内+6.88 亿元, 对比 24 年中期仅 3.32 亿元增长 7 倍, 主因全资子公司酱香酒营销有限公司 (销售系列酒) 为缓解渠道资金压力放宽打款政策, 接受经销商以银行承兑汇票回款。

➤ **投资建议:** 当前宏观环境和政策因素影响尚在, 白酒消费场景和需求修复仍需时间, 综合考虑公司品牌力和渠道抗风险能力, 我们认为公司仍具备完成全年目标的能力。预计公司 25-27 年归母净利润 948/1030/1116 亿元, 同比 9.9%/8.7%/ 8.4%, 当前股价对应 PE 分别为 19/17/16 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 税收等产业政策调整的不确定性风险; 供需不均衡导致的批发价格波动风险; 食品安全风险等。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	174,144	190,881	207,044	223,913
增长率 (%)	15.7	9.6	8.5	8.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	86,228	94,761	103,010	111,638
增长率 (%)	15.4	9.9	8.7	8.4
每股收益 (元)	68.64	75.43	82.00	88.87
PE	21	19	17	16
PB	7.7	6.9	6.1	5.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 8 月 14 日收盘价)

### 推荐

维持评级

当前价格:

1,426.99 元


**分析师 王言海**

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

**分析师 孙冉**

执业证书: S0100522110004

邮箱: sunran@mszq.com

### 相关研究

- 1.贵州茅台 (600519.SZ) 2024 年年报点评: 平稳收官彰显韧性 25 年目标营收增速 9%-2025/04/05
- 2.贵州茅台 (600519.SH) 动态更新报告: 渠道协同 稳中求进-2024/12/28
- 3.贵州茅台 (600519.SZ) 2024 年三季度报点评: Q3 营收显韧性 年度目标兑现可期-2024/10/26
- 4.贵州茅台 (600519.SZ) 2024 年中报点评: 业绩稳健显韧性 分红规划塑信心-2024/08/09
- 5.贵州茅台 (600519.SH) 2024 年一季报点评: Q1 顺利开门红, 增长势头强劲-2024/04/27

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	174,144	190,881	207,044	223,913
营业成本	13,895	15,408	17,004	18,369
营业税金及附加	26,926	28,924	30,367	32,629
销售费用	5,639	6,630	7,138	7,650
管理费用	9,316	9,767	11,217	11,993
研发费用	218	200	217	243
EBIT	118,148	129,996	141,148	153,081
财务费用	-1,470	-1,494	-1,751	-1,545
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	9	43	47	51
营业利润	119,689	131,533	142,946	154,676
营业外收支	-50	-91	-62	-68
利润总额	119,639	131,441	142,883	154,608
所得税	30,304	33,146	36,032	38,807
净利润	89,335	98,295	106,852	115,801
归属于母公司净利润	86,228	94,761	103,010	111,638
EBITDA	120,233	132,126	143,356	155,335

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	59,296	97,435	130,203	159,762
应收账款及票据	2,003	829	900	973
预付款项	27	478	528	571
存货	54,343	59,673	65,915	71,189
其他流动资产	136,057	136,076	136,080	136,027
流动资产合计	251,727	294,491	333,627	368,523
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	21,871	23,188	24,166	24,484
无形资产	8,850	8,850	8,850	8,850
非流动资产合计	47,218	47,817	48,315	48,313
资产合计	298,945	342,308	381,942	416,835
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	3,515	3,846	4,249	4,589
其他流动负债	53,001	64,008	67,459	63,468
流动负债合计	56,516	67,854	71,708	68,057
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	417	417	417	417
非流动负债合计	417	417	417	417
负债合计	56,933	68,272	72,125	68,474
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
少数股东权益	8,905	12,440	16,282	20,446
股东权益合计	242,011	274,036	309,817	348,361
负债和股东权益合计	298,945	342,308	381,942	416,835

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	15.66	9.61	8.47	8.15
EBIT 增长率	15.96	10.03	8.58	8.45
净利润增长率	15.38	9.90	8.71	8.38
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	91.93	91.85	91.71	91.72
净利润率	50.46	50.45	50.51	50.64
总资产收益率 ROA	28.84	27.68	26.97	26.78
净资产收益率 ROE	36.99	36.22	35.09	34.04
<b>偿债能力</b>				
流动比率	4.45	4.34	4.65	5.41
速动比率	1.09	1.45	1.83	2.37
现金比率	1.05	1.44	1.82	2.35
资产负债率 (%)	19.04	19.94	18.88	16.43
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	0.08	0.06	0.08	0.08
存货周转天数	1315.50	1341.34	1337.55	1352.03
总资产周转率	0.60	0.59	0.56	0.55
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	68.64	75.43	82.00	88.87
每股净资产	185.56	208.24	233.67	261.04
每股经营现金流	73.61	85.34	84.84	86.85
每股股利	51.51	56.58	61.50	66.65
<b>估值分析</b>				
PE	21	19	17	16
PB	7.7	6.9	6.1	5.5
EV/EBITDA	14.42	13.12	12.09	11.16
股息收益率 (%)	3.61	3.96	4.31	4.67

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	89,335	98,295	106,852	115,801
折旧和摊销	2,085	2,130	2,208	2,254
营运资金变动	1,919	6,714	-2,515	-8,987
经营活动现金流	92,464	107,205	106,579	109,104
资本开支	-4,678	-2,726	-2,675	-2,226
投资	2,805	0	0	0
投资活动现金流	-1,785	-2,683	-2,628	-2,175
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-71,068	-66,383	-71,183	-77,370
现金净流量	19,610	38,139	32,768	29,559

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048