

贵州茅台（600519.SH）：龙头业绩稳健，全年目标完成可期

2025 年 8 月 14 日

强烈推荐/维持

贵州茅台

公司报告

事件：公司上半年实现营业总收入 910.94 亿元，同比增长 9.16%，归母净利润 454.03 亿元，同比增长 8.89%。其中 25Q2 实现营业总收入 396.50 亿元，同比增长 7.26%，归母净利润 185.55 亿元，同比增长 5.25%。在整体白酒消费大环境疲弱的情况下，公司取得这样的成绩实属不易。

茅台酒销售整体保持稳定，系列酒同比略降。茅台酒上半年实现销售收入 755.90 亿元，同比增长 10.24%，其中 25Q2 茅台酒实现销售收入 320 亿元，同比增长 10.99%。系列酒上半年实现销售收入 137.63 亿，同比增长 4.7%，其中 25Q2 系列酒实现销售收入 67.4 亿，同比下降 6.5%。今年上半年茅台酒通过增加非标茅台的投放量，整体实现了稳定的增长。系列酒受 1935 出货放缓的影响，Q2 有所回落。

直营渠道占比略有波动，国际化战略稳步推进。公司 Q2 直销渠道销售额 167.89 亿元，直营占比 43.28%，环比 Q1 直营占比下降 2.61pct，判断是由于非标产品主要从直营渠道对外发货，Q1 春节期间非标产品出货较多所致。i 茅台 Q2 实现营业收入 48.9 亿，占比 12.61%，环比提升 1.01pct，i 茅台的销售进一步提升。从区域上来看，Q2 海外市场实现营业收入 28.9 亿元，同比增长 27.6%，国际化战略下茅台海外市场持续高增。

销售费用率略增，毛利率整体持平。2025Q2 公司实现销售净利率 49.53%，同比下降 1.07pct。2025Q2 毛利率 90.42%，同比下降 0.26pct，毛利率下降判断与系列酒整体调整打款节奏有关。25Q2 公司销售费用率 4.45%，同比增加 0.45pct，判断主要是因为系列酒市场投入力度加大；管理费用率 4.48%，同比下降 0.32pct，管理费用率保持稳定。

龙头业绩稳健，全年销售目标完成可期。本轮白酒周期高端酒受到很大的冲击，但是公司作为白酒行业的龙头企业，在努力的维持渠道库存的良性，维持批价的稳定，显示出龙头企业穿越周期的定力和能力。公司在今年年初定调全年目标收入增速 9% 左右，从上半年业绩表现来看，公司在努力完成收入计划，全年完成任务目标可期。

公司盈利预测及投资评级：我们看好龙头酒企不断在高端酒市场集中度提升的趋势和能力，预测 2025 年公司实现销售收入同比增长 9%，归母净利润同比增长 7.89%，对应 EPS74.06 元，当前股价对应估值为 19.17 倍。根据公司历史估值和长期业绩稳定的特点，给予目标估值 25 倍，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，白酒整体需求复苏不及预期，公司管理出现重大瑕疵等。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	150,560.33	174,144.07	189,817.04	209,652.92	228,584.57
增长率（%）	18.04%	15.66%	9.00%	10.45%	9.03%
归母净利润（百万元）	74,734.07	86,228.15	93,035.61	103,235.90	114,015.93
增长率（%）	19.16%	15.38%	7.89%	10.96%	10.44%
净资产收益率（%）	34.65%	36.99%	37.28%	38.54%	39.58%

公司简介：

公司总部位于贵州省北部风光旖旎的赤水河畔茅台镇，主营茅台酒及茅台酱香系列酒的生产与销售，主导产品贵州茅台酒是我国大曲酱香型白酒的鼻祖和典型代表，是有机食品和国家地理标志保护产品，是香飘世界的中国名片。

资料来源：公司网站

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

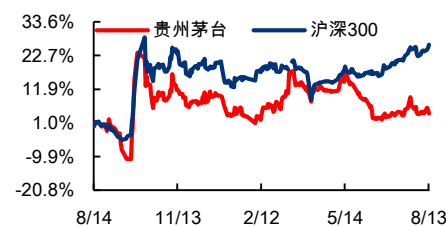
无

交易数据

52 周股价区间（元）	1,748.0-1,261.0
总市值（亿元）	17,838.64
流通市值（亿元）	17,838.64
总股本/流通 A 股（万股）	125,620/125,620
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	0.7

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-25102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

每股收益（元）	59.49	68.64	74.06	82.18	90.76
PE	23.87	20.69	19.17	17.28	15.65
PB	8.27	7.65	7.15	6.66	6.19

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	225173	251727	282772	295052	316693	营业收入	150560	174144	189817	209653	228585
货币资金	69070	59296	85418	94344	112936	营业成本	11867	13789	16040	17192	18287
应收账款	60	19	52	57	63	营业税金及附加	22234	26926	28055	30987	33785
其他应收款	28	30	33	36	39	营业费用	4649	5639	8162	8805	9143
预付款项	35	27	-1139	-2389	-3719	管理费用	9729	9316	14236	15724	16001
存货	46435	54343	62400	66882	71143	财务费用	-1790	-1470	-1619	-1696	-1541
其他流动资产	71	160	160	160	160	研发费用	157	218	380	419	251
非流动资产合计	47527	47218	41107	38951	36774	资产减值损失	0.00	0.00	11.80	13.04	14.22
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	3.15	60.98	60.98	60.98	60.98
固定资产	19909	21871	21097	19721	18047	投资净收益	34.03	9.13	9.13	9.13	9.13
无形资产	8572	8850	8611	8379	8153	加: 其他收益	34.64	21.23	23.14	25.56	27.87
其他非流动资产	110	232	232	232	232	营业利润	103709	119689	124645	138305	152742
资产总计	272700	298945	323879	334004	353467	收入	86.78	70.94	70.94	70.94	70.94
流动负债合计	48698	56516	65280	57113	56376	营业外支出	132.88	120.94	120.94	120.94	120.94
短期借款	0	0	9469	1013	0	利润总额	103663	119639	124595	138255	152692
应付账款	3093	3515	4033	4322	4597	所得税	26141	30304	31559	35019	38676
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	77521	89335	93036	103236	114016
一年内到期的非流动负债	57	112	112	112	112	少数股东损益	2787	3107	0	0	0
非流动负债合计	346	417	104	105	106	归属母公司净利润	74734	86228	93036	103236	114016
长期借款	0	0	1	2	3	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	49043	56933	65384	57219	56482	成长能力					
少数股东权益	7988	8905	8905	8905	8905	营业收入增长	18.04%	15.66%	9.00%	10.45%	9.03%
实收资本 (或股本)	1256	1256	1256	1256	1256	营业利润增长	18.01%	15.41%	4.14%	10.96%	10.44%
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	归属于母公司净利润增长	19.16%	15.38%	7.89%	10.96%	10.44%
未分配利润	172983	182787	189967	197934	206733	盈利能力					
归属母公司股东权益合计	215669	233106	249589	267880	288080	毛利率 (%)	91.96%	91.93%	91.55%	91.80%	92.00%
负债和所有者权益	272700	298945	323879	334004	353467	净利率 (%)	51.49%	51.30%	49.01%	49.24%	49.88%
现金流量表						总资产净利润 (%)	27.41%	28.84%	28.73%	30.91%	32.26%
						ROE (%)	34.65%	36.99%	37.28%	38.54%	39.58%
						偿债能力					
经营活动现金流	66593	92464	86751	100606	111861	资产负债率 (%)	18%	19%	20%	17%	16%
净利润	77521	89335	93036	103236	114016	流动比率	4.62	4.45	4.33	5.17	5.62
折旧摊销	1937.42	2085.02	2130.09	2188.85	2215.22	速动比率	3.67	3.49	3.38	4.00	4.36
财务费用	-1790	-1470	-1619	-1696	-1541	营运能力					
应收帐款减少	-39	41	-33	-5	-5	总资产周转率	0.57	0.61	0.61	0.64	0.67
预收帐款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	3703	4389	5349	3831	3808
投资活动现金流	66593	-1785	4835	24	18	应付账款周转率	54.73	52.71	50.30	50.19	51.25
公允价值变动收益	3	61	61	61	61	每股指标 (元)					
长期投资减少	0	0	5219	0	0	每股收益 (最新摊薄)	59.49	68.64	74.06	82.18	90.76
投资收益	34	9	9	9	9	每股净现金流 (最新摊薄)	-1.61	15.61	20.79	7.11	14.80
筹资活动现金流	-58889	-71068	-65464	-91704	-93287	每股净资产 (最新摊薄)	171.68	185.56	198.69	213.25	229.33
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	1	1	1	P/E	23.87	20.69	19.17	17.28	15.65
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	8.27	7.65	7.15	6.66	6.19
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	16.51	14.34	13.65	12.18	10.89
现金净增加额	74297	19611	26122	8926	18592						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业：市场扩容与产品升级并增，新生儿政策利好婴幼儿奶粉消费	2025-07-31
行业深度报告	食品饮料行业：24 年报及 25 年一季报总结：休闲食品仍有机会，乳制品迎来拐点	2025-07-07
行业深度报告	食品饮料行业 2025 年中期策略报告：价格是资产定价重要观察要素	2025-06-24
行业普通报告	食品饮料：五一假期消费市场活跃，带动餐饮市场恢复	2025-05-09
行业普通报告	食品饮料行业：复盘 2018 年贸易战对食品饮料行业资产定价的影响	2025-04-16
公司普通报告	贵州茅台（600519.SH）：24 年圆满收官，25 年迎接新挑战	2025-04-09
行业普通报告	食品饮料行业：预期内需政策或进一步加码，关注食品饮料防守配置	2025-04-09
行业普通报告	糖酒会反馈基本符合预期，平稳中有亮点	2025-04-03
行业普通报告	食品饮料行业周报：生育政策加码，利好国产婴配粉龙头企业	2025-03-18
公司普通报告	贵州茅台（600519.SH）：24 年顺利收官，看好 25 年公司经营稳定增长	2025-02-07
公司普通报告	贵州茅台（600519.SH）：业绩势能不减，高分红稳定市场信心	2024-08-13
公司普通报告	贵州茅台（600519.SH）：业绩表现优异，24 年势能不减	2024-04-10

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层	虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层	福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526