

600519.SH

买入

原评级: 买入

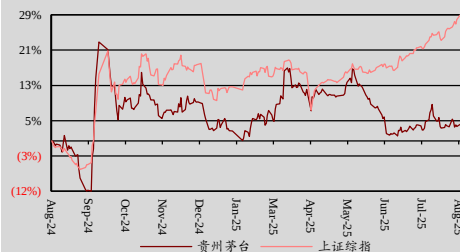
市场价格: 人民币 1,428.50

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 贵州茅台 2025 年半年报业绩点评: 2 季度公司业绩环比降速, 面对周期底部, 公司主动调整, 维持渠道及产品价格体系稳定, 经营节奏稳健, 维持买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(4.0)	(0.6)	(11.5)	(0.2)
相对上证综指	(18.3)	(6.1)	(22.2)	(29.7)

发行股数 (百万)	1,256.20
流通股 (百万)	1,256.20
总市值 (人民币 百万)	1,794,478.56
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	4,718.27
主要股东	
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	54.07 (%)

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2025 年 8 月 18 日收市价为标准

相关研究报告

《贵州茅台》20250410
《贵州茅台》20250107
《贵州茅台》20241028

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒 II

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

贵州茅台

2 季度业绩环比降速, 公司主动调整纾压, 经营节奏稳健

贵州茅台公告 2025 年半年报。1H25 公司实现营收 894 亿元, 同比+9.1%, 归母净利润 454 亿元, 同比+8.9%。2Q25 公司营收、归母净利润分别为 388 亿元、186 亿元, 同比分别增 7.3%、5.2%。2Q25 公司业绩环比降速, 在行业承压背景下, 公司主动调整降速, 整体经营节奏稳健, 我们维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2Q25 公司收入端环比降速, 现金流及合同负债表现承压。(1) 1H25 公司营收 894 亿元, 同比+9.1%, 分季度来看, 1Q25、2Q25 营收增幅分别为 10.5%、7.3%, 2Q25 公司业绩环比降速, 公司顺应外部消费环境, 主动调整经营节奏, 谋求长远高质量发展。(2) 2Q25 公司经营活动现金流量净额为 43.1 亿元, 同比-84.3%, 现金流表现承压。2Q25 公司销售商品、提供劳务收到的现金为 389.4 亿元, 同比-4.6%。截至 2 季度末, 公司合同负债 55.1 亿元, 环比降 32.8 亿元, 去年同期环比增 4.7 亿元。
- 2Q25 公司主动调整产品结构, 营收端茅台酒为主要贡献, 系列酒承压。(1) 分产品来看, 2Q25 系列酒降速明显, 茅台酒贡献主要收入。1H25 茅台酒、系列酒的营收增速分别为+10.2%、+4.7%, 其中 2Q25 营收增速分别为+11.0%、-6.5%。(2) 分渠道来看, 公司直销渠道营收占比持续提升, 上半年保持较高增速。1H25 传统渠道营收 493.4 亿元, 同比+2.8% (2Q25, +1.5%); 直销渠道营收 400.1 亿元, 同比+18.6% (2Q25, +16.5%), 直销渠道营收占比 44.8%, 同比提升 3.5pct。其中, i 茅台数字营销平台收入 107.6 亿元, 同比+5.0%。1H25 海外渠道营收 28.9 亿元, 同比+31.3%, 自 2024 年突破 50 亿元后, 持续保持较高增速。(3) 我们判断, 上半年茅台酒实现较快增长, 一方面与飞天发货进度加快有关, 另一方面, 公司加大一升装茅台及非标茅台直营渠道投放, 直营渠道增量贡献营收。系列酒方面, 受去年同期高基数影响 (2Q24 系列酒营收增速为+42.5%), 叠加市场需求疲软, 2Q25 系列酒降速明显。
- 2Q25 公司归母净利率为 47.8%, 同比降 0.9pct。2Q25 公司毛利率为同比降 0.3pct 至 90.4%, 主要受系列酒拖累。分具体产品来看, 茅台酒、系列酒毛利率分别为 93.8%、77.6%, 同比分别降 0.3pct、2.5pct。系列酒毛利率降幅较大主要与产品批价承压、厂家增加渠道费用投放有关。费用率方面, 2Q25 公司销售费用率同比增 0.5pct, 主要与公司增加广告宣传费及市场费用投放有关。税金及附加比率同比基本持平, 管理费用率同比降 0.3pct。受毛利率下降、销售费用率提升影响, 2Q25 公司归母净利率为 47.8%, 同比降 0.9pct。

估值

- 在行业周期底部, 公司主动求变, 挖掘不同渠道及客户群体增量需求。考虑到当前的消费环境及半年报业绩表现, 我们调整此前盈利预测, 预计 25 至 27 年公司归母净利润分别为 926.7 亿元、982.7 亿元、1044.6 亿元, 同比分别增 7.5%、6.0%、6.3%, 当前市值对应 PE 分别为 19.4X、18.3X、17.2X, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 渠道库存超预期。宏观经济波动的风险。飞天批价持续下跌。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	147,694	170,899	186,438	198,446	212,012
增长率(%)	19.0	15.7	9.1	6.4	6.8
EBITDA(人民币 百万)	101,032	117,072	126,556	133,479	141,457
归母净利润(人民币 百万)	74,734	86,228	92,674	98,273	104,460
增长率(%)	19.2	15.4	7.5	6.0	6.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	59.49	68.64	73.77	78.23	83.16
原先股本摊薄每股收益(人民币)			74.46	81.19	88.37
变动幅度(%)			(0.9)	(3.6)	(5.9)
市盈率(倍)	24.0	20.8	19.4	18.3	17.2
市净率(倍)	8.3	7.7	7.0	6.4	5.8
EV/EBITDA(倍)	20.7	15.8	13.3	12.3	11.5
每股股息(人民币)	50.0	51.6	55.3	58.7	62.4
股息率(%)	2.9	3.4	3.9	4.1	4.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2025 年半年报业绩概览

(人民币, 百万元)	2Q24	2Q25	同比 (%)	1H24	1H25	同比 (%)
营业收入	36,155	38,788	7.3	81,931	89,389	9.1
营业成本	3,370	3,716	10.3	6,751	7,777	15.2
毛利率(%)	90.7	90.4	(0.3)	91.8	91.3	(0.5)
毛利	32,786	35,072	7.0	75,180	81,612	8.6
税金及附加	6,295	6,778	7.7	13,493	13,942	3.3
销售费用	1,477	1,765	19.5	2,617	3,260	24.6
管理费用	1,774	1,775	0.1	3,836	3,695	(3.7)
研发费用	64	48	(26.0)	92	74	(20.0)
财务费用	(408)	(204)	(50.0)	(895)	(487)	(45.6)
资产减值损失	0	0	-	0	0	-
公允价值变动收益	21.8	1.1	(94.9)	36	2	(95.1)
投资收益	1	(0)	(120.5)	2	0	(97.4)
营业利润	24,394	25,732	5.5	57,551	62,769	9.1
营业利润率(%)	67.5	66.3	(1.1)	70.2	70.2	(0.0)
营业外收入	11	16	42.5	28	32	17.3
营业外支出	0	2	683.9	0	23	8,039.3
利润总额	24,405	25,747	5.5	57,578	62,778	9.0
所得税	6,110	6,535	6.9	14,401	15,791	9.7
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	25	25	0.3	25	25	0.1
少数股东权益	664	657	(1.2)	1,481	1,584	6.9
归属于母公司净利润	17,630	18,555	5.2	41,696	45,403	8.9
归母净利率(%)	48.8	47.8	(0.9)	50.9	50.8	(0.1)
EPS (元/股)	14.03	14.77	5.2	33.19	36.14	8.9

资料来源：同花顺，中银证券

注：图表中毛利率、归母净利率、营业利润率、所得税率等同比变化单位为 pct

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	150,560	174,144	189,845	202,023	215,769
营业收入	147,694	170,899	186,438	198,446	212,012
营业成本	11,867	13,789	16,332	17,927	19,598
营业税金及附加	22,234	26,926	28,219	30,086	32,438
销售费用	4,649	5,639	6,525	7,045	7,632
管理费用	9,729	9,316	10,813	12,105	13,145
研发费用	157	218	205	119	127
财务费用	(1,790)	(1,470)	(1,181)	(1,771)	(2,272)
其他收益	35	21	25	22	20
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	38	(23)	(10)	(10)	(5)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	61	60	60	60
投资收益	34	9	10	15	15
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	103,709	119,689	129,016	136,599	145,191
营业外收入	87	71	71	71	71
营业外支出	133	121	121	200	200
利润总额	103,663	119,639	128,966	136,470	145,062
所得税	26,141	30,304	32,831	34,527	36,701
净利润	77,521	89,335	96,135	101,943	108,361
少数股东损益	2,787	3,107	3,461	3,670	3,901
归母净利润	74,734	86,228	92,674	98,273	104,460
EBITDA	101,032	117,072	126,556	133,479	141,457
EPS(最新股本摊薄, 元)	59.49	68.64	73.77	78.23	83.16

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	225,173	251,727	287,055	314,006	356,803
货币资金	69,070	59,296	99,100	137,940	165,987
应收账款	60	19	68	25	74
应收票据	14	1,984	196	2,125	354
存货	46,435	54,343	65,016	44,537	64,342
预付账款	35	27	46	34	53
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	109,558	136,057	122,630	129,346	125,992
非流动资产	47,527	47,218	44,667	43,148	40,997
长期投资	9,325	5,544	5,544	5,544	5,544
固定资产	19,909	21,871	21,185	20,069	18,535
无形资产	8,572	8,850	8,693	8,525	8,346
其他长期资产	9,720	10,952	9,244	9,010	8,571
资产合计	272,700	298,945	331,722	357,154	397,799
流动负债	48,698	56,516	62,700	59,876	70,514
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,093	3,515	4,311	4,279	5,112
其他流动负债	45,605	53,001	58,388	55,597	65,402
非流动负债	346	417	381	399	390
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	346	417	381	399	390
负债合计	49,043	56,933	63,081	60,275	70,904
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
少数股东权益	7,988	8,905	12,366	16,036	19,937
归属母公司股东权益	215,669	233,106	256,274	280,843	306,958
负债和股东权益合计	272,700	298,945	331,722	357,154	397,799

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	77,521	89,335	96,135	101,943	108,361
折旧摊销	1,937	2,085	2,223	2,325	2,390
营运资金变动	196	(27,506)	9,976	9,407	(4,282)
其他	(13,062)	28,550	71	(2,507)	(2,017)
经营活动现金流	66,593	92,464	108,405	111,168	104,452
资本支出	(2,620)	(4,679)	(205)	(405)	(305)
投资变动	(9,341)	3,991	(30)	(30)	(30)
其他	2,236	(1,097)	10	15	15
投资活动现金流	(9,724)	(1,785)	(225)	(420)	(320)
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(60,558)	(72,640)	(69,505)	(73,705)	(78,345)
其他	1,669	1,572	1,130	1,796	2,259
筹资活动现金流	(58,889)	(71,068)	(68,376)	(71,909)	(76,086)
净现金流	(2,020)	19,611	39,804	38,840	28,047

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	19.0	15.7	9.1	6.4	6.8
营业利润增长率(%)	18.0	15.4	7.8	5.9	6.3
归属于母公司净利润增长率(%)	19.2	15.4	7.5	6.0	6.3
息税前利润增长率(%)	19.3	16.0	8.1	5.5	6.0
息税折旧前利润增长率(%)	19.2	15.9	8.1	5.5	6.0
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	19.2	15.4	7.5	6.0	6.3
获利能力					
息税前利润率(%)	67.1	67.3	66.7	66.1	65.6
营业利润率(%)	68.9	68.7	68.0	67.6	67.3
毛利率(%)	92.0	91.9	91.2	91.0	90.8
归母净利润率(%)	49.6	49.5	48.8	48.6	48.4
ROE(%)	34.7	37.0	36.2	35.0	34.0
ROIC(%)	51.7	49.4	43.9	44.7	44.1
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.3)	(0.2)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
流动比率	4.6	4.5	4.6	5.2	5.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3,632.8	4,307.6	4,307.6	4,307.6	4,307.6
应付账款周转率	53.7	51.7	47.6	46.2	45.1
费用率					
销售费用率(%)	3.1	3.3	3.5	3.6	3.6
管理费用率(%)	6.6	5.5	5.8	6.1	6.2
研发费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
财务费用率(%)	(1.2)	(0.9)	(0.6)	(0.9)	(1.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	59.5	68.6	73.8	78.2	83.2
每股经营现金流(最新摊薄)	53.0	73.6	86.3	88.5	83.1
每股净资产(最新摊薄)	171.7	185.6	204.0	223.6	244.4
每股股息	50.0	51.6	55.3	58.7	62.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	24.0	20.8	19.4	18.3	17.2
P/B(最新摊薄)	8.3	7.7	7.0	6.4	5.8
EV/EBITDA	20.7	15.8	13.3	12.3	11.5
价格/现金流(倍)	26.9	19.4	16.6	16.1	17.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371