

公司研究 | 点评报告 | 贵州茅台 (600519.SH)

# 贵州茅台 2025 年中报点评：直销比例继续提升，茅台酒支撑核心增长

## 报告要点

公司 2025H1 营业总收入 910.94 亿元(同比+9.16%);归母净利润 454.03 亿元(同比+8.89%), 扣非净利润 453.9 亿元(同比+8.93%)。公司 2025Q2 营业总收入 396.5 亿元(同比+7.26%); 归母净利润 185.55 亿元(同比+5.25%), 扣非净利润 185.4 亿元(同比+5.23%)。

## 分析师及联系人



董思远

SAC: S0490517070016

SFC: BQK487



朱梦兰

SAC: S0490522050003

贵州茅台 (600519.SH)

2025-09-14

# 贵州茅台 2025 年中报点评：直销比例继续提升，茅台酒支撑核心增长

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 事件描述

公司 2025H1 营业总收入 910.94 亿元(同比+9.16%);归母净利润 454.03 亿元(同比+8.89%),扣非净利润 453.9 亿元(同比+8.93%)。公司 2025Q2 营业总收入 396.5 亿元(同比+7.26%);归母净利润 185.55 亿元(同比+5.25%),扣非净利润 185.4 亿元(同比+5.23%)。

## 事件评论

- **分渠道看，2025Q2 直销占比继续提升。**2025H1/2025Q2 直销分别收入 400.1 亿元(同比+18.62%)/167.89 亿元(同比+16.52%);2025H1/2025Q2 批发渠道分别收入 493.43 亿元(同比+2.83%)/219.83 亿元(同比+1.48%);直销渠道持续保持领先增长。2025H1i 茅台贡献酒类不含税收入 107.6 亿元,同比+4.98%,后续 6 月底亦有公斤装普飞新增上线 i 茅台、预计将在三季度继续增厚 i 茅台收入。
- **分产品看，2025Q2 茅台酒支撑主要增长，系列酒单二季度增速转负。**2025H1/2025Q2 茅台酒分别收入 755.9 亿元(同比+10.24%)/320.32 亿元(同比+10.99%);2025H1/2025Q2 系列酒分别收入 137.63 亿元(同比+4.68%)/67.4 亿元(同比-6.53%),其中预计茅台酒预计受益于直营渠道放量实现较快增长。系列酒方面,增长相对较慢,且公司 2025H1 应收票据同比增长 41.9%对应系列酒经销商票据打款增加。
- **公司盈利能力小幅下降，预计由于系列酒影响毛利率表现及适度增加市场投入后费用率小幅增长。**公司 2025H1 归母净利率同比-0.12pct 至 49.84%。其中毛利率同比-0.45pct 至 91.46%，期间费用率同比+0.41pct 至 7.18%，细项变动：销售费用率同比+0.44pct、管理费用率同比-0.54pct、研发费用率同比-0.03pct、财务费用率同比+0.54pct、营业税金及附加同比-0.86pct。公司 2025Q2 归母净利率同比-0.9pct 至 46.8%。其中毛利率同比-0.26pct 至 90.63%，期间费用率同比+0.67pct 至 8.53%，细项变动：销售费用率(同比+0.46pct)、管理费用率(同比-0.32pct)、研发费用率(同比-0.05pct)、财务费用率(同比+0.59pct)、营业税金及附加(同比+0.07pct)。具体来看,公司 2025H1 系列酒毛利率 77.59%(同比-2.5%)、茅台酒毛利率 93.85%(同比-0.28%)，系列酒预计是影响毛利率的主要因素。
- **茅台改革持续推进，长期价值依然凸显。**短期受政策因素影响,二季度收入利润有所放缓,但茅台的长期增长确定性仍然较强,且公司积极推进营销改革,加速从商品时代向商品与服务并重转变。叠加公司三年分红规划,当前已经逐步具备股息率价值。预计 2025/2026 年 EPS 为 74.34/78.74 元,对应最新 PE 为 20/19 倍,维持“买入”评级。

## 风险提示

- 1、行业需求不及预期;
- 2、市场价格波动加大。

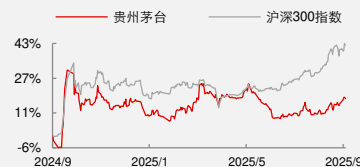
请阅读最后评级说明和重要声明

## 公司基础数据

当前股价(元)	1,516.00
总股本(万股)	125,227
流通A股/B股(万股)	125,227/0
每股净资产(元)	189.98
近12月最高/最低价(元)	1,910/1,246

注：股价为 2025 年 9 月 12 日收盘价

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

## 相关研究

- 《贵州茅台 2025 年一季报点评：直销占比提升，一季度实现开门红》2025-05-20
- 《贵州茅台 2024 年年报点评：业绩保持稳健增长，直营占比小幅下降》2025-04-28
- 《贵州茅台 2024 年三季报点评：业绩符合预期，直营环比加速》2024-11-16



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、行业需求不及预期：白酒行业需求与宏观经济相关度较高，其中大众消费与居民收入及消费者信心指数相关，商务宴席消费与投资活跃度相关度较高，公司产品价格带跨度较大，宏观经济的波动可能对大众消费需求及商务宴席消费需求造成一定影响。
- 2、市场价格波动加大：目前行业处于供需紧平衡阶段，供给端的持续扩张或需求端恢复不及预期，均有可能导致行业的价格波动。在目前价格水平下，渠道利润处于较为合理水平，价格的大幅波动可能会对渠道积极性造成损害。



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 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

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%

无投资评级： 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。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。