

贵州茅台(600519.SH)

1H总收入同增9%，茅台酒稳健增长

推荐 (维持)

股价:1437.04元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.moutaichina.com
大股东/持股	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司/54.07%
实际控制人	贵州省人民政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	1,256
流通A股(百万股)	1,256
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	18,052
流通A股市值(亿元)	18,052
每股净资产(元)	189.98
资产负债率(%)	14.8

行情走势图



证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号
S1060521030001
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

王星云 投资咨询资格编号
S1060523100001
BVG933
wangxingyun937@pingan.com.cn



事项:

贵州茅台发布2025年半年报, 1H25实现营业总收入911亿元, 同比+9.2%; 归母净利润454亿元, 同比+8.9%; 2Q25实现营业总收入397亿元, 同比+7.3%; 归母净利润186亿元, 同比+5.2%。

平安观点:

- 茅台酒稳健增长, 直销快速放量。**分产品看, 1H25茅台酒收入756亿元, 同比+10.2%, 2Q25为320亿元, 同比+11.0%; 1H25年系列酒收入138亿元, 同比+4.7%, 2Q25为67亿元, 同比-6.5%。分渠道看, 1H25直销收入400亿元, 同比+18.6%, 2Q25为168亿元, 同比+16.5%, 1H25批发收入493亿元, 同比+2.8%, 2Q25为220亿元, 同比+1.5%。1H25“i茅台”数字营销平台实现酒类不含税收入108亿元, 同比+5.0%, 2Q25为49亿元, 同比-0.3%。
- 费用投入有所增加, 盈利能力同比略回落。**2Q25毛利率90.4% (毛利/营业收入), 同比-0.3pct。2Q25销售/管理费用率分别为4.5%/4.5%, 同比+0.5/-0.3pct, 我们认为销售费用率提升系公司加大市场投入所致。2Q25公司归母净利率46.8%, 同比-0.9pct。截至2Q25, 公司合同负债55亿元, 同比/环比分别-33/-45亿元。
- 持续推进改革, 维持“推荐”评级。**考虑消费整体压力, 我们下调公司2025-27年归母净利润预测至939/989/1037亿元 (原值: 948/1034/1116亿元)。展望未来, 公司在手工具充足, 渠道改革持续推进, 依然维持“推荐”评级。
- 风险提示:** 1) 宏观经济波动影响: 白酒受宏观经济影响较大, 如果宏观经济下行对行业需求有较大影响; 2) 消费复苏不及预期: 宏观经济增速放缓下, 国民收入和就业都受到一定影响, 短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期, 从而影响白酒板块复苏。3) 行业竞争加剧风险: 竞

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	147,694	170,899	186,451	195,960	204,778
YOY(%)	19.0	15.7	9.1	5.1	4.5
净利润(百万元)	74,734	86,228	93,850	98,897	103,676
YOY(%)	19.2	15.4	8.8	5.4	4.8
毛利率(%)	92.0	91.9	92.0	92.0	92.0
净利率(%)	50.6	50.5	50.3	50.5	50.6
ROE(%)	34.7	37.0	36.6	35.2	33.7
EPS(摊薄/元)	59.49	68.64	74.71	78.73	82.53
P/E(倍)	24.2	20.9	19.2	18.3	17.4
P/B(倍)	8.4	7.7	7.0	6.4	5.9

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

争格局恶化会一定程度扰乱影响白酒行业定价，对行业造成不良影响。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	251,727	295,649	331,589	368,698
现金	59,296	114,565	147,397	181,623
应收票据及应收账款	2,003	823	865	904
其他应收款	30	38	40	42
预付账款	27	474	498	520
存货	54,343	57,947	60,902	63,643
其他流动资产	136,027	121,801	121,886	121,965
非流动资产	47,218	42,116	36,958	31,818
长期投资	0	0	0	0
固定资产	22,282	19,093	15,848	12,548
无形资产	8,850	7,389	5,925	4,459
其他非流动资产	16,086	15,634	15,184	14,812
资产总计	298,945	337,765	368,547	400,516
流动负债	56,516	68,360	70,710	72,866
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3,515	3,735	3,926	4,102
其他流动负债	53,001	64,625	66,784	68,764
非流动负债	417	311	205	98
长期借款	314	208	101	-5
其他非流动负债	103	103	103	103
负债合计	56,933	68,672	70,914	72,965
少数股东权益	8,905	12,525	16,339	20,337
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,376	1,378
留存收益	230,475	253,937	278,662	304,581
归属母公司股东权益	233,106	256,569	281,294	307,215
负债和股东权益	298,945	337,765	368,547	400,516

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	92,369	108,805	103,455	107,474
净利润	89,335	97,470	102,711	107,674
折旧摊销	1,991	5,102	5,161	5,145
财务费用	-1,470	-2,387	-3,614	-4,574
投资损失	-9	-36	-36	-36
营运资金变动	1,919	8,664	-759	-726
其他经营现金流	604	-7	-8	-9
投资活动现金流	-1,785	14,571	42	41
资本支出	4,654	-0	3	6
长期投资	2,805	0	0	0
其他投资现金流	-9,244	14,571	39	35
筹资活动现金流	-71,068	-68,106	-70,665	-73,289
短期借款	0	0	0	0
长期借款	47	-106	-107	-106
其他筹资现金流	-71,115	-68,000	-70,559	-73,183
现金净增加额	19,515	55,270	32,832	34,226

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	170,899	186,451	195,960	204,778
营业成本	13,789	14,858	15,616	16,318
税金及附加	26,926	29,376	30,875	32,264
营业费用	5,639	6,712	7,642	8,191
管理费用	9,316	10,163	10,682	11,162
研发费用	218	238	250	262
财务费用	-1,470	-2,387	-3,614	-4,574
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-23	0	0	0
其他收益	21	27	27	27
公允价值变动收益	61	0	1	2
投资净收益	9	36	36	36
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	119,689	130,634	137,654	144,300
营业外收入	71	76	76	76
营业外支出	121	168	168	168
利润总额	119,639	130,542	137,562	144,209
所得税	30,304	33,073	34,851	36,535
净利润	89,335	97,470	102,711	107,674
少数股东损益	3,107	3,619	3,814	3,998
归属母公司净利润	86,228	93,850	98,897	103,676
EBITDA	120,159	133,257	139,110	144,780
EPS (元)	68.64	74.71	78.73	82.53

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	15.7	9.1	5.1	4.5
营业利润(%)	15.4	9.1	5.4	4.8
归属于母公司净利润(%)	15.4	8.8	5.4	4.8
获利能力				
毛利率(%)	91.9	92.0	92.0	92.0
净利率(%)	50.5	50.3	50.5	50.6
ROE(%)	37.0	36.6	35.2	33.7
ROIC(%)	55.9	49.9	60.6	64.5
偿债能力				
资产负债率(%)	19.0	20.3	19.2	18.2
净负债比率(%)	-24.4	-42.5	-49.5	-55.5
流动比率	4.5	4.3	4.7	5.1
速动比率	1.1	1.7	2.1	2.5
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	9006.9	4357.2	4357.2	4357.2
应付账款周转率	3.9	4.0	4.0	4.0
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	68.64	74.71	78.73	82.53
每股经营现金流(最新摊薄)	73.53	86.61	82.36	85.56
每股净资产(最新摊薄)	185.56	204.24	223.92	244.56
估值比率				
P/E	20.9	19.2	18.3	17.4
P/B	7.7	7.0	6.4	5.9
EV/EBITDA	15.6	12.9	12.1	11.4

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层