

茅台高端地位稳固，中端白酒竞争激烈

——贵州茅台 2025 年中报点评

公司点评

● 公司 2025 年中报营收增速 9.16%，为完成全年工作任务奠定基础：

公司公布 2025 年中报，实现营收 910.94 亿元/+9.16%；归母净利润 454.03 亿元/+8.89%，为完成全年工作任务奠定基础。公司 2025H1 毛利率 91.30%/-0.46pct。两费方面，销售费用率 3.58%/+0.44pct；管理费用率 4.14%，/-0.57pct。净利率 52.56%/-0.13pct，营销控费持续。

2025Q2 实现营收 396.50 亿元/+7.26%；归母净利润 185.55 亿元/+5.25%。毛利率 90.42%/-0.26pct。两费方面，销售费用率 4.45%/0.45pct；管理费用率 4.48%/-0.32pct。净利率 49.53%/-1.07pct。二季度营收表现较弱，销售费用持续加码。白酒市场已由增量发展转向存量竞争，尤其酱酒市场收入增速放缓是大趋势，行业竞争加剧，创新品扩新客难度加大，公司加大营销和内部管控，销售费用增长，管理费用收窄。

● 中端白酒竞争激烈，高端白酒茅台地位稳固：

2025 年上半年茅台酒收入达 755.89 亿元/+10.24%，毛利率 93.85%/-0.28pct，营收占比 84.6%，其中 2025Q1/Q2 茅台酒收入增速分别为+9.7%/+10.99%，茅台 IP 在高端白酒市场地位稳固；2025 年上半年系列酒收入 137.63 亿元/+4.68%，毛利率 77.59%/-2.51pct，营收占比 15.4%；其中 2025Q1/Q2 系列酒收入增速分别为+18.30%/-6.53%，系列酒二季度增速下滑较多，中端白酒市场品牌林立，竞争激烈。

● 渠道结构持续优化，终端批发价格回落压力犹在：

渠道结构持续优化，直销与数字化营销成效显著，公司通过“社会+自营”双渠道体系强化市场运营，2025H1 直销/批发收入分别实现 400.09/493.43 亿元，增速分别为+18.62%/2.83%，渠道改革效果持续显现。

“i 茅台”数字营销平台实现不含税收入 107.6 亿元/+4.98%，用户粘性和复购率表现较稳健，助力品牌向年轻消费群体持续渗透。2025H1 海外渠道实现收入 28.93 亿元/+31.29%，收入占比仍小，但增速表现较好，助力品牌力持续增长。

散装茅台批发价格从 2025 年年初的 2220 元/瓶，目前徘徊在 1860 元/瓶，回落 300 多元，终端餐饮消费低迷，茅台终端消费价格持续回落，经销商承压。

● 盈利预测及投资建议：

行业承压中国酒业协会联合各名酒企业及酒类大商，共同发布《中国酒业防内卷式竞争倡议书》，白酒龙头企业主动控量保价，维护行业健康运行。茅台在 2024 年年底举行的经销商联谊会上，对 2025 年的市场攻坚提出明确方向。核心是坚持以消费者为中心，持续做好“三个转型”，即客群转型、场景转型和服务转型。其中，客群聚焦于新商务人群；场景面向符合不同行业特点的宴饮新场景，同时鼓励经销商创新餐饮消费场景；服务则从满足消费者的多元化需求出发，倡导“从卖酒向卖生活方式转变”，进一步优化消费体验。公司上半年营销费用持续加码，努力扩展消费场景，吸引新消费客群，满足多元化需求。

我们预计公司 25/26/27 年实现营收分别为 1900/2059/2215 亿元，同比增速 9.1%/8.4%/7.6%，净利润分别为 947/1020/1020 亿元，对应 EPS 分别为

强烈推荐（维持评级）

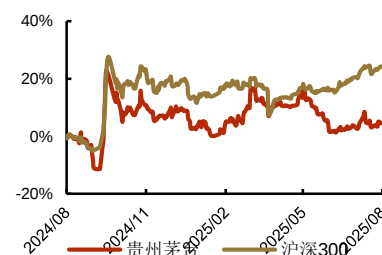
陈文倩（分析师）

chenwenqian@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280515080002

市场数据	时间 2025/08/13
收盘价(元):	1420.05
一年最低/最高(元):	1373.1/1626.12
总股本(亿股):	12.56
总市值(亿元):	17838.64
流通股本(亿股):	12.56
流通市值(亿元):	17838.64
近 3 月换手率:	66.02%

股价一年走势



相关报告

《2025 年稳健前行，双轮驱动优化产品结构》2025-04-11

《主动控量助力企业稳健发展》2024-11-08

《消费税缴纳节奏短期扰动，长期量价空间充足》2021-05-09

《改革深化，行稳致远》2020-07-29

《起锚“后千亿”开局良好，直营贡献率提升》2020-04-28



75.39/81.18/85.02 元。当前股价对应 PE 分别为 19/18/17 倍，公司当前 PE20 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

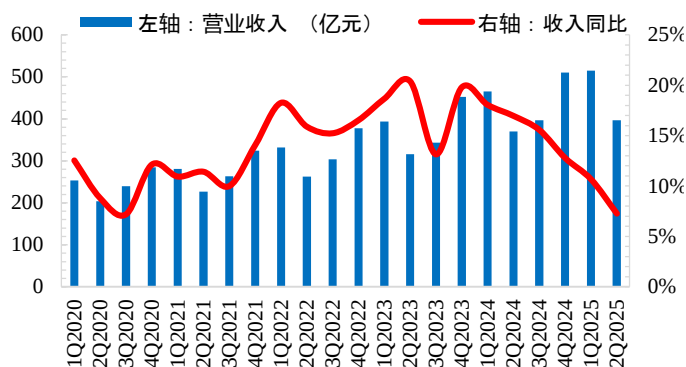
● **风险提示：**消费信心不足，商务消费低迷高端白酒增速放缓，中端白酒竞争加剧，企业经营成本费用增加，财税政策改革，食品安全风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	150,560	174,144	189,953	205,905	221,528
增长率(%)	18.0	15.7	9.1	8.4	7.6
净利润(百万元)	74,734	86,228	94,702	101,973	106,803
增长率(%)	19.2	15.4	9.8	7.7	4.7
毛利率(%)	92.1	92.1	91.9	91.9	91.9
净利率(%)	49.6	49.5	49.9	49.5	48.2
ROE(%)	34.7	36.9	32.2	28.2	24.6
EPS(摊薄/元)	59.49	68.64	75.39	81.18	85.02
P/E(倍)	23.9	20.7	18.8	17.5	16.7
P/B(倍)	8.3	7.7	6.1	5.0	4.2

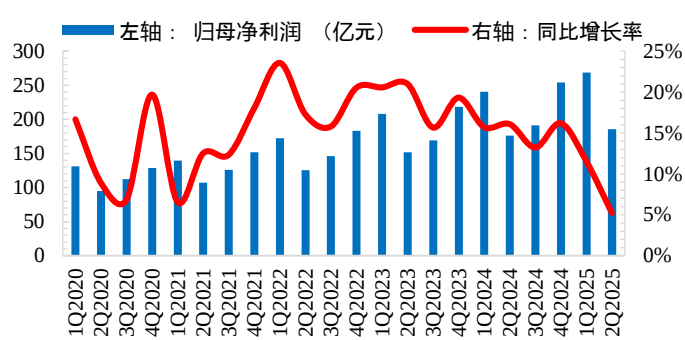
资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为 2025 年 8 月 13 日

图1： 2020Q1-2025Q2 单季营业收入增速持续下降



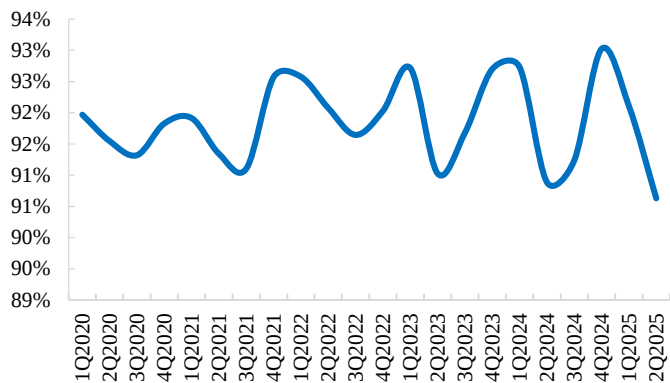
资料来源：wind，诚通证券研究所

图2： 2020Q1-2025Q2 单季归母净利润增速，2025 年单季增速持续回落



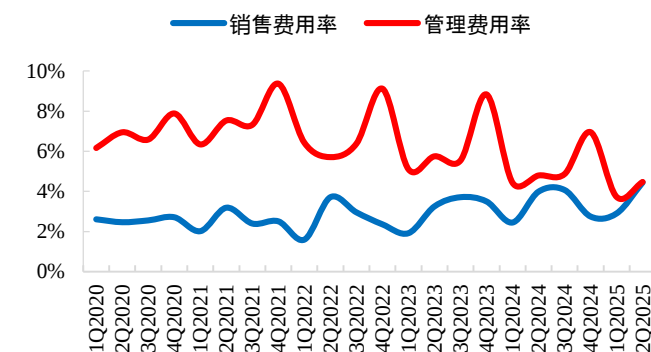
资料来源：wind，诚通证券研究所

图3： 2020Q1-2025Q2 单季毛利率，2025 年单季持续回落



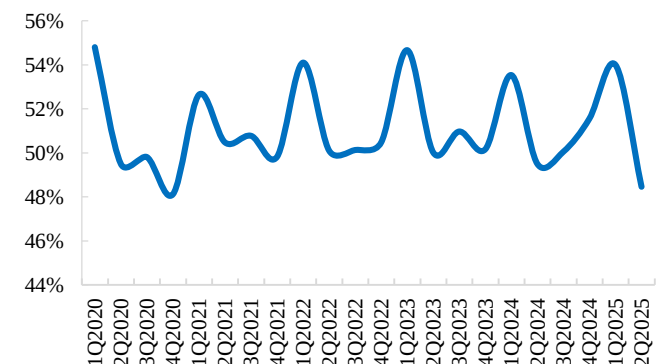
资料来源：wind，诚通证券研究所

图4： 2020Q1-2025Q2 单季销售费用率和管理费用率，2025 年单季销售费用持续上涨



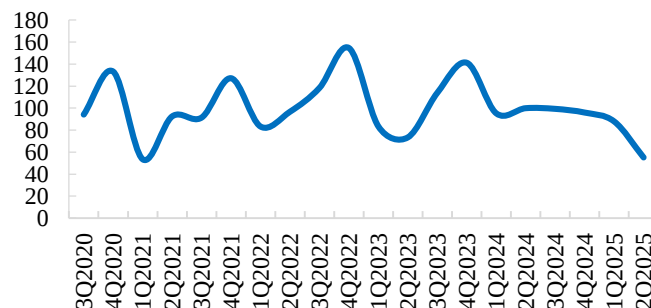
资料来源：wind，诚通证券研究所

图5： 2020Q1-2025Q2 单季净利率，2025 单季净利率持续回落



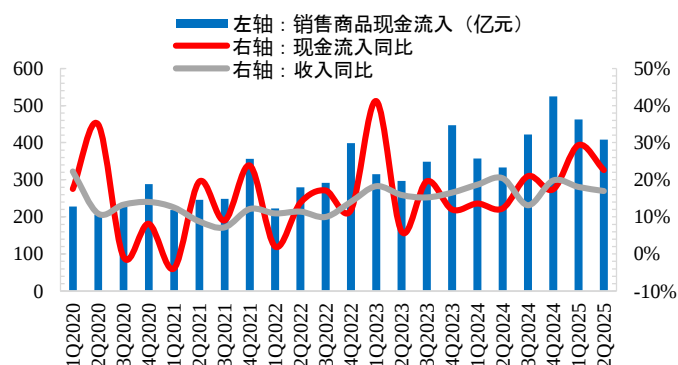
资料来源：wind，诚通证券研究所

图6： 2020Q3-2025Q2 公司合同负债(亿元)，2025 经销商预付货款减少加速



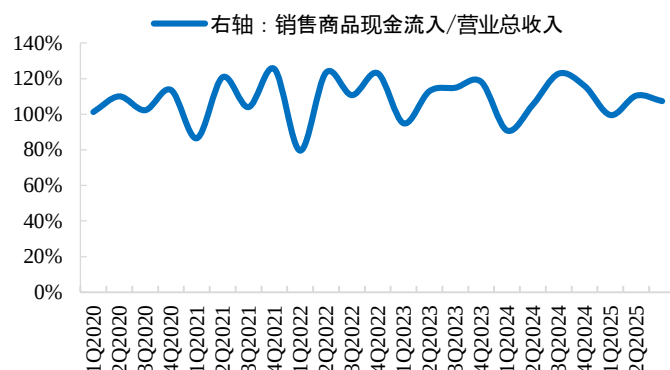
资料来源：wind，诚通证券研究所

图7： 2020Q1-2025Q2 单季销售商品现金流入，2025 年上半年稳健



资料来源：wind，诚通证券研究所

图8： 2020Q1-2025Q2 单季销售商品现金流入/营业总收入，2025 年上半年平稳



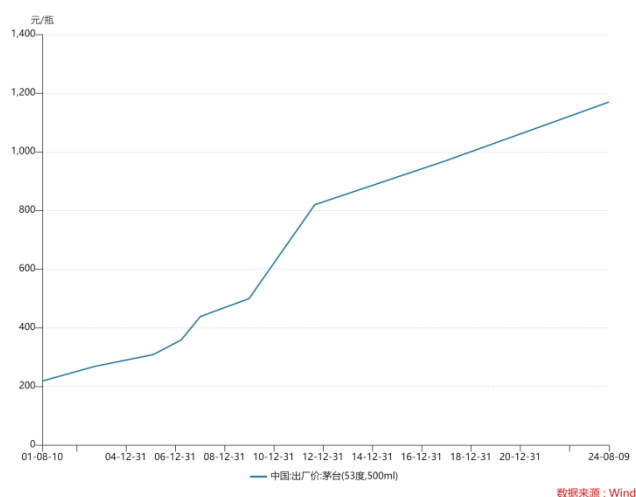
资料来源：wind，诚通证券研究所

图9： 飞天茅台（当年，散装）批发价持续回落



资料来源：wind，诚通证券研究所

图10： 出厂价茅台(53度,500ml)



资料来源：wind，诚通证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	225173	251727	314901	382624	457846
现金	69070	59296	120696	182202	254382
应收票据及应收账款合计	74	2003	0	541	0
其他应收款	28	30	33	35	38
预付账款	35	27	40	33	46
存货	46435	54343	58105	63786	67353
其他流动资产	109531	136027	136027	136027	136027
非流动资产	47527	47218	48883	50418	51540
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	19909	21871	23127	24099	24740
无形资产	8790	8949	9571	10322	10973
其他非流动资产	18828	16398	16185	15996	15827
资产总计	272700	298945	363783	433042	509386
流动负债	48698	56516	57764	58020	59347
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	3093	3515	3858	4134	4465
其他流动负债	45605	53001	53905	53886	54882
非流动负债	346	417	417	417	417
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	346	417	417	417	417
负债合计	49043	56933	58181	58438	59764
少数股东权益	7988	8905	12558	16361	20344
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	211982	229423	276633	318944	363258
归属母公司股东权益	215669	233106	293045	358244	429278
负债和股东权益	272700	298945	363783	433042	509386

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	66593	92464	97245	98898	108241
净利润	77521	89335	98354	105776	110787
折旧摊销	1865	1991	1833	2048	2253
财务费用	-1790	-1470	-2472	-2896	-3004
投资损失	-34	-9	-15	-19	-20
营运资金变动	-11667	1919	-414	-5961	-1715
其他经营现金流	698	699	-40	-50	-60
投资活动现金流	-9724	-1785	-3443	-3513	-3296
资本支出	2620	4679	1665	1535	1123
长期投资	-7268	2805	0	0	0
其他投资现金流	-14373	5698	-1778	-1978	-2173
筹资活动现金流	-58889	-71068	-32403	-33878	-32764
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-58889	-71068	-32403	-33878	-32764
现金净增加额	-2019	19610	61400	61506	72180

资料来源：公司公告、诚通证券研究所

利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	150560	174144	189953	205905	221528
营业成本	11867	13789	15386	16678	17944
营业税金及附加	22234	26926	28322	30982	33538
营业费用	4649	5639	6458	7207	7975
管理费用	9729	9316	10447	12148	14399
研发费用	157	218	209	226	2481
财务费用	-1790	-1470	-2472	-2896	-3004
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	61	40	50	60
其他收益	35	21	25	26	27
投资净收益	34	9	15	19	20
营业利润	103709	119689	131682	141656	148302
营业外收入	87	71	0	0	0
营业外支出	133	121	0	0	0
利润总额	103663	119639	131682	141656	148302
所得税	26141	30304	33329	35879	37515
净利润	77521	89335	98354	105776	110787
少数股东损益	2787	3107	3652	3803	3983
归属母公司净利润	74734	86228	94702	101973	106803
EBITDA	103455	119850	130815	139160	144006
EPS (元)	59.49	68.64	75.39	81.18	85.02

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	18.0	15.7	9.1	8.4	7.6
营业利润(%)	18.0	15.4	10.0	7.6	4.7
归属于母公司净利润(%)	19.2	15.4	9.8	7.7	4.7
获利能力					
毛利率(%)	92.1	92.1	91.9	91.9	91.9
净利率(%)	49.6	49.5	49.9	49.5	48.2
ROE(%)	34.7	36.9	32.2	28.2	24.6
ROIC(%)	56.4	53.2	58.8	61.1	63.6
偿债能力					
资产负债率(%)	18.0	19.0	16.0	13.5	11.7
净负债比率(%)	-30.7	-24.3	-39.4	-48.6	-56.5
流动比率	4.6	4.5	5.5	6.6	7.7
速动比率	1.4	1.1	2.1	3.2	4.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	1500.4	167.6	189.6	761.3	819.0
应付账款周转率	4.3	4.2	4.2	4.2	4.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	59.49	68.64	75.39	81.18	85.02
每股经营现金流(最新摊薄)	62.71	47.94	77.41	78.73	86.17
每股净资产(最新摊薄)	171.68	185.56	233.28	285.18	341.73
估值比率					
P/E	23.9	20.7	18.8	17.5	16.7
P/B	8.3	7.7	6.1	5.0	4.2
EV/EBITDA	16.7	14.5	12.8	11.6	10.8

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>