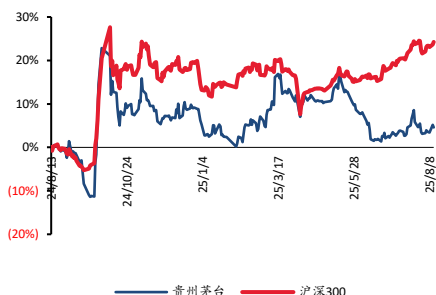


贵州茅台：业绩符合预期，茅台酒表现稳健

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股)	12.56/12.56
总市值/流通(亿元)	18,052.06/18,052.06
12 个月内最高/最低价(元)	1,910/1,245.83

相关研究报告

<<贵州茅台：2024 年顺利收官，2025 年理性增长行稳致远>>—2025-04-03

<<贵州茅台：业绩符合预期，全年目标有望达成>>—2024-10-28

<<收入略超预期，承诺未来三年分红重视股东回报>>—2024-08-15

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525030001

事件：2025H1 公司实现营业总收入 910.94 亿元，同比增长 9.16%；实现归母净利润 454.03 亿元，同比增长 8.89%，扣非归母净利润 453.90 亿元，同比+8.93%。2025Q2 公司实现营业总收入 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%，扣非归母净利润为 185.40 亿元，同比+5.23%。

茅台酒稳健增长，系列酒 Q2 边际承压。公司上半年收入端实现稳健增长，完成年初 9%增长目标。分产品看，2025H1 茅台酒/系列酒分别实现营收 755.90/137.63 亿元，同比+10.2%/+4.7%，其中 2025Q2 茅台酒/系列酒分别实现营收 288.60/72.11 亿元，同比+11.0%/-6.5%，茅台酒增速较一季度环比提升，增长主要来自公斤装茅台以及文创产品，非标贡献率较低，预计对毛利率有所拖累；系列酒下滑主要系一方面 2024Q2 增长 42.5%基数较高，另一方面需求承压。2025H1 酒类产量为 7.33 万吨，同比增长 18.6%，其中茅台酒/系列酒产量分别为 4.37/2.96 万吨，同比增长 11.8%/30.4%。分渠道看，2025H1 公司直销/批发渠道分别实现收入 400.10/493.43 亿元，同比+18.6%/+2.8%，直销占比 44.8%，同比+3.5pct，2025Q2 公司直销/批发渠道分别实现收入 167.9/219.8 亿元，同比+16.5%/+1.5%，直销占比 43.3%，同比+3.4pct，直营占比进一步提升，直销增长主要由经销商非标配额转自营拿货贡献。2025H1 i 茅台实现营收 107.6 亿元，同比+5.0%，其中 2025Q2 实现营收 48.90 亿元，同比-0.3%。2025Q2 境外收入同比+27.64% 至 17.74 亿元，占比 4.58%，同比+0.72pct。经销商国内/国外分别达 2280/115 个，报告期内净增加 137/11 个。

毛利率略有下滑，费用率相对稳定。2025H1 公司毛利率为 91.30%，同比-0.46pct，其中 2025Q2 毛利率 90.42%，同比-0.26pct，毛利率同比下滑主因公斤茅放量以及高毛利的非标产品占比下降导致茅台酒毛利率有所下降。2025H1 税金及附加/销售/管理费用率分别为 15.31%/3.58%/4.06%，同比-0.86/+0.44/-0.54pct，费用率整体相对稳定，销售费用率增加主要为市场推广及服务费以及广宣费分别增加 19.9%和 51.0%。2025H1 净利率达 52.56%，同比-0.14pct。2025Q2 合同负债为 55.07 亿元，同比/环比-44.86/-32.81 亿元，蓄水池有所下降预计和 Q2 淡季动销偏弱以及禁酒令影响下渠道较为谨慎相关。

投资建议：根据公司 2025H1 业绩以及近期动销情况，我们调整公司盈利预测。预计 2025-2027 年收入增速分别为 9.1%/9.4%/8.5%，归母净利润增速分别为 9.6%/9.7%/8.6%，EPS 分别为 75.2/82.5/89.6 元，对应当前股价 PE 分别为 19x/17x/16x，按照 2025 年 21X 给予目标价 1579.62 元，给予“增持”评级。

风险提示：食品安全风险、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	174,144	189,993	207,803	225,415

营业收入增长率(%)	15.66%	9.10%	9.37%	8.48%
归母净利(百万元)	86,228	94,489	103,615	112,556
净利润增长率(%)	15.38%	9.58%	9.66%	8.63%
摊薄每股收益(元)	68.64	75.22	82.48	89.60
市盈率(PE)	22.20	19.10	17.42	16.04

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	69,070	59,296	90,269	115,302	145,136
应收和预付款项	109	2,030	1,429	1,639	1,921
存货	46,435	54,343	58,256	63,550	67,203
其他流动资产	109,558	136,057	135,570	135,572	135,576
流动资产合计	225,173	251,727	285,524	316,063	349,835
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	4	8	9	11	12
固定资产	19,909	21,871	22,745	23,466	24,130
在建工程	2,137	2,150	2,113	2,087	2,064
无形资产开发支出	8,790	8,949	9,775	10,506	11,178
长期待摊费用	160	152	156	156	156
其他非流动资产	241,698	265,815	299,502	330,071	363,883
资产总计	272,700	298,945	334,300	366,296	401,424
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	3,093	3,515	3,780	4,137	4,366
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	45,950	53,418	61,530	63,433	66,030
负债合计	49,043	56,933	65,310	67,571	70,396
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	213,043	230,485	254,110	280,014	308,153
归母公司股东权益	215,669	233,106	256,541	282,444	310,583
少数股东权益	7,988	8,905	12,449	16,281	20,445
股东权益合计	223,656	242,011	268,990	298,725	331,028
负债和股东权益	272,700	298,945	334,300	366,296	401,424

现金流量表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	66,593	92,464	105,304	106,683	118,255
投资性现金流	-9,724	-1,785	-3,265	-3,939	-4,004
融资性现金流	-58,889	-71,068	-71,068	-77,711	-84,417
现金增加额	-2,019	19,610	30,973	25,033	29,834

利润表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	150,560	174,144	189,993	207,803	225,415
营业成本	11,981	13,895	14,877	16,196	17,126
营业税金及附加	22,234	26,926	29,214	31,236	33,681
销售费用	4,649	5,639	6,156	6,329	6,648
管理费用	9,729	9,316	9,887	10,208	10,858
财务费用	-1,790	-1,470	-1,505	-133	649
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	34	9	107	111	113
公允价值变动	3	61	0	0	0
营业利润	103,709	119,689	131,314	143,890	156,324
其他非经营损益	-46	-50	-55	-48	-50
利润总额	103,663	119,639	131,259	143,842	156,274
所得税	26,141	30,304	33,226	36,396	39,554
净利润	77,521	89,335	98,033	107,446	116,720
少数股东损益	2,787	3,107	3,544	3,831	4,164
归母股东净利润	74,734	86,228	94,489	103,615	112,556

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	91.96%	91.93%	92.03%	92.07%	92.27%
销售净利率	50.60%	50.46%	50.65%	50.75%	50.80%
销售收入增长率	18.04%	15.66%	9.10%	9.37%	8.48%
EBIT 增长率	17.89%	15.96%	9.82%	10.76%	9.20%
净利润增长率	19.16%	15.38%	9.58%	9.66%	8.63%
ROE	34.65%	36.99%	36.83%	36.68%	36.24%
ROA	27.41%	28.84%	28.26%	28.29%	28.04%
ROIC	34.02%	36.39%	35.97%	35.89%	35.36%
EPS (X)	59.49	68.64	75.22	82.48	89.60
PE (X)	29.01	22.20	19.10	17.42	16.04
PB (X)	10.05	8.21	7.04	6.39	5.81
PS (X)	14.68	11.20	9.68	8.84	8.15
EV/EBITDA (X)	20.22	15.43	12.98	11.56	10.40

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。