

2025 年 10 月 30 日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

1580

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2025/10/29)	1431.90
上证指数(2025/10/29)	4016.33
股价 12 个月高/低	1626.12/1373.1
总发行股数(百万)	1252.27
A 股数(百万)	1252.27
A 市值(亿元)	17931.26
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 (54.30%)
每股净值(元)	205.28
股价/账面净值	6.98
股价涨跌(%)	一个月 三个月 一年
	-1.1 1.1 -3.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-08-13	1437.04	区间操作
2025-07-08	1410.70	区间操作
2025-05-07	1550.20	区间操作

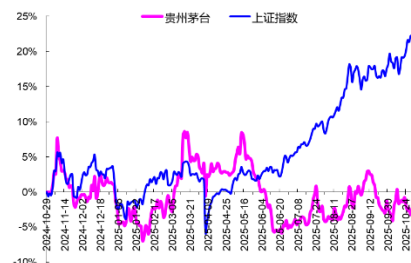
产品组合

茅台酒	86.1%
系列酒	13.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.1%
一般法人	70.7%

股价相对大盘走势



贵州茅台(600519.SH) TRADING BUY 区间操作

茅台酒稳健, Q3 业绩降速

业绩概要:

公告 2025 年前三季度实现营收 1309 亿, 同比增 6.3%, 录得归母净利润 646.3 亿, 同比增 6.2%; 三季度实现营收 398 亿, 同比持平, 录得归母净利润 192.2 亿, 同比持平。

点评与建议:

- 前三季度茅台酒实现收入 1105 亿, 同比增 9.3%, 系列酒收入 178.8 亿, 同比下降 7.8%; Q3 茅台酒实现收入 349.2 亿, 同比增 7.3%, 表现稳健, 系列酒控量, 实现收入 41.2 亿, 同比下降 34%。
- 渠道看, 前三季度传统渠道收入 728.4 亿, 同比增 6.3%, 直销收入 555.6 亿, 同比增 6.9%, 其中 i 茅台收入 126.9 亿, 同比下降 14%; 三季度传统渠道收入 235 亿, 同比增 14.4%, 直销收入 155.5 亿, 同比下降 14.9%, i 茅台收入 19.3 亿, 同比下降 57.2%, 直销控货力度加大。
- 报告期毛利率及费率保持平稳。Q3 费用率同比下降约 1pct 至 7.33%, 主要由于控费和营销体系优化, 销售费用率同比下降 1pct。
- 尽管 9-10 月动销环比改善, 但需求承压情况并未显著好转, 受此影响, 茅台酒行情价下跌, 今日酒价显示当前飞天茅台原箱价格在 1700 元/瓶, 散件价格在 1680 元/瓶。三季度末合同负债余额为 77.5 亿, 环比增 22.4 亿, Q4 表现增速预计将有所改善。
- 考虑当前需求承压的状况, 下调盈利预测, 预计 2025-2027 年将分别实现净利润 913.7 亿、985.7 亿和 1062.3 亿(原预测分别为 948.3 亿、1034.4 亿和 1122.4 亿), 分别同比增 6%、7.9%和 7.8%, EPS 分别为 72.74 元、78.45 元和 84.56 元, 当前股价对应 PE 分别为 20 倍、18 倍和 17 倍, 维持“区间操作”的投资建议。
- 风险提示: 经济增长压力, 飞天需求不及预期, 改革成效不及预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	62716	74734	86228	91370	98566	106225
同比增减	%	19.55	19.16	15.38	5.96	7.88	7.77
每股盈余 (EPS)	RMB 元	49.93	59.49	68.64	72.74	78.46	84.56
同比增减	%	19.56	19.15	15.38	5.97	7.88	7.77
市盈率(P/E)	X	29	24	21	20	18	17
股利 (DPS)	RMB 元	47.82	49.98	51.51	54.55	58.85	63.42
股息率 (Yield)	%	3.34	3.49	3.60	3.81	4.11	4.43

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业收入	127554	150560	174144	183005	195586	209414
经营成本	10093	11867	13789	14435	15484	16573
营业税金及附加	18496	22234	26926	27809	29720	31552
销售费用	3298	4649	5639	5859	6262	6675
管理费用	9012	9729	9316	9127	9754	10444
财务费用	-1392	-1790	-1470	-938	-1003	-1074
资产减值损失				0	0	0
投资收益	64	34	9	15	34	25
营业利润	87880	103709	119689	126424	135256	145109
营业外收入	71	87	71	55	70	67
营业外支出	249	133	121	308	213	190
利润总额	87701	103663	119639	126171	135113	144985
所得税	22326	26141	30304	31579	33071	35014
少数股东损益	2659	2787	3107	3222	3476	3747
归属于母公司所有者的净利润	62716	74734	86228	91370	98566	106225

附二：合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	58274	69070	59296	67894	76720	85543
拆出资金	116173	105554	127187	146265	160892	173763
应收账款	21	60	19	20	22	24
存货	38824	46435	54343	61408	67549	72277
流动资产合计	216611	225173	251727	275587	305182	331607
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	19743	19909	21871	22309	22086	21865
在建工程	2208	2137	2150	2257	2370	2488
非流动资产合计	37753	47527	47218	54301	59731	64509
资产总计	254365	272700	298945	329888	364913	396116
流动负债合计	49066	48698	56516	63789	73164	76930
非流动负债合计	334	346	417	355	383	402
负债合计	49400	49043	56933	64143	73547	77332
少数股东权益	7458	7988	8905	9796	10775	11637
股东权益合计	197507	215669	233106	255948	280590	307146
负债及股东权益合计	254365	272700	298945	329888	364913	396116

附三：合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	36699	66593	92464	91503	99749	108895
投资活动产生的现金流量净额	-5537	-9724	-1785	-2745	-1956	-2094
筹资活动产生的现金流量净额	-57425	-58889	-71068	-73202	-76279	-79577
现金及现金等价物净增加额	-26262	-2019	19610	15555	21515	27224

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和建议可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。