

贵州茅台 (600519.SH)

2025Q3 收入同比持平，经营理性务实、行稳致远

优于大市

核心观点

2025Q3 收入及净利润同比持平，需求压力下彰显经营韧性。2025Q1-3 公司实现营业总收入 1309 亿元/同比+6.3%，归母净利润 646 亿元/同比+6.2%；其中 2025Q3 营业总收入 398 亿元/同比+0.3%，归母净利润 192 亿元/同比+0.5%。

2025Q3 茅台酒收入同比稳健增长，预计飞天类产品占比提升；经销渠道抗风险能力较强。分产品看，2025Q3 茅台酒收入 349.24 亿元/同比+7.26%，系列酒收入 41.22 亿元/同比-34.00%；茅台酒收入占比同比提升 5.5pcts 至 89.4%，但整体毛利率改善不明显（同比+0.23pcts），我们推测主因产品结构中飞天系占比提升较多，25Q3 行业需求延续压力，预计公司加快 500ml 飞天的发货节奏、增加公斤装飞天的投放量以承担更多增长，非标类产品（生肖、精品、年份酒等）体现出增长压力。分渠道看，2025Q3 批发渠道收入 235.00 亿元/同比+14.39%，经销渠道对于公司稳定业绩、维持市场秩序仍起到关键作用；直销渠道收入 155.46 亿元/同比-14.87%，其中“i 茅台”不含税收入 19.31 亿元/同比-57.24%。**分区域看**，2025Q3 国内收入 380.45 亿元/同比+1.38%，国外收入 10.00 亿元/同比-21.81%；截至 25Q3 末国内/国外经销商环比净+45/+6 个。

2025Q2 净利率保持稳定，需求压力下公司逐步为渠道纾压。2025Q3 税金及附加率/销售费用率/管理费用率分别为 16.8%/3.1%/4.5%，同比+0.66/-1.02/-0.33pcts，费用率整体保持稳定。2025Q3 公司销售收现 437.1 亿元/同比+2.6%，经营性现金流净额 250.8 亿元/同比+221.5%。截至 25Q3 末合同负债 77.5 亿元/环比+22.4 亿元/同比-21.8 亿元，与飞天茅台打款和发货节奏加快有关，反映公司对渠道仍具有较高的议价权。另一方面，需求压力下公司积极纾压渠道，截至 25Q3 末应收票据环比增加的 23.9 亿元预计多数来自系列酒经销商，25Q4 以来公司允许除飞天以外的茅台酒通过票据打款，为渠道缓解资金压力。

盈利预测与投资建议：第三季度公司收入及利润降速，表明需求弱复苏环境下公司经营理性务实，重视厂商关系，维护市场秩序。我们认为公司具备较强的经营韧性和更长的经营久期，短期预计通过渠道杠杆、文创类产品等补充收入增量，飞天批价性价比凸显后有望带动渠道包袱逐步去化，中长期仍具有品牌稀缺性。略下调此前收入及盈利预测，预计 2025-2027 年公司营业总收入 1835.2/1920.6/2021.3 亿元，同比+5.4%/+4.7%/+5.2%（前值同比+9.0%/+3.5%/+5.6%）；预计归母净利润 905.9/952.1/1005.2 亿元，同比+5.1%/+5.1%/+5.6%（前值同比+8.0%/+3.7%/+5.8%），当前股价对应 19.9/18.9 倍 25/26 年 PE，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期致行业需求承压，食品安全问题等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	150,560	174,144	183,515	192,060	202,126
(+/-%)	18.0%	15.7%	5.4%	4.7%	5.2%
净利润(百万元)	74734	86228	90594	95208	100516
(+/-%)	19.2%	15.4%	5.1%	5.1%	5.6%
每股收益(元)	59.49	68.64	72.12	75.79	80.02
EBIT Margin	67.7%	67.9%	66.7%	66.2%	66.3%
净资产收益率 (ROE)	34.7%	37.0%	35.4%	34.1%	33.0%
市盈率 (PE)	24.1	20.9	19.9	18.9	17.9
EV/EBITDA	17.8	15.4	14.9	14.3	13.6
市净率 (PB)	8.34	7.72	7.03	6.43	5.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn

zhangweiai@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980525070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	1431.90 元
总市值/流通市值	1793126/1793126 百万元
52 周最高价/最低价	1667.11/1400.00 元
近 3 个月日均成交额	5851.69 百万元

市场走势

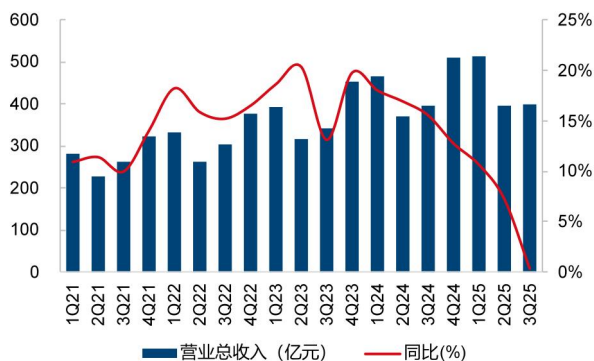


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

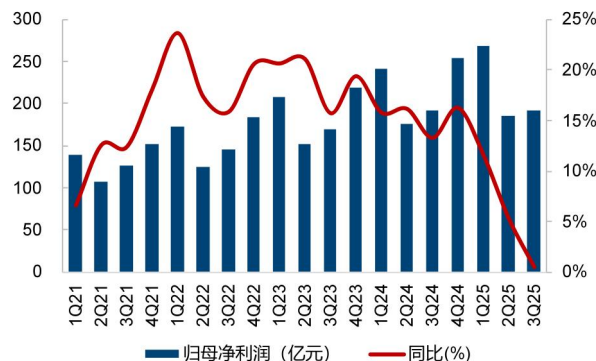
- 《贵州茅台 (600519.SH) -2025Q2 收入同比增长 9.2%，公司根据市场调整产品结构》——2025-08-13
- 《贵州茅台 (600519.SH) -2025Q1 收入同比增长 10.7%，销售收现表现较好》——2025-04-30
- 《贵州茅台 (600519.SH) -2024 年稳健收官，2025 年目标收入增长 9%》——2025-04-03
- 《贵州茅台 (600519.SH) -2024 年收入增长约 15%，2025 年经营目标理性务实》——2025-01-04
- 《贵州茅台 (600519.SH) -持续加强消费者层面的触达和转化，国际化思路清晰》——2024-12-01

图1：2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



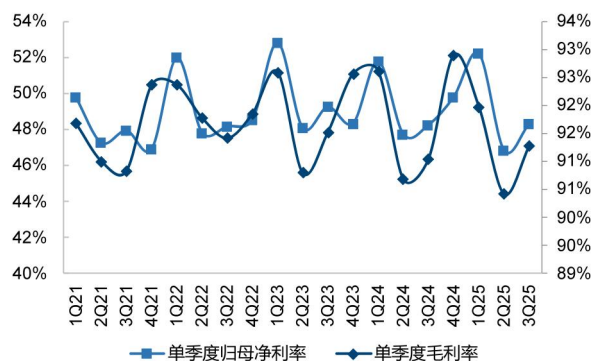
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



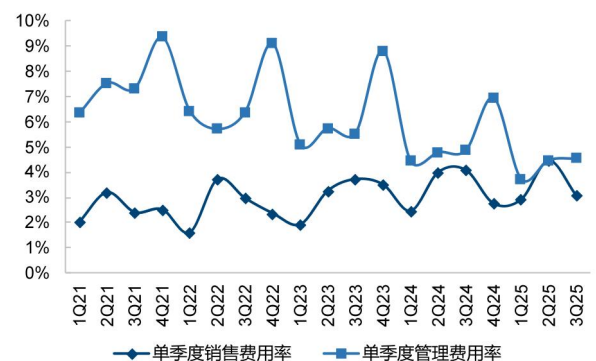
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）		调整幅度	
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	174,144	190,754	207,065	183,515	192,060	-3.8%	-7.2%
收入同比增速%	15.66%	9.00%	3.49%	5.38%	4.66%	-3.62pcts	1.17pcts
毛利率%	92.08%	92.10%	91.64%	92.46%	92.15%	0.35pcts	0.5pcts
销售费用率%	3.24%	4.50%	4.70%	4.50%	4.70%	0pcts	0pcts
归母净利润（百万元）	86,228	93,166	96,598	90,594	95,208	-2.8%	-1.4%
归母净利润同比增速%	15.38%	8.05%	3.68%	5.06%	5.09%	-2.98pcts	1.41pcts
归母净利率%	49.52%	49.08%	49.18%	49.37%	49.57%	0.28pcts	0.4pcts
EPS（元）	68.64	74.16	76.90	72.12	75.79	-2.8%	-1.4%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）		总市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE	
			2025/10/29	2025/10/29		2024A	2025E	2024A	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,431.9	17,931.3		862.3	905.9	20.8	19.8
000858.SZ	五粮液	优于大市	118.8	4,612.5		318.53	314.9	14.5	14.6
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	129.9	1,911.6		134.73	126.0	14.2	15.2
600809.SH	山西汾酒	优于大市	186.6	2,276.1		122.43	122.8	18.6	18.5
002304.SZ	洋河股份	中性	69.4	1,045.3		66.73	45.3	15.7	23.1
000799.SZ	酒鬼酒	中性	62.8	204.2		0.12	0.7	1634.1	280.0

600702.SH	舍得酒业	优于大市	59.4	197.6	3.46	6.3	57.2	31.5
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	150.5	726.3	55.17	54.3	13.2	13.4
603369.SH	今世缘	优于大市	38.0	474.3	34.12	30.8	13.9	15.4
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	39.1	312.6	25.89	22.3	12.1	14.0
603589.SH	口子窖	优于大市	32.3	193.0	16.55	12.0	11.7	16.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除贵州茅台以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，供给增加下批价大幅下跌，食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	174624	186483	210697	236497	263108	营业收入	150560	174144	183515	192060	202126
应收款项	102	2033	2143	2243	2360	营业成本	11867	13789	13844	15086	15852
存货净额	46435	54343	57181	60357	62923	营业税金及附加	22234	26926	28812	30153	31532
其他流动资产	3611	7407	7806	8170	8598	销售费用	4649	5639	8258	9027	9500
流动资产合计	225173	251727	279286	308725	338448	管理费用	9729	9316	9897	10437	11067
固定资产	22047	24021	24686	24123	23968	研发费用	157	218	230	241	253
无形资产及其他	8572	8850	8496	8142	7788	财务费用	(1790)	(1470)	(2697)	(4472)	(4996)
投资性房地产	16908	14347	14347	14347	14347	投资收益	34	9	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	3	61	3	0	0
资产总计	272700	298945	326815	355337	384552	其他收入	(199)	(325)	(230)	(241)	(253)
短期借款及交易性金融负债	57	112	0	0	0	营业利润	103709	119689	125174	131587	138918
应付款项	3093	3515	3685	3938	4077	营业外净收支	(46)	(50)	(50)	(90)	(90)
其他流动负债	45547	52889	57241	60853	63899	利润总额	103663	119639	125124	131497	138828
流动负债合计	48698	56516	60925	64792	67976	所得税费用	26141	30304	31281	32874	34707
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2787	3107	3249	3415	3605
其他长期负债	346	417	417	417	417	归属于母公司净利润	74734	86228	90594	95208	100516
长期负债合计	346	417	417	417	417	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	49043	56933	61343	65209	68394	净利润	74734	86228	90594	95208	100516
少数股东权益	7988	8905	9718	10571	11472	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	215669	233106	255755	279557	304686	折旧摊销	1848	1970	2693	2917	3071
负债和股东权益总计	272700	298945	326815	355337	384552	公允价值变动损失	(3)	(61)	(3)	0	0
						财务费用	(1790)	(1470)	(2697)	(4472)	(4996)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(18601)	(3240)	1175	227	73
每股收益	59.49	68.64	72.12	75.79	80.02	其它	596	550	812	854	901
每股红利	46.77	56.48	54.09	56.84	60.01	经营活动现金流	58574	85448	95271	99206	104561
每股净资产	171.68	185.56	203.59	222.54	242.55	资本开支	0	(3756)	(3000)	(2000)	(2563)
ROIC	76.0%	77.5%	75.5%	72.1%	74.3%	其它投资现金流	12342	(22692)	127187	0	0
ROE	34.7%	37.0%	35.4%	34.1%	33.0%	投资活动现金流	12342	(26449)	124187	(2000)	(2563)
毛利率	92.1%	92.1%	92.5%	92.1%	92.2%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBIT Margin	67.7%	67.9%	66.7%	66.2%	66.3%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	68.9%	69.0%	68.2%	67.7%	67.8%	支付股利、利息	(58755)	(70951)	(67946)	(71406)	(75387)
收入增长	18.0%	15.7%	5.4%	4.7%	5.2%	其它融资现金流	57387	73128	(112)	0	0
净利润增长率	19.2%	15.4%	5.1%	5.1%	5.6%	融资活动现金流	(60120)	(68774)	(68058)	(71406)	(75387)
资产负债率	20.9%	22.0%	21.7%	21.3%	20.8%	现金净变动	10796	(9774)	151401	25800	26611
股息率	3.3%	3.9%	3.8%	4.0%	4.2%	货币资金的期初余额	58274	69070	59296	210697	236497
P/E	24.1	20.9	19.9	18.9	17.9	货币资金的期末余额	69070	59296	210697	236497	263108
P/B	8.3	7.7	7.0	6.4	5.9	企业自由现金流	0	83276	92723	96480	101023
EV/EBITDA	17.8	15.4	14.9	14.3	13.6	权益自由现金流	0	156404	94634	99834	104770

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032