

贵州茅台（600519）

2025 年三季报点评：结构压力逐步释放，费效管控边际加强

买入（维持）

2025 年 10 月 30 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

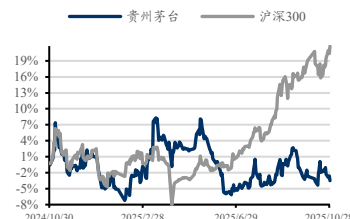
suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	150,560	174,144	183,073	190,422	199,885
同比（%）	18.04	15.66	5.13	4.01	4.97
归母净利润（百万元）	74,734	86,228	90,180	93,260	96,965
同比（%）	19.16	15.38	4.58	3.42	3.97
EPS-最新摊薄（元/股）	59.68	68.86	72.01	74.47	77.43
P/E（现价&最新摊薄）	23.99	20.80	19.88	19.23	18.49

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 三季报。25Q1~3 实现营收 1284.5 亿元，同比+6.4%；归母净利 646.3 亿元，同比+6.2%。25Q3 实现营收 390.6 亿元，同比+0.6%；归母净利 192.2 亿元，同比+0.5%。
- **Q3 收入降速纾压，系列酒降幅扩大。**25Q3 公司酒类收入同增 0.6%，5 月以来行业面临的场景及需求冲击压力在报表端有所释放。**1）分产品看：**①茅台酒 Q1~3/Q3 收入分别同比+9.3%/+7.3%，Q3 增速放缓，主要与线下直销渠道发货节奏同比变化有关，例如国资平台等渠道出货加强管控等。②系列酒 Q1~3/Q3 收入分别同比-7.8%/-34.0%，Q3 降幅扩大，预计除 1935 保持稳健增长外，其余产品伴随渠道价差收窄甚至倒挂，渠道回款压力显现（特别是万家共享终端商）。**2）分渠道看：**批发、直销渠道 Q3 收入同比+14.4%、-14.9%，直销占比 40%，环比继续回落。①Q3 经销渠道边际加速，1 是与单季确认基数波动有关，2 是年内经销渠道茅台配额执行顺利，打款进度同比有一定加快。②Q3 直销渠道同比下滑，其中 i 茅台及其他直销渠道分别同比-57.2%、-0.9%，茅台顺价收窄，直销客户拿货意愿边际趋弱。
- **预收、应收均环比抬升，费用优化帮助稳定业绩。****1）收现端，**25Q3 单季销售收现同比+2.6%，略好于营收表现，与线下茅台大商打款加快有关，Q3 季末预收余额环比+22.4 亿元、同比-21.8 亿元。25Q3 应收票据余额环比+23.9 亿元至 52.1 亿元，自 24H2 系列酒票据放开以来，余额持续攀升。**2）利润端，**25Q3 公司净利率达 50.0%，同比基本持平，1 是综合毛利率同比略增 0.2pct，与茅台酒占比提升有关；2 是费用加强管控，Q3 销售、管理费用同比-24.7%、-6.6%，其中管理费用年内延续同比收缩态势，销售费用季度同比则由增转降。
- **努力求变，推进供给侧转型调整，强化产品适配与渠道触达。**当前普飞以价换量实现动销承托的稳定性仍然延续，公司增长压力主要来自非标收入占比较高、系列酒动销根基不稳、直销渠道触达效率有限等方面，供给侧转型调整仍需一定时间，期待后续公司通过优化产品及渠道配称实现增量挖掘的效果逐步体现。2025 年茅台已确立完善自营体系+社会经销体系共 10 类渠道的多元化生态，其中自营体系将加强统筹平衡协调作用，社会经销体系则旨在发挥触达广、触达精准、转化有效的优势，逐步发挥扩张潜力。
- **盈利预测与投资评级：**参考 2025 年前三季度经营情况，我们下调 2025~2027 年归母净利润预测为 902、933、970 亿元（前值 932、965、1030 亿元），同比+5%、+3%、+4%，当前市值对应 PE 为 20、19、18x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观承压消费持续走弱，需求企稳不及预期；市场对增速规划的非理性反应等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,431.90
一年最低/最高价	1,400.00/1,667.11
市净率(倍)	6.98
流通 A 股市值(百万元)	1,793,125.72
总市值(百万元)	1,793,125.72

基础数据

每股净资产(元,LF)	205.28
资产负债率(%，LF)	12.81
总股本(百万股)	1,252.27
流通 A 股(百万股)	1,252.27

相关研究

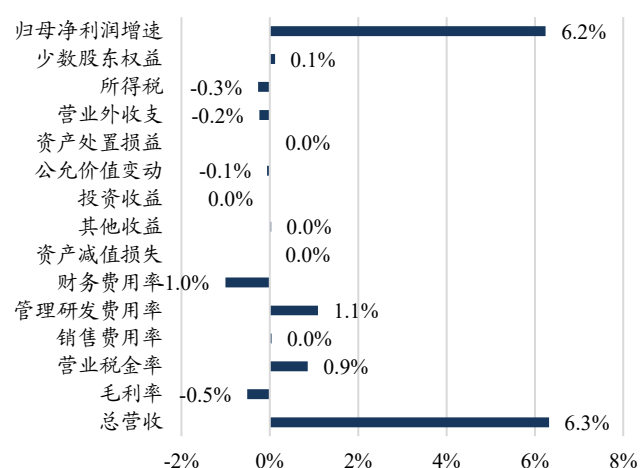
《贵州茅台(600519)：2025 年中报点评：茅台节奏稳健，系列酒边际承压》

2025-08-13

《贵州茅台(600519)：理性务实，保持定力》

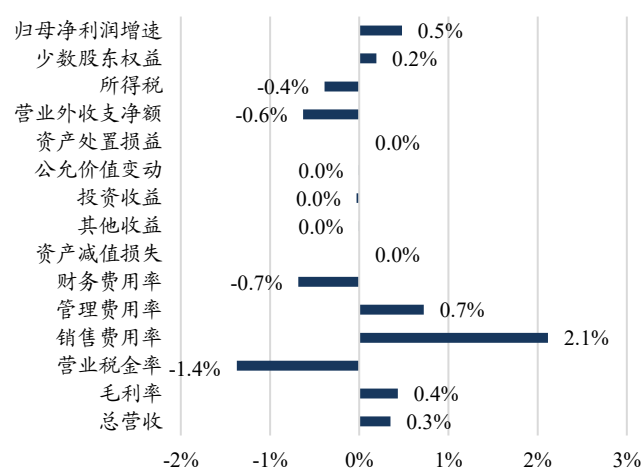
2025-05-22

图1: 25Q1~3 贵州茅台归母净利同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 25Q3 贵州茅台归母净利同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	251,727	265,677	286,718	312,600	营业总收入	174,144	183,073	190,422	199,885
货币资金及交易性金融资产	59,544	67,547	60,465	72,420	营业成本(含金融类)	13,895	14,903	15,944	17,187
经营性应收款项	2,030	982	698	789	税金及附加	26,926	28,037	28,883	30,580
存货	54,343	49,042	62,694	60,196	销售费用	5,639	7,624	8,700	9,373
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,316	9,131	9,426	9,779
其他流动资产	135,809	148,105	162,861	179,196	研发费用	218	205	107	196
非流动资产	47,218	50,271	53,086	55,645	财务费用	(1,470)	(1,651)	(1,875)	(1,616)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	21	33	33	31
固定资产及使用权资产	22,282	24,973	26,544	27,879	投资净收益	9	47	33	32
在建工程	2,150	1,825	1,074	674	公允价值变动	61	0	0	0
无形资产	8,850	9,731	10,613	11,294	减值损失	(23)	(23)	(23)	(23)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	9	0	0
长期待摊费用	152	152	152	152	营业利润	119,689	124,889	129,280	134,427
其他非流动资产	13,784	13,591	14,702	15,647	营业外净收支	(50)	(58)	(51)	(53)
资产总计	298,945	315,948	339,804	368,245	利润总额	119,639	124,832	129,228	134,374
流动负债	56,516	55,855	57,812	58,486	减:所得税	30,304	31,333	32,586	33,882
短期借款及一年内到期的非流动负债	112	93	87	97	净利润	89,335	93,499	96,643	100,492
经营性应付款项	3,515	3,034	3,098	2,569	减:少数股东损益	3,107	3,319	3,382	3,526
合同负债	9,592	8,841	8,672	8,841	归属母公司净利润	86,228	90,180	93,260	96,965
其他流动负债	43,297	43,886	45,955	46,978	每股收益-最新股本摊薄(元)	68.86	72.01	74.47	77.43
非流动负债	417	417	417	417	EBIT	118,148	123,230	127,418	132,825
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	120,233	125,730	130,083	135,686
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.93	91.78	91.54	91.31
租赁负债	314	314	314	314	归母净利率(%)	50.46	50.33	50.05	49.57
其他非流动负债	103	103	103	103	收入增长率(%)	15.66	5.13	4.01	4.97
负债合计	56,933	56,272	58,230	58,904	归母净利润增长率(%)	15.38	4.58	3.42	3.97
归属母公司股东权益	233,106	247,452	265,967	290,208					
少数股东权益	8,905	12,225	15,607	19,133					
所有者权益合计	242,011	259,676	281,574	309,342					
负债和股东权益	298,945	315,948	339,804	368,245					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	92,464	89,144	72,844	90,029	每股净资产(元)	185.56	197.60	212.39	231.75
投资活动现金流	(1,785)	(5,278)	(5,167)	(5,350)	最新发行在外股份(百万股)	1,252	1,252	1,252	1,252
筹资活动现金流	(71,068)	(75,862)	(74,760)	(72,723)	ROIC(%)	37.83	36.73	35.16	33.57
现金净增加额	19,610	8,003	(7,083)	11,955	ROE-摊薄(%)	36.99	36.44	35.06	33.41
折旧和摊销	2,085	2,500	2,666	2,861	资产负债率(%)	19.04	17.81	17.14	16.00
资本开支	(4,678)	(5,796)	(4,420)	(4,529)	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.80	19.88	19.23	18.49
营运资本变动	1,919	(7,824)	(26,184)	(13,287)	P/B (现价)	7.72	7.25	6.74	6.18

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>