

三季度茅台酒稳健增长，系列酒承压

——贵州茅台（600519）点评报告

增持(维持)

2025 年 10 月 30 日

报告关键要素:

公司披露 2025 年三季度报告，公司 2025 年前三季度累计实现营业收入 1309.04 亿元（YoY+6.32%），营业收入 1284.54 亿元（YoY+6.36%），归母净利润 646.27 亿元（YoY+6.25%）。其中，公司 2025 年第三季度实现营业总收入 398.10 亿元（YoY+0.35%），营业收入 390.64 亿元（YoY+0.56%），归母净利润 192.24 亿元（YoY+0.48%），第三季度业绩表现低于预期。

投资要点:

分产品：茅台酒增速相对稳健，系列酒增速由正转负。2025 年前三季度公司茅台酒收入为 1105.14 亿元，YoY+9.28%，系列酒收入为 178.84 亿元，YoY-7.78%，茅台酒收入增长稳健，系列酒则承压，出现负增长。受白酒行业调整周期、渠道去库存以及“禁酒令”影响，茅台酒终端酒价承压，但营收增速展示了其韧性。

分渠道：直销和批发渠道平衡发展，经销商数量加快扩张。2025 年前三季度公司直销/批发代理实现收入 555.55/728.42 亿元，同比增长 6.68%/6.29%，分别占比 43.27%/56.73%；报告期末，贵州茅台国内经销商总数为 2325 家，较年初增加 205 家，减少 23 家，净增加 182 家；国外增加 17 家至 121 家；去年同期，贵州茅台国内经销商净增加 42 家，国外经销商增加数为 0。对比去年，今年前三季度经销商数量扩张速度加快。

盈利能力：毛利率、归母净利率均小幅上升，销售、管理费用率有所下降。2025 年第三季度公司销售毛利率/归母净利率分别为 91.28%/48.29%，同比+0.23pcts/+0.06pcts，毛利率上升可能与毛利率更高的茅台酒收入占比提升有关。同时，公司可能加强了费用管控，期间费用率有所下降，其中销售/管理费用率分别为 3.06%/4.54%，同比-1.02pcts/-0.33pcts。

盈利预测与投资建议：我们认为，当前行业处于筑底阶段，白酒需求

基础数据

总股本(百万股)	1,252.27
流通A股(百万股)	1,252.27
收盘价(元)	1,431.90
总市值(亿元)	17,931.26
流通A股市值(亿元)	17,931.26

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

茅台酒韧性强而系列酒承压，直销渠道增速亮眼

业绩稳增长，茅台酒和批发渠道增速亮眼

Q3 业绩保持稳增长，茅台酒增长亮眼

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	174144.07	186047.69	203316.86	222135.51
增长比率(%)	15.66	6.84	9.28	9.26
归母净利润(百万元)	86228.15	92519.98	100945.51	110138.77
增长比率(%)	15.38	7.30	9.11	9.11
每股收益(元)	68.86	73.88	80.61	87.95
市盈率(倍)	20.80	19.38	17.76	16.28
市净率(倍)	7.69	7.00	6.37	5.80

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

整体疲软，且渠道处于去库存阶段，因此白酒公司业绩普遍较为低迷。随着渠道库存的逐步出清，以及宏观经济的复苏，白酒需求将逐步回暖。公司作为高端白酒龙头，具备强大的品牌力和极深的护城河，业绩有望回升。我们根据最新数据调低盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 925.20/1009.46/1101.39 亿元（调整前为 941.79/1027.69/1121.35 亿元），同比增长 7.30%/9.11%/9.11%，对应 EPS 为 73.88/80.61/87.95 元/股，10 月 29 日收盘价对应 PE 为 19/18/16 倍，维持“增持”评级。

风险因素：消费复苏不及预期风险，政策风险，宏观经济波动风险。

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	174144	186048	203317	222136
同比增速 (%)	15.66	6.84	9.28	9.26
营业成本	13895	14278	15574	17050
毛利	157110	168473	184281	201451
营业收入 (%)	91.93	92.24	92.26	92.25
税金及附加	26926	27831	30360	33303
营业收入 (%)	15.76	15.24	15.20	15.25
销售费用	5639	5543	6313	6912
营业收入 (%)	3.30	3.03	3.16	3.17
管理费用	9316	9863	10886	11866
营业收入 (%)	5.45	5.40	5.45	5.43
研发费用	218	209	232	261
营业收入 (%)	0.13	0.11	0.12	0.12
财务费用	-1470	0	0	0
营业收入 (%)	-0.86	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-23	0	0	0
其他收益	21	34	36	36
投资收益	9	49	37	37
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	61	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	119689	128407	140024	152817
营业收入 (%)	70.03	70.31	70.10	69.98
营业外收支	-50	0	0	0
利润总额	119639	128407	140024	152817
营业收入 (%)	70.01	70.31	70.10	69.98
所得税费用	30304	32531	35417	38692
净利润	89335	95876	104607	114125
营业收入 (%)	52.27	52.49	52.37	52.26
归属于母公司的净利润	86228	92520	100946	110139
同比增速 (%)	15.38	7.30	9.11	9.11
少数股东损益	3107	3356	3661	3986
EPS（元/股）	68.86	73.88	80.61	87.95

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	68.86	73.88	80.61	87.95
BVPS	186.15	204.63	224.78	246.77
PE	20.80	19.38	17.76	16.28
PEG	1.35	2.66	1.95	1.79
PB	7.69	7.00	6.37	5.80
EV/EBITDA	15.43	13.03	11.80	10.64
ROE	36.99%	36.11%	35.86%	35.64%
ROIC	36.39%	35.66%	35.13%	34.66%

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	59296	87627	110416	136338
交易性金融资产	249	249	249	249
应收票据及应收账款	2003	806	1108	1578
存货	54343	55256	60564	66352
预付款项	27	443	186	255
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	135809	139292	139292	139296
流动资产合计	251727	283672	311814	344068
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	21871	23848	25253	26729
在建工程	2150	2828	2407	2271
无形资产	8850	9731	10613	11294
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	5520	5812	5812	5812
其他非流动资产	8827	9210	9219	9261
资产总计	298945	335101	365118	399435
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3515	3562	3952	4299
预收账款	0	0	0	0
合同负债	9592	16830	16240	16712
应付职工薪酬	5824	6382	6843	7423
应交税费	7718	8997	9419	10306
其他流动负债	29867	30443	30879	31389
流动负债合计	56516	66214	67333	70130
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	103	65	65	65
其他非流动负债	314	314	314	314
负债合计	56933	66592	67712	70508
归属于母公司的所有者权益	233106	256248	281484	309019
少数股东权益	8905	12261	15922	19908
股东权益	242011	268509	297406	328927
负债及股东权益	298945	335101	365118	399435

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	92464	107593	103005	113459
投资	2805	-3	-4	-4
资本性支出	-4678	-6100	-4540	-4966
其他	88	-3726	37	37
投资活动现金流净额	-1785	-9829	-4507	-4933
债权融资	0	-55	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-70951	-69390	-75709	-82604
其他	-116	9	0	0
筹资活动现金流净额	-71068	-69436	-75709	-82604
现金净流量	19610	28331	22789	25922

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场