

## 降速纾压 理性增长

2025 年 10 月 31 日

➤ **事件：**公司于 10 月 30 日发布 2025 年三季报，25 年 Q1-3 累计实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 1309.04/646.27/646.81 亿元，同比+6.32%/+6.25%/+6.42%，单 25Q3 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 398.10/192.24/192.90 亿元，同比+0.35%/+0.48%/+0.95%，公司如期纾压。

➤ **非标及文创新品贡献茅台酒增量，系列酒加速下滑，“i 茅台”腰斩拖累直销渠道。****分产品看：**25Q3 酒类主营收入 390.45 亿元，同比+0.62%，其中茅台酒/系列酒分别实现收入 349.24/ 41.22 亿元，同比+7.26%/-34.00%。需求受制叠加线上平台补贴冲击，年内飞天批价下行背景下，茅台酒的增长主要来自非标产品（公斤茅、精品等）及文创新品（70 周年五星纪念、黄小西吃晚饭等）的投放增加。系列酒加速下滑一方面系酱酒整体价盘承压，大单品 1935 批价持续倒挂，一方面需求疲软流速走慢压制经销商打款积极性。**分渠道看：**25Q3 批发代理渠道（社会经销商&商超电商）实现营收 235.00 亿元，同比+14.39%，直销渠道（自营&“i 茅台”）营收 155.46 亿元，同比-14.87%，其中“i 茅台”实现酒类不含税收入 19.31 亿元，同比-57.24%。剔除“i 茅台”后直销渠道收入 136.14 亿元，同比-0.95%，保持相对稳定。考虑去年 Q3 起社会经销商的非标产品逐步划转配额外经由自营店提货，同口径下直销渠道 Q3 或仍有下降。**分区域看：**25Q3 国内/国外营收 380.45/10 亿元，同比+1.38%/-21.81%。**经销商数量上：**25Q3 末经销商合计 2446 家，国内/国外分别 2325/121 家，三季度期内分别净增加 45/6 家，国内增加均为系列酒经销商。

➤ **收缩期费用使用克制，盈利中枢保持稳定，为缓解渠道压力放宽票据使用范围。**25Q1-3/单 25Q3 毛利率 91.46%/91.44%，同比-0.24pcts/+0.21pcts，Q3 系列酒下滑导致产品结构整体上移。**费用率方面：**25Q3 销售/管理费用率分别 3.06%/4.54%，同比-1.02/-0.33pcts，税金及附加率 16.84%，同比+0.66pcts。25Q1-3/单 25Q3 归母净利率分别 49.37%/48.29%，同比 -0.03pcts/+0.06pcts。**回款质量上：**截至 25Q3 期末合同负债 77.49 亿元，同比-21.97%，单 Q3 期内环比增加 22.42 亿元，或系公司考虑市场需求主动调控供给总量。25Q3 末应收票据 52.10 亿元，同比+353.38%显著增加，单 25Q3 期内环比增加 23.94 亿元，或系公司为缓解渠道资金压力，增加银行票据打款的适用产品范围及额度所致。

➤ **投资建议：**当前宏观环境和政策因素影响尚在，白酒消费场景和需求修复仍需时间，综合考虑断层领先的品牌力和渠道抗风险能力，三季报的降速出清或将带来一轮估值修复。预计公司 25-27 年归母净利润 906/952/1004 亿元，同比 5.1%/5.1%/ 5.4%，当前股价对应 PE 分别为 20/19/18 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**税收等产业政策调整的不确定性风险；供需不均衡导致的批发价格波动风险；食品安全风险等。

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）       | 174,144 | 183,362 | 192,504 | 202,249 |
| 增长率（%）          | 15.7    | 5.3     | 5.0     | 5.1     |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 86,228  | 90,592  | 95,197  | 100,356 |
| 增长率（%）          | 15.4    | 5.1     | 5.1     | 5.4     |
| 每股收益（元）         | 68.86   | 72.34   | 76.02   | 80.14   |
| PE              | 21      | 20      | 19      | 18      |
| PB              | 7.7     | 7.1     | 6.4     | 5.8     |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 30 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

1,426.74 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@glms.com.cn

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

邮箱：sunran@glms.com.cn

## 相关研究

- 1.贵州茅台 (600519.SZ) 2025 年半年报点评：增速降档适配需求 茅台酒韧性凸显-2025/08/14
- 2.贵州茅台 (600519.SZ) 2024 年年报点评：平稳收官彰显韧性 25 年目标营收增速 9%-2025/04/05
- 3.贵州茅台 (600519.SH) 动态更新报告：渠道协同 稳中求进-2024/12/28
- 4.贵州茅台 (600519.SZ) 2024 年三季报点评：Q3 营收显韧性 年度目标兑现可期-2024/10/26
- 5.贵州茅台 (600519.SZ) 2024 年中报点评：业绩稳健显韧性 分红规划塑信心-2024/08/09

### 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入     | 174,144 | 183,362 | 192,504 | 202,249 |
| 营业成本      | 13,895  | 15,508  | 16,102  | 17,235  |
| 营业税金及附加   | 26,926  | 27,748  | 28,795  | 29,447  |
| 销售费用      | 5,639   | 6,365   | 6,550   | 6,904   |
| 管理费用      | 9,316   | 9,376   | 10,412  | 10,824  |
| 研发费用      | 218     | 192     | 202     | 219     |
| EBIT      | 118,148 | 124,215 | 130,487 | 137,666 |
| 财务费用      | -1,470  | -1,494  | -1,579  | -1,341  |
| 资产减值损失    | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 投资收益      | 9       | 42      | 44      | 46      |
| 营业利润      | 119,689 | 125,750 | 132,109 | 139,052 |
| 营业外收支     | -50     | -91     | -62     | -68     |
| 利润总额      | 119,639 | 125,659 | 132,047 | 138,984 |
| 所得税       | 30,304  | 31,688  | 33,299  | 34,885  |
| 净利润       | 89,335  | 93,971  | 98,748  | 104,099 |
| 归属于母公司净利润 | 86,228  | 90,592  | 95,197  | 100,356 |
| EBITDA    | 120,233 | 126,345 | 132,696 | 139,920 |

| 资产负债表 (百万元) | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金        | 59,296  | 83,095  | 113,239 | 136,713 |
| 应收账款及票据     | 2,003   | 796     | 836     | 878     |
| 预付款项        | 27      | 481     | 500     | 535     |
| 存货          | 54,343  | 60,063  | 62,398  | 66,766  |
| 其他流动资产      | 136,057 | 139,551 | 139,555 | 139,503 |
| 流动资产合计      | 251,727 | 283,986 | 316,528 | 344,395 |
| 长期股权投资      | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 固定资产        | 21,871  | 23,188  | 24,166  | 24,484  |
| 无形资产        | 8,850   | 8,850   | 8,850   | 8,850   |
| 非流动资产合计     | 47,218  | 48,408  | 48,906  | 48,904  |
| 资产合计        | 298,945 | 332,394 | 365,434 | 393,298 |
| 短期借款        | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 应付账款及票据     | 3,515   | 3,871   | 4,022   | 4,303   |
| 其他流动负债      | 53,001  | 62,829  | 64,914  | 59,796  |
| 流动负债合计      | 56,516  | 66,700  | 68,936  | 64,099  |
| 长期借款        | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 其他长期负债      | 417     | 379     | 379     | 379     |
| 非流动负债合计     | 417     | 379     | 379     | 379     |
| 负债合计        | 56,933  | 67,079  | 69,315  | 64,478  |
| 股本          | 1,256   | 1,252   | 1,252   | 1,252   |
| 少数股东权益      | 8,905   | 12,284  | 15,835  | 19,578  |
| 股东权益合计      | 242,011 | 265,315 | 296,119 | 328,821 |
| 负债和股东权益合计   | 298,945 | 332,394 | 365,434 | 393,298 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标     | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 (%)   |         |         |         |         |
| 营业收入增长率    | 15.66   | 5.29    | 4.99    | 5.06    |
| EBIT 增长率   | 15.96   | 5.14    | 5.05    | 5.50    |
| 净利润增长率     | 15.38   | 5.06    | 5.08    | 5.42    |
| 盈利能力 (%)   |         |         |         |         |
| 毛利率        | 91.93   | 91.46   | 91.55   | 91.40   |
| 净利率        | 50.46   | 50.25   | 50.29   | 50.44   |
| 总资产收益率 ROA | 28.84   | 27.25   | 26.05   | 25.52   |
| 净资产收益率 ROE | 36.99   | 35.80   | 33.96   | 32.45   |
| 偿债能力       |         |         |         |         |
| 流动比率       | 4.45    | 4.26    | 4.59    | 5.37    |
| 速动比率       | 1.09    | 1.26    | 1.66    | 2.15    |
| 现金比率       | 1.05    | 1.25    | 1.64    | 2.13    |
| 资产负债率 (%)  | 19.04   | 20.18   | 18.97   | 16.39   |
| 经营效率       |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数   | 0.08    | 0.06    | 0.08    | 0.08    |
| 存货周转天数     | 1315.50 | 1337.19 | 1377.76 | 1358.10 |
| 总资产周转率     | 0.60    | 0.57    | 0.54    | 0.52    |
| 每股指标 (元)   |         |         |         |         |
| 每股收益       | 68.86   | 72.34   | 76.02   | 80.14   |
| 每股净资产      | 186.15  | 202.06  | 223.82  | 246.95  |
| 每股经营现金流    | 73.84   | 80.68   | 80.52   | 77.59   |
| 每股股利       | 51.56   | 54.26   | 57.01   | 60.10   |
| 估值分析       |         |         |         |         |
| PE         | 21      | 20      | 19      | 18      |
| PB         | 7.7     | 7.1     | 6.4     | 5.8     |
| EV/EBITDA  | 14.43   | 13.73   | 13.08   | 12.40   |
| 股息收益率 (%)  | 3.61    | 3.80    | 4.00    | 4.21    |

| 现金流量表 (百万元) | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润         | 89,335  | 93,971  | 98,748  | 104,099 |
| 折旧和摊销       | 2,085   | 2,130   | 2,208   | 2,254   |
| 营运资金变动      | 1,919   | 5,199   | -161    | -9,230  |
| 经营活动现金流     | 92,464  | 101,038 | 100,832 | 97,164  |
| 资本开支        | -4,678  | -2,726  | -2,675  | -2,226  |
| 投资          | 2,805   | 0       | 0       | 0       |
| 投资活动现金流     | -1,785  | -6,460  | -2,631  | -2,180  |
| 股权募资        | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 债务募资        | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 筹资活动现金流     | -71,068 | -70,779 | -68,056 | -71,510 |
| 现金净流量       | 19,610  | 23,799  | 30,145  | 23,473  |

## 分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048