

贵州茅台 (600519.SH) 三季度收入放缓，蓄力健康长远

2025 年 11 月 03 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光 (分析师)

逢晓娟（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790521060002

证书编号: S0790524010001

日期 2025/10/31

当前股价(元)	1,430.01
---------	----------

一年最高最低(元)	1,667.11/1,400.00
-----------	-------------------

总市值(亿元)	17,907.59
---------	-----------

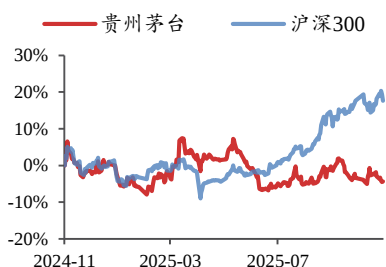
流通市值(亿元)	17,907.59
----------	-----------

总股本(亿股)	12.52
---------	-------

流通股本(亿股)	12.52
----------	-------

近3个月换手率(%)	19.0
------------	------

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《收入业绩略超预期，彰显龙头韧性——公司信息更新报告》-2025.5.5

《2024 年营收利润高增，2025 年定调
合理积极—公司信息更新报告》
-2025.4.7

● 三季度收入增速放缓，系列酒下滑较大，维持“买入”评级

2025 年前三季度公司营业收入 1284.5 亿元，同比+6.4%；归母净利润 646.3 亿元，同比+6.25%。2025Q3 营业收入 390.6 亿元，同比+0.56%；归母净利润 192.24 亿元，同比+0.48%。考虑公司业绩增速放缓，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年净利润分别为 914.5（-29.8）、973.6（-35.2）、1029.2（-25.3）亿元，同比分别+6.1%、+6.5%、+5.7%，EPS 分别为 73.02（-2.15）、77.75（-2.86）、82.18（-1.76）元，当前股价对应 PE 分别为 19.6、18.4、17.4 倍，三季度开始白酒行业报表真正开始出清，建议关注龙头的底部配置机会，维持“买入”评级。

●茅台酒相对稳健，系列酒三季度大幅下滑拖累整体表现

2025Q3 茅台酒/系列酒收入分别为 349.24/41.22 亿元同比+7.26%/-34.01%，茅台酒相对稳健，预计飞天控量严格，非标增长更快。系列酒上半年压货明显导致价格降幅过大，多个产品倒挂，因此 O3 公司必须放缓发货节奏。

● 直销渠道降幅明显，说明终端需求有所下降

2025Q3 直销收入 155.5 亿元，同比下滑 14.9%，其中“i 茅台”实现收入 10.5 亿元，同比-57.2%。主要原因是系列酒倒挂，造成线上收入占比下降。渠道收入 235.0 亿元，同比+14.4%，需求疲软环境下，经销商承担了更多增长压力。

● 回款健康，毛利率略有改善，期间费用率下降，盈利能力保持稳定

2025Q3 预收款较二季度末环比增加 22.4 亿元, Q3 营收+预收款变动合计+420.52 亿元, 同比+6.17%。Q3 系列酒占比下降, 毛利率+91.44%同比+0.21pcts, 销售费用率/管理费用率同比-1.02pcts, 同比-0.33pcts。归母净利率+0.06pcts 至 48.29%。虽然收入放缓, 公司净利率没有大幅波动。

● **风险提示：**宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	150,560	174,144	184,128	193,535	202,942
YOY(%)	18.0	15.7	5.7	5.1	4.9
归母净利润(百万元)	74,734	86,228	91,447	97,362	102,916
YOY(%)	19.2	15.4	6.1	6.5	5.7
毛利率(%)	92.1	92.1	92.0	91.9	91.9
净利率(%)	51.5	51.3	51.9	52.3	52.7
ROE(%)	34.7	36.9	31.5	26.8	23.6
EPS(摊薄/元)	59.68	68.86	73.02	77.75	82.18
P/E(倍)	24.0	20.8	19.6	18.4	17.4
P/B(倍)	8.3	7.7	6.2	5.0	4.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	225173	251727	317040	399257	475544	营业收入	150560	174144	184128	193535	202942
现金	69070	59296	127450	199652	280513	营业成本	11867	13789	14729	15694	16423
应收票据及应收账款	74	2003	193	2116	306	营业税金及附加	22234	26926	27619	28643	30035
其他应收款	28	30	31	33	34	营业费用	4649	5639	6629	6967	7306
预付账款	35	27	38	30	41	管理费用	9729	9316	9206	8709	8118
存货	46435	54343	53300	61399	58624	研发费用	157	218	147	155	162
其他流动资产	109531	136027	136027	136027	136027	财务费用	-1790	-1470	-1555	-1634	-1713
非流动资产	47527	47218	48745	50076	51597	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	35	21	28	25	26
固定资产	19909	21871	22422	22765	23071	公允价值变动收益	3	61	15	20	25
无形资产	8790	8949	9571	10322	10973	投资净收益	34	9	0	0	0
其他非流动资产	18828	16398	16752	16988	17552	资产处置收益	-0	0	0	0	0
资产总计	272700	298945	365785	449333	527141	营业利润	103709	119689	127364	135034	142653
流动负债	48698	56516	62616	71286	73527	营业外收入	87	71	74	76	77
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	133	121	100	100	100
应付票据及应付账款	3093	3515	3543	3978	3892	利润总额	103663	119639	127338	135009	142630
其他流动负债	45605	53001	59073	67309	69635	所得税	26141	30304	31835	33752	35658
非流动负债	346	417	417	417	417	净利润	77521	89335	95504	101257	106973
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	2787	3107	4057	3895	4056
其他非流动负债	346	417	417	417	417	归属母公司净利润	74734	86228	91447	97362	102916
负债合计	49043	56933	63033	71703	73944	EBITDA	105528	121629	129146	136983	144770
少数股东权益	7988	8905	12962	16857	20914	EPS(元)	59.68	68.86	73.02	77.75	82.18
股本	1256	1256	1256	1256	1256						
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375						
留存收益	211982	229423	278127	330498	386793						
归属母公司股东权益	215669	233106	289790	360772	432283						
负债和股东权益	272700	298945	365785	449333	527141						

现金流量表(百万元)						主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	66593	92464	104794	100232	114188	成长能力					
净利润	77521	89335	95504	101257	106973	营业收入(%)	18.0	15.7	5.7	5.1	4.9
折旧摊销	1865	1991	1808	1974	2139	营业利润(%)	18.0	15.4	6.4	6.0	5.6
财务费用	-1790	-1470	-1555	-1634	-1713	归属于母公司净利润(%)	19.2	15.4	6.1	6.5	5.7
投资损失	-34	-9	0	0	0	获利能力					
营运资金变动	-11667	1919	9085	-1333	6823	毛利率(%)	92.1	92.1	92.0	91.9	91.9
其他经营现金流	698	699	-48	-31	-34	净利率(%)	51.5	51.3	51.9	52.3	52.7
投资活动现金流	-9724	-1785	-3320	-3284	-3636	ROE(%)	34.7	36.9	31.5	26.8	23.6
资本支出	2620	4679	3335	3304	3661	ROIC(%)	53.8	52.2	59.9	64.0	71.8
长期投资	-7268	2805	0	0	0	偿债能力					
其他投资现金流	163	89	15	20	25	资产负债率(%)	18.0	19.0	17.2	16.0	14.0
筹资活动现金流	-58889	-71068	-33320	-24746	-29692	净负债比率(%)	-30.9	-24.5	-42.1	-52.9	-61.9
短期借款	0	0	0	0	0	流动比率	4.6	4.5	5.1	5.6	6.5
长期借款	0	0	0	0	0	速动比率	1.4	1.1	2.0	2.8	3.8
普通股增加	0	0	0	0	0	营运能力					
资本公积增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
其他筹资现金流	-58889	-71068	-33320	-24746	-29692	应收账款周转率	3703.3	4389.4	4389.4	4389.4	4389.4
现金净增加额	-2019	19610	68154	72202	80860	应付账款周转率	4.3	4.2	4.2	4.2	4.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在关联关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn