

2025 年 11 月 02 日

务实降速树行业标杆，在变与不变中穿越周期

贵州茅台(600519)

评级:	买入	股票代码:	600519
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	1667.11/1400.0
目标价格:		总市值(亿)	17,907.59
最新收盘价:	1430.01	自由流通市值(亿)	17,907.59
		自由流通股数(百万)	1,252.27

事件概述

10 月 29 日，公司发布三季报。2025Q1-3，公司实现营业收入 1284.54 亿元，同比+6.36%，实现归母净利润 646.27 亿元，同比+6.25%。2025Q3，公司实现营业收入 390.64 亿元，同比+0.56%，实现归母净利润 192.24 亿元，同比+0.48%。

分析判断:

► 渠道占款减少，系列酒经销商票据打款增多。

25Q3 营收、业绩双双务实降速，期末合同负债余额 77.49 亿元，同比-21.97%，环比 Q2 末增加 22.42 亿元，我们推测系中秋国庆旺季前渠道备货较多所致，今年逐个季度对比去年同期，公司合同负债均为下降状态，整体上提前占款的情况有所减少、发货更为及时。

25Q3 末，公司应收票据余额为 52.10 亿元，应收票据余额仍在持续提升，且 Q3 增加幅度较大，环比上半年末增加 23.94 亿元，由于应收票据增加主要系酱香酒公司银行承兑汇票办理销售业务增加所致，我们认为除了旺季节前经销商一次性打款较多的因素外，公司进一步提高了经销商使用票据打款的比例，推测酱香系列酒经销商的资金压力或有进一步增加。

► 茅台酒相对稳健，i 茅台渠道下滑较多，盈利能力仍保持稳定。

分产品看，25Q3 公司茅台酒/系列酒分别实现收入 349.24/41.22 亿元，同比分别+7.26%/-34.00%，茅台酒仍相对稳健，系列酒则经营压力较大，我们认为一方面系茅台酒的品牌力更强，动销韧性更强，三季度动销逐月提升，另一方面也得益于公司不断推出文创新品来贡献营收，如 8 月推出的 25568 瓶定价 7000 元的五星商标纪念酒、500ml (1x4) 整箱新包装规格茅台酒，首个以省旅游文化为创作主题的“黄小西吃晚饭”系列新品，上市反响强烈，系列酒的下滑，我们推测除经营压力外，与公司暂停旧版 1935 合同投放、推出 1935 新品的换代动作也有关。

分渠道看，25Q3 公司批发代理/直销渠道分别实现收入 235.00/155.46 亿元，同比分别+14.39%/-14.87%，直销渠道中，i 茅台本季度实现收入 19.31 亿元，同比-57.24%，除 i 茅台以外的直销渠道实现收入 136.14 亿元，同比-0.95%，由此可见，Q3 公司针对传统渠道的发货量并未减少，增速环比上半年有所提高，对 i 茅台的发货大幅减少，结合分产品表现，我们推测 i 茅台直销平台上，系列酒下滑更多，而导致 i 茅台下滑的原因，我们认为或与非标产品价格倒挂，导致消费者抢购热情降温有关，除 i 茅台以外的直销渠道经营较稳定。经销体系方面，截至 Q3 末，公司国内/国外分别有 2325/121 家经销商，Q3 国内/国外分别新增经销商 45/6 家，其中国内新增经销商均为系列酒经销商，经销体系保持稳定。

25Q3，公司毛利率为 91.44%，同比+0.21pct，期间费用率同比-1.08pcts，其中销售费用率同比-1.05pcts，是整体费用率下行的主要因素，Q3 净利率为 48.29%，同比+0.06pct。尽管公司经营出现小幅波动，盈利能力仍保持了强大的稳定性，可见公司作为一家千亿级收入的酒企，经营业绩的稳定性、穿越周期的能力很强。

► 务实降速树立行业标杆，在变与不变中稳健前行。

尽管系列酒、部分渠道出现经营压力，但从经营结果看，相较上半年业绩增速，Q3 公司营收、业绩增速双双降至微增，结合全年目标来看，公司年初制定的 25 年营收增长目标为 9%左右，上半年较好完成任务，截至三季度末，累计前三季度收入增速距离 9%的目标已有一定差距，我们认为这标志着公司开始适应行业周期主动调整，收缩供给、务实降速，这不仅是对自身健康、长远发展负责，也为行业供给侧减负树立了标杆，体现了公司作为行业龙头的担当。

我们认为，尽管外部环境不可控，公司仍坚持转型的定力，积极将客群转型、场景转型和服务转型“三个转型”战略，在市场实践中具象化，积极与新兴产业深入接触，明确了围绕“事业”和“生活”两条主线去细化消费场景，逐步创新服务内容、加强专业服务人才培养，打造终端专业服务的系统工程。面对当前外部环境的变化和产业结构的转型，公司积极求变，并迅速配套组织团队，保障动作落地执行。今年以来，公司管理层先后深入全国各地市场进行大规模调研，积极走访渠道和一线市场，熟知市场情况的同时注入信心，新董事长在首次发言中也再次强调了质量、各方利益最大化、持续做强做优做大茅台的战略坚守，我们认为公司始终保持着积极向上的战略方向和谦逊务实的企业作风，坚持体系化培育消费群体，仍然具备平稳穿越本轮周期的能力和定力。

投资建议

根据公司前三季度经营业绩及行业外部环境，我们下调公司盈利预测，25-27 年营业收入由 1898.50/1997.91/2068.43 亿元下调至 1829.08/1895.87/1940.77 亿元，25-27 年归母净利润由 935.45/990.17/1029.35 亿元下调至 907.78/949.78/978.00 亿元，EPS 由 74.47/78.82/81.94 元下调至 72.49/75.84/78.10 元，2025 年 10 月 31 日收盘价为 1430.01 元，对应 25-27 年 PE 分别为 20/19/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示

外部环境恶化，批价持续下行，转型不及预期

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	150,560	174,144	182,908	189,587	194,077
YoY (%)	18.0%	15.7%	5.0%	3.7%	2.4%
归母净利润(百万元)	74,734	86,228	90,778	94,978	97,800
YoY (%)	19.2%	15.4%	5.3%	4.6%	3.0%
毛利率 (%)	92.0%	91.9%	91.9%	91.7%	91.6%
每股收益 (元)	59.49	68.64	72.49	75.84	78.10
ROE	34.7%	37.0%	28.6%	23.0%	19.2%
市盈率	23.98	20.79	19.68	18.81	18.27

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：郭辉

邮箱：guohui1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120002

联系电话：

分析师：沈嘉雯

邮箱：shenjw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524070001

联系电话：

分析师：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525070002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	174,144	182,908	189,587	194,077	净利润	89,335	94,279	98,520	101,448
YoY (%)	15.7%	5.0%	3.7%	2.4%	折旧和摊销	2,085	2,371	2,512	2,705
营业成本	13,895	14,621	15,564	16,206	营运资金变动	1,919	15,972	-13,853	9,574
营业税金及附加	26,926	27,352	28,551	29,400	经营活动现金流	92,464	112,576	87,146	113,695
销售费用	5,639	6,462	7,068	7,422	资本开支	-4,678	-4,054	-3,880	-4,086
管理费用	9,316	8,975	8,835	8,755	投资	2,805	-5	-7	-7
财务费用	-1,470	-889	-2,428	-3,677	投资活动现金流	-1,785	-4,012	-3,853	-4,062
研发费用	218	197	186	190	股权募资	0	-6,000	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	9	47	33	31	筹资活动现金流	-71,068	-6,000	0	0
营业利润	119,689	126,268	131,877	135,842	现金净流量	19,610	102,564	83,293	109,633
营业外收支	-50	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	119,639	126,268	131,877	135,842	成长能力				
所得税	30,304	31,989	33,357	34,394	营业收入增长率	15.7%	5.0%	3.7%	2.4%
净利润	89,335	94,279	98,520	101,448	净利润增长率	15.4%	5.3%	4.6%	3.0%
归属于母公司净利润	86,228	90,778	94,978	97,800	盈利能力				
YoY (%)	15.4%	5.3%	4.6%	3.0%	毛利率	91.9%	91.9%	91.7%	91.6%
每股收益	68.64	72.49	75.84	78.10	净利率	50.5%	50.6%	51.1%	51.4%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	28.8%	22.9%	19.2%	16.4%
货币资金	59,296	161,860	245,153	354,786	净资产收益率 ROE	37.0%	28.6%	23.0%	19.2%
预付款项	27	453	186	243	偿债能力				
存货	54,343	50,323	61,382	55,244	流动比率	4.45	5.29	6.73	8.27
其他流动资产	138,061	134,874	138,386	134,583	速动比率	1.09	2.45	3.74	5.37
流动资产合计	251,727	347,510	445,106	544,855	现金比率	1.05	2.46	3.71	5.39
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	19.0%	16.7%	13.4%	11.1%
固定资产	21,871	22,751	23,283	23,992	经营效率				
无形资产	8,850	9,731	10,613	11,294	总资产周转率	0.60	0.52	0.42	0.35
非流动资产合计	47,218	48,906	50,280	51,668	每股指标 (元)				
资产合计	298,945	396,415	495,386	596,523	每股收益	68.64	72.49	75.84	78.10
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	185.56	253.85	329.69	407.79
应付账款及票据	3,515	3,160	4,059	3,482	每股经营现金流	73.61	89.90	69.59	90.79
其他流动负债	53,001	62,548	62,098	62,366	每股股利	51.56	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	56,516	65,708	66,158	65,847	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	20.79	19.68	18.81	18.27
其他长期负债	417	417	417	417	PB	8.21	5.62	4.33	3.50
非流动负债合计	417	417	417	417					
负债合计	56,933	66,125	66,575	66,265					
股本	1,256	1,252	1,252	1,252					
少数股东权益	8,905	12,406	15,948	19,596					
股东权益合计	242,011	330,290	428,811	530,259					
负债和股东权益合计	298,945	396,415	495,386	596,523					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。