

贵州茅台(600519)

报告日期: 2025年11月04日

Q3 主动降速，业绩符合预期

——贵州茅台 25Q3 业绩点评报告

投资要点

- 事件:** 25Q1-3 营业总收入 1309.04 亿元 (同比+6.32%); 营业收入 1284.54 亿元 (同比+6.36%); 归母净利润 646.27 亿元 (同比+6.25%)。25Q3 营业总收入 398.10 亿元 (同比+0.35%); 营业收入 390.64 亿元 (同比+0.56%); 归母净利润 192.24 亿元 (同比+0.48%)。25Q3 收入利润符合预期。
- Q3 茅台酒增长系列酒下滑，i 茅台下滑显著**
 - 1) 分产品: 25Q1-3 茅台酒/系列酒收入分别为 1105.14/178.84 亿元 (同比+9.28%/-7.78%); 25Q3 茅台酒/系列酒收入分别为 349.24/41.22 亿元 (同比+7.26%/-34.01%)。
 - 2) 分渠道: 25Q1-3 直销/批发渠道收入分别 555.55/728.42 亿元 (同比+6.86%/+6.29%)，其中“i 茅台”实现收入 126.92 亿元 (同比-14.05%); 25Q3 直销/批发渠道收入分别 155.46/235.00 亿元 (同比-14.87%/+14.39%)，其中“i 茅台”实现收入 19.31 亿元 (同比-57.24%)，25Q3 直销占比为 39.80% (同比-7.22pct)。
 - 3) 分地区: 25Q1-3 国内/国外市场收入分别为 1245.05/38.93 亿元 (同比+6.38%/+11.79%)，25Q3 国内/国外市场收入分别为 380.45/10.00 亿元 (同比+1.38%/-21.81%)，25Q3 国外收入占比为 2.56% (同比-0.73pct)。
 - 4) 经销商: 25Q1-3 国内经销商增加 182 家 (其中增加的 205 家均为系列酒经销商，减少 23 家)，国外经销商增加 17 家。
- 盈利水平维持高位，低基数下现金流高增**
 - 1) 25Q1-3 毛利率/净利率同比-0.24/-0.11pct 至 91.29%/52.08%，25Q3 毛利率/净利率同比+0.23/-0.14pct 至 91.28%/50.97%。
 - 2) 25Q1-3 销售/管理 (含研发) 费用率变动-0.02/-0.51pct 至 3.42%/4.29%，25Q3 销售/管理 (含研发) 费用率变动-1.02/-0.35pct 至 3.06%/4.64%。
 - 3) 25Q1-3 经营性现金流同比变动-14.01%至 381.97 亿元，25Q3 经营性现金流低基数下同比变动+221.53%至 250.78 亿元。
 - 4) 25Q1-3 合同负债同比下降 21.82 亿元至 77.49 亿元。
- 盈利预测及估值**

我们认为: 公司 25Q3 主动降速，遵循市场情况释放压力，我们预计全年目标或可适当放松。我们预计近期批价或为此轮调整期低点，后续重点关注茅台十五五战略规划、新董事长经营方针及茅台批价走势，关注底部区间配置机会。

预计 2025-2027 年公司收入增速为 5.38%、5.16%、5.22%; 归母净利润增速为 5.15%、5.22%、5.29%; EPS 为 72.18、75.95、79.97 元; PE 为 19.80X、18.82X、17.87X。估值具备性价比，维持买入评级。
- 催化剂:** 白酒需求恢复超预期; 批价持续上行。
- 风险提示:** 消费疲软; 白酒动销恢复不及预期; 飞天茅台批价上涨不及预期。

投资评级: 买入(维持)

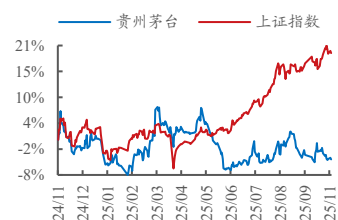
分析师: 张家祯
 执业证书号: S1230523080001
 zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师: 满静雅
 执业证书号: S1230524100004
 manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥1,429.00
总市值(百万元)	1,789,494.14
总股本(百万股)	1,252.27

股票走势图



相关报告

- 1 《业绩符合预期，十四五收官关注十五五》 2025.08.13
- 2 《Q1 业绩略超预期，直销比例显著提升》 2025.05.05
- 3 《24 年量价齐升，25 年目标积极》 2025.04.06

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	174144	183521	192992	203074
(+/-) (%)	15.66%	5.38%	5.16%	5.22%
归母净利润	86228	90672	95408	100454
(+/-) (%)	15.38%	5.15%	5.22%	5.29%
每股收益(元)	68.64	72.18	75.95	79.97
P/E	20.82	19.80	18.82	17.87

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	251727	340030	433848	535994
现金	59296	162232	251471	345476
交易性金融资产	249	216	289	251
应收账款	2003	2131	2247	2356
其它应收款	30	37	36	38
预付账款	27	426	175	234
存货	54343	53766	57183	61157
其他	135779	121221	122447	126482
非流动资产	47218	47389	49962	49978
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	21871	22822	23547	24068
无形资产	8850	9530	10197	10656
在建工程	2150	1720	1376	1101
其他	14347	13317	14842	14153
资产总计	298945	387419	483810	585972
流动负债	56516	53866	54793	56767
短期借款	0	0	0	0
应付款项	3515	3478	3699	3956
预收账款	0	0	0	0
其他	53001	50389	51094	52811
非流动负债	417	366	376	386
长期借款	0	0	0	0
其他	417	366	376	386
负债合计	56933	54232	55169	57153
少数股东权益	8905	12172	15609	19228
归属母公司股东权益	233106	321015	413031	509591
负债和股东权益	298945	387419	483810	585972

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	92464	106950	93559	98412
净利润	89335	93939	98845	104073
折旧摊销	1991	1659	1814	1956
财务费用	(1470)	(1655)	(1996)	(2070)
投资损失	(9)	(10)	(10)	(11)
营运资金变动	(19598)	11392	(156)	(2242)
其它	22216	1624	(4939)	(3293)
投资活动现金流	(1785)	(2886)	(2917)	(2594)
资本支出	(1974)	(1962)	(1962)	(1962)
长期投资	(3)	2	(0)	(1)
其他	193	(926)	(955)	(632)
筹资活动现金流	(71068)	(1128)	(1401)	(1814)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(71068)	(1128)	(1401)	(1814)
现金净增加额	19611	102936	89240	94004

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	174144	183521	192992	203074
营业成本	13789	13643	14510	15518
营业税金及附加	26926	27898	29366	30929
营业费用	5639	5598	6252	7183
管理费用	9316	9899	10799	11773
研发费用	218	206	220	238
财务费用	(1470)	(1655)	(1996)	(2070)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	61	0	0	0
投资净收益	9	10	10	11
其他经营收益	22	60	60	60
营业利润	119689	124469	131486	138434
营业外收支	(50)	(46)	(43)	(39)
利润总额	119639	124423	131443	138395
所得税	30304	30484	32598	34322
净利润	89335	93939	98845	104073
少数股东损益	3107	3267	3437	3619
归属母公司净利润	86228	90672	95408	100454
EBITDA	120740	124426	130162	135880
EPS (最新摊薄)	68.64	72.18	75.95	79.97

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	15.66%	5.38%	5.16%	5.22%
营业利润	15.41%	3.99%	5.64%	5.28%
归属母公司净利润	15.38%	5.15%	5.22%	5.29%
获利能力				
毛利率	91.93%	92.42%	92.34%	92.22%
净利率	52.27%	52.19%	52.17%	52.16%
ROE	37.03%	31.53%	25.05%	20.98%
ROIC	37.97%	28.84%	23.35%	19.75%
偿债能力				
资产负债率	19.04%	14.00%	11.40%	9.75%
净负债比率	0.20%	0.17%	0.16%	0.17%
流动比率	4.45	6.31	7.92	9.44
速动比率	3.49	5.31	6.87	8.36
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.52	0.43	0.37
应收账款周转率	4307.61	5971.52	4275.34	4609.19
应付账款周转率	4.17	3.90	4.04	4.05
每股指标(元)				
每股收益	68.64	72.18	75.95	79.97
每股经营现金	73.61	85.14	74.48	78.34
每股净资产	185.56	255.54	328.79	405.66
估值比率				
P/E	20.82	19.80	18.82	17.87
P/B	7.70	5.59	4.35	3.52
EV/EBITDA	15.44	13.22	11.98	10.81

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>