

信义山证汇通天下

证券研究报告

白酒

贵州茅台（600519.SH）

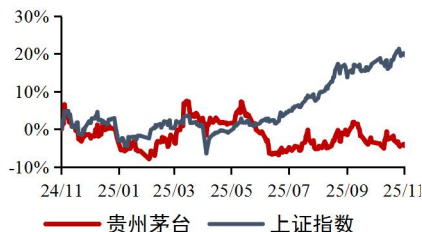
买入-A(维持)

经销贡献收入，期待需求逐步改善

2025 年 11 月 4 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 11 月 4 日

收盘价（元）：	1,429.00
年内最高/最低（元）：	1,667.11/1,400.00
流通 A 股/总股本(亿)：	12.52/12.52
流通 A 股市值（亿）：	17,894.94
总市值（亿）：	17,894.94

基础数据：2025 年 9 月 30 日

基本每股收益(元)：	51.53
摊薄每股收益(元)：	51.53
每股净资产(元)：	212.18
净资产收益率(%)：	25.18

资料来源：最闻

分析师：

熊鹏

执业登记编码：S0760525080002

邮箱：xiongpeng@sxzq.com

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布三季报，2025 年 1-9 月公司实现营业总收入 1309.04 亿元，同比增长 6.32%；归母净利润 646.26 亿元，同比增长 6.25%。

事件点评

➢ Q3 收入和利润符合预期。25 年前三季度茅台总营收 1309.04 亿元，增长 6.32%，归母净利润为 646.26 亿元，同比增长 6.25%，其中 25Q3 茅台总营收为 398.10 亿，同比增长 0.35%，归母净利润 192.24 亿元，同比增长 0.48%。业绩总体符合预期，好于真实消费需求。

➢ 茅台酒贡献收入增长，经销贡献主要增量，系列酒下滑较大。25Q3 茅台酒营收 349 亿，同比增长 7%，系列酒营收 41 亿，同比下滑 34%，延续二季度系列酒下滑趋势，一方面是二季度政策冲击，另一方面也是去历史包袱。分渠道看，直营渠道收入 155 亿，同比下滑 15%，其中主要系“i 茅台”收入下滑超过 50%，三季度茅台及非标产品价格倒挂线上销售压力较大。25Q3 经销收入 235 亿，同比增长 14%，经销商配合度很高逆势拿了更多的货。

➢ 盈利水平保持稳定。25Q1-Q3 净利率/毛利率分别是 52.08%/91.29%，同比 -0.11pct/-0.24pct，同比，其中 25Q3 毛利率 91.28%，同比提升 0.23pct，销售净利率 50.97%，同比持平，毛利率/净利率提升预计主要系茅台酒占比提升所致。25Q3 合同负债 77.49 亿，环比增加 22.42 亿，同比下滑 21.82 亿，仍维持较高水平。

投资建议

➢ 当前需求及报表压力仍大，期待后续批价企稳及需求改善。在需求较弱背景下，经销渠道承担了更多的增长任务，在报表降速背景下，下游需求也从二季度以来呈现环比改善，建议持续跟踪批价变化及下游真实需求情况，中长线维度可以择机逐步布局。预计 2025-2027 年公司归母净利润 904.63 亿、973.20 亿、105.20 亿，EPS 分别为 72.24/77.71/84.01 元，对应当前股价，2025-2027 年 PE 分别为 19.8X/18.4X/17.0X，维持“买入-A”评级。

风险提示

➢ 宏观经济回暖节奏放缓业绩增长不及预期，改革推进不及预期，行业竞争加剧等。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	150,560	174,144	184,961	196,740	211,084



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

	YoY(%)	18.0	15.7	6.2	6.4	7.3
净利润(百万元)		74,734	86,228	90,463	97,320	105,204
	YoY(%)	19.2	15.4	4.9	7.6	8.1
毛利率(%)		92.1	92.1	92.0	92.2	92.5
EPS(摊薄/元)		59.68	68.86	72.24	77.71	84.01
ROE(%)		34.7	36.9	31.3	27.4	24.6
P/E(倍)		24.0	20.8	19.8	18.4	17.0
P/B(倍)		8.3	7.7	6.2	5.1	4.2
净利率(%)		49.6	49.5	48.9	49.5	49.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	225173	251727	317389	379097	459274
现金	69070	59296	127291	182506	265446
应收票据及应收账款	74	2003	203	2144	375
预付账款	35	27	38	31	43
存货	46435	54343	53798	58354	57347
其他流动资产	109558	136057	136058	136061	136063
非流动资产	47527	47218	48046	48962	49979
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	19909	21871	22366	22762	23290
无形资产	8790	8949	9571	10322	10973
其他非流动资产	18828	16398	16109	15878	15715
资产总计	272700	298945	365435	428059	509253
流动负债	48698	56516	63293	58035	64735
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3093	3515	3576	3778	3809
其他流动负债	45605	53001	59717	54257	60927
非流动负债	346	417	417	417	417
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	346	417	417	417	417
负债合计	49043	56933	63710	58452	65153
少数股东权益	7988	8905	12919	16812	20959
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	211982	229423	277602	329951	387497
归属母公司股东权益	215669	233106	288806	352795	423141
负债和股东权益	272700	298945	365435	428059	509253

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	66593	92464	103582	88837	117603
净利润	77521	89335	94476	101214	109351
折旧摊销	1865	1991	1806	1971	2147
财务费用	-1790	-1470	-1865	-2540	-3303
投资损失	-34	-9	-41	-37	-30
营运资金变动	-11667	1919	4222	-11751	6463
其他经营现金流	698	699	985	480	975
投资活动现金流	-9724	-1785	-2577	-2830	-3108
筹资活动现金流	-58889	-71068	-73010	-50792	-51554

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	59.68	68.86	72.24	77.71	84.01
每股经营现金流(最新摊薄)	53.18	73.84	82.72	70.94	93.91
每股净资产(最新摊薄)	172.22	186.15	230.63	281.72	337.90

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	150560	174144	184961	196740	211084
营业成本	11867	13789	14797	15346	15831
营业税金及附加	22234	26926	28599	30420	32638
营业费用	4649	5639	6363	6768	7261
管理费用	9729	9316	12392	13182	14354
研发费用	157	218	232	247	265
财务费用	-1790	-1470	-1865	-2540	-3303
资产减值损失	38	-23	-25	-26	-28
公允价值变动收益	3	61	15	20	25
投资净收益	34	9	41	37	30
营业利润	103709	119689	124525	133401	144122
营业外收入	87	71	71	71	71
营业外支出	133	121	121	121	121
利润总额	103663	119639	124475	133351	144072
所得税	26141	30304	29998	32138	34721
税后利润	77521	89335	94476	101214	109351
少数股东损益	2787	3107	4013	3894	4147
归属母公司净利润	74734	86228	90463	97320	105204
EBITDA	104837	121036	125347	133774	143979

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	18.0	15.7	6.2	6.4	7.3
营业利润(%)	18.0	15.4	4.0	7.1	8.0
归属于母公司净利润(%)	19.2	15.4	4.9	7.6	8.1
获利能力					
毛利率(%)	92.1	92.1	92.0	92.2	92.5
净利率(%)	49.6	49.5	48.9	49.5	49.8
ROE(%)	34.7	36.9	31.3	27.4	24.6
ROIC(%)	35.7	38.1	32.4	28.3	25.4
偿债能力					
资产负债率(%)	18.0	19.0	17.4	13.7	12.8
流动比率	4.6	4.5	5.0	6.5	7.1
速动比率	1.4	1.1	2.0	3.2	4.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	1500.4	167.6	167.6	167.6	167.6
应付账款周转率	4.3	4.2	4.2	4.2	4.2
估值比率					
P/E	24.0	20.8	19.8	18.4	17.0
P/B	8.3	7.7	6.2	5.1	4.2
EV/EBITDA	16.6	14.4	13.4	12.2	10.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

