

贵州茅台（600519.SH）：收入保持韧性，底部价值凸显

2025 年 11 月 5 日

强烈推荐/维持

贵州茅台

公司报告

事件：公司前三季度实现营收 1309 亿元，同比增长 6.32%，归母净利润 646.3 亿元，同比增长 6.25%，扣非归母净利润 646.8 亿元，同比增长 6.42%；25Q3 营收 398.1 亿元，同比增长 0.35%，归母净利润 192.24 亿元，同比增长 0.48%，扣非归母净利润 192.9 亿元，同比增长 0.95%。

茅台酒基本盘稳固，渠道与产品结构持续优化。从产品端来看，茅台酒基本盘稳健增长，25 前三季度茅台酒/系列酒分别实现营收 1105.1/178.8 亿元，同比+9.3%/+7.8%。其中 2025Q3 茅台酒/系列酒分别营收 349.2/41.2 亿元，同比+7.3%/+34%。茅台酒增长主要来源于非标酒放量的增长贡献；系列酒的下滑主要是次高端价位带受到市场需求下滑的冲击，1935 等次高端价位带产品受影响所致。受产品结构的变化影响，25Q3 公司毛利率同比增长 0.23pct 至 91.3%，毛利率变化主要是茅台酒占比提升所致。

i 茅台收入拉低直营增速。从渠道来看，批发渠道 25Q3 当季营收 235 亿元，同比增长 14.4%，批发渠道表现稳健。直销渠道 25Q3 当季营收 155.5 亿元，同比下降 14.9%，主要是由于 i 茅台渠道短期做定位调整拉低了直营的整体增速。25Q3i 茅台实现不含税收入 19.3 亿元，同比下降 57.2%。截至 2025Q3 末，国内经销商数量为 2325 家，净减少 23 家。

经营质量稳健，公司加大应收票据回款。公司 25Q3 销售费用率同比下降 1pct 至 3.1%，管理费用同比下降 0.3pct 至 4.5%，费用管控良好。在现金流方面，25Q3 末合同负债余额 77.5 亿元，同比下降 21.97%；应收票据 52.10 亿元，同比+353.38%显著增加，反映公司通过政策调整调动渠道回款积极性，为后续收入确定奠定基础。

盈利预测与评级：我们看好龙头酒企不断在高端酒市场集中度提升的趋势和能力，预测 2025 年公司实现销售收入同比增长 4.16%，归母净利润同比增长 4.42%，对应 EPS71.68 元，当前股价对应估值为 19.94 倍。根据公司历史估值和长期业绩稳定的特点，给予目标估值 25 倍，目标价 1792 元，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，白酒整体需求复苏不及预期，公司管理出现重大瑕疵等。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	150,560.33	174,144.07	181,385.03	190,166.15	199,592.35
增长率（%）	18.04%	15.66%	4.16%	4.84%	4.96%
归母净利润（百万元）	74,734.07	86,228.15	90,040.70	94,611.50	100,000.79
增长率（%）	19.16%	15.38%	4.42%	5.08%	5.70%
净资产收益率（%）	34.65%	36.99%	36.15%	35.59%	35.27%
每股收益（元）	59.49	68.64	71.68	75.32	79.61
PE	24.02	20.82	19.94	18.97	17.95
PB	8.32	7.70	7.21	6.75	6.33

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

贵州茅台酒股份有限公司的主营业务是茅台酒及系列酒的生产与销售。公司的主要产品是茅台酒。主导产品“贵州茅台酒”是我国大曲酱香型白酒的鼻祖和典型代表，集国家地理标志产品、有机食品和国家非物质文化遗产于一身，公司营销网络覆盖国内市场及五大洲 64 个国家和地区。

资料来源：iFind、公司公告

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

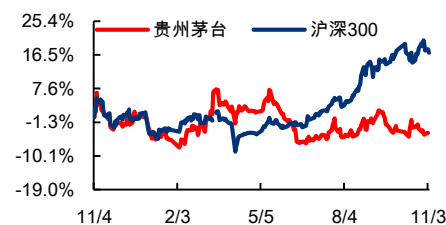
无

交易数据

52 周股价区间（元）	1,637.86-1,403.8
总市值（亿元）	17,894.94
流通市值（亿元）	17,894.94
总股本/流通 A 股（万股）	125,227/125,227
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	0.69

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-25102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	225173	251727	276205	291579	311569	营业收入	150560	174144	181385	190166	199592
货币资金	69070	59296	81623	97040	116678	营业成本	11867	13789	15327	15594	15967
应收账款	60	19	50	52	55	营业税金及附加	22234	26926	26809	28107	29500
其他应收款	28	30	31	33	34	营业费用	4649	5639	6348	6846	7585
预付款项	35	27	-1087	-2221	-3382	管理费用	9729	9316	13604	14262	13971
存货	46435	54343	59628	60666	62120	财务费用	-1790	-1470	-1619	-1696	-1541
其他流动资产	71	160	160	160	160	研发费用	157	218	363	380	220
非流动资产合计	47527	47218	41107	38951	36774	资产减值损失	0.00	0.00	11.28	11.83	12.41
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	3.15	60.98	60.98	60.98	60.98
固定资产	19909	21871	21097	19721	18047	投资净收益	34.03	9.13	9.13	9.13	9.13
无形资产	8572	8850	8611	8379	8153	加: 其他收益	34.64	21.23	22.11	23.18	24.33
其他非流动资产	110	232	232	232	232	营业利润	103709	119689	120634	126755	133973
资产总计	272700	298945	317312	330530	348343	营业外收入	86.78	70.94	70.94	70.94	70.94
流动负债合计	48698	56516	59244	55699	55793	营业外支出	132.88	120.94	120.94	120.94	120.94
短期借款	0	0	3612	0	0	利润总额	103663	119639	120584	126705	133923
应付账款	3093	3515	3853	3920	4014	所得税	26141	30304	30543	32094	33922
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	77521	89335	90041	94611	100001
一年内到期的非流动负债	57	112	112	112	112	少数股东损益	2787	3107	0	0	0
非流动负债合计	346	417	104	105	106	归属母公司净利润	74734	86228	90041	94611	100001
长期借款	0	0	1	2	3	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	49043	56933	59348	55804	55899	成长能力					
少数股东权益	7988	8905	8905	8905	8905	营业收入增长	18.04%	15.66%	4.16%	4.84%	4.96%
实收资本（或股本）	1256	1256	1256	1256	1256	营业利润增长	18.01%	15.41%	0.79%	5.07%	5.69%
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	归属于母公司净利润增长	19.16%	15.38%	4.42%	5.08%	5.70%
未分配利润	172983	182787	189736	197037	204754	获利能力					
归属母公司股东权益合计	215669	233106	249059	265821	283538	毛利率(%)	91.96%	91.93%	91.55%	91.80%	92.00%
负债和所有者权益	272700	298945	317312	330530	348343	净利率(%)	51.49%	51.30%	49.64%	49.75%	50.10%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润（%）	27.41%	28.84%	28.38%	28.62%	28.71%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE（%）	34.65%	36.99%	36.15%	35.59%	35.27%
经营活动现金流	66593	92464	86349	95155	100360	偿债能力					
净利润	77521	89335	90041	94611	100001	资产负债率(%)	18%	19%	19%	17%	16%
折旧摊销	1937.42	2085.02	2130.09	2188.85	2215.22	流动比率	4.62	4.45	4.66	5.23	5.58
财务费用	-1790	-1470	-1619	-1696	-1541	速动比率	3.67	3.49	3.66	4.15	4.47
应收帐款减少	-39	41	-31	-2	-3	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.57	0.61	0.59	0.59	0.59
投资活动现金流	-9724	-1785	4835	25	20	应收账款周转率	3703	4389	5283	3736	3738
公允价值变动收益	3	61	61	61	61	应付账款周转率	54.73	52.71	49.23	48.93	50.31
长期投资减少	0	0	5219	0	0	每股指标（元）					
投资收益	34	9	9	9	9	每股收益(最新摊薄)	59.49	68.64	71.68	75.32	79.61
筹资活动现金流	-58889	-71068	-68857	-79764	-80742	每股净现金流(最新摊薄)	-1.61	15.61	17.77	12.27	15.63
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	171.68	185.56	198.26	211.61	225.71
长期借款增加	0	0	1	1	1	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	24.02	20.82	19.94	18.97	17.95
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	8.32	7.70	7.21	6.75	6.33
现金净增加额	-2021	19611	22327	15416	19638	EV/EBITDA	16.62	14.43	14.18	13.35	12.47

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业：有望跟随消费总量扩容而获得增量机会	2025-10-30
行业普通报告	食品饮料行业：四中全会提振消费产业预期	2025-10-29
行业普通报告	食品饮料：秋糖反馈符合预期	2025-10-27
行业普通报告	【食品饮料】浙江消费补贴政策率先突破，中秋国庆消费有望得到提振	2025-09-09
行业深度报告	食品饮料行业：站在白酒复苏的前夜	2025-08-25
公司普通报告	贵州茅台（600519.SH）：龙头业绩稳健，全年目标完成可期	2025-08-14
行业普通报告	食品饮料行业：市场扩容与产品升级并增，新生儿政策利好婴幼儿奶粉消费	2025-07-31
行业深度报告	食品饮料行业：24 年报及 25 年一季报总结：休闲食品仍有机会，乳制品迎来拐点	2025-07-07
行业深度报告	食品饮料行业 2025 年中期策略报告：价格是资产定价重要观察要素	2025-06-24
公司普通报告	贵州茅台（600519.SH）：24 年圆满收官，25 年迎接新挑战	2025-04-09
公司普通报告	贵州茅台（600519.SH）：24 年顺利收官，看好 25 年公司经营稳定增长	2025-02-07
公司普通报告	贵州茅台（600519.SH）：业绩势能不减，高分红稳定市场信心	2024-08-13

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，10 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526