

600519.SH

买入

原评级：买入

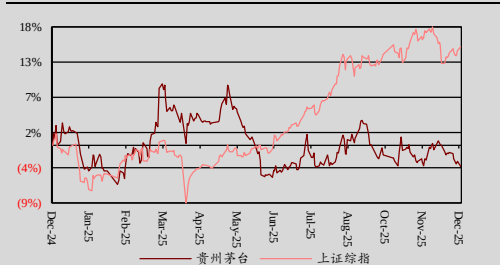
市场价格：人民币 1,418.22

板块评级：强于大市

本报告要点

- 贵州茅台 2025 年股东大会点评。股东大会就茅台当前面临的问题及未来的战略发展方向与投资者展开交流。公司强调追求中长期高质量发展，当下聚焦渠道稳定性，稳步推进改革。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(4.7)	(1.1)	(5.5)	(6.8)
相对上证综指	(25.0)	0.8	(8.1)	(22.0)

发行股数 (百万)	1,252.27
流通股 (百万)	1,252.27
总市值 (人民币 百万)	1,775,994.66
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	5,036.04
主要股东	
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	54.34%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 12 月 8 日收市价为标准

相关研究报告

《贵州茅台》20250819
《贵州茅台》20250410
《贵州茅台》20250107

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料：白酒 II

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

贵州茅台

股东大会强调高质量发展，聚焦渠道稳定性，稳步推进改革

贵州茅台召开 2025 年第一次临时股东大会。茅台集团党委书记、董事长陈华首次亮相，与投资者就公司未来的经营发展进行沟通。“十五五”规划公司定调积极、科学、理性，秉持长期主义，夯实质量根基，稳步推进改革。

支撑评级的要点

- 公司股东大会表态，夯实质量基础，“不唯指标论”，秉持长期价值，稳步推进改革。近日，贵州茅台召开 2025 年第一次临时股东大会，董事长陈华率领公司管理层与投资者就茅台当下所面临的挑战及未来的战略部署进行讨论。（1）行业层面，公司认为白酒当下仍处于深度调整期，存量竞争下，马太效应愈发明显。（2）茅台自身来看，公司的产能投放节奏主要取决于不同时期的市场承载量。供给侧来看，2021 至 2024 年公司基酒产量 CAGR 为 -0.1%，按照基酒到成品酒的出酒时间判断，未来五年茅台酒在供给端或将不会有明显增加。需求侧来看，受客观因素制约（如传统消费场景受限、消费人群迭代等），白酒消费量短期仍有承压。在此背景下，茅台积极推进“三个转型”、“三端变革”，破解供需不匹配的痛点，聚焦渠道生态与健康，维护好渠道韧性和市场稳定性。（3）从中长期发展及“十五五”规划来看，公司将夯实质量基础，平衡好短期与长期的关系，不会“唯指标论”，为了短期业绩而违背市场规律强压指标，损害合作伙伴利益。（4）白酒国际化及年轻化方面，年轻化方面，公司表态不会为了年轻化而年轻化，品牌美誉度仍是核心，在不同年龄段的价值主张下，实现卖酒向卖生活方式转变。国际化方面，海外市场应用性看待空间上限及文化壁垒问题，关注具备消费属性且高性价比的产品在海外市场的发展空间。公司将继续保持“三步走”的战略（从产品出口到出海，再到具备创造国际化价值能力的企业），总体节奏保持稳扎稳打。
- 3 季度报表业绩降速调整，此外，公司公告中期分红及回购议案，重视股东回报。（1）3Q25 公司实现营收 390.6 亿元，同比+0.6%，归母净利 192.2 亿元，同比+0.5%，（1H25 公司营收、归母净利同比增速分别为+9.1%、+8.9%），3 季报公司主动降速调整。分产品来看，茅台酒保持增长韧性，系列酒下滑幅度较大（3Q25 茅台酒、系列酒增速分别为+7.3%、-42.8%），3Q25 茅台酒占营业收入的比重为 89.4%，同比+5.6pct。3Q25 公司毛利率为 91.3%，同比+0.2pct，归母净利率 49.2%，同比持平。综合茅台酒占比提升及公司毛利率表现，我们判断茅台酒产品结构中，飞天为主要贡献，非标产品增长承压。从渠道结构来看，3Q25 批发代理渠道、直销渠道同比增速分别为+14.4%、-14.9%，直销渠道中 i 茅台数字营销平台营收 19.3 亿元，同比-57.2%。直销渠道对业绩贡献减少，经销渠道整体表现稳健。（2）根据公司中期利润分配方案，公司拟向全体股东每股派发现金红利 23.957 元（含税），合计拟派发现金红利 300 亿元。此外，公司公告回购方案，拟回购不低于 15 亿元（含）且不超过 30 亿元（含），用于注销并减少公司注册资本，彰显公司重视股东回报。

估值

- 在行业需求、价格承压的背景下，公司 3 季度收入及利润降速明显。短期来看，年内飞天批价跌幅较大，渠道护城河厚度减少。但中长期来看，我们认为茅台在品牌稀缺性上仍具优势，公司整体经营韧性较强。此次股东大会向市场传递了茅台的战略定力以及着眼中长期高质量发展的决心。我们认为，在政策环境及需求端未有明显好转的背景下，渠道库存消化仍需时间，结合公司 3 季报业绩，我们调整此前盈利预测，预计 25 至 27 年公司最新股本摊薄每股收益为 72.31、75.80、80.93 元/股，当前市值对应 PE 分别为 19.6X、18.7X、17.5X，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 渠道库存超预期。宏观经济波动的风险。飞天批价持续下跌。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	147,694	170,899	180,437	188,760	200,772
增长率(%)	19.0	15.7	5.6	4.6	6.4
EBITDA(人民币 百万)	101,032	117,072	124,204	129,949	138,467
归母净利润(人民币 百万)	74,734	86,228	90,549	94,925	101,345
增长率(%)	19.2	15.4	5.0	4.8	6.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	59.68	68.86	72.31	75.80	80.93
原先股本摊薄每股收益 (人民币)			74.00	78.48	83.42
变动幅度 (%)			(2.3)	(3.4)	(3.0)
市盈率(倍)	23.8	20.6	19.6	18.7	17.5
市净率(倍)	8.2	7.6	6.9	6.4	5.8
EV/EBITDA(倍)	20.7	15.8	13.5	12.7	11.7
每股股息 (人民币)	50.0	51.5	54.2	56.9	60.7
股息率(%)	2.9	3.4	3.8	4.0	4.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 贵州茅台 2025 年三季报业绩概览

(人民币 百万元)	3Q24	3Q25	同比(%)	1-3Q24	1-3Q25	同比(%)
营业收入	38,845	39,064	0.6	120,776	128,454	6.4
营业成本	3,477	3,406	(2.0)	10,228	11,184	9.3
毛利率(%)	91.0	91.3	0.2	91.5	91.3	(0.2)
毛利	35,368	35,658	0.8	110,548	117,270	6.1
税金及附加	6,418	6,703	4.4	19,912	20,646	3.7
销售费用	1,618	1,218	(24.7)	4,235	4,479	5.7
管理费用	1,931	1,809	(6.4)	5,768	5,503	(4.6)
研发费用	48	39	(18.3)	140	113	(19.5)
财务费用	(278)	(148)	(46.7)	(1,173)	(635)	(45.9)
资产减值损失	0	0	-	0	0	-
公允价值变动收益	5	5	(0.7)	41	7	(82.9)
投资收益	6	0	(100.0)	8	0	(99.3)
营业利润	26,446	26,721	1.0	83,997	89,490	6.5
营业利润率(%)	68.1	68.4	0.3	69.5	69.7	0.1
营业外收入	26	8	(71.4)	54	40	(26.1)
营业外支出	2	103	6,265.3	2	126	6,533.1
利润总额	26,471	26,625	0.6	84,049	89,403	6.4
所得税	6,616	6,713	1.5	21,017	22,505	7.1
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	25	25	0.1	25	25	0.1
少数股东权益	723	688	(4.7)	2,204	2,272	3.1
归属于母公司净利润	19,132	19,224	0.5	60,828	64,627	6.2
归母净利率(%)	49.3	49.2	(0.0)	50.4	50.3	(0.1)
EPS (元/股)	15.28	15.35	0.5	48.57	51.61	6.2

资料来源：iFind，中银证券

注：表内营业利润率、所得税率、归母净利率、毛利率同比数单位为 pct。

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	150,560	174,144	183,292	191,330	203,342
营业收入	147,694	170,899	180,437	188,760	200,772
营业成本	11,867	13,789	14,495	15,184	16,142
营业税金及附加	22,234	26,926	27,311	28,618	30,718
销售费用	4,649	5,639	5,954	6,229	6,425
管理费用	9,729	9,316	10,465	10,948	11,243
研发费用	157	218	198	113	120
财务费用	(1,790)	(1,470)	(1,101)	(1,539)	(1,997)
其他收益	35	21	25	22	20
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	38	(23)	(10)	(10)	(5)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	61	60	60	60
投资收益	34	9	15	20	20
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	103,709	119,689	126,059	131,870	140,785
营业外收入	87	71	71	71	71
营业外支出	133	121	121	120	120
利润总额	103,663	119,639	126,009	131,821	140,736
所得税	26,141	30,304	32,078	33,351	35,606
净利润	77,521	89,335	93,931	98,470	105,130
少数股东损益	2,787	3,107	3,382	3,545	3,785
归母净利润	74,734	86,228	90,549	94,925	101,345
EBITDA	101,032	117,072	124,204	129,949	138,467
EPS(最新股本摊薄, 元)	59.68	68.86	72.31	75.80	80.93

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	225,173	251,727	283,817	307,471	347,843
货币资金	69,070	59,296	88,478	117,729	149,441
应收账款	60	19	65	23	70
应收票据	14	1,984	20	168	32
存货	46,435	54,343	72,088	59,926	71,902
预付账款	35	27	37	30	33
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	109,558	136,057	123,128	129,595	126,365
非流动资产	47,527	47,218	44,688	43,204	41,094
长期投资	9,325	5,544	5,544	5,544	5,544
固定资产	19,909	21,871	20,996	19,778	18,220
无形资产	8,572	8,850	8,693	8,525	8,346
其他长期资产	9,720	10,952	9,454	9,357	8,984
资产合计	272,700	298,945	328,505	350,675	388,937
流动负债	48,698	56,516	60,101	54,977	64,127
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,093	3,515	3,491	3,426	3,569
其他流动负债	45,605	53,001	56,610	51,551	60,558
非流动负债	346	417	381	399	390
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	346	417	381	399	390
负债合计	49,043	56,933	60,483	55,376	64,517
股本	1,256	1,256	1,252	1,252	1,252
少数股东权益	7,988	8,905	12,287	15,832	19,616
归属母公司股东权益	215,669	233,106	255,735	279,467	304,803
负债和股东权益合计	272,700	298,945	328,505	350,675	388,937

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	77,521	89,335	93,931	98,470	105,130
折旧摊销	1,937	2,085	2,202	2,291	2,349
营运资金变动	196	(27,506)	478	583	442
其他	(13,062)	28,550	(354)	(2,031)	(1,871)
经营活动现金流	66,593	92,464	96,257	99,313	106,050
资本支出	(2,620)	(4,679)	(205)	(405)	(305)
投资变动	(9,341)	3,991	(30)	(30)	(30)
其他	2,236	(1,097)	15	20	20
投资活动现金流	(9,724)	(1,785)	(220)	(415)	(315)
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(60,558)	(72,640)	(67,920)	(71,194)	(76,009)
其他	1,669	1,572	1,065	1,546	1,986
筹资活动现金流	(58,889)	(71,068)	(66,854)	(69,648)	(74,023)
净现金流	(2,020)	19,611	29,183	29,251	31,712

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	19.0	15.7	5.6	4.6	6.4
营业利润增长率(%)	18.0	15.4	5.3	4.6	6.8
归属于母公司净利润增长率(%)	19.2	15.4	5.0	4.8	6.8
息税前利润增长率(%)	19.3	16.0	6.1	4.6	6.6
息税折旧前利润增长率(%)	19.2	15.9	6.1	4.6	6.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	19.2	15.4	5.0	4.8	6.8
获利能力					
息税前利润率(%)	67.1	67.3	67.6	67.6	67.8
营业利润率(%)	68.9	68.7	68.8	68.9	69.2
毛利率(%)	92.0	91.9	92.0	92.0	92.0
归母净利润率(%)	49.6	49.5	49.4	49.6	49.8
ROE(%)	34.7	37.0	35.4	34.0	33.2
ROIC(%)	51.7	49.4	42.3	41.9	42.2
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
流动比率	4.6	4.5	4.7	5.6	5.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	3,632.8	4,307.6	4,307.6	4,307.6	4,307.6
应付账款周转率	53.7	51.7	51.5	54.6	57.4
费用率					
销售费用率(%)	3.1	3.3	3.3	3.3	3.2
管理费用率(%)	6.6	5.5	5.8	5.8	5.6
研发费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
财务费用率(%)	(1.2)	(0.9)	(0.6)	(0.8)	(1.0)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	59.7	68.9	72.3	75.8	80.9
每股经营现金流(最新摊薄)	53.2	73.8	76.9	79.3	84.7
每股净资产(最新摊薄)	172.2	186.1	204.2	223.2	243.4
每股股息	50.0	51.5	54.2	56.9	60.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	23.8	20.6	19.6	18.7	17.5
P/B(最新摊薄)	8.2	7.6	6.9	6.4	5.8
EV/EBITDA	20.7	15.8	13.5	12.7	11.7
价格/现金流(倍)	26.7	19.2	18.5	17.9	16.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371