



贵州茅台 (600519.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

超预期出清，市场化改革持续推进

业绩简评

2026年4月16日，公司披露2025年年报；期内实现营业总收入1720.5亿元，同比-1.2%；实现归母净利润823.2亿元，同比-4.5%。其中，25Q4实现营业总收入411.5亿元，同比-19.3%；实现归母净利润176.9亿元，同比-30.3%。

经营分析

营收拆分：

1) 分产品来看：2025年茅台酒/系列酒分别实现营收1465/223亿元，同比+0.4%/-9.8%。其中，销量分别+0.7%/+3.9%至4.7/3.8万吨，吨价分别-0.3%/-13.1%至313/58万元/吨，毛利率分别-0.5pct/-3.8pct至93.5%/76.1%；25Q4茅台酒/系列酒营收分别同比-19.7%/-17.0%。此外，2025年茅台酒/系列酒基酒产量分别+3.9%/+19.8%，扩产项目稳步落地。

2) 分渠道来看：2025年直销/批发代理分别实现营收845.4/842.3亿元，同比+13%/-12%。其中，销量分别+17%/-2%至2.1/6.4万吨，吨价分别-3%/-10%至398/132万元/吨，毛利率分别-0.7pct/-1.6pct至94.6%/87.9%。i茅台2025年实现营收130亿元，同比-35%；25Q4仅实现营收3.4亿元，同比-93.5%，这意味着i茅台直营分销在25H2基本挤出；倒推可得25Q4非i茅台直销实现营收286.5亿元、同比+63%。

报表结构方面：1) 2025年归母净利率同比-1.7pct至47.8%，其中毛利率-0.8pct，销售费用率+1.0pct，管理费用率-0.5pct，税金及附加占比+0.4pct。2) 2025年末合同负债余额80.1亿元，环比+2.6亿元，25Q4营收+△合同负债口径同比-18.4%；25Q4销售收现同比-14.7%，与合同负债基本匹配。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2026~2028年营业总收入分别为1793/1879/1977亿元，同比分别+4.2%/+4.8%/+5.2%；归母净利润分别为858/904/956亿元，同比分别+4.2%/+5.3%/+5.8%；当前股价对应PE分别为21/20/19X，维持“买入”评级。

风险提示

市场化运营改革不及预期，宏观经济恢复不及预期，禁酒令等政策风险，食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业 S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：1462.84 元

相关报告：

- 《贵州茅台公司点评：飞天茅台调价，市场化改革持续推进》，2026.3.31
- 《贵州茅台公司深度研究：市场化转型专题：量价归位与渠道重构》，2026.3.23
- 《贵州茅台公司点评：理性降速，关注龙头底部价值》，2025.10.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	174,144	172,054	179,304	187,865	197,696
营业收入增长率	15.7%	-1.2%	4.2%	4.8%	5.2%
归母净利润(百万元)	86,228	82,320	85,802	90,392	95,600
归母净利润增长率	15.4%	-4.5%	4.2%	5.3%	5.8%
摊薄每股收益(元)	68.6	65.7	68.5	72.2	76.3
每股经营性现金流净额	73.6	49.1	61.4	66.0	71.4
ROE(归属母公司)(摊薄)	37.0%	33.6%	32.8%	31.8%	31.0%
P/E	22.2	20.9	21.3	20.3	19.2
P/B	8.2	7.0	7.0	6.4	5.9

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	150,560	174,144	172,054	179,304	187,865	197,696
增长率	15.7%	15.2%	-1.2%	4.2%	4.8%	5.2%
主营业务成本	-11,867	-13,789	-14,892	-16,419	-17,022	-17,651
%销售收入	7.9%	7.9%	8.7%	9.2%	9.1%	8.9%
毛利	138,693	160,355	157,162	162,885	170,843	180,045
%销售收入	92.1%	92.1%	91.3%	90.8%	90.9%	91.1%
营业税金及附加	-22,234	-26,926	-27,354	-28,330	-29,683	-31,236
%销售收入	14.8%	15.5%	15.9%	15.8%	15.8%	15.8%
销售费用	-4,649	-5,639	-7,253	-7,531	-7,890	-8,303
%销售收入	3.1%	3.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
管理费用	-9,729	-9,316	-8,320	-8,133	-8,333	-8,572
%销售收入	6.5%	5.3%	4.8%	4.5%	4.4%	4.3%
研发费用	-157	-218	-190	-198	-208	-218
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	101,924	118,255	114,044	118,694	124,729	131,716
%销售收入	67.7%	67.9%	66.3%	66.2%	66.4%	66.6%
财务费用	1,790	1,470	815	807	1,064	1,203
%销售收入	-1.2%	-0.8%	-0.5%	-0.5%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	38	-23	17	0	0	0
公允价值变动收益	3	61	76	0	0	0
投资收益	34	9	1	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	103,709	119,689	114,809	119,529	125,822	132,948
营业利润率	68.9%	68.7%	66.7%	66.7%	67.0%	67.2%
营业外收支	-46	-50	-54	-50	-50	-50
税前利润	103,663	119,639	114,755	119,479	125,772	132,898
利润率	68.9%	68.7%	66.7%	66.6%	66.9%	67.2%
所得税	-26,141	-30,304	-29,445	-30,538	-32,146	-33,967
所得税率	25.2%	25.3%	25.7%	25.6%	25.6%	25.6%
净利润	77,521	89,335	85,310	88,942	93,626	98,931
少数股东损益	2,787	3,107	2,990	3,140	3,234	3,331
归属于母公司的净利润	74,734	86,228	82,320	85,802	90,392	95,600
净利率	49.6%	49.5%	47.8%	47.9%	48.1%	48.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	77,521	89,335	85,310	88,942	93,626	98,931
少数股东损益	2,787	3,107	2,990	3,140	3,234	3,331
非现金支出	1,900	2,108	2,242	2,195	2,442	2,730
非经营收益	-1,160	-898	-1,156	-594	-658	-728
营运资金变动	-11,667	1,919	-24,874	-13,601	-12,773	-11,500
经营活动现金净流	66,593	92,464	61,522	76,941	82,637	89,432
资本开支	-2,595	-4,678	-3,127	23,084	-4,289	-4,791
投资	-7,268	2,805	-28,642	1,113	0	0
其他	138	88	127	0	0	0
投资活动现金净流	-9,724	-1,785	-31,642	24,197	-4,289	-4,791
股权募资	0	0	0	120	0	0
债权募资	0	0	0	-44	0	0
其他	-58,889	-71,068	-73,427	-68,650	-67,804	-71,711
筹资活动现金净流	-58,889	-71,068	-73,427	-68,574	-67,804	-71,711
现金净流量	-2,019	19,610	-43,544	32,564	10,544	12,930

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	69,070	59,296	51,691	84,242	94,770	107,683
应收款项	102	2,033	4,496	5,477	5,739	6,039
存货	46,435	54,343	61,427	67,474	73,684	78,823
其他流动资产	111,696	138,435	136,458	119,613	129,615	139,616
流动资产	227,303	254,108	254,072	276,806	303,808	332,161
%总资产	83.4%	85.0%	83.6%	84.5%	85.0%	85.5%
长期投资	9,330	5,552	8,865	7,752	7,752	7,752
固定资产	22,047	24,021	24,960	25,934	27,173	28,634
%总资产	8.1%	8.0%	8.2%	7.9%	7.6%	7.4%
无形资产	8,950	9,101	8,938	9,501	10,055	10,600
非流动资产	45,396	44,837	49,763	50,902	53,476	56,336
%总资产	16.6%	15.0%	16.4%	15.5%	15.0%	14.5%
资产总计	272,700	298,945	303,835	327,708	357,284	388,497
短期借款	57	112	44	0	0	0
应付款项	8,306	8,944	9,306	10,819	11,447	11,978
其他流动负债	40,334	47,460	40,261	42,199	45,272	48,682
流动负债	48,698	56,516	49,610	53,019	56,720	60,660
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	346	417	265	310	353	395
负债	49,043	56,933	49,876	53,328	57,073	61,055
普通股股东权益	215,669	233,106	244,638	261,918	284,516	308,416
其中：股本	1,256	1,256	1,252	1,252	1,252	1,252
未分配利润	172,983	182,787	191,905	209,066	231,664	255,563
少数股东权益	7,988	8,905	9,321	12,461	15,695	19,026
负债股东权益合计	272,700	298,945	303,835	327,708	357,284	388,497

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	59.492	68.642	65.737	68.517	72.183	76.341
每股净资产	171.684	185.565	195.355	209.155	227.200	246.286
每股经营现金净流	53.012	73.606	49.129	61.442	65.990	71.416
每股股利	49.982	75.437	51.950	54.814	54.137	57.256
回报率						
净资产收益率	34.65%	36.99%	33.65%	32.76%	31.77%	31.00%
总资产收益率	27.41%	28.84%	27.09%	26.18%	25.30%	24.61%
投入资本收益率	34.06%	36.45%	33.37%	32.19%	30.92%	29.94%
增长率						
主营业务收入增长率	18.04%	15.66%	-1.20%	4.21%	4.77%	5.23%
EBIT 增长率	17.80%	16.02%	-3.56%	4.08%	5.09%	5.60%
净利润增长率	19.16%	15.38%	-4.53%	4.23%	5.35%	5.76%
总资产增长率	7.21%	9.62%	1.64%	7.86%	9.03%	8.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	1,311.2	1,333.8	1,418.7	1,500.0	1,580.0	1,630.0
应付账款周转天数	84.6	87.5	92.2	97.0	102.0	104.0
固定资产周转天数	48.3	45.8	47.7	46.7	46.0	45.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.04%	-24.56%	-20.34%	-30.70%	-31.57%	-32.89%
EBIT 利息保障倍数	-57.0	-80.4	-139.9	-147.1	-117.2	-109.5
资产负债率	17.98%	19.04%	16.42%	16.27%	15.97%	15.72%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	41	57	81	173
增持	0	1	2	3	2
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.02	1.03	1.04	1.03

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究