

## 贵州茅台 (600519.SH)

强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料  
目标估值: NA  
当前股价: 1462.84 元

### Q4 报表出清, 市场化改革坚定推行

公司发布 2025 年年度报告, 2025 年公司实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润分别为 1720.5/823.2/822.9 亿元, 同比-1.2%/-4.5%/-4.6%。Q4 业绩不及预期包袱出清, 分红率提升至 79%。Q4 批发渠道/i 茅台承压下滑。成本上升拖累毛利率, Q4 销售费用投入增加。2026 年改革红利不断释放, 包袱出清后有望见底回升。

- Q4 业绩不及预期包袱出清, 分红率提升至 79%。2025 年公司实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润分别为 1720.5/823.2/822.9 亿元, 同比-1.2%/-4.5%/-4.6%。单 Q4 实现营业总收入 411.5 亿元 (-19.3%), 归母净利润 176.9 亿元 (-30.3%), 扣非净利润 176.1 亿元 (-30.8%), 业绩低于此前预期, 包袱超预期出清。2025 年度累计派发现金红利 650 亿元、分红率 79%、叠加回购合计 711 亿现金回报。截至报告期末, 合同负债 80.1 亿元, 同比-16.5%。25 年销货现金流 1839.9 亿元, 同比+0.7%; 经营性现金流 615.2 亿元, 同比-33.5%, 主要系财务公司吸收集团公司成员单位存款减少。
- Q4 批发渠道/i 茅台承压下滑。分产品看, 25 年茅台酒/系列酒收入分别 1465.0/222.7 亿元, 同比+0.4%/-9.8%, 单 Q4 茅台酒/系列酒收入分别 359.9/43.9 亿元, 同比-19.7%/-17.1%。25 年茅台酒销量+0.7%至 46751 吨, 增加约 338 吨, 吨价-0.3%至 313.4 万元/吨, 基本保持平稳。系列酒销量+3.9%至 38353 吨, 但吨价-13.2%至 58.1 万元/吨, 主要系 1935 价格压力及产品结构下移所致。分渠道看, 公司 25 年批发渠道收入同比-12.1%至 842.3 亿元。直销收入同比+13.0%至 845.4 亿元, 直销收入占比+6.6pcts 至 50.1%, 首次超过批发渠道, 单 Q4 批发渠道-70.9%至 113.9 亿, 经销渠道提前完成, 以及预计国资、商超等渠道发货下降明显。25 年 i 茅台收入 130.3 亿元, 同比-34.9%, 单 Q4 3.4 亿, 同比-93.4%, 倒挂后需求下降明显。国内/国外收入分别 1639.2/48.5 亿元, 同比-0.9%/-6.5%。报告期末国内经销商 2353 个, 净增 210 个 (均为系列酒经销商), 国外经销商 126 个, 净增 22 个。
- 成本上升拖累毛利率, Q4 销售费用投入增加。公司 25 年酒类毛利率-0.8pct 至 91.2%, 主要系原材料、制造费用等成本上升, 其中茅台酒/系列酒毛利率分别-0.5/-3.8pcts 至 93.5%/76.1%, 系列酒毛利率下滑明显。税金及附加/销售/管理费用率分别+0.4/+1.0/-1.1pcts 至 15.9%/4.2%/4.8%, 销售费用率上升主要系广告宣传/市场费用同比+37%/+25%。单 Q4 毛利率-2.1pcts 至 90.8%, 税金及附加/销售/管理费用率分别+2.6/+4.0/-0.1pcts 至 16.3%/6.7%/6.8%, Q4 销售费用投放加大。存款利率下降带动财务费用增加 6.5 亿元至-8.2 亿元。25 年全年归母净利率-1.7pcts 至 47.8%, 单 Q4 归母净利率-6.9pcts 至 43.0%, 单季度盈利能力下降主要是毛利下降以及销售费用增加。
- 2026 年改革红利不断释放, i 茅台销售超预期。26 年末制定量化增长目标, 为市场化改革&行业价盘稳定回升提供坚实基础。Q1 茅台销售表现超预期, 据测算, i 茅台贡献 200 亿以上增量, 398 万用户成功购酒, 实现了良好的开门红, 预计 Q1 收入/利润同比+5%/+5%。3 月 31 日飞天茅台出厂价与零售

### 基础数据

总股本 (百万股)	1252
已上市流通股 (百万股)	1252
总市值 (十亿元)	1831.9
流通市值 (十亿元)	1831.9
每股净资产 (MRQ)	205.3
ROE (TTM)	35.0
资产负债率	12.8%
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有
主要股东持股比例	54.4%

### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	2	-3
相对表现	2	-1	-28



资料来源: 公司数据、招商证券

### 相关报告

- 《贵州茅台 (600519) —提价释放信心, 供求关系转变》2026-03-31
- 《贵州茅台 (600519) —i 茅台强化消费者触达, 市场化改革加速》2026-01-12
- 《贵州茅台 (600519) —新起点, 目标理性进取》2025-12-01

陈书慧 S1090523010003  
 chenshuhui@cmschina.com.cn  
 刘成 S1090523070012  
 liucheng5@cmschina.com.cn

价同步提价，市场化改革再进一步，对全年盈利预测正向贡献约+2.3%。二季度淡季主要控货挺价，当前飞天批价稳定在 1600 左右。此外，非标代售模式推进，渠道效率优化。

□ **投资建议：股东回报托底，包袱出清后有望见底回升，维持“强烈推荐”评级。** 25Q4 是公司经营压力最大的一个季度，全系产品批价显著下行，非标库存累积，Q4 报表真实反应，清理历史包袱，利润低于预期，但见底信号明显，预计 26 年经营见底回升，一季报全年预期修正后适合长线投资者布局。下调 26-28 年 EPS 预测为 67.79、71.98、76.01 元，预计分红+回购对应 4.0% 股东回报，考虑公司逐步走出调整，中长周期潜在海外资金流入和估值修复，重申“强烈推荐”评级。

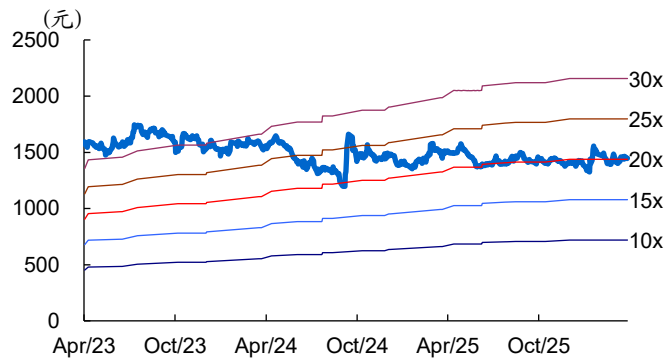
□ **风险提示：政策影响超预期、外资流出、税率上升、宏观经济影响、提价传导不畅通等**

**财务数据与估值**

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	174144	172054	179124	188889	199152
同比增长	16%	-1%	4%	5%	5%
营业利润(百万元)	119689	114809	118387	125199	132211
同比增长	15%	-4%	3%	6%	6%
归母净利润(百万元)	86228	82320	84886	90136	95186
同比增长	15%	-5%	3%	6%	6%
每股收益(元)	68.86	65.74	67.79	71.98	76.01
PE	21.2	22.3	21.6	20.3	19.2
PB	7.9	7.5	6.9	6.3	5.8

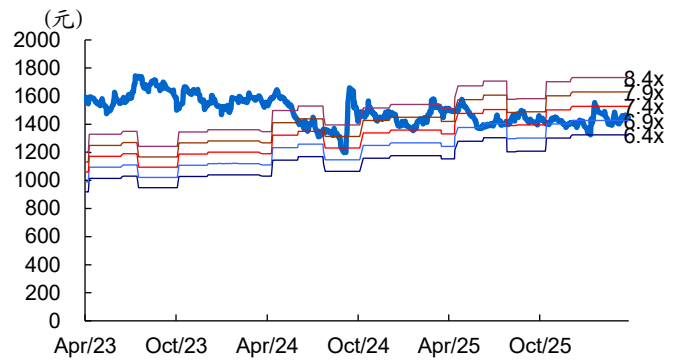
资料来源：公司数据、招商证券

**图 1：贵州茅台历史 PE Band**



资料来源：公司数据、招商证券

**图 2：贵州茅台历史 PB Band**



资料来源：公司数据、招商证券

**参考报告：**

- 1、《贵州茅台（600519）—提价释放信心，供求关系转变》2026-03-31
- 2、《贵州茅台（600519）—i 茅台强化消费者触达，市场化改革加速》2026-01-12
- 3、《贵州茅台（600519）—新起点，目标理性进取》2025-12-01

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	251727	252519	277882	309810	343018
现金	59296	51691	67074	87364	108485
交易性投资	249	0	0	0	0
应收票据	1984	0	0	0	0
应收款项	19	3	3	3	3
其它应收款	30	36	38	40	42
存货	54343	61427	65679	69405	73176
其他	135806	139362	145088	152998	161311
<b>非流动资产</b>	47218	51316	50972	50673	50412
长期股权投资	0	147	147	147	147
固定资产	21871	22488	23051	23566	24036
无形资产商誉	8949	8803	7922	7130	6417
其他	16398	19878	19851	19830	19812
<b>资产总计</b>	<b>298945</b>	<b>303835</b>	<b>328854</b>	<b>360483</b>	<b>393430</b>
<b>流动负债</b>	56516	49610	51715	53599	55505
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3515	4007	4285	4528	4774
预收账款	9592	8007	8561	9047	9538
其他	43409	37596	38870	40024	41193
<b>长期负债</b>	417	265	265	265	265
长期借款	0	0	0	0	0
其他	417	265	265	265	265
<b>负债合计</b>	<b>56933</b>	<b>49876</b>	<b>51980</b>	<b>53864</b>	<b>55770</b>
股本	1256	1252	1252	1252	1252
资本公积金	1375	(119)	(119)	(119)	(119)
留存收益	230475	243504	263335	289806	317390
少数股东权益	8905	9321	12405	15679	19137
归属于母公司所有者权益	233106	244638	264469	290940	318524
<b>负债及权益合计</b>	<b>298945</b>	<b>303835</b>	<b>328854</b>	<b>360483</b>	<b>393430</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	92464	61522	82117	85356	89855
净利润	89335	85310	87970	93410	98644
折旧摊销	1991	2204	2854	2809	2770
财务费用	14	29	(771)	(1004)	(1273)
投资收益	(9)	(1)	(105)	(105)	(105)
营运资金变动	1983	(24910)	(7831)	(9754)	(10181)
其它	(850)	(1110)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(1785)	(31642)	(2405)	(2405)	(2405)
资本支出	(4679)	(3128)	(2510)	(2510)	(2510)
其他投资	2894	(28514)	105	105	105
<b>筹资活动现金流</b>	(71068)	(73427)	(64329)	(62661)	(66329)
借款变动	20203	22143	(44)	0	0
普通股增加	0	(4)	0	0	0
资本公积增加	0	(1493)	0	0	0
股利分配	(92788)	(94764)	(65055)	(63665)	(67602)
其他	1517	691	771	1004	1273
<b>现金净增加额</b>	19611	(43547)	15383	20290	21121

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	174144	172054	179124	188889	199152
营业成本	13789	14892	15923	16826	17741
营业税金及附加	26926	27354	28528	30083	31718
营业费用	5639	7253	8282	8539	9003
管理费用	9316	8320	8703	9141	9638
研发费用	218	190	198	209	220
财务费用	(1470)	(815)	(771)	(1004)	(1273)
资产减值损失	(23)	20	20	0	0
公允价值变动收益	61	76	76	76	76
其他收益	21	29	29	29	29
投资收益	9	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	119689	114809	118387	125199	132211
营业外收入	71	75	75	75	75
营业外支出	121	129	129	129	129
<b>利润总额</b>	119639	114755	118333	125146	132157
所得税	30304	29445	30363	31736	33514
少数股东损益	3107	2990	3083	3274	3458
<b>归属于母公司净利润</b>	86228	82320	84886	90136	95186

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	16%	-1%	4%	5%	5%
营业利润	15%	-4%	3%	6%	6%
归母净利润	15%	-5%	3%	6%	6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	92.1%	91.3%	91.1%	91.1%	91.1%
净利率	49.5%	47.8%	47.4%	47.7%	47.8%
ROE	38.4%	34.5%	33.3%	32.5%	31.2%
ROIC	37.9%	34.2%	32.9%	31.8%	30.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	19.0%	16.4%	15.8%	14.9%	14.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.5	5.1	5.4	5.8	6.2
速动比率	3.5	3.9	4.1	4.5	4.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
应收账款周转率	168.0	172.0	67273.0	67695.0	67689.0
应付账款周转率	4.2	4.0	3.8	3.8	3.8
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	68.86	65.74	67.79	71.98	76.01
每股经营净现金	73.84	49.13	65.57	68.16	71.75
每股净资产	186.15	195.36	211.19	232.33	254.36
每股股利	51.72	51.95	50.84	53.98	22.80
<b>估值比率</b>					
PE	21.2	22.3	21.6	20.3	19.2
PB	7.9	7.5	6.9	6.3	5.8
EV/EBITDA	15.3	15.9	15.3	14.5	13.8

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。