

证券研究报告

公司研究

点评报告

贵州茅台 (600519.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

贵州茅台 (600519): 市场化改革下的价格体系重构

2026.03.31

贵州茅台 (600519): 务实降速, 坚韧前行

2025.10.30

贵州茅台 (600519): 迎难而上求变, 完成既定任务

2025.08.13

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

面对承压, 坚定改革

2026年04月17日

事件: 公司发布 2025 年年报, 全年实现营业总收入 1720.05 亿元, 同比减少 1.20%; 归母净利润 823.20 亿元, 同比减少 4.53%。

点评:

- **四季度经销收入大幅降低, 销售费用显著增加。** 25Q4, 公司营业总收入 411.50 亿元, 同比-19.35%, 归母净利润 176.93 亿元, 同比-30.34%。分产品看, 茅台酒收入 359.86 亿元, 同比-19.68%; 系列酒收入 43.91 亿元, 同比-17.01%。分渠道看, 直销收入 289.88 亿元, 同比+26.62%, 其中 i 茅台收入 3.39 亿元, 同比-93.55%; 经销收入 113.90 亿元, 同比-58.19%。25Q4, 毛利率同比-2.08pct 至 90.82%, 税金及附加占比同比+2.62pct, 销售费用同比+97.62%导致销售费用率率同比+4.07pct, 管理费用率同比-0.10pct, 归母净利率同比-6.86pct 至 43.81%。
- **全年现金回款稳定, 现金流受存款业务波动影响较大。** 2025 年, 公司销售收现 1839.90 亿元, 同比+0.74%; 经营净现金流 615.22 亿元, 同比-33.46%, 主要是公司控股子公司贵州茅台集团财务有限公司吸收集团公司成员单位存款减少及不可随时支取的同业存款增加。截至四季度末, 公司合同负债 80.07 亿元, 同比-15.86 亿元, 环比+2.58 亿元。2025 年, 公司毛利率同比-0.75pct 至 91.18%, 税金及附加占比同比+0.45pct, 销售费用率同比+1.00pct, 管理费用率同比-0.52pct, 归母净利率同比-1.70pct 至 48.76%。我们预计, 随市场化改革的推进, 渠道利润回归, 需公司投入的销售费用或将持续提升。
- **直销占比首次过半, 渠道进一步向 C 重构。** 分产品看, 2025 年茅台酒收入 1465.00 亿元, 同比+0.39%, 其中量+0.7%/价-0.3%, 毛利率同比-0.53pct 至 93.53%; 系列酒收入 222.75 亿元, 同比-9.76%, 其中量+3.9%/价-13.1%。分渠道看, 2025 年经销收入 842.32 亿元, 同比-12.05%, 其中量-1.93%/价-10.32%; 直销收入 845.43 亿元, 同比+12.90%, 其中量+16.61%/价-3.18%, 直销占比首次超越经销, 同比+6.21pct 至 50.09%。此外, 受产品价格倒挂影响, 消费者申购意愿降低, i 茅台销售收入 130.31 亿元, 同比-34.92%。自今年初公司价格体系调整以来, i 茅台加快放量, 我们预计 2026 年直销占比或将进一步快速提升。
- **盈利预测与投资评级:** 我们认为, 面对行业调整压力, 公司通过市场化改革持续触达更多消费群体, 在保持供需紧平衡基础上, 核心单品的中长期价格有望与通胀保持同步提升, 由此实现收入及利润的可持续平稳增长。我们预计, 公司 2026-2028 年摊薄每股收益分别为 69.33 元、72.45 元、75.52 元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 宏观经济不确定性风险; 消费环境变化; 茅台酒技改建设项目进度不及预期风险

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	174,144	172,054	180,202	187,548	195,216
增长率 YoY %	15.7%	-1.2%	4.7%	4.1%	4.1%
归属母公司净利润 (百万元)	86,228	82,320	86,817	90,732	94,567
增长率 YoY%	15.4%	-4.5%	5.5%	4.5%	4.2%
毛利率%	91.9%	91.2%	91.3%	91.2%	91.2%
净资产收益率ROE%	37.0%	33.6%	34.5%	36.7%	39.1%
EPS(摊薄)(元)	68.86	65.74	69.33	72.45	75.52
市盈率 P/E(倍)	21.24	22.25	21.10	20.19	19.37
市净率 P/B(倍)	7.86	7.49	7.29	7.41	7.58

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 04 月 16 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	251,727	252,519	263,140	263,167	262,464	
货币资金	59,296	51,691	59,277	56,304	52,465	
应收票据	1,984	0	0	0	0	
应收账款	19	3	20	35	50	
预付账款	27	7	8	8	8	
存货	54,343	61,427	64,478	67,277	70,205	
其他	136,057	139,391	139,357	139,542	139,735	
非流动资产	47,218	51,316	51,421	51,421	51,157	
长期股权投资	0	147	147	147	147	
固定资产	21,871	22,488	22,435	22,272	22,000	
无形资产	8,850	8,686	8,926	9,166	9,166	
其他	16,496	19,995	19,913	19,836	19,844	
资产总计	298,945	303,835	314,561	314,588	313,621	
流动负债	56,516	49,610	50,371	51,375	52,411	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	3,515	4,007	3,869	4,037	4,212	
其他	53,001	45,603	46,502	47,339	48,199	
非流动负债	417	265	265	265	265	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	417	265	265	265	265	
负债合计	56,933	49,876	50,636	51,640	52,676	
少数股东权益	8,905	9,321	12,470	15,761	19,191	
归属母公司股东权益	233,106	244,638	251,455	247,187	241,754	
负债和股东权益	298,945	303,835	314,561	314,588	313,621	
重要财务指标	单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	174,144	172,054	180,202	187,548	195,216	
同比(%)	15.7%	-1.2%	4.7%	4.1%	4.1%	
归属母公司净利润	86,228	82,320	86,817	90,732	94,567	
同比(%)	15.4%	-4.5%	5.5%	4.5%	4.2%	
毛利率(%)	91.9%	91.2%	91.3%	91.2%	91.2%	
ROE%	37.0%	33.6%	34.5%	36.7%	39.1%	
EPS(摊薄)(元)	68.86	65.74	69.33	72.45	75.52	
P/E	21.24	22.25	21.10	20.19	19.37	
P/B	7.86	7.49	7.29	7.41	7.58	
EV/EBITDA	15.43	14.40	14.54	13.95	13.43	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	174,144	172,054	180,202	187,548	195,216	
营业成本	13,895	15,068	15,659	16,340	17,053	
营业税金及附加	26,926	27,354	28,318	29,493	30,720	
销售费用	5,639	7,253	7,964	8,295	8,640	
管理费用	9,316	8,320	8,584	8,479	8,448	
研发费用	218	190	195	203	211	
财务费用	-1,470	-815	-1,285	-1,474	-1,400	
减值损失合计	-23	17	15	15	15	
投资净收益	9	1	9	9	10	
其他	83	108	28	29	31	
营业利润	119,689	114,809	120,819	126,266	131,600	
营业外收支	-50	-54	-60	-60	-60	
利润总额	119,639	114,755	120,759	126,206	131,540	
所得税	30,304	29,445	30,794	32,182	33,543	
净利润	89,335	85,310	89,966	94,023	97,997	
少数股东损益	3,107	2,990	3,149	3,291	3,430	
归属母公司净利润	86,228	82,320	86,817	90,732	94,567	
EBITDA	120,233	116,173	121,950	127,311	132,504	
EPS(当年)(元)	68.64	65.66	69.33	72.45	75.52	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	92,464	61,522	90,223	94,664	98,317	
净利润	89,335	85,310	89,966	94,023	97,997	
折旧摊销	2,085	2,259	2,475	2,580	2,364	
财务费用	14	29	8	8	8	
投资损失	-9	-1	-9	-9	-10	
营运资金变动	1,919	-24,874	-2,259	-1,981	-2,085	
其它	-881	-1,201	43	43	43	
投资活动现金流	-1,785	-31,642	-2,629	-2,629	-2,148	
资本支出	-4,678	-3,127	-2,658	-2,658	-2,158	
长期投资	2,805	-28,642	0	0	0	
其他	88	127	29	29	10	
筹资活动现金流	-71,068	-73,427	-70,008	-75,008	-80,008	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-70,951	-67,242	-70,008	-75,008	-80,008	
现金流净增加额	19,610	-43,544	17,586	17,027	16,161	

研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，4 年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究卫龙美味、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、绝味食品、周黑鸭、煌上煌等），深度研究零食量贩业态（万辰集团等）和折扣零售。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，4 年食品饮料研究经验。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、全国性次高端酒、苏酒、酱酒板块）及社区店型扩品类机会（立高食品、百果园等）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。3 年食品饮料行业研究经验，覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多和天润乳业等）和食品添加剂（深度研究安琪酵母、百龙创园、嘉必优、晨光生物和保龄宝等）。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。