

## 贵州茅台(600519.SH)

### 深化渠道转型，开启新征程

#### 推荐 (维持)

股价:1462.84元

#### 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.moutaichina.com
大股东/持股	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司/54.40%
实际控制人	贵州省人民政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	1,252
流通A股(百万股)	1,252
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	18,319
流通A股市值(亿元)	18,319
每股净资产(元)	205.28
资产负债率(%)	12.8

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**张晋溢** 投资咨询资格编号  
S1060521030001  
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

**韦毓** 投资咨询资格编号  
S1060525120002  
WEIYU001@pingan.com.cn



#### 事项:

公司发布2025年度报告，全年实现营业总收入1720.5亿元，同比-1.20%；归母净利润823.2亿元，同比-4.5%。25Q4实现营业总收入411.5亿元，同比-19.3%；归母净利润176.9亿元，同比-30.3%。2025年年度利润分配拟向全体股东每股派发现金红利27.993元（含税）。

#### 平安观点:

- 茅台酒收入稳定，毛利率小幅下滑。**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%；25年茅台酒销量46751吨，同比+0.73%，吨价313.4万元/吨，同比基本持平；系列酒销售38353吨，同比+3.9%，吨价58.1万元/吨，同比-13.1%。25年公司整体毛利率小幅下滑，毛利率为91.18%，较上年下降0.75pcts。
- 销售费用率有所提升，净利率承压。**费用情况来看，25年销售/管理费用率分别为4.2%/4.8%，分别+1.0/-0.5pcts，销售费用率上升主要系广告宣传/市场推广及服务费用同比+37%/+25%。25年财务费用为-8.2亿元，上年同期为-14.7亿元，同比变动主要是本期商业银行存款利率下降、规模及结构变化。全年毛利率下行和费用率提升导致公司净利率水平下降，25年公司销售净利率为50.5%，同比-1.7pcts。
- 直销收入超过批发渠道，I茅台收入下滑。**分渠道看，公司25年批发渠道收入842.3亿元，同比-12.0%；直销收入845.4亿元，同比+13.0%。25年I茅台收入130.3亿元，同比-34.9%。国内/国外收入分别1639.2/48.5亿元，同比-0.9%/-6.5%。25年末国内经销商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。
- 开启“十五五”新征程，维持“推荐”评级。**“十五五”期间，公司将持续提升商业模式韧性、增强全球市场竞争力，不断巩固与提升公司核心竞争力；以消费者为中心、市场需求为驱动，系统推进营销体系市场化转型

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	170,899	168,838	175,308	183,472	192,408
YOY(%)	15.7	-1.2	3.8	4.7	4.9
净利润(百万元)	86,228	82,320	86,396	90,296	94,458
YOY(%)	15.4	-4.5	5.0	4.5	4.6
毛利率(%)	91.9	91.2	92.0	91.9	91.9
净利率(%)	50.5	48.8	49.3	49.2	49.1
ROE(%)	37.0	33.6	31.4	29.5	27.9
EPS(摊薄/元)	68.86	65.74	68.99	72.11	75.43
P/E(倍)	20.4	21.4	20.4	19.5	18.7
P/B(倍)	7.6	7.2	6.4	5.8	5.2

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

；产品端打造稳固“金字塔”型产品结构，构建层次清晰、定位明确的价值矩阵，我们看好公司的长期发展。考虑到消费仍有压力，我们调整2026-27年归母净利预测至864/903亿元（原值：953/1022亿元），并预测2028年归母净利润为945亿元，维持“推荐”评级。

- 风险提示：1）宏观经济波动影响：白酒受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；2）消费复苏不及预期：宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响白酒板块复苏；3）行业竞争加剧风险：竞争格局恶化会一定程度扰乱影响白酒行业定价，对行业造成不良影响。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	252,519	290,606	327,903	366,994
现金	51,691	105,288	138,727	173,956
应收票据及应收账款	4,460	2,258	2,363	2,478
其他应收款	36	34	35	37
预付账款	7	25	26	28
存货	61,427	56,040	59,332	62,575
其他流动资产	134,898	126,962	127,419	127,920
<b>非流动资产</b>	51,316	50,907	50,299	49,544
长期投资	147	247	367	487
固定资产	22,710	24,132	25,336	26,326
无形资产	8,686	7,254	5,820	4,383
其他非流动资产	19,774	19,274	18,777	18,348
<b>资产总计</b>	303,835	341,514	378,202	416,538
<b>流动负债</b>	49,610	54,066	56,031	58,040
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4,007	3,671	3,886	4,099
其他流动负债	45,603	50,396	52,145	53,941
<b>非流动负债</b>	265	224	181	137
长期借款	190	148	105	62
其他非流动负债	76	76	76	76
<b>负债合计</b>	49,876	54,290	56,212	58,177
少数股东权益	9,321	12,479	15,779	19,232
股本	1,252	1,252	1,252	1,252
资本公积	2	2	3	5
留存收益	243,384	273,490	304,956	337,872
<b>归属母公司股东权益</b>	244,638	274,744	306,211	339,129
<b>负债和股东权益</b>	303,835	341,514	378,202	416,538

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	61,466	121,056	94,037	98,319
净利润	85,310	89,553	93,597	97,911
折旧摊销	2,204	2,709	2,831	2,881
财务费用	-815	-267	-421	-543
投资损失	-1	-15	-15	-15
营运资金变动	-24,874	29,137	-1,892	-1,853
其他经营现金流	-357	-62	-62	-62
<b>投资活动现金流</b>	-31,642	-11,395	-2,145	-2,047
资本支出	3,155	2,200	2,103	2,006
长期投资	-28,642	-100	-120	-120
其他投资现金流	-6,155	-13,495	-4,128	-3,933
<b>筹资活动现金流</b>	-73,427	-56,064	-58,453	-61,043
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-124	-41	-43	-44
其他筹资现金流	-73,303	-56,023	-58,410	-60,999
<b>现金净增加额</b>	-43,600	53,597	33,440	35,229

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	168,838	175,308	183,472	192,408
营业成本	14,892	14,035	14,859	15,672
税金及附加	27,354	28,049	29,356	30,785
营业费用	7,253	7,889	8,256	8,851
管理费用	8,320	8,415	8,807	9,236
研发费用	190	203	212	223
财务费用	-815	-267	-421	-543
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	17	13	14	14
其他收益	29	28	28	28
公允价值变动收益	76	80	80	80
投资净收益	1	15	15	15
资产处置收益	3	1	1	1
<b>营业利润</b>	114,809	120,098	125,518	131,301
营业外收入	75	78	78	78
营业外支出	129	127	127	127
<b>利润总额</b>	114,755	120,048	125,468	131,251
所得税	29,445	30,495	31,871	33,340
<b>净利润</b>	85,310	89,553	93,597	97,911
少数股东损益	2,990	3,158	3,300	3,452
<b>归属母公司净利润</b>	82,320	86,396	90,296	94,458
EBITDA	116,144	122,491	127,878	133,589
EPS (元)	65.74	68.99	72.11	75.43

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	-1.2	3.8	4.7	4.9
营业利润(%)	-4.1	4.6	4.5	4.6
归属于母公司净利润(%)	-4.5	5.0	4.5	4.6
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	91.2	92.0	91.9	91.9
净利率(%)	48.8	49.3	49.2	49.1
ROE(%)	33.6	31.4	29.5	27.9
ROIC(%)	44.1	42.7	49.3	50.9
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	16.4	15.9	14.9	14.0
净负债比率(%)	-20.3	-36.6	-43.1	-48.5
流动比率	5.1	5.4	5.9	6.3
速动比率	1.1	2.0	2.5	3.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	37.9	111.4	111.4	111.4
应付账款周转率	3.7	3.8	3.8	3.8
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	65.74	68.99	72.11	75.43
每股经营现金流(最新摊薄)	49.08	96.67	75.09	78.51
每股净资产(最新摊薄)	195.36	219.40	244.52	270.81
<b>估值比率</b>				
P/E	21.4	20.4	19.5	18.7
P/B	7.2	6.4	5.8	5.2
EV/EBITDA	14.5	13.7	12.9	12.1

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐 ( 预计 6个月内, 股价表现强于市场表现20%以上 )

推荐 ( 预计6个月内, 股价表现强于市场表现10%至20%之间 )

中性 ( 预计6个月内, 股价表现相对市场表现在±10%之间 )

回避 ( 预计6个月内, 股价表现弱于市场表现10%以上 )

### 行业投资评级:

强于大市 ( 预计6个月内, 行业指数表现强于市场表现5%以上 )

中性 ( 预计6个月内, 行业指数表现相对市场表现在±5%之间 )

弱于大市 ( 预计6个月内, 行业指数表现弱于市场表现5%以上 )

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 ( 一人或多人 ) 就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司 ( 以下简称“平安证券” ) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2026版权所有。保留一切权利。



## 平安证券研究所

电话:4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

### 上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

### 北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层