

# 贵州茅台 (600519.SH)

买入 (维持评级)

韧性犹在，勇拓新篇

**事件:** 公司发布 2025 年年度报告, 2025 年公司实现营业收入 1688.38 亿元, 同比-1.21%; 实现归母净利润 823.20 亿元, 同比-4.53%; 实现扣非归母净利润为 822.93 亿元, 同比-4.58%。单季度看, 2025 单 Q4 实现收入 403.84 亿元, 同比-19.41%; 实现归母净利润 176.93 亿元, 同比-30.35%。此外, 公司 2025 年度累计派发现金红利 650.33 亿元, 占 25 年归母净利润的 79%。

➤ **公司整体业绩平稳:** 分产品结构看, 更能看出主品“茅台酒”依然保持韧性。2025 年, 茅台酒收入 1465 亿元, 同比+0.39%, 实现销量 46750.66 吨, 同比+0.73%, 吨价略有下降。其他系列酒收入 222.75 亿元, 同比-9.76%, 拉低了整体发展速度。单 Q4 看, 茅台酒收入 359.86 亿元, 同比-19.68%, 对全年发展速度有所拖累, 我们预计 Q4 下滑的主要是精品、生肖、年份等非标品: 非标茅台酒预计在 25H2 动销受环境影响较大, 导致批价下滑, 商家打款压力增大、积极性减弱, 从而阶段性影响了公司收入。系列酒单 Q4 收入 43.90 亿元, 同比-17.02%, 表现与预期较为相符。

➤ **分渠道结构看, 直销渠道重要性进一步突出:** 2025 年, 批发代理模式收入 842.32 亿元, 同比-12.05%; 直销模式收入 845.43 亿元, 同比+12.96%。直销渠道在酒类销售中的占比从 2024 年的 43.87% 提升至 2025 年的 50.09%, 直销渠道的良好表现, 预计为公司在 12 月份提出“市场化改革”提供了信心基础。

➤ **我们认为, 2025Q4 是茅台的重要分水岭, 茅台正在“勇拓新篇”:** 正是在 25Q4 这样有挑战性的时刻, 公司提出了营销体系的“市场化改革”, 并在 2026 年 Q1 逐步落实。改革具体表现为产品体系的重新梳理、运营模式的调整、渠道布局的完善、价格机制的调整、飞天茅台的提价等重要动作。从 2026 年春节期间的渠道反馈看, 茅台的市场化改革已初显成效, 发展可期, 建议关注!

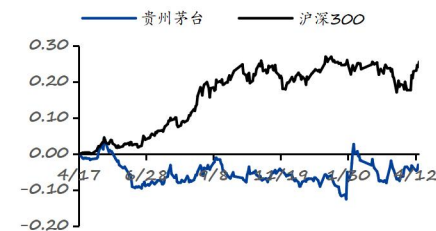
➤ **盈利预测与投资建议:** 综合考虑白酒消费场景修复节奏及公司自身的改革推进, 我们预计公司 2026 至 2028 年归母净利润分别为 851.85 亿元、906.60 亿元、952.67 亿元 (原 26-27 年值为 946.22/996.57 亿元), 当前股价对应 PE 分别为 21.5 倍、20.2 倍、19.2 倍, 维持“买入”评级。

➤ **风险提示:** 宏观经济与白酒消费修复不及预期; 政策风险; 产品动销受阻; 食品质量安全风险等。

## 基本数据

日期	2026-04-16
收盘价:	1,462.84 元
总股本/流通股本(百万股)	1,252.27/1,252.27
流通 A 股市值(百万元)	1,831,870.96
每股净资产(元)	195.36
资产负债率(%)	16.42
一年内最高/最低价(元)	1,645.00/1,322.01

## 一年内股价相对走势



## 团队成员

分析师:	龚源月(S0210526030001)
分析师:	杨良俊(S0210525040010)
	ylj30774@hfzq.com.cn

## 相关报告

- 1、品牌优势充分显现, 市场化改革打开新局面——2026.04.16
- 2、保持定力, 2024 年顺利收官——2025.01.03
- 3、增长韧性延续, 年度目标顺利完成可期——2024.10.26

财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	170,899	168,838	174,863	183,086	191,548
增长率	16%	-1%	4%	5%	5%
净利润 (百万元)	86,228	82,320	85,185	90,660	95,264
增长率	15%	-5%	3%	6%	5%
EPS (元/股)	68.86	65.74	68.02	72.40	76.07
市盈率 (P/E)	21.2	22.3	21.5	20.2	19.2
市净率 (P/B)	7.9	7.5	6.2	5.2	4.5

数据来源: 公司公告、华福证券研究所





## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn