

贵州茅台 (600519.SH)

长期主义为先，积极求变

核心观点：

- **事件：贵州茅台发布 2025 年报**，全年实现营业总收入/归母净利润 1721 /823 亿元，同比-1.2%/-4.5%。其中 25Q4 实现营业总收入/归母净利润 412 /177 亿元，同比-19.4%/-30%。
- **周期底部积极求变，25Q4 务实调整缓解渠道压力。**(1) 从营收节奏上看，公司 25Q3/Q4 营收分别同比+0.4%/-19.4%；(2) 分产品看，2025 年茅台酒/系列酒营收分别同比+0.4%/-9.8%至 1465/223 亿元。其中 25Q4 茅台酒/系列酒营收分别同比-20%/-17%至 360/44 亿元；(3) 分渠道看，2025 年直销/批发代理/i 茅台营收分别同比+12.9%/-12.2%/-34.9%至 845/842/130 亿元；其中 25Q4 公司直销/批发代理/i 茅台营收分别同比+27%/-58%/-94%至 290/114/3 亿元。
- **规模效应减弱，盈利水平承压。**(1) 毛利率端，公司 2025A/25Q4 毛利率同比-0.7/-2.0pct 至 91.2%/90.8%；(2) 费用率端，公司 2025A/25Q4 销售费用率同比+1.0pct/+4.0pct 至 4.2%/6.7%，管理费用率同比-0.5pct/-0.1pct 至 4.8%/6.8%；(3) 盈利端：公司 2025A/25Q4 归母净利率同比-0.7pct/-6.8pct 至 47.9%/43.0%。
- **2026 年末设具体营收目标，可持续增长确定性增强。**接受单季度营收下滑、不设立具体营收指标表明公司倾向于长期发展与价盘稳定，必要时可进行动态调整，以渠道健康发展为先。同时公司积极推进市场化改革，通过产品、渠道投放配额的调整来促进供需平衡，以飞天提价增厚表端业绩，2026 年表观业绩实现健康增长的确定性高。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润同比 +1.9/+4.5%/+5.9%至 839/877/928 亿元，对应 PE 估值 22/21/20x。考虑到公司作为行业龙头，给予 2026 年 25 倍 PE，合理价值 1675 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**消费复苏不及预期、批价大幅波动、食品安全事件。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	174,144	172,054	176,883	185,029	196,010
增长率 (%)	15.7%	-1.2%	2.8%	4.6%	5.9%
EBITDA	120,151	116,156	118,194	123,236	130,287
归母净利润	86,123	82,320	83,901	87,663	92,824
增长率 (%)	15.4%	-4.4%	1.9%	4.5%	5.9%
EPS (元/股)	68.56	65.74	67.00	70.00	74.12
市盈率 (P/E)	22.2	22.3	21.8	20.9	19.7
ROE (%)	36.9%	33.6%	32.1%	31.4%	31.2%
EV/EBITDA	15.4	15.3	14.9	14.1	13.2

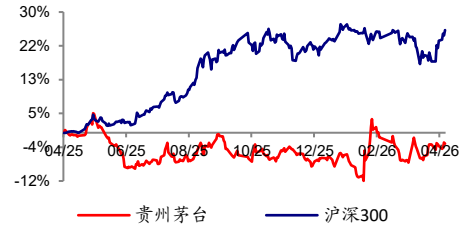
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	1462.84 元
合理价值	1675 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-17

相对市场表现



分析师：

符蓉



SAC 执证号: S0260523120002

SFC CE No. BWC944



021-38003552



furong@gf.com.cn

分析师：

周源



SAC 执证号: S0260525040003



fzzhouyuan@gf.com.cn

请注意，周源并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

贵州茅台 (600519.SH) :提价彰显信心，估值修复可期	2026-03-31
贵州茅台 (600519.SH) :务实降速，韧性尽显	2025-10-30
贵州茅台 (600519.SH) :需求承压显韧性，营收表现符合预期	2025-08-13

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	251,727	252,519	279,766	301,260	323,388
货币资金	59,296	51,691	73,408	90,034	107,115
应收及预付	2,030	9	56	59	62
存货	54,343	61,427	66,488	70,838	75,597
其他	136,057	139,391	139,816	140,330	140,614
非流动资产总额	47,218	51,316	53,531	55,637	56,635
长期股权投资	0	147	147	147	147
固定资产	21,871	22,488	22,616	22,617	22,508
在建工程	2,150	2,472	2,278	2,104	1,930
使用权资产	411	222	222	222	222
无形资产	8,850	8,686	9,966	11,246	12,526
其他	13,936	17,302	18,302	19,302	19,302
资产总额	298,945	303,835	333,298	356,898	380,023
流动负债总额	56,516	49,610	59,245	62,128	63,317
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	13,107	12,014	18,488	19,424	20,612
其他	43,409	37,596	40,757	42,705	42,705
非流动负债总额	417	265	265	265	265
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	417	265	265	265	265
负债总额	56,933	49,876	59,510	62,394	63,582
股本	1,256	1,252	1,252	1,252	1,252
其他	231,850	243,386	260,166	277,698	296,263
归母权益合计	233,106	244,638	261,418	278,951	297,515
少数股东权益	8,905	9,321	12,369	15,553	18,925
负债和股东权益	298,945	303,835	333,298	356,898	380,023

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	174,144	172,054	176,883	185,029	196,010
营业成本	14,000	15,068	16,309	17,377	18,544
营业税金及附加	26,926	27,354	28,124	29,420	31,166
销售费用	5,639	7,253	7,694	8,141	8,722
管理费用	9,316	8,320	8,554	8,947	9,478
研发费用	218	190	212	222	235
财务费用	-1,470	-815	-939	-1,227	-1,480
资产信用减值损失	-23	17	-20	-20	-20
公允价值变动收益	61	76	76	76	76
投资收益	9	1	5	5	5
营业利润	119,583	114,809	117,012	122,233	129,428
营业外收支	-50	-54	-54	-30	-30
利润总额	119,533	114,755	116,959	122,203	129,398
所得税费用	30,304	29,445	30,010	31,356	33,202
合并净利润	89,230	85,310	86,948	90,847	96,196
少数股东损益	3,107	2,990	3,048	3,184	3,372
归母净利润	86,123	82,320	83,901	87,663	92,824
EPS (元/股)	68.56	65.74	67.00	70.00	74.12

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	92,464	61,522	93,153	91,072	94,656
合并净利润	89,230	85,310	86,948	90,847	96,196
折旧摊销	2,085	2,259	2,185	2,294	2,403
营运资金变动	1,919	-24,874	4,084	-2,005	-3,878
其他	0	0	-300	-300	0
投资活动现金流净额	-1,785	-31,642	-79,051	-4,316	-3,316
资本性开支	-4,678	-3,127	-3,400	-3,400	-3,400
投资	2,805	-28,642	-1,000	-1,000	0
其他	88	127	-74,651	84	84
融资活动现金流净额	-71,068	-73,427	-67,121	-70,130	-74,259
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	0	0	0	0	0
股利分配与偿付利息	-70,951	-67,242	-67,121	-70,130	-74,259
其他	-116	-6,185	0	0	0
现金净增加额	19,610	-43,544	-53,018	16,626	17,081
期初现金余额	150,360	169,970	126,426	73,408	90,034
期末现金余额	169,970	126,426	73,408	90,034	107,115

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	15.7%	-1.2%	2.8%	4.6%	5.9%
营业利润增长率	15.4%	-4.0%	1.9%	4.5%	5.9%
归母净利增长率	15.4%	-4.4%	1.9%	4.5%	5.9%
获利能力					
毛利率	92.0%	91.2%	90.8%	90.6%	90.5%
净利率	51.2%	49.6%	49.2%	49.1%	49.1%
ROE	36.9%	33.6%	32.1%	31.4%	31.2%
偿债能力					
资产负债率	19.0%	16.4%	17.9%	17.5%	16.7%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.5	5.1	4.7	4.8	5.1
利息保障倍数	8156.8	3963.7			
营运能力					
应收账款周转率	4389.4	15943.3	7200.0	7200.0	7200.0
存货周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
应付账款周转率	4.0	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标					
每股收益	68.56	65.74	67.00	70.00	74.12
每股净资产	185.56	195.36	208.76	222.76	237.58
每股经营现金流	73.61	49.13	74.39	72.73	75.59
估值比率					
PE	22.2	22.3	21.8	20.9	19.7
PB	8.2	7.5	7.0	6.6	6.2
EV/EBITDA	15.4	15.3	14.9	14.1	13.2

广发食品饮料研究小组

- 符蓉：首席分析师，金融学硕士，8年证券与基金投研经验。
- 郝宇新：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 吴思颖：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 胡慧：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 廖承帅：资深分析师，工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 殷卓龙：资深分析师，管理学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：高级分析师，理学硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 湛保罗：高级分析师，金融学硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。