

## 食品饮料

2026年04月17日

# 贵州茅台 (600519)

## ——25Q4 释放压力，26 年全面推进市场化转型

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (维持)

**市场数据：** 2026年04月17日

收盘价(元)	1,407.24
一年内最高/最低(元)	1,645.00/1,322.01
市净率	7.2
股息率(分红/股价)	3.67
流通A股市值(百万元)	1,762,245
上证指数/深证成指	4,051.43/14,885.42

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2025年12月31日

每股净资产(元)	195.36
资产负债率%	16.42
总股本/流通A股(百万)	1,252/1,252
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

#### 证券分析师

周缘 A0230519090004  
zhouyuan@swsresearch.com  
王子昂 A0230525040003  
wangza@swsresearch.com

#### 联系人

王子昂 A0230525040003  
wangza@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

### 投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年年报，2025 年实现营业总收入 1720.5 亿，同比下降 1.2%，归母净利润 823.2 亿，同比下降 4.53%。其中，25Q4 营业总收入 411.5 亿，同比下降 19.3%，归母净利润 176.93 亿，同比下降 30.34%。我们在业绩前瞻中预测 25 年营收/净利润分别同比增长 4.5%/4.4%，公司业绩不及预期。25 年度现金分红金额 350.33 亿（含税），叠加中期分红 300 亿（含税），25 年全年茅台累计分红金额 650.33 亿，分红率 79%，以 25 年全年累计分红金额计算最新收盘价对应股息率为 3.6%。此外公司 25 年完成回购 60 亿，叠加回购现金回报达 710 亿。2026 年公司未明确具体增长目标，计划围绕“坚持以消费者为中心，全面推进市场化转型”主题，推动公司高质量发展及现代化建设迈上新台阶。
- **投资评级与估值：**由于公司 25 年业绩低于预期，下调 26-27 年盈利预测，新增 28 年盈利预测，预测公司 26-28 年归母净利润分别 856、942、1046 亿（26-27 年前次为 950、1015 亿），同比增长 4%、10%、11%，当前市值对应 PE 估值分别为 21x、19x、17x，维持买入评级。我们看好茅台的核心逻辑不变：1、品牌壁垒高，强大的品牌壁垒构建了牢固的护城河。2、商业模式优秀，长期稳定盈利能力强，现金流质量与 ROE 水平高，创造长期可持续的回报。3、2026 年茅台从产品、价格、渠道三个维度全面推进市场化改革，打开了中长期增长空间。
- **25 年公司酒类营收 1687.8 亿，同比下降 1.1%，主因系列酒下滑。**25 年茅台酒营业收入 1465 亿元，同比增长 0.4%，拆量价看，25 年茅台酒销量 4.68 万吨，同比增长 0.7%，吨价同比下降 0.3%。25 年其他系列酒营收 222.7 亿，同比下降 9.8%，拆量价看，25 年系列酒销量 3.84 万吨，同比增长 3.9%，吨价同比下降 13.1%，我们预计主要系 1935 价格承压及产品结构下移所致。25Q4 茅台酒/系列酒收入分别为 359.9/43.9 亿元，同比-19.7%/-17.0%。分渠道看，25 年茅台直销渠道收入 845.4 亿（其中 i 茅台实现收入 130.31 亿元，同比下降 34.9%，其他线上平台实现收入 4.06 亿元，同比下降 80.6%），同比增长 13.0%，占比 50.1%，占比提升 6pct；拆量价看，25 年茅台直销渠道销量 21249 吨，同比增长 16.6%，吨价同比下降 3.1%。25 年茅台批发渠道营收 842.3 亿，同比下降 12.0%，其中销量同比下降 1.93%，吨价同比下降 10.3%。25Q4 直销/批发收入分别为 289.9/113.9 亿，同比+26.8%/-58.2%。
- **25 年公司归母净利润率 47.8%，同比下降 1.67 个百分点，主因毛销差收窄。**25 年酒类毛利率为 91.2%，同比下降 0.78pct，其中茅台酒毛利率 93.5%，同比下降 0.53pct，其他系列酒毛利率 76.11%，同比下降 3.76pct。25 年营业税金率 15.9%，同比提升 0.44pct；销售费用率 4.2%，同比提升 1pct；管理费用（含研发费用）率 4.9%，同比下降 0.53pct，其中职工薪酬费用同比下降 24.1%。
- 25 年经营性现金流净额（剔除金融业务）762.4 亿，同比增长 2.9%，25 年销售商品提供劳务收到的现金 1839.9 亿，同比增长 0.74%，快于收入增速。25 年末预收账款 90.02 亿，环比增长 2.78 亿元，24 年末预收账款 108.15 亿，环比下降 3.51 亿。
- **股价表现的催化剂：**需求改善超预期。
- **核心假设风险：**经济下行影响白酒需求，食品安全事件。

### 财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	174,144	172,054	180,647	195,144	214,627
同比增长率(%)	15.7	-1.2	5.0	8.0	10.0
归母净利润(百万元)	86,228	82,320	85,623	94,194	104,581
同比增长率(%)	15.4	-4.5	4.0	10.0	11.0
每股收益(元/股)	68.86	65.74	68.37	75.22	83.51
毛利率(%)	91.9	91.2	90.2	90.8	90.9
ROE(%)	37.0	33.6	32.3	32.3	32.5
市盈率	20	21	21	19	17

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	174,144	172,054	180,647	195,144	214,627
其中：营业收入	170,899	168,838	177,271	191,598	210,904
减：营业成本	13,789	14,892	17,408	17,701	19,121
减：税金及附加	26,926	27,354	28,720	30,833	33,911
主营业务利润	130,184	126,592	131,143	143,064	157,872
减：销售费用	5,639	7,253	6,955	7,415	7,834
减：管理费用	9,316	8,320	8,852	9,016	9,444
减：研发费用	218	190	205	227	244
减：财务费用	-1,470	-815	-1,048	-1,574	-1,947
经营性利润	116,481	111,644	116,179	127,980	142,297
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-23	17	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	0	0	0	0	0
加：投资收益及其他	30	30	29	27	29
营业利润	119,689	114,809	119,406	131,360	145,838
加：营业外净收入	-50	-54	-47	-52	-50
利润总额	119,639	114,755	119,359	131,308	145,788
减：所得税	30,304	29,445	30,626	33,692	37,408
净利润	89,335	85,310	88,733	97,616	108,380
少数股东损益	3,107	2,990	3,110	3,422	3,799
归属于母公司所有者的净利润	86,228	82,320	85,623	94,194	104,581

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。