



公司评级 买入（维持）

报告日期 2026年04月17日

基础数据

04月16日收盘价(元)	1,462.84
总市值(亿元)	18,318.71
总股本(亿股)	12.52

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

- 【兴证食品饮料】贵州茅台: 提价释放积极信号, 加码业绩确定性-2026.03.31
- 【兴证食品饮料】贵州茅台: 降速释压, 龙头仍显韧性-2025.10.31
- 【兴证食品饮料】贵州茅台: 进程过半, 龙头显韧性-2025.08.13

分析师: 沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师: 金含

S0190521080003
jinhan@xyzq.com.cn

分析师: 王嘉琦

S0190525070007
wangjiaqi23@xyzq.com.cn

贵州茅台(600519.SH)

务实降速, 龙头韧性仍足

投资要点:

- **公司公告 2025 年年报:** 2025 年营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 1720.54/823.20/822.93 亿元, 同比-1.20%/-4.53%/-4.58%。Q4 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 411.50/176.93/176.12 亿元, 同比-19.35%/-30.34%/-30.83%。公司公告拟派发现金红利 350.33 亿元, 叠加中期派息合计全年派息约 650.33 亿元, 分红率 79%。
- **全年茅台酒收入平稳, 系列酒表现承压, 25Q4 报表端出清幅度超预期。分品类看:** 2025 年茅台酒、系列酒收入 1465.00 亿元、222.75 亿元, 同比+0.39%/-9.76%; 其中, Q4 茅台酒、系列酒收入 359.86 亿元、43.90 亿元, 同比-19.68%/-17.02%。2025 年茅台酒营收同比基本持平, 拆分量价看: 1) 销量 4.7 万吨, 同比增长 0.7%; 2) 产品结构略有调整带动吨酒单价小幅下滑 0.3%, 预计茅台酒中普飞销量占比有所提升, 珍品、巽风平台等非标产品销量有所减少。系列酒受需求疲软表现承压, 2025 年系列酒销量 3.8 万吨、同比+3.9%, 吨价同比-13.1%, 预计茅台 1935 表现相对稳健, 其他系列酒结构调整。**分渠道看:** 2025 年/25Q4 直销收入同比+12.96%/+26.84%, 占比 50.09%/71.79%, 同比+6.22pct/+26.17pct, 其中 2025 年/25Q4 i 茅台实现不含税收入 130.31/3.40 亿元、同比-34.92%/-93.54%, 剔除 i 茅台后 25 年/25Q4 直销渠道收入同比增长 30%/+60%+, 主要系 25Q4 增加计划外配额。
- **市场投入增加, 盈利能力有所下滑。** 1) 2025 年毛利率为 91.18%, 同比-0.75pct, 其中 Q4 毛利率为 90.82%, 同比-2.08pct, 主要系 Q4 茅台酒收入降幅更大、生产成本上涨。2) 2025 年税金及附加占营收比重为 16.20%, 同比+0.45pct, 其中 Q4 同比+2.62pct, 季度间有所波动。3) 费用率有所提升: 2025 年销售/管理/研发/财务费用率同比+1.00/-0.52/-0.02/+0.38pct, 其中 Q4 销售/管理/研发/财务费用率同比+4.07/-0.10/+0.04/+0.15pct, 系广告宣传、市场推广费增加。综合以上因素, 2025 年归母净利率为 47.85%, 同比-1.67pct, 其中 Q4 归母净利率为 43.00%, 同比-6.79pct。此外, 2025 年末合同负债余额 80.07 亿元, 同比减少 15.86 亿元, 环比增加 2.58 亿元。
- **龙头降速释压, 市场化改革落地显效。** 在行业调整期, 公司主动去库调整, 25 年收入利润同比下滑, 出清幅度超预期。25 年底以来, 茅台持续推进市场化改革, 包括非标产品减量、飞天上线 i 茅台、价格体系市场化、优化销售模式等, 取得良好成效。一方面, 加快“全面向 C”战略, 以消费者为中心, 强化直营体系建设, i 茅台销售数据亮眼, 且线上热销对线下引流, 酒厂精细化把控投放节奏, 传统经销渠道飞天执行进度快于去年同期, 春节期间动销表现突出。另一方面, 非标减量为渠道释压, 且销售模式变化大幅改善经销商利润。今年公司上调了 500ml 飞天茅台出厂价&自营体系零售价, 构建“随行就市、相对平稳”的自营体系零售价格动态调整机制, 夯实了 C 端价格底线, 稳定批价中枢, 并有望增加全年业绩确定性。此外, 公司承诺分红率 75%+, 当前股息率 3.5%, 叠加回购, 绝对收益角度股价具备安全边际。
- **盈利预测与投资建议:** 根据 2025 年报调整盈利预测, 预计 2026-2028 年营收分别为 1803.50/1903.68/2024.45 亿元, 同比增长 4.8%/5.6%/6.3%, 归母净利润分别为 862.48/913.98/977.10 亿元, 同比增长 4.8%/6.0%/6.9%, 对应 2026 年 4 月 16 日收盘价, PE 为 21.2/20.0/18.7X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行或带来系统性风险; 酒类或有政策调整; 酒价波动。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	172054	180350	190368	202445
同比增长	-1.2%	4.8%	5.6%	6.3%
归母净利润（百万元）	82320	86248	91398	97710
同比增长	-4.5%	4.8%	6.0%	6.9%
毛利率	91.2%	91.0%	91.0%	91.2%
ROE	33.6%	30.4%	27.9%	26.1%
每股收益（元）	65.74	68.87	72.99	78.03
市盈率	22.3	21.2	20.0	18.7

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	252519	294858	338953	390261
货币资金	51691	90924	132301	181877
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	3	5	5	6
预付款项	7	6	7	7
存货	61427	64536	66997	68437
其他	139391	139386	139643	139935
非流动资产	51316	52753	54212	54397
长期股权投资	147	147	147	147
固定资产	22488	22626	22739	21927
在建工程	2472	2501	2671	2440
无形资产	8686	9700	10655	11649
商誉	0	0	0	0
其他	17523	17779	18000	18234
资产总计	303835	347611	393165	444658
流动负债	49610	50946	49225	50186
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4007	4006	4217	4400
其他	45603	46940	45008	45787
非流动负债	265	308	301	284
长期借款	0	0	0	0
其他	265	308	301	284
负债合计	49876	51254	49526	50470
股本	1252	1251	1251	1251
未分配利润	192967	221518	251771	284114
少数股东权益	9321	12454	15774	19324
股东权益合计	253959	296356	343640	394188
负债及权益合计	303835	347611	393165	444658

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	82320	86248	91398	97710
折旧和摊销	2259	2443	2634	2763
营运资金的变动	-24874	-1770	-4440	-771
经营活动产生现金流量	61522	90106	92965	103303
资本支出	-3127	-3652	-3842	-2677
长期投资	-28642	-280	-304	-323
投资活动产生现金流量	-31642	-3932	-4146	-3000
债权融资	0	43	-8	-17
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-73427	-46943	-47443	-50727
现金净变动	-43544	39234	41376	49576

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	172054	180350	190368	202445
营业成本	15068	16199	17042	17774
税金及附加	27354	28341	29570	31279
销售费用	7253	7254	7593	8124
管理费用	8320	8981	9489	10101
研发费用	190	226	239	255
财务费用	-815	-907	-1000	-1323
投资收益	1	0	0	0
公允价值变动收益	76	0	0	0
信用减值损失	17	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	114809	120283	127463	136261
营业外收支	-54	-52	-53	-52
利润总额	114755	120231	127410	136209
所得税	29445	30850	32692	34950
净利润	85310	89381	94718	101259
少数股东损益	2990	3133	3320	3549
归属母公司净利润	82320	86248	91398	97710
EPS(元)	65.74	68.87	72.99	78.03

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	-1.2%	4.8%	5.6%	6.3%
营业利润增长率	-4.1%	4.8%	6.0%	6.9%
归母净利润增长率	-4.5%	4.8%	6.0%	6.9%
盈利能力				
毛利率	91.2%	91.0%	91.0%	91.2%
归母净利率	48.8%	48.7%	48.8%	49.0%
ROE	33.6%	30.4%	27.9%	26.1%
偿债能力				
资产负债率	16.4%	14.7%	12.6%	11.4%
流动比率	5.09	5.79	6.89	7.78
速动比率	1.13	1.87	2.78	3.72
营运能力				
资产周转率	57.1%	55.4%	51.4%	48.3%
每股资料(元)				
每股收益	65.74	68.87	72.99	78.03
每股经营现金	49.13	71.95	74.24	82.49
估值比率(倍)				
PE	22.3	21.2	20.0	18.7
PB	7.5	6.5	5.6	4.9

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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn