

## 稳价优先，蓄力 2026

### 贵州茅台 2025 年报点评

#### 核心观点

- 事件：公司发布 2025 年报。** 2025 年公司实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润分别为 1720.5/823.2/822.9 亿元，同比-1.2%/-4.5%/-4.6%。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%，扣非净利润 176.1 亿元，同比-30.8%。2025 年度累计派发现金红利 650 亿元、分红率 79%、叠加回购合计 712 亿现金回报。截至报告期末，合同负债 80.1 亿元，同比-16.5%。25 年销货现金流 1839.9 亿元，同比+0.7%。
- 茅台酒表现稳健，系列酒产品结构下移。** 分产品看，茅台酒/系列酒 25 年收入分别 1465.0/222.7 亿元，同比+0.4%/-9.8%，25 年茅台酒销量/吨价同比+0.7%/-0.3%，基本保持平稳。系列酒销量/吨价同比+3.9%/-13.2%，主要系 1935 价格压力及产品结构下移所致。分渠道看，公司 25 年批发渠道收入同比-12.1%，预计国资、商超等渠道发货下降明显。直销收入同比+13.0%，收入占比+6.6pcts 至 50.1%。25 年 i 茅台收入 130.3 亿元，同比-34.9%，非标价格倒挂后需求下降明显。
- 产品结构下移拖累毛利表现，广宣费用投放略有增长。** 公司 25 年酒类毛利率-0.8pct 至 91.2%，其中茅台酒/系列酒毛利率分别-0.5/-3.8pcts 至 93.5%/76.1%。税金及附加/销售/管理费用率分别+0.4/+1.0/-1.1pcts 至 15.9%/4.2%/4.8%，销售费用率上升主要系广告宣传/市场费用同比+37%/+25%。25 年全年归母净利率-1.7pcts 至 47.8%，盈利能力下降主要是毛利下降以及销售费用增加。
- 稳价盘推进渠道市场化改革，品牌护城河深厚。** 公司 2026 年未制定量化增长目标、为市场化改革和行业价盘稳定回升提供坚实基础。短期看，25Q4 公司经营压力最大的一个季度，全系产品批价显著下行，非标库存累积，业绩见底信号明显。从中长期维度看，贵州茅台的核心投资逻辑依然稳固，其“稀缺性+强品牌+高壁垒”的护城河难以被颠覆。

#### 盈利预测与投资建议

- 考虑到商务消费恢复不及预期以及茅台推进市场化渠道改革，我们下调 26、27 年盈利预测，我们预测公司 2026-2028 年每股收益分别为 68.58、73.34、78.59 元（原预测 81.42、91.00 元、新增），我们延续 FCFF 估值法，预测目标价为 1688.74 元，维持买入评级。
- 风险提示：商务消费复苏不及预期、飞天批价大幅下跌、品牌力降低。

#### 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	170,899	168,838	177,790	188,744	201,069
同比增长(%)	15.7%	-1.2%	5.3%	6.2%	6.5%
营业利润(百万元)	119,689	114,809	119,664	127,960	137,141
同比增长(%)	15.4%	-4.1%	4.2%	6.9%	7.2%
归属母公司净利润(百万元)	86,228	82,320	85,884	91,836	98,421
同比增长(%)	15.4%	-4.5%	4.3%	6.9%	7.2%
每股收益(元)	68.86	65.74	68.58	73.34	78.59
毛利率(%)	91.9%	91.2%	90.0%	89.9%	89.8%
净利率(%)	50.5%	48.8%	48.3%	48.7%	48.9%
净资产收益率(%)	38.4%	34.5%	31.6%	29.7%	30.0%
市盈率	20.4	21.4	20.5	19.2	17.9
市净率	7.6	7.2	5.9	5.5	5.2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2026年04月17日）	1407.24 元
目标价格	1688.74 元
52 周最高价/最低价	1586.37/1322.01 元
总股本/流通 A 股（万股）	125,227/125,227
A 股市值（百万元）	1,762,245
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2026 年 04 月 18 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.21	-5.24	1.83	-7.05
相对表现%	-5.2	-7.21	1.9	-32.41
沪深 300%	1.99	1.97	-0.07	25.36



#### 证券分析师

李耀	执业证书编号：S0860525100001 香港证监会牌照：BXH218 liyao@orientsec.com.cn 021-63326320
张玲玉	执业证书编号：S0860526030001 zhanglingyu@orientsec.com.cn 0755-82819271

## 投资建议

考虑到商务消费恢复不及预期以及茅台推进市场化渠道改革，我们下调 26、27 年盈利预测，我们预测公司 2026-2028 年每股收益分别为 68.58、73.34、78.59 元（原预测 81.42、91.00 元、新增），我们延续 FCFF 估值法，预测目标价为 1688.74 元，维持买入评级。

WACC 计算：以表中参数为基础，我们计算得出公司 WACC 为 8.92%。

表 1：公司 WACC 计算主要参数设定

估值假设主要参数	
所得税税率 T	25.00%
无风险利率 Rf	1.78%
无杠杆影响的 $\beta$ 系数	1.07
考虑杠杆因素的 $\beta$ 系数	1.60
市场收益率 Rm	8.81%
债务利率 rd	3.60%
WACC	8.92%

资料来源：Wind、东方证券研究所

**股权价值计算结果：**假设公司永续增长率为 3.0%，计算得公司每股权益价值为 1,688.74 元。

表 2：股权价值计算结果

项目	数值
永续增长值率	3.00%
预测期自由现金流现值（百万元）	747,717.71
永续自由现金流现值（百万元）	1,319,050.76
企业价值（百万元）	2,066,768.47
<b>权益价值（百万元）</b>	<b>2,114,755.22</b>
<b>每股权益价值（人民币）</b>	<b>1,688.74</b>

资料来源：Wind、东方证券研究所

表 3：FCFF 目标价敏感性分析表

FCFF	1,688.74	永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	6.92%	1918.29	2182.09	2580.61	3252.46	4625.62
	7.42%	1760.11	1972.59	2281.32	2770.79	3665.45
	7.92%	1625.16	1798.88	2043.27	2412.47	3034.90
	8.42%	1508.74	1652.56	1849.48	2135.60	2589.23
	8.92%	1407.33	1527.69	1688.74	1915.31	2257.60
	9.42%	1318.23	1419.91	1553.29	1735.92	2001.27
	9.92%	1239.37	1325.99	1437.65	1587.06	1797.26
	10.42%	1169.11	1243.43	1337.80	1461.58	1631.08
	10.92%	1106.14	1170.33	1250.75	1354.41	1493.12

资料来源：东方证券研究所（目标价单位：元/股）

## 风险提示

**商务消费不及预期风险：**若宏观经济复苏节奏放缓，企业商务活动频次及预算缩减，将直接压制以飞天茅台为代表的高端白酒开瓶率与礼赠需求。

**飞天批价大幅下跌风险：**飞天茅台作为白酒行业的“价格锚点”，其批发价走势直接影响渠道利润、囤货意愿及终端信心。

**品牌力降低风险：**品牌力是高端白酒的核心护城河，一旦因产品质量波动、消费者口味代际变迁、负面舆情或竞品营销升级而受到侵蚀，将动摇茅台的定价权与忠诚度基础。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	59,296	51,691	89,263	99,985	121,714	营业收入	170,899	168,838	177,790	188,744	201,069
应收票据、账款及款项融资	2,003	4,460	4,696	4,985	5,311	营业成本	13,789	14,892	17,708	19,000	20,504
预付账款	27	7	7	7	8	销售费用	5,639	7,253	7,723	5,011	5,338
存货	54,343	61,427	73,040	78,370	84,577	管理费用	9,316	8,320	8,816	11,415	12,160
其他	136,057	134,934	139,731	139,960	134,952	研发费用	218	190	200	213	226
<b>流动资产合计</b>	<b>251,727</b>	<b>252,519</b>	<b>306,737</b>	<b>323,308</b>	<b>346,561</b>	财务费用	(1,470)	(815)	(703)	(944)	(1,106)
长期股权投资	0	147	0	0	0	资产、信用减值损失	23	(17)	0	0	0
固定资产	21,871	22,488	27,378	32,808	36,239	公允价值变动收益	61	76	76	76	76
在建工程	2,150	2,472	5,103	6,110	4,555	投资净收益	9	1	10	10	10
无形资产	8,850	8,686	8,484	8,282	8,080	其他	(23,765)	(24,282)	(24,468)	(26,177)	(26,892)
其他	14,347	17,523	14,375	15,104	14,355	<b>营业利润</b>	<b>119,689</b>	<b>114,809</b>	<b>119,664</b>	<b>127,960</b>	<b>137,141</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>47,218</b>	<b>51,316</b>	<b>55,340</b>	<b>62,303</b>	<b>63,228</b>	营业外收入	71	75	100	100	100
<b>资产总计</b>	<b>298,945</b>	<b>303,835</b>	<b>362,077</b>	<b>385,612</b>	<b>409,789</b>	营业外支出	121	129	40	40	40
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>119,639</b>	<b>114,755</b>	<b>119,724</b>	<b>128,020</b>	<b>137,201</b>
应付票据及应付账款	3,515	4,007	4,765	5,113	5,517	所得税	30,304	29,445	30,720	32,849	35,204
其他	53,001	45,603	45,014	46,028	45,869	<b>净利润</b>	<b>89,335</b>	<b>85,310</b>	<b>89,004</b>	<b>95,172</b>	<b>101,996</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>56,516</b>	<b>49,610</b>	<b>49,779</b>	<b>51,140</b>	<b>51,387</b>	少数股东损益	3,107	2,990	3,120	3,336	3,575
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>86,228</b>	<b>82,320</b>	<b>85,884</b>	<b>91,836</b>	<b>98,421</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	68.86	65.74	68.58	73.34	78.59
其他	417	265	275	278	273						
<b>非流动负债合计</b>	<b>417</b>	<b>265</b>	<b>275</b>	<b>278</b>	<b>273</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>56,933</b>	<b>49,876</b>	<b>50,054</b>	<b>51,418</b>	<b>51,660</b>		<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
少数股东权益	8,905	9,321	12,441	15,777	19,352	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	1,256	1,252	1,252	1,252	1,252	营业收入	15.7%	-1.2%	5.3%	6.2%	6.5%
资本公积	1,375	(119)	2	2	2	营业利润	15.4%	-4.1%	4.2%	6.9%	7.2%
留存收益	229,423	242,448	298,328	317,162	337,523	归属于母公司净利润	15.4%	-4.5%	4.3%	6.9%	7.2%
其他	1,052	1,056	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>242,011</b>	<b>253,959</b>	<b>312,023</b>	<b>334,193</b>	<b>358,129</b>	毛利率	91.9%	91.2%	90.0%	89.9%	89.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>298,945</b>	<b>303,835</b>	<b>362,077</b>	<b>385,612</b>	<b>409,789</b>	净利率	50.5%	48.8%	48.3%	48.7%	48.9%
						ROE	38.4%	34.5%	31.6%	29.7%	30.0%
						ROIC	37.9%	34.2%	31.2%	29.2%	29.2%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	19.0%	16.4%	13.8%	13.3%	12.6%
净利润	89,335	85,310	89,004	95,172	101,996	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,933	(14,494)	435	902	1,347	流动比率	4.45	5.09	6.16	6.32	6.74
财务费用	(1,470)	(815)	(703)	(944)	(1,106)	速动比率	3.49	3.85	4.69	4.79	5.10
投资损失	(9)	(1)	(10)	(10)	(10)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(27,505)	10,177	(16,316)	(4,446)	(1,327)	应收账款周转率	4,307.6	15,645.3	66,383.7	66,646.5	66,758.6
其它	30,180	(18,655)	(67)	(428)	(187)	存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>92,464</b>	<b>61,522</b>	<b>72,343</b>	<b>90,245</b>	<b>100,713</b>	总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
资本支出	(3,908)	14,048	(7,733)	(7,117)	(3,000)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	3,804	(3,237)	2,672	(426)	704	每股收益	68.86	65.74	68.58	73.34	78.59
其他	(1,682)	(42,453)	(527)	77	265	每股经营现金流	73.61	49.13	57.77	72.07	80.42
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,785)</b>	<b>(31,642)</b>	<b>(5,589)</b>	<b>(7,466)</b>	<b>(2,030)</b>	每股净资产	186.15	195.36	239.23	254.27	270.53
债权融资	55	(68)	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	(1,497)	120	0	0	市盈率	20.4	21.4	20.5	19.2	17.9
其他	(71,122)	(71,862)	(29,302)	(72,057)	(76,954)	市净率	7.6	7.2	5.9	5.5	5.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(71,068)</b>	<b>(73,427)</b>	<b>(29,182)</b>	<b>(72,057)</b>	<b>(76,954)</b>	EV/EBITDA	14.2	17.1	14.3	13.3	12.4
汇率变动影响	(1)	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	14.4	15.0	14.3	13.4	12.5
<b>现金净增加额</b>	<b>19,610</b>	<b>(43,544)</b>	<b>37,573</b>	<b>10,722</b>	<b>21,729</b>						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。