

贵州茅台 (600519.SH)

2025 年释放经营压力, 2026 年改革破局

优于大市

核心观点

2025 年收入同比-1%，客观反映生产经营压力。2025 年公司实现营业总收入 1721 亿元/同比-1.2%；归母净利润 823 亿元/同比-4.5%。其中，2025Q4 实现营业总收入 412 亿元/同比-19.3%，归母净利润 177 亿元/同比-30.3%。2025 年合计现金分红率 79%，计入回购股份后整体分红率 86%。

2025Q4 释放经营压力，打开 2026 年市场化改革空间。1) 茅台酒 2025 年收入 1465 亿元/+0.39%，销量 4.68 万吨/+0.7%，吨价 313.4 万元/-0.3%；茅台酒整体保持稳健，我们预计结构略有变化，预计其中批发代理渠道 53 度 500ml 飞天茅台保持稳定，非标类产品在需求压力逐步显现后有所降速，此外预计公司通过计划外配额形式改善渠道利润、对直销渠道收入贡献较多，2025 年直销收入-i 茅台收入之差同比+30.5%。2) 系列酒 2025 年收入 223 亿元/-9.8%，销量 3.84 万吨/+3.9%，吨价 58 万元/-13.1%，我们预计其中大单品茅台 1935 降价后销量表现相对较好。3) 分渠道看，2025 年批发代理渠道收入 842 亿元/同比-12.1%；直销渠道收入 845 亿元/同比+13.0%，其中 i 茅台收入 130 亿元/同比-34.9%，i 茅台反映批价下降后市场需求的下滑，2026 年公司以 i 茅台为切口推动营销市场化改革，扩大消费群体，预计在今年成为直销渠道贡献主力。4) 单 25Q4 看，茅台酒收入同比-19.7%，预计系高附加值产品控货、纾困渠道为主，系列酒同比-17.0%；25Q4 批发渠道收入同比-58%，预计和发货节奏前置有关，直销渠道同比+27%。

2025 年净利率同比-1.67pcts 至 47.8%，截至年末合同负债环比增加。1) 利润端看，2025 年毛利率 91.2%/同比-0.8pcts，其中茅台酒毛利率 93.53%/同比-0.54pcts，系列酒毛利率 76.11%/同比-3.76pcts；2025Q4 毛利率 90.8%/同比-2.1pcts；预计茅台酒受结构扰动，系列酒降价、增加货折等影响；25Q4 税金/销售/管理费用率 16.3%/6.7%/6.8%，同比+2.6/+4.0/-0.1pcts，销售费用投放加大叠加收入负规模效应，费率提升较多。2) 现金流看，2025Q4 销售收现 452 亿元/同比-14.7%，下滑幅度小于收入端；经营性现金流净额 233 亿元/同比-51.4%，收款下降外，财务公司吸收集团公司成员存款下降。3) 预收款看，截至 2025 年末合同负债 80.1 亿元/环比 Q3 末增加 2.6 亿元/同比 24 年末减少 15.9 亿元，系春节打款节奏差异，整体财报质量仍然健康。

盈利预测与投资建议：2026 年公司未设置具体经营目标，但伴随市场化改革成效逐步凸显，我们预计年内有望实现同比增长。短期看，飞天茅台批价企稳，ToC 改革下各产品动销改善，渠道信心逐步回归，飞天茅台提价落地、预计小幅贡献收入和利润增长；中长期看，伴随消费者群体扩大，公司仍有长期提价期权和 ROE 持续提升的能力。略修正此前收入及盈利预测并引入 2028 年预测，预计 2026-2028 年公司营业总收入 1776/1875/2021 亿元，同比+3.2%/+5.6%/+7.8%（前值 26/27 年 1818/1845 亿元）；预计归母净利润 847/904/982 亿元，同比+2.8%/+6.7%/+8.6%（前值 26/27 年 895/914 亿元），当前股价对应 2026/2027 年 21.6/20.3 倍 PE，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期致行业需求承压，食品安全问题等。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	174,144	172,054	177,612	187,493	202,084
(+/-%)	15.7%	-1.2%	3.2%	5.6%	7.8%
净利润(百万元)	86228	82320	84658	90356	98167
(+/-%)	15.4%	-4.5%	2.8%	6.7%	8.6%
每股收益(元)	68.64	65.74	67.60	72.15	78.39
EBIT Margin	67.9%	66.3%	65.2%	65.2%	65.7%
净资产收益率 (ROE)	37.0%	33.6%	32.4%	32.3%	33.3%
市盈率 (PE)	21.3	22.3	21.6	20.3	18.7
EV/EBITDA	15.8	16.2	15.9	15.1	13.9
市净率 (PB)	7.88	7.49	7.00	6.55	6.22

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

食品饮料 · 白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn

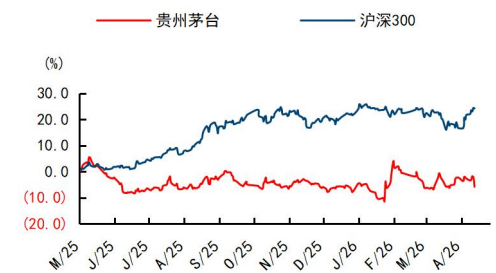
S0980523090001

S0980525070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	1407.24 元
总市值/流通市值	1762245/1762245 百万元
52 周最高价/最低价	1645.00/1322.01 元
近 3 个月日均成交额	6733.31 百万元

市场走势

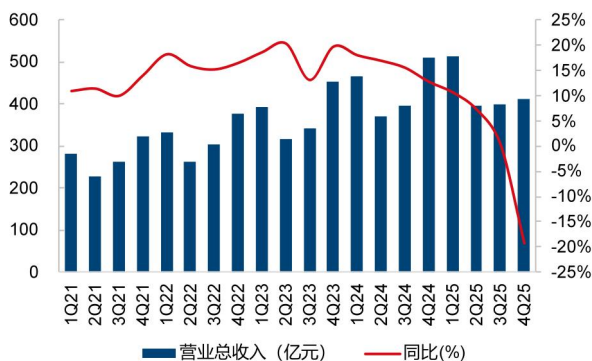


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

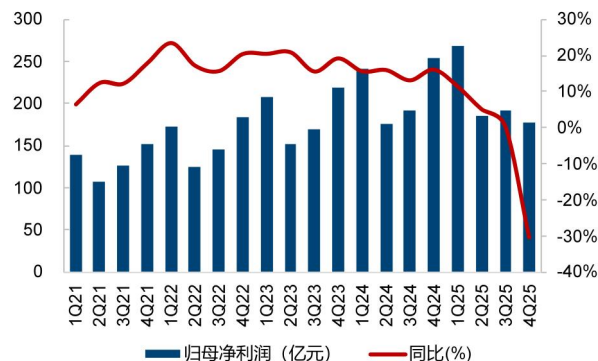
- 《贵州茅台 (600519.SH) - 革故鼎新，与时偕行，再论茅台的护城河与增长潜力》——2026-03-19
- 《贵州茅台 (600519.SH) - 全面推进市场化转型，解决供需适配问题》——2026-01-05
- 《贵州茅台 (600519.SH) - 2025Q3 收入同比持平，经营理性务实、行稳致远》——2025-10-30
- 《贵州茅台 (600519.SH) - 2025Q2 收入同比增长 9.2%，公司根据市场调整产品结构》——2025-08-13
- 《贵州茅台 (600519.SH) - 2025Q1 收入同比增长 10.7%，销售收现表现较好》——2025-04-30

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



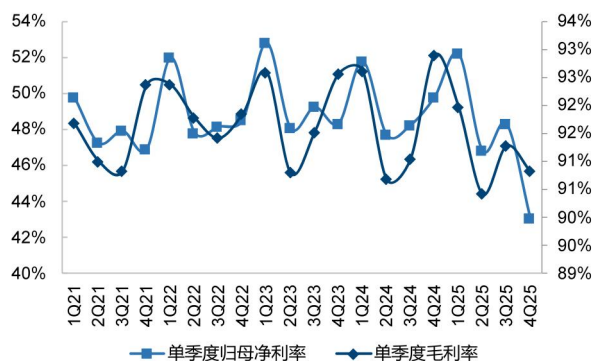
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



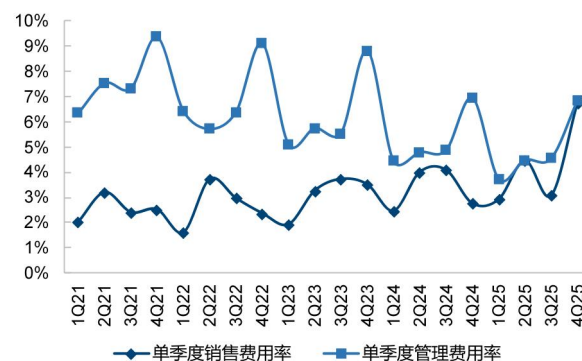
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)		调整幅度	
	2025A	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	172,054	181,782	184,548	177,612	187,493	-2.3%	1.6%
收入同比增速%	-1.20%	5.65%	1.52%	3.23%	5.56%	-2.42pcts	4.04pcts
毛利率%	91.34%	91.09%	90.93%	90.58%	90.44%	-0.51pcts	-0.49pcts
销售费用率%	4.22%	4.40%	4.20%	4.20%	4.00%	-0.2pcts	-0.2pcts
归母净利润 (百万元)	82,320	89,512	91,425	84,658	90,356	-5.4%	-1.2%
归母净利润同比增速%	-4.53%	8.74%	2.14%	2.84%	6.73%	-5.9pcts	4.59pcts
归母净利率%	47.85%	49.24%	49.54%	47.66%	48.19%	-1.58pcts	-1.35pcts
EPS (元)	65.74	71.26	72.78	67.60	72.15	-5.1%	-0.9%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	
			2026/4/16	2026/4/16		2025A/E	2026E	2025A/E	2026E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,462.8	18,318.7	823.2	846.6	22.3	21.6	
000858.SZ	五粮液	优于大市	103.4	4,015.1	256.97	263.7	15.6	15.2	
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	103.1	1,516.8	117.83	121.2	12.9	12.5	
600809.SH	山西汾酒	优于大市	141.2	1,722.1	121.84	128.7	14.1	13.4	
002304.SZ	洋河股份	中性	50.4	759.2	36.91	41.6	20.6	18.3	
000799.SZ	酒鬼酒	中性	43.9	142.6	0.14	0.8	989.5	177.5	

600702.SH	舍得酒业	优于大市	47.0	156.3	2.23	4.0	70.1	39.5
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	106.8	508.3	44.19	47.0	11.5	10.8
603369.SH	今世缘	优于大市	26.4	328.7	27.46	29.0	12.0	11.3
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	35.7	285.9	19.84	21.2	14.4	13.5
603589.SH	口子窖	优于大市	25.1	149.8	9.37	10.3	16.0	14.6
603919.SH	金徽酒	优于大市	18.1	91.9	3.54	3.8	25.9	24.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除贵州茅台以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，供给增加下批价大幅下跌，食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	186483	150787	169984	187891	201127	营业收入	174144	172054	177612	187493	202084
应收款项	2033	39	40	42	46	营业成本	13789	14892	16735	17923	18993
存货净额	54343	61427	61933	65876	71292	营业税金及附加	26926	27354	28418	29999	32131
其他流动资产	7407	13394	13827	14596	15732	销售费用	5639	7253	7460	7500	7881
流动资产合计	251727	252519	272655	295277	315068	管理费用	9316	8320	9050	9535	10148
固定资产	24021	24960	25554	24909	24751	研发费用	218	190	196	207	223
无形资产及其他	8850	8686	8338	7991	7643	财务费用	(1470)	(815)	(2216)	(3579)	(3890)
投资性房地产	14347	17523	17523	17523	17523	投资收益	9	1	0	0	0
长期股权投资	0	147	147	147	147	资产减值及公允价值变动	61	76	3	0	0
资产总计	298945	303835	324217	345847	365133	其他收入	(325)	(317)	(196)	(207)	(223)
短期借款及交易性金融负债	112	44	0	0	0	营业利润	119689	114809	117972	125908	136597
应付款项	3515	4007	4057	4292	4655	营业外净收支	(50)	(54)	(54)	(54)	(54)
其他流动负债	52889	45559	48236	50740	54048	利润总额	119639	114755	117918	125855	136543
流动负债合计	56516	49610	52293	55032	58703	所得税费用	30304	29445	30187	32219	34818
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	3107	2990	3073	3279	3558
其他长期负债	417	265	265	265	265	归属于母公司净利润	86228	82320	84658	90356	98167
长期负债合计	417	265	265	265	265	现金流量表 (百万元)					
负债合计	56933	49876	52558	55297	58968	净利润	86228	82320	84658	90356	98167
少数股东权益	8905	9321	10090	10909	11799	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	233106	244638	261569	279641	294366	折旧摊销	1970	2183	2757	2992	3150
负债和股东权益总计	298945	303835	324217	345847	365133	公允价值变动损失	(61)	(76)	(3)	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(1470)	(815)	(2216)	(3579)	(3890)
每股收益	68.64	65.74	67.60	72.15	78.39	营运资本变动	(3240)	(21243)	1787	(1976)	(2884)
每股红利	56.48	53.70	54.08	57.72	66.63	其它	550	548	768	820	889
每股净资产	185.56	195.36	208.88	223.31	235.07	经营活动现金流	85448	63731	89968	92193	99322
ROIC	77.5%	70.9%	62.3%	59.7%	62.0%	资本开支	0	(2908)	(3000)	(2000)	(2644)
ROE	37.0%	33.6%	32.4%	32.3%	33.3%	其它投资现金流	(22692)	2679	99096	0	0
毛利率	92.1%	91.3%	90.6%	90.4%	90.6%	投资活动现金流	(22692)	(376)	96096	(2000)	(2644)
EBIT Margin	67.9%	66.3%	65.2%	65.2%	65.7%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	69.0%	67.6%	66.7%	66.8%	67.2%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	15.7%	-1.2%	3.2%	5.6%	7.8%	支付股利、利息	(70951)	(67242)	(67727)	(72285)	(83442)
净利润增长率	15.4%	-4.5%	2.8%	6.7%	8.6%	其它融资现金流	69373	63523	(44)	0	0
资产负债率	22.0%	19.5%	19.3%	19.1%	19.4%	融资活动现金流	(72530)	(70960)	(67771)	(72285)	(83442)
股息率	3.9%	3.7%	3.7%	3.9%	4.6%	现金净变动	(9774)	(7605)	118293	17907	13236
P/E	21.3	22.3	21.6	20.3	18.7	货币资金的期初余额	69070	59296	51691	169984	187891
P/B	7.9	7.5	7.0	6.6	6.2	货币资金的期末余额	59296	51691	169984	187891	201127
EV/EBITDA	15.8	16.2	15.9	15.1	13.9	企业自由现金流	0	62813	87665	90030	96487
						权益自由现金流	0	126336	89269	92692	99386

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032