

贵州茅台(600519)

报告日期: 2026年04月19日

轻装上阵, 营销改革下看好 26 年

——贵州茅台 2025 年年报点评

投资要点

- 事件: 25 年营业总收入/归母净利润 1720.5/823.2 亿 (同比-1.2%/-4.5%); 25Q4 营业总收入/归母净利润 411.5/176.9 亿 (同比-19.4%/-30.3%)。2025 年度现金分红总额为 650.33 亿元, 占当期归母净利润的 79%。
- 我们认为
 - ①25Q4 收入略低主因经销渠道下滑 58% (预计控货挺价/季度错期确认), 直销渠道实现 27% 的增长; ②25Q4 利润低于预期主因结构向下 (Q4 茅台酒/系列酒收入同比-20%/-17%, 且吨价影响下毛利率下滑)+Q4 税金及附加/销售/管理费用率+2.6/+4.0/-0.1pcts 至 16.3%/6.7%/6.8%, 预计业绩触底。③基于: Q4 经销渠道数据弱+合同负债环比微增 (25 年末合同负债 80.1 亿元/环比+2.58 亿元/同比-15.86 亿元)+股东分红优秀 (股息率 TTM 为 3.9%, 分红率 79%提升 4pct), 预计 Q1 收入或大个位数增长 (开始体现 1 月提出的营销改革红利)。④26 年公司没有给量化目标, 强调全面推进市场化转型。我们预计茅台酒 26 年仍或增长 5%。
- 25 年: 茅台酒&直销渠道贡献明显, 盈利端平稳
 - 一、产品端: 25 年酒类营收 1687.75 亿元(同比-1.08%), 销量 8.51 万千升(-0.05%), 吨价 198.32 万元/千升(-3.14%), 吨成本 17.40 万元/千升(+6.37%)。①茅台酒收入 1465 亿元/+0.39%, 销量 4.68 万吨/+0.7%, 吨价 313.4 万元/-0.3%, 内部结构小幅变化; ②系列酒收入 222.75 亿元/-9.8%, 销量 3.84 万吨/+3.9%, 吨价 58 万元/-13.1%, 或与 1935 打款价调整有关。二、渠道端: ①25 年批发代理收入 842 亿元/同比-12.1%, 销量 25501 吨/同比-10%, 吨价 243 万元/-4%, 预计与专卖店取消部分产品配额有关; ②直销收入 845 亿元/+13.0%, 其中 i 茅台收入 130 亿元/同比-34.9%; ③25 年国内/外经销商同比+210/22 家至 2353/126 家。三、财务端: 25 年毛利率 91.2%/-0.7pcts (茅台酒毛利率 93.53%/-0.54pcts, 系列酒毛利率 76.11%/-3.76pcts); 税金及附加/销售/管理费用率+0.4/+1.0/-0.5pcts 至 15.9%/4.2%/4.8%; 销售收现 1840 亿元/+0.7%; 经营性现金流净额 615 亿元/-33.5%; 25 年末合同负债 80.1 亿元/环比 Q3 末增加 2.58 亿元/同比 24 年末减少 15.86 亿元。
- 25Q4: 茅台酒&经销渠道下滑明显, 产品结构&费用拖累利润
 - 一、产品端: 25Q4 白酒实现营收 403.77 亿元/-19.40%, 其中茅台酒收入 360 亿元/-19.7%, 系列酒收入 44 亿元/-17.0%。二、渠道端: 25Q4 批发代理收入 114 亿元/同比-58.2%, 直销收入 290 亿元/+26.8%, 其中 i 茅台收入 3.4 亿元/-93.5%。三、财务端: 25Q4 毛利率 90.8%/-2.1pcts; 税金及附加/销售/管理费用率+2.6/+4.0/-0.1pcts 至 16.3%/6.7%/6.8%; 销售收现 452 亿元/-14.7%; 经营性现金流净额 233 亿元/-51.4%。
- 投资建议

我们预计 2026-2028 年收入分别为 1721/1806/1897 亿元, 同比增长 5%/5%/5%; 实现归母净利润 864/908/953 亿元, 同比增长 5%/5%/5%, 对应 PE 为 20/19/18 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 消费恢复不及预期; 市场竞争加剧; 市场拓展不及预期。

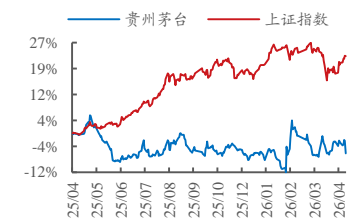
投资评级: 买入(维持)

分析师: 张潇倩
执业证书号: S1230526010001
zhangxiaolian01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥1,407.24
总市值(百万元) 1,762,244.74
总股本(百万股) 1,252.27

股票走势图



相关报告

- 《市场化改革破局, 真实需求重估》2026.04.04
- 《公布市场化运营方案, 构建随行就市价格调整机制》2026.01.14
- 《Q3 主动降速, 业绩符合预期》2025.11.04

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	172054.17	172054.17	180623.09	189675.81
(+/-) (%)	-1.20%	4.98%	5.01%	5.09%
归母净利润	82320.07	86433.15	90760.91	95305.76
(+/-) (%)	-4.53%	5.00%	5.01%	5.01%
每股收益(元)	65.74	69.02	72.48	76.11
P/E	21.41	20.39	19.42	18.49

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	252,519	345,467	438,443	533,210
现金	51,691	135,558	222,367	318,035
交易性金融资产	0	216	155	124
应收账款	3	32	19	19
其它应收款	36	34	36	39
预付账款	7	27	23	21
存货	61,427	64,001	67,046	70,389
其他	139,355	145,598	148,797	144,584
非流动资产	51,316	49,394	48,254	47,817
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	147	49	65	87
固定资产	22,488	22,159	21,668	21,040
无形资产	8,686	8,975	8,929	8,859
在建工程	2,472	1,978	1,582	1,266
其他	17,523	16,234	16,009	16,565
资产总计	303,835	394,861	486,697	581,028
流动负债	49,610	53,622	54,781	54,252
短期借款	0	0	0	0
应付款项	4,007	4,175	4,374	4,592
预收账款	0	0	0	0
其他	45,603	49,446	50,407	49,660
非流动负债	265	343	342	316
长期借款	0	0	0	0
其他	265	343	342	316
负债合计	49,876	53,964	55,123	54,568
少数股东权益	9,321	12,461	15,758	19,220
归属母公司股东权益	244,638	328,436	415,816	507,240
负债和股东权益	303,835	394,861	486,697	581,028

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	172,054	172,054	180,623	189,676
营业成本	14,892	15,516	16,254	17,065
营业税金及附加	27,354	28,359	29,967	32,079
营业费用	7,253	6,204	6,701	7,433
管理费用	8,320	9,749	10,609	11,540
研发费用	190	205	221	226
财务费用	(815)	(1,402)	(1,582)	(1,650)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	76	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
其他经营收益	32	60	60	60
营业利润	114,809	118,689	125,123	131,382
营业外收支	(54)	(50)	(46)	(42)
利润总额	114,755	118,639	125,077	131,340
所得税	29,445	29,067	31,019	32,572
净利润	85,310	89,573	94,058	98,768
少数股东损益	2,990	3,140	3,297	3,462
归属母公司净利润	82,320	86,433	90,761	95,306
EBITDA	116,183	118,942	124,179	129,136
EPS (最新摊薄)	65.74	69.02	72.48	76.11

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-1.20%	4.98%	5.01%	5.09%
营业利润	-4.08%	3.38%	5.42%	5.00%
归属母公司净利润	-4.53%	5.00%	5.01%	5.01%
获利能力				
毛利率	91.18%	91.25%	91.27%	91.28%
净利率	50.53%	50.54%	50.53%	50.49%
ROE	33.20%	29.06%	23.50%	19.90%
ROIC	34.60%	26.92%	22.12%	18.86%
偿债能力				
资产负债率	16.42%	13.67%	11.33%	9.39%
净负债比率	0.09%	0.13%	0.14%	0.12%
流动比率	5.09	6.44	8.00	9.83
速动比率	3.85	5.25	6.78	8.53
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.51	0.42	0.37
应收账款周转率	15645.30	10355.31	7365.55	10245.27
应付账款周转率	3.96	3.79	3.80	3.81
每股指标(元)				
每股收益	65.74	69.02	72.48	76.11
每股经营现金	49.13	68.99	71.38	78.85
每股净资产	195.36	262.27	332.05	405.06
估值比率				
P/E	21.41	20.39	19.42	18.49
P/B	7.20	5.37	4.24	3.47
EV/EBITDA	14.48	13.78	12.53	11.33

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	61,522	86,391	89,386	98,740
净利润	85,310	89,573	94,058	98,768
折旧摊销	2,204	1,705	1,784	1,846
财务费用	(815)	(1,402)	(1,582)	(1,650)
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	17,261	(2,307)	(2,029)	3,695
其它	(42,437)	(1,177)	(2,845)	(3,918)
投资活动现金流	(31,642)	(1,317)	(783)	(828)
资本支出	(939)	(617)	(617)	(617)
长期投资	(143)	96	(17)	(21)
其他	(30,560)	(797)	(149)	(190)
筹资活动现金流	(73,427)	(1,206)	(1,795)	(2,244)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(73,427)	(1,206)	(1,795)	(2,244)
现金净增加额	(43,547)	83,868	86,809	95,668

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>