

# 25 年业绩出清超预期，26 年改革落地势能再起

贵州茅台 (600519.SH)

## 核心观点

25 年茅台出清幅度超预期，且未设定 26 年具体经营目标，利好公司进行市场化改革和全面向 C 转型。26Q1 在 i 茅台大幅放量的背景下，我们预计 Q1 收入利润或实现 5% 以上的增长，奠定全年业绩基础。展望全年，预计普飞批价或稳定在 1600 元上下，非标批价或不会跌破经销商扣除 5% 代售佣金的底价，仍坚定看好 26 年白酒十年周期大底下的茅台配置价值。

## 事件

### 公司发布 2025 年度报告。

2025 年公司实现营业总收入 1720.54 亿元 (-1.2%)；实现归母净利润 823.2 亿元 (-4.53%)；实现扣非后归母净利润 822.93 亿元 (-4.58%)；

其中 Q4 实现营业总收入 411.5 亿元 (-19.35%)；实现归母净利润 176.93 亿元 (-30.34%)；实现扣非后归母净利润 176.12 亿元 (-30.83%)。

## 简评

### 25Q4 业绩出清梳理市场，2026 年市场化改革整装待发

分产品看，2025 年酒类业务收入 1687.75 亿元 (-1.08%)，其中茅台酒贡献营收 1465.00 亿元 (+0.39%)，系列酒贡献营收 222.75 亿元 (-9.76%)；Q4 酒类业务收入 403.77 亿元 (-19.40%)，其中茅台酒贡献营收 359.86 亿元 (-19.68%)，系列酒贡献营收 43.90 亿元 (-17.02%)。四季度，白酒行业需求持续低迷，叠加电商节补贴战，飞天及非标茅台价格进一步下探，渠道利润空间被挤压，公司定调不会唯“指标论”，全面进入控货梳理市场，为新一轮市场化改革打下基础。针对系列酒，延续了以动销优先的市场策略，茅台 1935 在 600-700 元价格带保持领先的动销水平，短期业绩受损。

量价拆分来看，2025 年茅台酒量/价分别同比 +0.73%/-0.33%，系列酒量/价分别同比 +3.88%/-13.13%。茅台酒量增价减或主因结构下行、系列酒吨价下降或主因 1935 降价放量。

维持

买入

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

张家祯

zhangjiazhen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440526030006

发布日期：2026 年 04 月 17 日

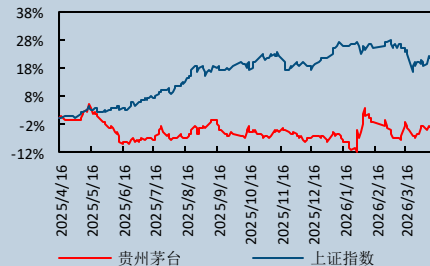
当前股价：1,467.50 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
3.81/5.48	4.97/7.37	-5.44/-28.87
12 月最高/最低价 (元)		1634.99/1323.6
		9
总股本 (万股)		125,227.02
流通 A 股 (万股)		125,227.02
总市值 (亿元)		18,377.07
流通市值 (亿元)		18,377.07
近 3 月日均成交量 (万)		465.52
主要股东		
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责 任公司		54.40%

## 股价表现



分渠道看，2025 年公司直销渠道贡献营收 845.43 亿元 (+12.96%)，批发贡献营收 842.32 亿元 (-12.05%)，i 茅台实现不含税销售额 130.31 亿元 (-34.92%)。Q4 来看，直销渠道贡献营收 289.88 亿元 (+26.84%)，批发贡献营收 113.89 亿元 (-58.19%)，i 茅台实现不含税销售额 3.40 亿元 (-93.54%)。四季度，产品市场价降低、经销商利润承压，茅台主动放缓经销渠道业绩诉求，四季度出现较大幅度下滑。直销体系，虽然 i 茅台非标价格高于市场价吸引力降低，但四季度通过大礼包等活动预计增厚了直销收入。

### 产品结构调整盈利能力小幅下滑，持续维持高分红

2025 年，公司毛利率 91.34%，同比-0.74pcts，归母净利率 47.85%，同比-1.67pcts；其中 2025Q4，公司毛利率 90.99%，同比-2.03pcts，归母净利率 42.8%，同比-7.1pcts。四季度，公司主动调整茅台酒销售节奏，尤其非标酒价格倒挂使得动销承压，带动公司毛利率水平下滑。

2025 年，销售费用率提升 0.98pcts 至 4.22%，其中 25Q4 销售费用率提升 3.99pcts 至 6.74%。预计系四季度市场动销承压背景下，增加市场投入，全年广告宣传费、市场推广及服务费用分别为 18.29 亿元、46.66 亿元，分别同比增加 36.94%、24.57%。

2025 年销售收现 1839.9 亿元，同比+0.74%，经营性净现金流 615.22 亿元，同比-33.46%。25Q4 销售收现 451.99 亿元，同比-14.65%，经营性净现金流 233.25 亿元，同比-51.45%。12 月末公司合同负债余额 800.67 亿元，同比-16.53%，主要系公司缓解经销商资金压力，使用更多承兑汇票等金融工具。

25 年现金分红总额 650 亿元，分红率为 79%，对应当前股息率 3.5%，全年回购注销总额达 60 亿。此外，26 年中期分红金额上限不超过 26H1 归母净利润。

### 全面开启市场化改革，茅台动销提速、重拾势能，预计 2026 年率先穿越周期

2025 年底以来，茅台针对产品、渠道开启新一轮全面市场化改革，从市场效果看，公司成功打通大众消费解决动销压力，打通直销飞天动销全面提速，产品量价调整渠道全面盈利，“自售+经销+代售+寄售”协同体系的落地实践，我们认为茅台在产业周期底部率先完成市场梳理，先于行业实现底部反转。因此，我们预计一季度茅台收入增速有望超 5%。

产品层面，飞天茅台上线 i 茅台全面激活大众消费潜力，拓宽了消费群体带动动销快速提升，直销价格锚稳定市场价格预期，一季度飞天茅台表现亮眼，此外 4 月起茅台针对飞天出厂价、直销指导价调整，增厚公司全年业绩潜力。非标层面，全面下调出厂价与市场指导价，顺利解决渠道不赚钱的难题，精品、15 年作为未来核心战略单品开始单独招商签订合同，生肖尝试寄售模式坚定文创产品标杆形象。

渠道层面，i 茅台全面上线茅台酒，2 月月活用户数量达到 2300 万，相比 2025 年 12 月增加 43%，带动平台用户成交量大幅增加。针对非标酒探索代售模式，在缴纳保证金与物权不转移的条件下，经销商从“赚差价”转变为“赚服务费”，渠道服务费 5%，优质渠道商仍可通过高周转获取更高收益。

**盈利预测与投资建议：**预计公司 2026-2028 年实现收入 1807.19 亿元、1903.02 亿元、2009.32 亿元，同比+5.04%、+5.30%、+5.59%；实现归母净利润 864.76 亿元、918.41 亿元、977.70 亿元，同比+5.05%、+6.20%、+6.46%；对应 EPS 分别为 69.06 元、73.34 元、78.07 元；对应 2026-2028 年动态 PE 分别为 21.18X、19.95X、18.74X。

**风险提示：**居民消费需求复苏不及预期，近 2 年受宏观环境等因素影响经济增长有所降速，国民收入增长亦受到影响，未来中短期居民收入增速恢复节奏和消费力的提升节奏可能不及预期。经济复苏不及预期，若企业的现金流改善节奏慢于预期，公司产品在高端商务用酒消费场景的需求复苏节奏可能不及预期。食品安全风险，近年来食品安全问题始终是消费者的关注热点，产业链企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险。股价异动风险。资本市场情绪波动，对公司预期产生变化，存在可能出现股价异常波动的情形。

### 重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	174,144.07	172,054.17	180,718.82	190,302.30	200,931.61
YoY(%)	15.66	-1.20	5.04	5.30	5.59
净利润(百万元)	86,228.15	82,320.07	86,475.66	91,840.82	97,769.68
YoY(%)	15.38	-4.53	5.05	6.20	6.46
毛利率(%)	92.08	91.34	90.34	90.56	90.79
销售净利率(%)	49.52	47.85	47.85	48.26	48.66
ROE(%)	36.99	33.65	28.39	24.94	22.43
EPS(摊薄/元)	68.86	65.74	69.06	73.34	78.07
P/E(倍)	21.24	22.25	21.18	19.95	18.74
P/B(倍)	7.86	7.49	6.01	4.98	4.20

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 分析师介绍

### 杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

### 夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

### 张家祯

食品饮料行业分析师，南京大学经济学硕士，5 年券商研究所工作经验，2026 年加入中信建投证券研究发展部食品饮料团队，主要负责酒类领域及大消费行业研究，2022—2024 年连续三年新财富入围团队核心成员。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk