

## 公司研究

## 主动出清，积极改革

## ——贵州茅台（600519.SH）2025 年年报点评

## 要点

**事件：**贵州茅台发布 2025 年年报，公司 25 年实现总营收 1720.54 亿元，同比下滑 1.2%，归母净利润 823.2 亿元，同比下滑 4.53%，其中 25Q4 总营收 411.5 亿元，同比下滑 19.35%，归母净利润 176.93 亿元，同比下滑 30.34%。公司拟每股派发现金红利 27.993 元（含税），合计派发现金红利 350.33 亿元（含税），25 年度现金分红比例合计达到 79%，另外公告 2026 年中期利润分配安排。

**25 年营收承压，Q4 释放压力。** 25 年全年营收小幅下滑，其中 25Q4 营收同比下滑 19%，公司大幅释放渠道风险，Q4 营收下滑幅度超出此前市场预期。1) 分产品看，茅台酒 25 年营收 1465 亿元、同比+0.39%，其中销量/均价同比+0.73%/-0.33%，25Q4 营收同比下滑 19.7%，公司通过主动去库、放低报表增长要求换取渠道健康以及批价稳定。系列酒 25 年营收 222.75 亿元，同比下滑 9.76%，其中销量/均价同比+3.88%/-13.13%，系列酒产品结构变化下均价承压，25Q4 营收同比下滑 17%，行业调整阶段系列酒仍存压力。2) 分渠道看，25 年批发代理/直销渠道收入 842.32/845.43 亿元，同比-12.05%/+12.96%，其中“i 茅台”收入 130 亿元、同比下滑 34.92%。25Q4 批发代理/直销渠道收入 113.89/289.88 亿元，同比-58.19%/+26.84%，批发代理渠道收入同比大幅下滑，验证公司通过停供控货和直销渠道承接来缓解传统渠道压力。

**毛利率承压，公司加大主动营销，费用率抬升。** 1) 公司 25 年毛利率 91.18%、同比-0.75pct，其中茅台酒/系列酒毛利率 93.53%/76.11%，同比-0.53/-3.76pct，系列酒结构调整下毛利率明显承压。25 年税金及附加项营收比重 15.9%、同比+0.44pct，销售费用率 4.22%、同比提升 0.98pct，公司在行业调整期加大主动营销、强化市场费用投放，销售费用率处于较高水平。25 年管理及研发费用率 4.95%、同比-0.53pct。综合看 25 年销售净利率 50.53%、同比-1.74pct。2) 25 年销售现金回款 1839.9 亿元、同比+0.74%，销售收现表现优于收入，截至 25 年末合同负债 80.1 亿元、环比 25Q3 末略增，但同比 24 年末有所减少。

**盈利预测、估值与评级：**展望 2026 年，公司在外部环境不确定下积极推进市场化运营改革，此前减少非标产品投放量，以缓解渠道压力，三月底公司针对飞天茅台销售合同价以及自营体系零售价同时提价，另外飞天茅台渠道向“i 茅台”转向，茅台酒 C 端消费属性或继续强化。考虑外部环境压力，我们下调 2026-27 年归母净利润预测为 847/888 亿元（较前次预测下调 8.1%/8.6%），新增 28 年归母净利润预测 935 亿元，当前股价对应 P/E 为 21/20/19 倍。公司 26 年或呈现前低后高的经营节奏，高分红保障股东收益，维持“买入”评级。

**风险提示：**高端白酒需求疲软，渠道改革不及预期，飞天茅台批价下行。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	174,144	172,054	177,576	185,429	194,128
营业收入增长率	15.66%	-1.20%	3.21%	4.42%	4.69%
归母净利润（百万元）	86,228	82,320	84,709	88,845	93,513
归母净利润增长率	15.38%	-4.53%	2.90%	4.88%	5.25%
EPS（元）	68.64	65.74	67.64	70.95	74.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	36.99%	33.65%	32.05%	30.92%	29.97%
P/E	21	21	21	20	19
P/B	7.6	7.2	6.7	6.1	5.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-17

## 买入（维持）

当前价：1,407.24 元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	12.52
总市值(亿元)	17622.44
一年最低/最高(元)	1322.01/1586.37
近 3 月换手率	21.76%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.20	2.39	-32.41
绝对	-5.24	2.27	-7.05

资料来源：Wind

## 相关研报

飞天提价，量价工具充足——贵州茅台（600519.SH）重大事项公告点评（2026-03-31）

Q3 收入同比持平，报表端理性降速——贵州茅台（600519.SH）2025 年三季度报点评（2025-10-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	174,144	172,054	177,576	185,429	194,128
营业成本	13,789	14,892	15,156	15,655	16,209
折旧和摊销	1,970	2,183	2,370	2,580	2,754
税金及附加	26,926	27,354	28,232	29,481	30,864
销售费用	5,639	7,253	7,636	7,973	8,347
管理费用	9,316	8,320	9,412	9,828	10,289
研发费用	218	190	195	204	214
财务费用	-1,470	-815	-943	-1,301	-1,683
投资收益	9	1	1	1	1
营业利润	119,689	114,809	117,979	123,641	129,922
利润总额	119,639	114,755	117,929	123,571	129,812
所得税	30,304	29,445	30,259	31,707	33,308
净利润	89,335	85,310	87,670	91,864	96,503
少数股东损益	3,107	2,990	2,961	3,019	2,990
归属母公司净利润	86,228	82,320	84,709	88,845	93,513
EPS(元)	68.64	65.74	67.64	70.95	74.67

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	92,464	61,522	91,108	92,816	95,962
净利润	86,228	82,320	84,709	88,845	93,513
折旧摊销	1,970	2,183	2,370	2,580	2,754
净营运资金增加	35,803	14,856	1,190	2,656	4,215
其他	-31,537	-37,836	2,839	-1,265	-4,520
投资活动产生现金流	-1,785	-31,642	-4,612	-3,094	-3,089
净资本支出	-4,678	-3,127	-4,644	-3,050	-3,050
长期投资变化	0	147	0	0	0
其他资产变化	2,893	-28,662	31	-44	-39
融资活动现金流	-71,068	-73,427	-64,106	-64,452	-67,216
股本变化	0	-4	0	0	0
债务净变化	55	-68	6	0	0
无息负债变化	7,835	-6,990	600	819	621
净现金流	19,610	-43,544	22,389	25,270	25,657

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	92.1%	91.3%	91.5%	91.6%	91.7%
EBITDA 率	69.1%	67.6%	67.2%	67.3%	67.5%
EBIT 率	67.9%	66.3%	65.9%	66.0%	66.1%
税前净利润率	68.7%	66.7%	66.4%	66.6%	66.9%
归母净利润率	49.5%	47.8%	47.7%	47.9%	48.2%
ROA	29.9%	28.1%	26.8%	26.0%	25.2%
ROE (摊薄)	37.0%	33.6%	32.1%	30.9%	30.0%
经营性 ROIC	38.5%	34.6%	35.2%	36.3%	37.4%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	19%	16%	15%	14%	14%
流动比率	4.45	5.09	5.48	5.91	6.38
速动比率	3.49	3.85	4.29	4.70	5.14
归母权益/有息债务	2082.21	5534.01	5285.82	5747.67	6239.96
有形资产/有息债务	2539.71	6521.58	6266.87	6807.91	7374.83

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	298,945	303,835	327,055	353,985	382,212
货币资金	59,296	51,691	74,079	99,349	125,007
交易性金融资产	249	0	0	0	0
应收账款	19	3	14	15	16
应收票据	1,984	0	1,776	927	971
其他应收款 (合计)	30	36	37	39	41
存货	54,343	61,427	59,714	61,681	63,860
其他流动资产	134,568	112,484	112,484	112,484	112,484
流动资产合计	251,727	252,519	275,003	301,388	329,269
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	147	147	147	147
固定资产	21,871	22,488	24,838	25,869	26,512
在建工程	2,150	2,472	2,649	2,225	2,012
无形资产	8,850	8,686	8,561	8,440	8,320
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2,614	1,729	1,729	1,729	1,729
非流动资产合计	47,218	51,316	52,052	52,597	52,943
总负债	56,933	49,876	50,481	51,300	51,921
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,515	4,007	3,486	3,914	4,052
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	24,326	19,033	19,033	19,033	19,033
流动负债合计	56,516	49,610	50,181	51,000	51,621
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	417	265	300	300	300
股东权益	242,011	253,959	276,574	302,686	330,291
股本	1,256	1,252	1,252	1,252	1,252
公积金	48,011	50,545	50,545	50,545	50,545
未分配利润	182,787	191,905	211,558	234,651	259,265
归属母公司权益	233,106	244,638	264,291	287,383	311,998
少数股东权益	8,905	9,321	12,283	15,302	18,293

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	3.24%	4.22%	4.30%	4.30%	4.30%
管理费用率	5.35%	4.84%	5.30%	5.30%	5.30%
财务费用率	-0.84%	-0.47%	-0.53%	-0.70%	-0.87%
研发费用率	0.13%	0.11%	0.11%	0.11%	0.11%
所得税率	25%	26%	26%	26%	26%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	51.56	51.95	52.51	55.02	57.80
每股经营现金流	73.61	49.13	72.75	74.12	76.63
每股净资产	185.56	195.36	211.05	229.49	249.15
每股销售收入	138.63	137.39	141.80	148.07	155.02

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	21	21	21	20	19
PB	7.6	7.2	6.7	6.1	5.6
EV/EBITDA	14.8	15.3	14.8	14.0	13.2
股息率	3.7%	3.7%	3.7%	3.9%	4.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼