

导语：渠道水满则溢，调整将以更长周期到来。

作者：市值风云 App：beyond

茅台业绩双降：迟来的周期清算

2026年4月17日，贵州茅台（600519.SH，茅台）交出了上市以来首份营收与净利润“双降”的年度报告：2025年营收1688亿元，同比下滑1.2%；归母净利润823亿元，同比下滑4.5%。

单位：元 币种：人民币

主要会计数据	2025年	2024年	本期比上年同期增减 (%)	2023年
营业收入	168,838,102,514.79	170,899,152,276.34	-1.21	147,693,604,994.14
利润总额	114,755,261,605.08	119,638,578,194.46	-4.08	103,662,553,689.81
归属于上市公司股东的净利润	82,320,067,101.68	86,228,146,421.62	-4.53	74,734,071,550.75

(来源：茅台 2025 年报)

对于习惯了两位数增长的投资者而言，这无异于一记警钟。

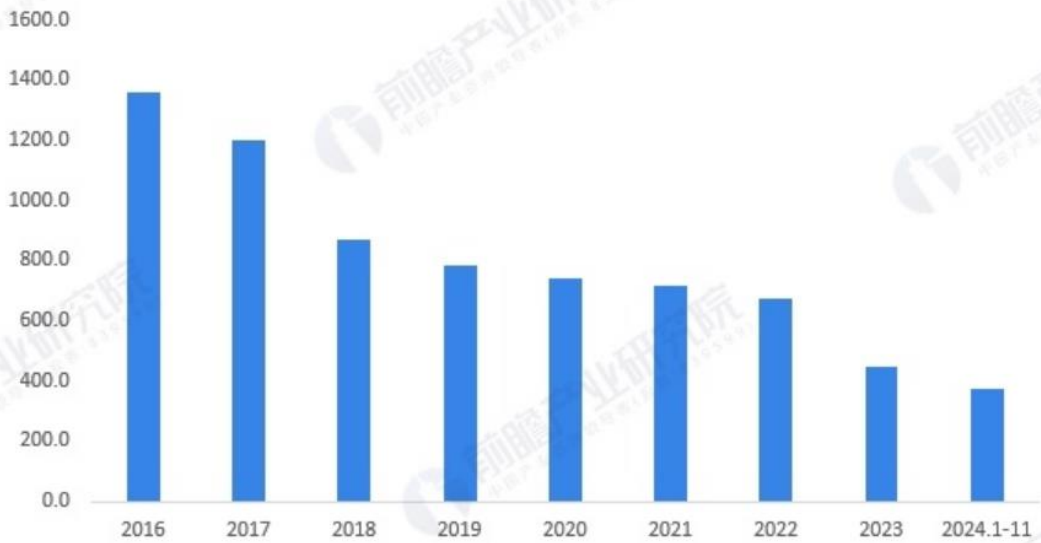
然而，若将视野拉长至 2020 年以来的行业周期，便会发现这份“双降”年报并非意外，而是高端白酒“逆周期压货”策略在延缓行业下行三年之后，迟来的周期清算。

一、周期下行早定：宏观收缩与终端消费的持续萎缩

要理解茅台 2025 年年报，首先要认清白酒行业（包括高端白酒）所处的周期位置并承认一个基本事实：自 2020 年疫情以来，中国高端白酒行业已经进入明确的收缩通道。

宏观数据清晰勾勒出这条下行曲线：规模以上白酒企业产量从 2016 年的峰值 1358 万千升，急剧萎缩至 2025 年 1-10 月累计约 300 万千升，累计降幅超过 70%。

国家统计局 图表4：2016-2024年中国白酒（折65度，商品量）产量情况（单位：万千升）



(来源：前瞻产业研究院)

2023年规上白酒产量同比下滑33%，2024年继续下降7.7%，2025年1-10月降幅仍达11.5%。与此同时，社会消费品零售总额增速从2021年的12.5%回落至2024年的2.5%，2025年预计仅为3.7%，消费复苏动能整体不足。

更严峻的是长期结构性约束。理性饮酒观念普及、适龄消费人口逐年递减（预计从2024年的约4.1亿人降至2034年的3.8亿人），部分地区对“公务接待不上酒”政策的扩大化执行——三重压力叠加，决定了行业总量天花板已然显现。

2025年，限额以上烟酒类零售额同比仅增2.7%，与社零大盘基本持平，而名酒终端价格普遍下跌：

飞天茅台散瓶批价一度跌破1499元指导价，全年从约2300元/瓶跌至1580元/瓶，跌幅超18%；茅台1935从千元以上跌至700元上下；第八代五粮液、国窖1573零售价也分别下探至940元和900元左右。

量价齐跌、宴席与商务场景需求不振，成为2025年白酒市场的真实写照。

二、逆周期压货：2021—2023年白酒增长的“结构性幻觉”

然而，正是在终端消费持续萎缩的背景下，贵州茅台 2021—2023 年的财报却呈现出令人瞩目的较快增长：营收同比增速从 11.7% 攀升至 18%，归母净利润增速稳定在 19% 以上。

■ 营收及增速



（来源：市值风云 APP）

同期，五粮液、泸州老窖同样表现出“逆周期”韧性。2020-2024 年，五粮液营收从 573 亿元增至 892 亿元，毛利率从 74% 逆势提升至 77%；泸州老窖净利润从 59.6 亿元跃升至 135 亿元，毛利率长期维持在 85% 以上。

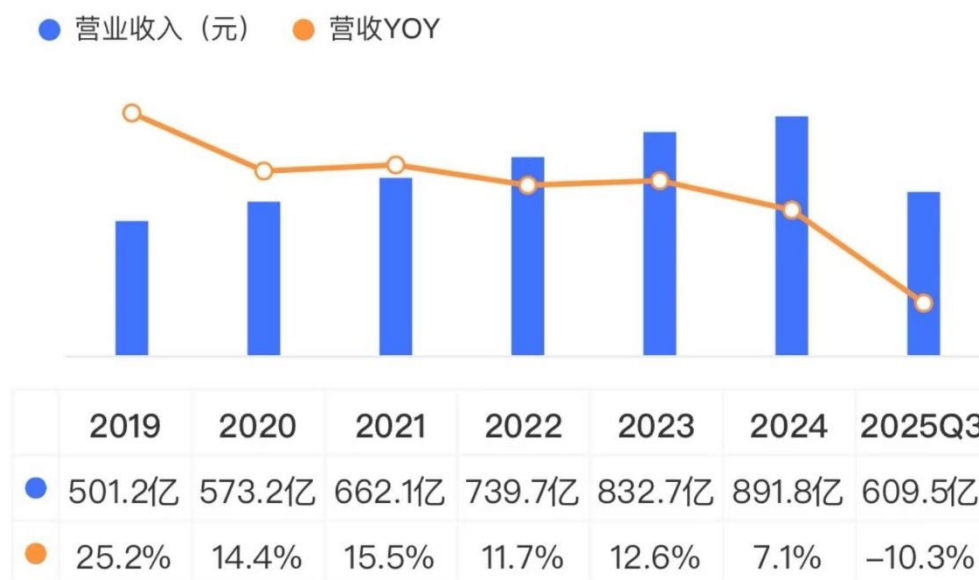
财报增长与终端疲软之间的巨大反差，指向一个关键机制——“逆周期压货”。在行业需求下行周期中，生产企业利用其对渠道的强势地位，将产品大规模发往经销商仓库并立即确认为销售收入。

商品从企业库存转移至渠道社会库存，却尚未被最终消费者购买。这一策略在财务上创造了增长幻象，却将真实风险向后推移。

茅台 2023 年营收增速达到 18%，而同期飞天茅台批价却从 2024 年初约 2950 元/瓶持续阴跌。这种“财报高增长”与“核心产品价格深度回调”并存的局面，正是压货行为的典型信号。

五粮液同样如此。2022—2023 年万得白酒指数累计下跌超 20%，行业情绪极度低迷，但五粮液营收仍保持 12%左右的增速——直到 2024 年增速骤降至 7%，才显现出“滞后性”调整。

■ 营收及增速



（五粮液营收情况，来源：市值风云 APP）

这些证据表明：下游销售不畅！以至于头部企业向渠道压货成为核心问题，虽然平滑了财报曲线，使业绩下滑显著滞后于真实需求的萎缩。

三、压货的代价：调整被延迟，也被延长

到了 2024 年，压货策略的边际效应开始衰减。茅台净利润增速已从 19%以上回落至 15%，增速连续两年下滑。真正的“清算时刻”在 2025 年第四季度集中到来。

茅台年报中最具震撼力的数据不在全年，而在 Q4 单季：营收 404 亿元，同比下滑 19.4%；归母净利润 177 亿元，同比下滑 30.3%。批发代理渠道收入同比暴跌 58.19%，而直销渠道收入同比增长 26.84%。

主营业务分销售模式情况				
销售模式	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)
批发代理	84,231,553,333.02	10,226,331,441.18	87.86	-12.05
直销	84,543,031,854.63	4,579,568,698.41	94.58	12.96

(来源: 茅台 2025 年报)

这一组合清晰地勾勒出茅台的战略转向: 停止向批发渠道压货, 通过直销承接部分需求, 主动为渠道“降压”。

有渠道调研信息显示, 2025 年 10 月经销商完成全年计划后, 茅台并未如往年追加分销任务, 反而主动停供了 11 月、12 月的批发发货, 一改业内长期存在的“向渠道压货保业绩”惯性。

这一“主动出清”并非没有代价。2025 年全年, 茅台酒营收 1465 亿元, 同比仅微增 0.39%, 销量同比增 0.73%, 吨价同比下降 0.34%; 系列酒营收 223 亿元, 同比下滑 9.8%, 吨价同比大降 13%。

系列酒毛利率从 2023 年的 79.9% 回落至 76%, 整体毛利率从 92.1% 降至 91.2%。这些数据, 正是终端消费真实状况的直接投射。

茅台在 2025 年终于选择“卸包袱”, 但这意味着: **白酒行业的下行调整起点本应该是 2021 年, 却被压货策略推迟了 3-4 年。然而压货只是转移压力, 并未消除压力。当渠道蓄水池满溢, 调整只会以更长周期到来。**

压货策略的本质是“延迟器”与“放大器”。它让企业财报在周期下行初期保持美观, 却扭曲了真实供需信号, 使企业无法及时调整生产与销售策略。健康的调整本应通过产量快速下调、价格适度回落, 促使市场重新平衡。

但压货导致渠道库存异常累积, 调整从单一的生产端演变为生产端与渠道端双重“去库存”的漫长过程。茅台 2025 年的“双降”, 正是这一延迟效应结束、周期规律开始主导的明确信号。

对于持续关注白酒行业的投资者来说，茅台的 2025 财报透露出一个好消息、一个坏消息。坏消息是：调整的时间周期将被拉长；好消息是：调整的信号终于出现，投资者的预期开始明确。最终，周期的力量不可抗拒。

结语

2025 年贵州茅台上市以来首次双降，不是意外，而是高端白酒“逆周期压货”策略走到尽头后的必然清算。任何财务技巧都无法改变需求的基本面。

对于投资者而言，当下最重要的不是追逐短期财报数字，而是跟踪真实动销、渠道库存与价格体系的修复进程。行业出清仍在继续，而唯有完成战略转型、夯实基础的企业，方能穿越周期，在下一轮复苏中占据更有利的位置。