

# 贵州茅台

## 600519

报告日期

2025-11-24

前收盘价(元)

¥1466.6

前收盘市值(亿元)

¥18370

所属行业

食品饮料

# 个股分析报告

## ■ 经营分析

### 盈利逻辑

贵州茅台通过生产和销售高端白酒产品，特别是茅台酒这一核心品牌，凭借其高溢价能力和品牌价值获取高额利润。

### 持续盈利的关键因素

- 品牌价值与稀缺性：茅台作为中国最知名的白酒品牌之一，拥有极高的品牌价值和市场认可度。其生产受到地理环境和传统工艺的限制，具有稀缺性，使得产品能够保持高溢价。
- 渠道控制力：茅台建立了"社会+自营"双渠道体系，能够有效控制产品流向和价格，确保品牌价值和利润空间。
- 产品结构优化：以茅台1935、汉酱、茅台王子酒"一体两翼"总体产品结构为战略核心，形成多层次的产品矩阵，满足不同消费群体的需求。

### 主营业务分析

根据提供的数据，贵州茅台的主要业务可分为茅台酒和系列酒两类。茅台酒作为核心业务贡献了绝大部分收入和利润，系列酒虽然收入占比较小但也是重要的利润来源。

年份周期	业务类别	收入规模	占比	毛利率水平
2024-12-31	茅台酒	145,928,075,955.31元	85%	94.06%
2024-12-31	系列酒	24,683,762,096.71元	14%	79.87%

业务特点分析：茅台酒作为公司的核心业务，贡献了85%的收入和87.37%的利润，毛利率高达94.06%，显示了极强的盈利能力。系列酒虽然收入占比相对较小（14%），但毛利率达到79.87%，同样是重要的利润来源。从2024年上半年数据看，公司营业总收入910.94亿元，同比增长9.16%；净利润454.03亿元，同比增长8.89%，表明公司业务保持了稳定增长态势。

## ■ 财务预警

贵州茅台-600519.SH

监控指标

监控结果

指标说明

毛利率波动	正常	过去一年公司毛利率整体销售毛利率变化百分比大于行业2个标准差。 (简单讲就是比同行的公司波动大)
非经常性损益 依赖度	正常	营业利润同比增长率相对净利润同比增长率的波动大于50%。 (因营业利润和净利润的核心差异来源于营业外收入与成本)
应收账款营收 占比	正常	应收账款余额/营业收入>25%
经营活动现金流 净额/净利润	正常	经营性净现金流/净利润<100%
短期偿债缺口 率	-	(货币资金+交易性金融资产) /短期借款< 50%
速动比率	正常	
债务期限错配 度	正常	
担保杠杆率	正常	担保余额合计值/归属母公司股东的权益>50%
存货周转天数	1315.31	
存货周转天数 偏离度	存货周转天数异 常	公司存货周转天数与行业平均值的差，超过行业1.5个标准差
固定资产周转 率	正常	固定资产周转率连续3年下降。
筹资依赖度	正常	筹资活动现金净流量大于0，并且经营活动现金净流量与投资活动现金 净流量的和小于0
在建工程沉淀 率	正常	在建工程/总资产>20%
其他应收款占 比	正常	
销售费用率异 常下降	正常	销售费用率下降，同时营业收入上升
应付账款周转 天数	应付账款周转天 数连续三年上升	应付帐款周转天数连续3年上升。
毛利率波动值	0.16	
所属行业	食品饮料	

## ■ 财务状况

贵州茅台作为食品饮料行业酒类板块的龙头企业，其财务结构呈现高度稳健特征。公司货币资金达593亿元，完全覆盖流动负债565亿元，且无短期借款与对外担保，负债总额569亿元对应总资产2989亿元，资产负债率仅19%，远低于行业平均水平。归属母公司股东权益2331亿元构成坚实的资本基础，财务安全性极高。

盈利能力方面展现出强劲增长态势。营业收入从2022年1241亿元持续增长至2023年1477亿元、2024年1709亿元，三年复合增长率达17.3%。毛利总额同步从1140亿元提升至1571亿元，营业利润与净利润增长率均保持在15%以上。值得注意的是销售费用率从2022年2.59%逐步上升至2024年3.24%，显示公司为维持市场地位适当增加了市场投入。

运营效率指标呈现典型高端酒企特征。存货周转天数1315天符合基酒长期陈酿的行业特性，固定资产周转率从7.59次提升至8.34次显示资产使用效率改善。应付账款周转天数从78.8天延长至86.3天，反映对供应商议价能力进一步增强。

现金流状况极为优异，经营活动现金净流量924.6亿元显著高于净利润893.3亿元，盈利质量突出。企业自由现金流量达569.7亿元，在维持21.5亿元在建工程投入的同时，筹资活动现金净流出710.7亿元表明公司持续通过分红回馈股东。

整体而言，贵州茅台展现出卓越的财务质量，现金充裕、盈利增长稳健、资产运营效率持续提升。需要关注的是销售费用率的连续上升可能挤压利润空间，以及超长存货周期在行业调整时面临的减值风险，同时应收账款与应收票据合计20亿元虽占比极低，但仍需保持对应收款项管理的关注。

## ■ 估值分析

让我们像评估一家企业那样来看待贵州茅台。这家公司拥有非凡的商业模式，其品牌护城河宽阔而持久。

### 财务数据梳理：

贵州茅台2024年的财务数据非常健康。它持有703.6亿元的金融资产，几乎没有带息负债（仅1.1亿元），并且产生了高达924.6亿元的自由现金流。这是一个现金奶牛式的企业，它不需要大量的资本支出来维持运营，并且拥有强大的净现金头寸。历史上，茅台的盈利能力和现金流增长一直非常稳定和强劲，这是我们评估其未来潜力的重要基础。

### 商业场景推测与未来现金流估算：

基于其品牌优势、定价能力和行业地位，我们构建了以下三种可能的情景：

乐观情景（概率20%）：中国经济持续健康发展，高端消费需求旺盛。茅台成功实现量价

齐升，并通过产品结构优化持续提升盈利能力。自由现金流在未来5-10年保持年均12%的复合增长率。

**中性情景（概率60%）：**这是最可能发生的情况。宏观经济平稳，茅台凭借其稳固的市场地位，维持温和但确定的增长。自由现金流在未来5-10年保持年均8%的复合增长率。

**悲观情景（概率20%）：**经济面临周期性下行压力，或出现不利于高端白酒消费的政策变化。茅台的销量和价格增长承压，但凭借其强大的品牌，仍能维持其业务基础。自由现金流在未来5-10年保持年均3%的复合增长率。

概率分配基于我们对商业世界不确定性的理解。我们给予最可能发生的中性情景最高权重，同时对极端情况保持警惕。

### 商业场景估值：

我们选择6%作为折现率。这个比率略高于当前中国的长期国债收益率，以反映任何企业都存在的微小但固有的经营风险。对于茅台这样拥有极强确定性的公司，我们不需要一个很高的风险溢价。

**乐观情景估值：**经营资产约为32,500亿元。非经营性资产（ $703.6 - 1.1 = 702.5$ 亿元）。公司总估值约为33,202.5亿元。

**中性情景估值：**经营资产约为25,800亿元。加上非经营性资产，公司总估值约为26,502.5亿元。

**悲观情景估值：**经营资产约为18,200亿元。加上非经营性资产，公司总估值约为18,902.5亿元。

### 公司价值分析：

加权估值 =  $(33,202.5 * 20\%) + (26,502.5 * 60\%) + (18,902.5 * 20\%) = 26,101.5$ 亿元。

当前市值为18,370亿元。

赔率 =  $26,101.5 / 18,370 \approx 1.42$ 。

从价值投资的角度看，计算出的加权估值显著高于当前市场价格，这意味着市场可能没有完全认识到这家卓越企业的长期价值。赔率大于1，表明如果我们的情景分析和概率判断大致正确，那么以当前价格买入存在着潜在的价值回报空间。这是一家我们能够理解并愿意长期持有的优秀公司。

## ■ 近期事件

2025-10-28，贵州茅台发布董事长辞职公告，张德芹因工作调整辞去董事长、董事及董事会专门委员会职务，辞职当日生效。同时，根据贵州省人民政府推荐，陈华被提名为公司董事、董事长人选。

2025-09-06，贵州茅台发布控股股东增持股份贷款承诺公告，茅台集团获农业银行贵州省分行不超过27亿元贷款支持，用于6个月内增持公司股份，增持金额区间为30亿至33亿元。

2025-11-11，贵州茅台发布关于回购股份事项的前十大股东持股情况公告，公司于2025年11月4日董事会审议通过集中竞价回购股份方案，控股股东持股54.30%。

2025-10-30，贵州茅台发布第四届董事会2025年度第十三次会议决议公告，会议提名陈华为第四届董事会董事候选人，其任职资格需经股东大会选举确定。

2025-08-05，贵州茅台发布股份回购进展公告，截至2025年7月底，公司累计回购股份3,451,685股（占总股本0.2748%），回购金额53.01亿元，价格区间1,408.29-1,639.99元/股。

## ■ 最新调研

近一个月暂无

## ■ 高管增持

近期高管增减持					
公司名称	变动金额(元)	增持/减持	高管职位	高管名称	日期
近一年暂无数据					

## ■ 机构持股

机构持仓一览					
机构属性	持股家数(家)	持股总数(万股)	持股市值(亿元)	占总股本比例(%)	占流通股比例(%)
基金	1050	8569.92	1237.49	6.84	6.84
QFII	-	0	-	-	-
社保	-	0	-	-	-
保险	-	0	-	-	-
券商	12	1.03	0.15	0	0

信托	-	0	-	-	-
其他	6	84428.13	12191.34	67.42	67.42
机构汇总	1068	92999.08	13428.97	74.26	74.26

注：数据来自上市公司报表、基金季报、半年报和基金年报；在上市公司报表、基金季报、半年报和年报公布期间，数据会持续更新。基金在一、三季报不披露全部持仓，因此中报/年报统计更为准确。

## ■ 行业点评

在投资食品饮料行业时，酒类无疑是核心——其利润占整个板块的约78%，市值占比也高达70%左右。市场对酒类的共识主要集中在两方面：一是白酒行业整体呈现“量减价升”趋势，2024年规模以上白酒企业产量414.5万千升，同比下降1.8%，而销售收入达7963.84亿元，同比增长5.3%（数据来源：国家统计局），反映出结构升级与价格驱动的特征。在个股选择上，建议重点关注高端白酒，因其品牌壁垒高、竞争格局稳定，具备较强的定价能力与盈利确定性。

从不同价格带看，白酒行业竞争逻辑各异：

- 高端白酒以品牌为核心，格局封闭，增长确定性强；
- 次高端白酒则处于快速成长期，品牌与渠道并重，全国性名酒与区域龙头竞争激烈；
- 中档白酒以区域市场为主，渠道力是关键，品牌力是根基，区域酒企在优势市场仍具备增长潜力。

判断白酒行业趋势的关键信号包括：

- 宏观经济指标如GDP、M1增速与高端白酒价格高度相关；
- 企业财务指标如预收款项和经营性现金流可作为盈利的领先指标；
- 渠道库存、动销情况及政策环境变化也对板块走势有重要影响。目前看，这些数据都不理想，因此白酒行业整体或相关指数短期内难以出现强劲表现。这也印证了我们的观点：白酒板块的机会主要集中于个别优质公司。

啤酒行业已深陷存量竞争阶段。2024年啤酒产量较2013年峰值下降30.4%（据中国酒业协会数据），前五大企业市场份额合计超过90%，行业呈现寡头垄断格局。然而，头部企业之间的竞争依然激烈，各企业在其传统优势区域的市场地位稳固。随着竞争持续加剧，预计营销费用将不断上升，进而侵蚀行业整体利润空间。

乳制品行业仍具成长潜力。目前中国人均乳制品消费量不足25公斤，仅为欧美国家的1/10，存在巨大提升空间（数据来源：中国奶业协会）。在这个规模庞大但增长趋于平稳的市场中，龙头企业的地位尤为重要。一方面，乳制品具有明显的规模效应和渠道壁垒，头部企业在供应链、品牌认知和终端覆盖上构建了强大护城河；另一方面，行业竞争已从增量抢夺转向存量优化，龙头公司通过产品结构升级和多品牌矩阵，能够在行业不同周期中保持稳健经营。

以伊利股份为例，公司在2020-2023年间营收从968.9亿元增长至1261.8亿元，年均复合增长率达9.2%，在行业低迷时凭借全渠道渗透和基础产品需求刚性支撑营收韧性，而在行业高涨时则依靠产品高端化和品类扩张把握消费升级红利，其中金典、安慕希等高端产品收入占比已超过40%（数据来源：公司年报）。

行业格局基本稳定：伊利、蒙牛为全国性龙头，双雄市占率合计超过45%；新希望、光明等深耕区域；贝因美、均瑶、妙可蓝多则在细分产品上建立优势，其中妙可蓝多奶酪业务市占率超过35%，成长性与商业模式更为突出（数据来源：欧睿国际）。

调味品行业增长主要来自集中度提升和产品结构升级。根据中国调味品协会数据，2023年行业收入增速为5.8%，而龙头海天味业同期营收增速仅为-4.3%（数据来源：公司年报），显著低于行业平均水平。与之形成对比的是，专注于高品质单品的千禾味业凭借“零添加”等产品创新，同期营收增速达28.3%，净利润增长更高达55%，证明其通过提升市场份额和单品毛利率实现了更高速增长。

肉制品行业规模庞大但增长平缓。随着上游屠宰行业集中度提升（CR5已从2019年的10%提升至2023年的18%），以及龙头企业不断向下游高附加值环节延伸，行业整体毛利率有望从当前的15%左右逐步提升至20%以上（数据来源：中国肉类协会）。尽管如此，由于行业增速放缓（近五年CAGR不足3%）和同质化竞争严重，我们仍不认为这是一个具有吸引力的投资赛道。

## ■ 最新卖方研究综述

### 贵州茅台投资评论

核心投资观点：贵州茅台作为高端白酒龙头企业，在行业“量减价升”和集中度提升的趋势下，凭借强大的品牌壁垒和定价能力，有望保持稳健增长。尽管短期面临宏观经济压力和渠道库存挑战，但长期来看，其高端定位和稀缺性仍将支撑其投资价值。

### 重点事项分析

#### 1. 行业“量减价升”趋势明显

2024年规模以上白酒企业产量414.5万千升，同比下降1.8%，而销售收入达7963.84亿元，同比增长5.3%（数据来源：国家统计局）。这一数据表明白酒行业正在经历结构性调整，产量下降但收入增长，反映出高端化和产品升级的趋势。贵州茅台作为高端白酒代表，在这一趋势中具有明显优势，能够通过提价和产品结构优化抵消销量下滑的影响。

#### 2. 行业集中度持续提升

白酒行业利润占整个食品饮料板块的约78%，市值占比也高达70%左右，凸显其在食品饮料行业中的核心地位。2024年以来，白酒行业消费结构优化、行业集中度提高的趋势仍在持续，总需求收缩使得规模以上企业收入、利润增速大幅下降，经营者两级分化加剧（数据来源：联合资信评估）。贵州茅台作为行业龙头，在这一过程中将获得更大的市场份额和定价权。

#### 3. 财务表现稳健

酒类行业整体ROE为26.30%，毛利率74.60%，营收复合增速14.90%，PEG为1.07（数据来源：东吴证券）。这些指标表明高端白酒行业仍具备良好的盈利能力和增长潜力。贵州茅台作为行业龙头，其财务表现预计将优于行业平均水平，继续保持高盈利能力。

## 4. 宏观经济与行业周期影响

判断白酒行业趋势的关键信号包括宏观经济指标如GDP、M1增速与高端白酒价格高度相关，企业财务指标如预收款项和经营性现金流可作为盈利的领先指标，以及渠道库存、动销情况及政策环境变化（数据来源：行业点评）。目前看，这些数据都不理想，因此白酒行业整体短期内难以出现强劲表现，这对贵州茅台的短期股价可能形成压力。

### 关键跟踪指标与潜在风险

宏观经济指标变化是跟踪白酒行业的重要先行指标，GDP和M1增速的变化将直接影响高端白酒需求。渠道库存和动销情况是判断行业短期走势的关键，目前数据显示渠道库存处于较高水平，动销速度放缓。政策环境变化，特别是限制“三公”消费等政策可能对高端白酒需求产生结构性影响。此外，行业竞争加剧可能导致价格战，影响高端白酒企业的盈利能力。

尽管面临短期挑战，但长期来看，白酒行业“量减价升”和集中度提升的趋势有利于贵州茅台。随着居民收入水平提高和消费升级持续推进，高端白酒的需求仍将保持韧性。贵州茅台的品牌壁垒、稀缺性和定价能力将继续支撑其市场地位和盈利能力。

---

如果您有任何建议或意见，欢迎与我们交流

\*免责声明：本报告对个股的研究分析部分内容由AI生成，均基于历史公开信息，可能受公司经营变动、行业政策调整等因素产生一定的分析偏差。个股未来表现受宏观经济、市场情绪、公司基本面等多重因素影响存在波动风险。本报告保持中立客观角度，不涉及证券投资咨询业务，不涉及对个股的推荐，不涉及对任何投资者的具体投资建议。