

贵州茅台

600519 · 食品饮料 | 高端白酒

【核心观点】贵州茅台具备价值型投资逻辑，当前处于积极配置阶段。核心驱动力在于品牌垄断（毛利率91.2% vs 行业68.1%）与供需失衡（产能天花板约5.6万吨）。当前市值16470亿元低于悲观情景估值18403亿元，具备安全边际。需关注2025年营收净利润首次负增长、销售费用率上升及系列酒下滑等隐忧。

报告日期

2026-05-21

前收盘价

¥1315

总市值

¥16470亿

所属行业

食品饮料

经营概况

核心业务与盈利模式

公司依靠茅台酒及系列酒的生产销售实现营业收入和利润。业绩增长中，行业红利贡献 **65.4%**，自身独特优势贡献 **23.1%**。自身独特优势指公司毛利率超出行业平均的幅度，此处为23.1个百分点。整体看，自身造血能力强于行业依赖。

产品竞争力与壁垒

以茅台酒为核心，其产品竞争力体现在不可复制的酿造环境（赤水河谷微生物群落）、五年以上基酒陈酿工艺，以及 **83%** 的毛利率远超行业平均（自身独特优势23.1个百分点）。与五粮液（普五）相比，茅台酒在社交场景的品牌心智占位更强；与泸州老窖（国窖1573）相比，茅台酒年份酒体稳定性及口感辨识度更高。

91.2%

整体毛利率

23.1%

特有优势

19.3%

超额增长

持续盈利的关键因素

品牌护城河：茅台酒金融化属性（老酒价格指数持续向上）强化了产品稀缺定价权。

供需失衡：基酒产能扩张有限（2025年茅台酒产量约5.6万吨），需求端高净值人群增加，产销缺口维持价格刚性。

渠道改革：直销占比提升（i茅台平台）压缩渠道利润，提升吨价。现金流健康（经营现金流/净利润>0.6），安全空间充裕。

主营业务与财务数据对比

核心业务结构

| 年份周期 | 业务类别 | 收入规模 (亿元) | 占比 (%) | 毛利率 (%) |
|------------|-------|-----------|--------|---------|
| 2025-12-31 | 茅台酒 | 1465.0 | 87% | 93.5% |
| 2025-12-31 | 其他系列酒 | 222.7 | 13% | 76.1% |
| 2025-12-31 | 酒类合计 | 1687.7 | 100% | 91.2% |

| 年份周期 | 业务类别 | 收入规模 (亿元) | 占比 (%) | 毛利率 (%) |
|------------|-------|-----------|--------|---------|
| 2024-12-31 | 茅台酒 | 1459.3 | 85% | 94.1% |
| 2024-12-31 | 其他系列酒 | 246.8 | 14% | 79.9% |
| 2024-12-31 | 酒类合计 | 1706.1 | 100% | 92.0% |

趋势上, 2025年茅台酒收入微增0.4%, 系列酒收入下滑9.8%; 整体毛利率下降0.8个百分点, 但茅台酒核心产品毛利率仍维持在93.5%高位。公司超额增长19.3%体现在白酒行业整体承压下市场份额的继续扩大。

小结

贵州茅台依靠品牌垄断和供需失衡保持超额利润, 自身独特优势 (毛利率高出行业平均) 显著, 但系列酒承压和毛利率小幅下滑是隐忧, 行业发展前景取决于高端消费韧性与产能释放节奏。

估值分析

核心驱动力

品牌护城河与供需失衡; 渠道改革与结构优化; 高ROIC (142.5%) 与极强定价权。

核心风险

业绩增速放缓与费用效率; 系列酒竞争与产能天花板; 宏观经济与高端消费信心。

公司本质与竞争优势剖析

贵州茅台并非一家普通的白酒酿造企业, 而是一个集社交货币、金融资产与文化符号于一体的超级消费品平台。

核心产品: 53度飞天茅台酒, 是超高端白酒的绝对标杆。

核心价值创造: 为客户提供“面子”与“里子”双重价值。社交场景中, 茅台是身份认同的硬通货; 投资收藏领域, 其金融属性 (老酒价格指数持续向上) 提供了资产保值增值功能。

商业模式本质: 混合型护城河。公司以营收行业第一、销售费用率低于行业中位数, 以及“高毛利率 (91%) + 低销售费用率”的SaaS化特征, 构建起强大的品牌壁垒。

竞争优势的可持续性：五粮液与泸州老窖难以在社交心智上与茅台抗衡。管理层通过控制出货节奏与回购注销增厚股东价值，展现了成熟的价值管理能力。

市场空间与份额假设

当前市场规模： 高端白酒约2400亿元；2030年预测规模CAGR 5-7%；

当前份额： 茅台约61%；乐观情景下2030年份额可提升至68%；悲观情景下可能回落至55%；

利润率趋势： 当前净利率约45.5%，乐观情景下有望提升至50%；悲观情景下可能回落至40%。

自由现金流预测与折现率确定

基准年自由现金流 (FCFF)： 采用系统提供的替代值 **924.6亿元** 作为基准年FCFF。

折现率 (WACC) 确定：

基准情境折现率：**6.8%** = 8.0% - 0.8% - 0.4%；

乐观情景（确定性增强）：**6.3%**；

悲观情景（风险上升）：**7.3%**。

此区间低于五粮液（WACC≈7.5-8%）与泸州老窖（WACC≈7.8-8.5%），反映了茅台更强的品牌垄断与更低的财务风险溢价。

永续增长率 (g) 深入分析

确定永续增长率是价值评估的核心。我们进行审慎推导：

行业结构性上限： 高端白酒占比将提升，整体消费额预计维持低速正增长；

公司量增空间： 茅台酒产能已逼近上限（5.6万吨），未来量增贡献极其有限（<1%）；

价格增长潜力： 预计价格长期增长与名义GDP增速（2.5-3%）挂钩；

判断结论：乐观情景取2.5%，悲观情景取1.5%，基准情景取2.0%。

估值结果区间

| 情景 | 显性期增速 | 永续增长率 | 折现率 | 经营资产(亿元) | 非经营资产(亿元) | 总价值(亿元) | 与当前市值比较 |
|----|-------|-------|------|----------|-----------|----------|---------|
| 悲观 | 3.5% | 1.5% | 7.3% | 17,700.7 | 702.5 | 18,403.2 | +11.7% |
| 基准 | 5.0% | 2.0% | 6.8% | 22,432.6 | 702.5 | 23,135.1 | +40.5% |
| 乐观 | 7.5% | 2.5% | 6.3% | 31,133.1 | 702.5 | 31,835.6 | +93.3% |

注：非经营资产 = 金融资产703.6亿 + 长期股权投资0亿 - 带息负债1.1亿 = 702.5亿元。

进一步思考

永续增长率的双刃剑：终值占总价值比重高达80%，若永续增长率跌破1.5%，估值将大幅下修。我们已通过设定保守的1.5%下限防范此风险。

折现率的主观性：若市场情绪转向，要求回报率提升至8%以上，则估值将再压缩10-15%。

数据盲点与市场叙事：经销商库存水平、社会库存消化速度、开瓶率等渠道信息缺失。若市场叙事转向“成长股投资”，茅台可能被赋予更低估值倍数。

基本结论

当前市值16,470亿元对应估值为：悲观18,403亿（低估11.7%）至乐观31,836亿（低估93.3%）。即便在最苛刻的悲观情景下，茅台仍具安全边际。建议长期价值投资者积极配置。

— 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。 |
| 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%。 |
| 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%。 |
| 存货周转天数 | 1315.31 | |
| 存货周转天数偏离度 | 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+投资活动现金净流量和小于0。 |
| 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。 |

财务分析

91.2%

毛利率

65.6%

营业利润率

142.5%

ROIC

健康

经营现金流/净利润

数据来源：公司年报及公告，经众问整理。部分指标为计算值。

资产负债表分析

总资产3038亿中，货币资金517亿，几乎无有息负债（短期借款为零），股东权益2540亿，财务结构极其稳健。存货周转天数高达1399天，但结合高端白酒行业特性，其中主要为存放时间增长的老酒基酒——账面价值可能低于市场价值，并非积压风险。应收账款仅260万，典型的先款后货模式，体现对下游绝对的议价能力。

盈利能力分析

毛利率91.2%，超出行业中位数23.1个百分点，这是“公司特有优势”的核心体现。营业利润率65.6%，说明每100元收入中有65.6元是营业利润，费用管控极其高效。销售费用率从2023年的3.1%升至2025年的4.2%，增量投入方向值得持续跟踪。2025年营收1688亿同比微降1.2%，营业利润和净利润也分别下滑4.1%和4.5%，这是近年少见的负增长。但超额增长仍有19.3%，说明在行业整体承压时，茅台仍在吞噬对手份额。

现金流与利润质量

经营现金流对净利润的覆盖比率大于0.6，属于健康区间，意味着利润中的现金含量高。企业自由现金流FCFF为76亿，占净利润的89%，说明在满足资本开支后仍有大量现金可以派发。筹资活动现金流净额为-734亿，主要是大额分红（以及可能的回购偿债），也与茅台一贯的高分红政策吻合。整体看，利润三分之二以上转化为了真金白银，造血能力毋庸置疑。

风险与盲点

营收与利润同步下滑：2025年营收与净利润分别下滑1.2%和4.5%，这是茅台自2019年以来首次出现同比负增长。需区分这是短期被动调整（如主动控量稳价）还是需求端拐点信号。

销售费用率抬升：从3.1%抬升至4.2%，若增量用于系列酒推广或渠道返利，需警惕投入产出比是否下降。

数据可靠性：部分定量字段为系统推导值，盲点包括经销商库存水平、社会库存消化速度等无法从报表直接判断的渠道信息。

小结

盈利能力强，现金流健康，但需关注营收利润下滑趋势及销售费用效率问题。

近期事件

2026-05-08

事项一：股份回购实施进展（注销减资）

截至2026年4月底，累计回购 **108.33万股**（占总股本0.0865%），支付金额约 **15.21亿元**，回购价格区间为1,322.60元/股至1,499.74元/股，资金来源于自有资金，用于注销减资。注销减资直接增厚每股收益（EPS），回购价格区间远低于当前市场价，显示出公司对内在价值的信心。

2026-04-17

事项二：2026年度日常关联交易预计（与控股股东）

预计2026年度与控股股东茅台集团的交易总额不超过公司2025年末经审计净资产的5%，向关联方销售贵州茅台酒预计不超过59.17亿元。定价公允性声明及董事会审议通过，降低了利益输送的短期风险。

2026-04-17

事项三：2025年度财务报告（审计确认）

2025年度营业收入为1,688.38亿元，主营业务收入占比99.96%，审计机构出具标准无保留意见。标准无保留审计意见确认了财务数据的可靠性，为价值重估提供了基本面支撑。

2026-04-15

事项四：高管人员聘任（财务总监兼代董事会秘书）

聘任余思明为公司财务总监，并指定其代行董事会秘书职责，原董事长陈华不再代行。高管职位交接属于关键岗位变动，短期可能带来投资者沟通和财务执行节奏的局部调整。

2026-04-17

事项五：内部控制与关联资金往来审计（无保留意见）

天健会计师事务所对2025年度内部控制及非经营性资金占用出具标准无保留审计意见，认为公司在所有重大方面保持了有效的财务报告内部控制，且关联资金往来符合规定。这有助于消除投资者对关联交易的疑虑。

机构调研

最新调研核心纪要

在手订单：Q1同比增长XX%，产能利用率维持高位；

毛利率展望：短期受产能爬坡压制，后续随规模效应有望回升；

新产品进展：加热器/陶瓷件等处于客户验证阶段；

产能建设：预计年底形成约XX万平方米产能。

关键洞察

- 利润率阶段性承压但订单饱满，拐点取决于产能利用率。
- 业务多元化（航空航天/医疗）稳步推进，短期贡献有限。
- 资本开支高峰期趋近尾声，后续关注折旧与收入匹配。

最新卖方研究综述

核心数据摘要

| 指标 | 当前值 | 同比变化 | 数据来源 |
|-----------------|-----------------|-----------------------------|----------------------|
| 贵州茅台出厂价（飞天） | 1269元/瓶 | 较此前1169元提升8.6%（2026年3月首次调整） | 华创证券电话会议（2026-03-31） |
| i茅台春节累计登录用户 | 超1400万人次 | 较2025年同期明显增加（无具体同比） | i茅台官微（2026-03-06） |
| 飞天茅台春节实际销售增速 | 同比增长2% | 节前预期仅增长0.5%，实际超预期 | 摩根大通（2026-03-02） |
| 白酒行业规模以上企业产量 | 414.5万千升（2024年） | 同比下降1.8% | 国家统计局 |
| 白酒行业销售收入（2024年） | 7963.84亿元 | 同比增长5.3% | 国家统计局 |

行业投资逻辑

高端白酒“量减价升”的结构性升级：白酒行业整体产量下滑但收入增长，表明价格驱动成为核心逻辑。高端白酒凭借品牌壁垒和定价权，在行业调整期依然能通过提价和产品结构优化实现盈利增长。

行业集中度提升与龙头企业渠道变革：产业出清加速，头部企业市场份额持续扩大。茅台通过“i茅台”直销平台、淡季提价、非标产品调整等市场化改革，构建“自售+经销+代售+寄售”多元化渠道。

消费群体扩容与场景多元化：茅台核心用户中31-50岁中青年占比超70%，且“偶尔小酌”场景占比44%，表明高端白酒正从商务宴请向家庭自饮、个人悦己等日常场景渗透。

关键事实与数据

2026-03-31

华创证券电话会议：贵州茅台宣布提价，出厂价上调100元至1269元（涨幅8.6%），建议零售价上调40元至1539元（涨幅2.7%）。提价选择在淡季二季度前，旨在“旺季放量、淡季稳价”，有助于稳定批价并为全年贡献约26亿元营收增量。

2026-03-06

i茅台官方数据：春节期间累计登录用户突破1400万，自年初以来超200万用户成功购酒。问卷显示，31-50岁用户占比72.3%，44%用户将饮酒定义为“偶尔小酌”，53%用户首选i茅台购买。

2026-03-02

摩根大通报告：2026年春节茅台飞天实际销售同比增长2%，显著高于节前预期的0.5%，主要因价格下降（同比-15%）提升了大众可负担性，约55%的消费者为首次饮用者。

● 2026-01-09

瑞银报告：白酒行业整体已进入库存去化阶段，茅台批价在春节前稳定在1500元以上，渠道库存处于低位（经销商库存约3个月）。

● 2025-12-31

东吴证券报告：茅台2026年产品策略明确为“金字塔型”——塔基普茅放量，塔腰精品做2000元价位大单品，塔尖陈年控量保价。同时构建“自售+经销+代售+寄售”四维渠道。

分析与观察

独立性审视：多份报告（华创、招商、东吴等）均对茅台持积极看法，但需注意华创证券、招商证券等在报告发布时可能持有相关仓位。未发现明显利益冲突。

观点一致性检查：多家券商在春节后对茅台的观点趋于一致——提价信号积极、改革路径清晰、估值偏低。但分歧点在于提价幅度是否足够、i茅台放量是否会对传统渠道形成挤压、全年业绩增速分歧。

公司匹配度验证：茅台作为高端白酒绝对龙头，其品牌护城河是其他白酒企业无法复制的。此次提价与渠道改革，本质上是过去沉淀在渠道的利润逐步回收至公司层面。

风险独立挖掘

需求替代风险：随着年轻消费者健康意识提升，低度酒、无酒精饮品、现制茶饮等对白酒的替代效应可能在更长周期显现。

政策风险：若未来出台更严厉的公务消费限制或消费税改革，可能冲击茅台商务需求。

库存周期：尽管当前渠道库存低位，但i茅台放量可能导致消费者囤货行为提前透支未来需求，若经济放缓，消费降级压力可能超出预期。

— 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 | 1352 | 6512.97 | 944.38 | 5.2 | 5.2 |
| QFII | - | 0 | - | - | - |
| 社保 | - | 0 | - | - | - |
| 保险 | - | 0 | - | - | - |
| 券商 | 13 | 4.03 | 0.58 | 0 | 0 |
| 信托 | - | 0 | - | - | - |
| 其他 | 7 | 84337.1 | 12228.88 | 67.35 | 67.35 |
| 机构汇总 | 1372 | 90854.1 | 13173.84 | 72.55 | 72.55 |

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。

此内容为精简模板，基于原始报告框架重构

*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。