

贵州茅台 (600519.SH)

民族品牌，穿越周期

贵州茅台召开 2024 年度股东大会，也举办了茅友嘉年华活动。张德芹董事长就政策进行回应，认为是白酒回归初心的奇迹，也强调茅台的质量与文化不动摇。三期叠加下短期或有调整，但茅台有穿越周期的经验、信心和定力。三大转型拓展消费需求，25 年制定 9%健康可持续发展目标。国际化加速开拓，年轻化聚焦活力、创新和包容。行业短期承压，更应关注茅台穿越周期的能力，维持 25-27 年 EPS 预测为 74.78、80.68、85.43 元，当前股价对应 25 年 21.2xPE，维持 2100 元目标价，重申“强烈推荐”评级。

- **茅台股东大会调研反馈：民族品牌，穿越周期。** 贵州茅台召开 2024 年度股东大会，也举办了茅友嘉年华活动。本次股东大会报名人数与去年接近，机构比例下降，个人投资者，比例提升，部分长期持有的股东，对公司投资价值的认识深刻，且不会过多关注短期的波动。在茅友嘉年华活动中，来自五湖四海的茅友欢聚一堂，以酒为媒、以乐传情，共襄盛宴、共叙情谊，丰富多彩的活动，展示出了传统品牌的无限可能。
- **坚守产品质量，回归白酒初心。** 张德芹董事长首先对最新出台的反浪费政策做出回应，公司明确支持，认为这也一个是一个好的契机让白酒回归初心，“以之成礼、以之养老、以之成欢”就是初心。只要茅台的质量与文化不动摇，创新能力、服务意识保持，那民族品牌会持续发挥光彩。公司反复强调对质量的把控，这是全体茅台人的信仰，也是上级组织对茅台的底线要求，这彰显了茅台作为行业龙头的工匠精神，唯有质量，能支撑品牌行稳致远。
- **三期叠加下短期或有调整，但茅台有穿越周期的经验、信心和定力。** 张德芹回顾了过去几十年茅台遇到的调整和应对，1988 年、1998 年、2008 年、2012 年，茅台每一轮遇到危机，虽然并不是先知先觉，但都敢于面对现实并努力应对。王莉总经理表示，本轮周期是宏观、中观、微观的三期叠加。但在这个阶段更应坚定信心，定力来自于过去 70 年不断地穿越周期以及形成的具有韧性的渠道体系，且信心拥有三个支撑：中国经济向好发展的信心、独特稀缺的品质、强大的品牌认同。
- **三大转型拓展消费需求，25 年制定 9%健康可持续发展目标。** 2024 年实施三大转型：1、客群转型：覆盖家庭消费场景，拓展年轻群体。2、场景创新：开发差异化容量产品（1000ml/750ml）及礼盒装。3 渠道优化：构建“4+6”立体渠道体系。2025 年目标增长 9%，考虑了健康可持续发展，可行的目标会努力完成。当下消费模式在转变，茅台稀缺性不变，占白酒总量的比例仍较低。公司强调打造高品质生活方式，重视消费者情感需求。
- **国际化加速开拓，年轻化聚焦活力、创新和包容。** 在国际化方面，公司战略三步走：产品出口、品牌文化出海、价值创造。去年开始加大人力和投入，一季度国际化增长比较快，聚焦东亚和南亚市场，日本、新加坡取得了良好效果。中国文化和中国文明会走向全世界。在年轻化上，重点聚焦活力、创新和包容。
- **投资建议：行业短期承压，更应关注茅台穿越周期的能力。** 本次股东大会，公司理性客观看待当下发展所面临的“三期叠加”问题，信心依旧坚定，坚定来自于公司对质量和文化的坚持，也来自于过去四轮穿越周期并持续创造价值的经验。当下产业进入磨底阶段，公司仍从容制定 9%可持续发展目标，国际化及场景创新贡献增量。当下持仓、关注度低位，政策或影响短期情绪，但公司股

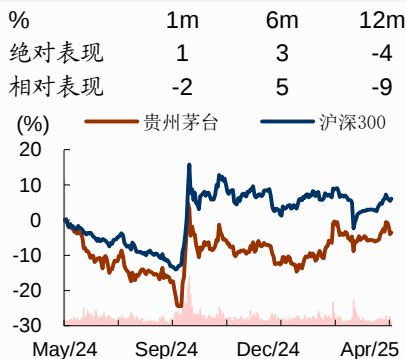
强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料
目标股价：2,100.00 元
当前股价：1586.0 元

基础数据

总股本（百万股）	1256
已上市流通股（百万股）	1256
总市值（十亿元）	1992.3
流通市值（十亿元）	1992.3
每股净资产（MRQ）	205.7
ROE（TTM）	34.5
资产负债率	14.1%
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有
主要股东持股比例	54.07%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《贵州茅台（600519）一开门红略超预期，重申龙头配置价值》2025-04-30
- 2、《贵州茅台（600519）一销量增幅超预期，25 年合理降速》2025-04-03
- 3、《贵州茅台（600519）—24 年顺利收官，底部区间建议加配》2025-01-03

陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
刘成 S1090523070012
✉ liucheng5@cmschina.com.cn

东回报清晰，品牌穿越周期，维持 25-27 年 EPS 预测为 74.78、80.68、85.43 元，当前股价对应 25 年 21.2xPE，维持 2100 元目标价，重申“强烈推荐”评级。

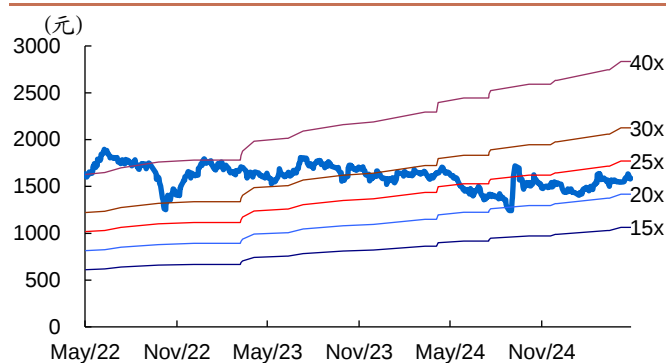
□ 风险提示：政策影响超预期、外资流出、税率上升、宏观经济影响等

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	150560	174144	190109	205512	218220
同比增长	18%	16%	9%	8%	6%
营业利润(百万元)	103709	119689	130395	140667	148949
同比增长	18%	15%	9%	8%	6%
归母净利润(百万元)	74734	86228	93944	101348	107317
同比增长	19%	15%	9%	8%	6%
每股收益(元)	59.49	68.64	74.78	80.68	85.43
PE	26.7	23.1	21.2	19.7	18.6
PB	9.2	8.5	7.6	6.8	6.1

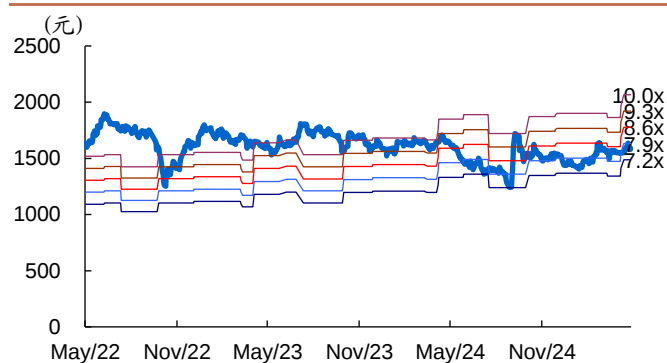
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：贵州茅台历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：贵州茅台历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《贵州茅台（600519）—开门红略超预期，重申龙头配置价值》2025-04-30
- 2、《贵州茅台（600519）—销量增幅超预期，25 年合理降速》2025-04-03
- 3、《贵州茅台（600519）—24 年顺利收官，底部区间建议加配》2025-01-03

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	225173	251727	287182	326162	365354
现金	69070	59296	76587	95756	117961
交易性投资	401	249	249	249	249
应收票据	14	1984	2166	2342	2487
应收款项	60	19	21	22	24
其它应收款	28	30	33	35	38
存货	46435	54343	59870	67487	74414
其他	109165	135806	148256	160270	170182
非流动资产	47527	47218	48085	48893	49645
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	19909	21871	23664	25302	26798
无形资产商誉	8790	8949	8054	7248	6524
其他	18828	16398	16367	16343	16324
资产总计	272700	298945	335267	375055	414999
流动负债	48698	56516	60211	65458	70229
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3093	3515	3872	4365	4813
预收账款	14126	9592	10568	11913	13135
其他	31479	43409	45771	49180	52281
长期负债	346	417	417	417	417
长期借款	0	0	0	0	0
其他	346	417	417	417	417
负债合计	49043	56933	60629	65875	70647
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积金	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	213037	230475	259717	290607	321913
少数股东权益	7988	8905	12290	15941	19808
归属于母公司所有者权益	215669	233106	262348	293238	324544
负债及权益合计	272700	298945	335267	375055	414999

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	66593	92464	84597	92120	100708
净利润	77521	89335	97329	104999	111183
折旧摊销	1865	1991	2816	2875	2932
财务费用	13	14	(1100)	(1100)	(1100)
投资收益	(34)	(9)	(91)	(91)	(91)
营运资金变动	(11637)	1983	(14357)	(14564)	(12216)
其它	(1135)	(850)	0	0	0
投资活动现金流	(9724)	(1785)	(3592)	(3592)	(3592)
资本支出	(2620)	(4679)	(3683)	(3683)	(3683)
其他投资	(7105)	2894	91	91	91
筹资活动现金流	(58889)	(71068)	(63714)	(69358)	(74911)
借款变动	23463	20203	(112)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(84074)	(92788)	(64702)	(70458)	(76011)
其他	1722	1517	1100	1100	1100
现金净增加额	(2020)	19611	17291	19170	22205

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	150560	174144	190109	205512	218220
营业成本	11867	13789	15192	17125	18882
营业税金及附加	22234	26926	29395	31776	33741
营业费用	4649	5639	6203	6691	7054
管理费用	9729	9316	9877	10186	10511
研发费用	157	218	238	258	274
财务费用	(1790)	(1470)	(1100)	(1100)	(1100)
资产减值损失	37	(23)	0	0	0
公允价值变动收益	3	61	61	61	61
其他收益	35	21	21	21	21
投资收益	34	9	9	9	9
营业利润	103709	119689	130395	140667	148949
营业外收入	87	71	71	71	71
营业外支出	133	121	121	121	121
利润总额	103663	119639	130345	140617	148899
所得税	26141	30304	33016	35618	37716
少数股东损益	2787	3107	3385	3651	3866
归属于母公司净利润	74734	86228	93944	101348	107317

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	18%	16%	9%	8%	6%
营业利润	18%	15%	9%	8%	6%
归母净利润	19%	15%	9%	8%	6%
获利能力					
毛利率	92.1%	92.1%	92.0%	91.7%	91.3%
净利率	49.6%	49.5%	49.4%	49.3%	49.2%
ROE	36.2%	38.4%	37.9%	36.5%	34.7%
ROIC	35.5%	37.9%	37.4%	35.7%	33.8%
偿债能力					
资产负债率	18.0%	19.0%	18.1%	17.6%	17.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.6	4.5	4.8	5.0	5.2
速动比率	3.7	3.5	3.8	4.0	4.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	1500.0	168.0	90.7	90.3	89.5
应付账款周转率	4.3	4.2	4.1	4.2	4.1
每股资料(元)					
EPS	59.49	68.64	74.78	80.68	85.43
每股经营净现金	53.01	73.61	67.34	73.33	80.17
每股净资产	171.68	185.56	208.84	233.43	258.35
每股股利	49.98	51.51	56.09	60.51	64.07
估值比率					
PE	26.7	23.1	21.2	19.7	18.6
PB	9.2	8.5	7.6	6.8	6.1
EV/EBITDA	18.8	16.2	14.7	13.6	12.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。