

贵州茅台 (600519.SH)

强烈推荐 (维持)

市场动销持续改善，凝聚共识强化信心

消费品/食品饮料
目标估值: NA
当前股价: 1515.1 元

近期王莉总经理率队深入一线，与广大经销商及投资者真诚沟通，不断凝聚共识，市场信心强化。根据公司最新调研反馈，8月以来终端动销环比增长显著，市场态势有望进一步向好。市值管理常态化体系构建，多维度筑牢投资者回报。

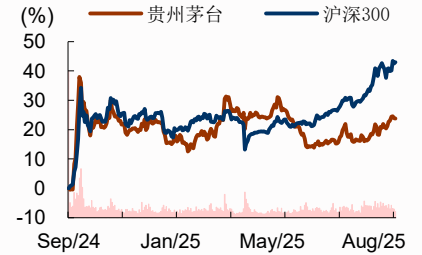
基础数据

总股本 (百万股)	1252
已上市流通股 (百万股)	1252
总市值 (十亿元)	1897.3
流通市值 (十亿元)	1897.3
每股净资产 (MRQ)	190.6
ROE (TTM)	37.7
资产负债率	14.8%
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%

□ **充分交流凝聚共识，市场信心强化。**近期王莉总经理率队深入华东、西南、东北市场一线，召开多场市场营销座谈会，与广大渠道商面对面真诚交流，共同研究市场现状与机遇。9月12日，公司也召开了2025年半年度业绩说明会。公司积极与渠道及资本市场沟通，在当下行业调整阶段，凝聚共识，强化信心，这显得尤为可贵。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-0	14
相对表现	-4	-15	-29



资料来源: 公司数据、招商证券

□ **临近双节动销回暖，积极拥抱转型夯实品牌地位。**根据公司一线走访调研信息反馈，随着传统双节临近，8月环比6、7月份，市场终端动销有所回暖，8月底以来至今终端动销环比增长显著，市场态势有望进一步向好。我们认为，茅台作为头部品牌，渠道能力扎实，需求韧性强，率先受益于场景修复，展望中秋预计仍有改善空间。在交流中，公司也提到必须清晰认识和把握市场趋势，积极拥抱理性消费时代的到来，践行“卖酒向卖生活方式转变”理念，抢抓机遇、精准施策，拥抱新消费形势，多维度拓客，拓展个性化服务，不断满足消费者多元个性需求。公司在当下需求结构型变化的阶段，引领行业变革，从单纯销售终端全面向“销售+服务+体验”一体化功能升级，激发情绪价值”，这也将继续夯实公司品牌地位。

相关报告

- 《贵州茅台 (600519) —H1 环境承压依旧完成目标，关注双节压力测试》2025-08-13
- 《贵州茅台 (600519) —消费回归本源，呼吁理性发展》2025-06-24
- 《贵州茅台 (600519) —民族品牌，穿越周期》2025-05-22

市值管理常态化体系构建，多维度筑牢投资者回报。业绩交流会上，公司表明了市场态势逐步转好，同时提到了破题年轻化，做“懂我”企业，以及持续推进国际化拓展。公司再次表达了对投资者回报的重视，持续努力构建完善市值管理体系，将其作为现代化治理体系的重要组成，常态化融入公司治理和生产经营。分红、回购、大股东增持、与投资者的真诚交流等手段多维度筑牢投资者回报。首次回购于8月29日实施完成，第二轮回购也将有序推进

陈书慧 S1090523010003
chen shuhui@cmschina.com.cn
刘成 S1090523070012
liucheng5@cmschina.com.cn

□ **投资建议：动销改善，投资者回报具有吸引力，维持“强烈推荐”评级。**当下行业正在从需求低估期中逐步走出，茅台作为行业龙头，有望引领行业改善。公司积极与市场沟通，凝聚共识、强化信心。在市值管理上，公司不断构建常态化体系，多维度筑牢投资者回报，我们维持25-27年EPS预测为74.13、79.16、83.47元，公司回购+股息支付比例接近4%，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：需求持续不及预期、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	189815	202332	213295
同比增长	18%	16%	9%	7%	5%
营业利润(百万元)	103709	119689	129257	138014	145530
同比增长	18%	15%	8%	7%	5%
归母净利润(百万元)	74734	86228	93124	99436	104852
同比增长	19%	15%	8%	7%	5%
每股收益(元)	59.49	68.64	74.13	79.16	83.47
PE	25.5	22.1	20.4	19.1	18.2

PB	8.8	8.2	7.3	6.5	5.9
----	-----	-----	-----	-----	-----

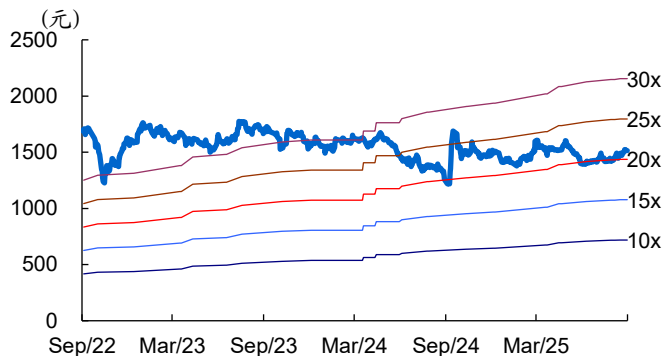
资料来源：公司数据、招商证券

贵州茅台单季度利润表

单位: 百万元	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	2023	2024
一、营业总收入	34329	45244	46485	36966	39671	51022	51443	39650	150560	174144
二、营业总成本	11066	14732	13357	12598	13239	15354	14426	13924	46923	54547
其中: 营业成本	2857	3304	3381	3370	3477	3561	4061	3716	11867	13789
营业税金及附加	5429	6205	7199	6295	6418	7014	7165	6778	22234	26926
营业费用	1276	1586	1141	1477	1618	1404	1495	1765	4649	5639
管理费用	1903	3996	2062	1774	1931	3548	1920	1775	9729	9316
研发费用	28	56	28	64	48	78	26	48	157	218
财务费用	-461	-457	-487	-408	-278	-297	-283	-204	-1790	-1470
资产减值损失	0	-7	-13	-6	8	13	-7	3	-38	23
三、其他经营收益	17	25	29	25	13	25	19	6	71	92
公允价值变动收益	5	1	14	2	2	3	18	5	35	21
投资收益	10	-6	14	22	5	20	1	1	3	61
其他收益	2	28	1	1	6	1	0	0	34	9
四、营业利润	23280	30537	33157	24394	26446	35692	37037	25732	103709	119689
加: 营业外收入	24	16	16	11	26	17	16	16	87	71
减: 营业外支出	2	117	0	0	2	119	22	2	133	121
五、利润总额	23303	30436	33174	24405	26471	35590	37031	25747	103663	119639
减: 所得税	5808	7742	8291	6110	6616	9286	9257	6535	26141	30304
六、净利润	17495	22694	24882	18295	19855	26303	27775	19212	77521	89335
减: 少数股东损益	599	836	817	664	723	903	927	657	2787	3107
七、归属母公司净利润	16896	21858	24065	17630	19132	25401	26847	18555	74734	86228
EPS	13.45	17.40	19.16	14.03	15.23	20.22	21.37	14.77	59.49	68.64
主要比率										
毛利率	91.7%	92.7%	92.7%	90.9%	91.2%	93.0%	92.1%	90.6%	92.1%	92.1%
主营税金率	15.8%	13.7%	15.5%	17.0%	16.2%	13.7%	13.9%	17.1%	14.8%	15.5%
营业费率	3.7%	3.5%	2.5%	4.0%	4.1%	2.8%	2.9%	4.5%	3.1%	3.2%
管理费	5.5%	8.8%	4.4%	4.8%	4.9%	7.0%	3.7%	4.5%	6.5%	5.3%
营业利润率	67.8%	67.5%	71.3%	66.0%	66.7%	70.0%	72.0%	64.9%	68.9%	68.7%
实际税率	24.9%	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%	26.1%	25.0%	25.4%	25.2%	25.3%
净利率	49.2%	48.3%	51.8%	47.7%	48.2%	49.8%	52.2%	46.8%	49.6%	49.5%
YoY										
收入增长率	13.1%	19.8%	18.0%	17.0%	15.6%	12.8%	10.7%	7.3%	18.0%	15.7%
营业利润增长率	14.5%	17.8%	15.6%	15.0%	13.6%	16.9%	11.7%	5.5%	18.0%	15.4%
净利润增长率	15.7%	19.3%	15.7%	16.1%	13.2%	16.2%	11.6%	5.2%	19.2%	15.4%

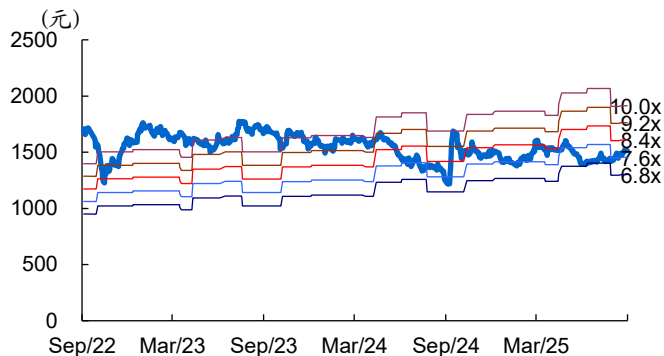
资料来源: 公司报表

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）—H1 环境承压依旧完成目标，关注双节压力测试》
2025-08-13
- 2、《贵州茅台（600519）—消费回归本源，呼吁理性发展》 2025-06-24
- 3、《贵州茅台（600519）—民族品牌，穿越周期》 2025-05-22

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	287435	322561	358829
现金	69070	59296	75381	96595	119878
交易性投资	401	249	249	249	249
应收票据	14	1984	2163	2306	2431
应收款项	60	19	21	22	23
其它应收款	28	30	33	35	37
存货	46435	54343	61561	65566	69873
其他	109165	135806	148028	157789	166339
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	335520	371454	408474
流动负债	48698	56516	61376	64135	67101
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3093	3515	3982	4241	4519
预收账款	14126	9592	10866	11573	12334
其他	31479	43409	46527	48320	50248
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	61793	64552	67518
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积金	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	213037	230475	258836	288428	318704
少数股东权益	7988	8905	12260	15843	19620
归属于母公司所有者权益	215669	233106	261467	291059	321335
负债及权益合计	272700	298945	335520	371454	408474

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	66593	92464	84018	93961	100586
净利润	77521	89335	96479	103018	108630
折旧摊销	1865	1991	2816	2875	2932
财务费用	13	14	(535)	(688)	(866)
投资收益	(34)	(9)	(91)	(91)	(91)
营运资金变动	(11637)	1983	(14651)	(11154)	(10018)
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)	(64340)	(69155)	(73711)
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)	(64763)	(69843)	(74577)
其他	1722	1517	535	688	866
现金净增加额	(2020)	19611	16086	21213	23283

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	150560	174144	189815	202332	213295
营业成本	11867	13789	15621	16637	17730
营业税金及附加	22234	26926	29349	31285	32980
营业费用	4649	5639	6661	7325	7854
管理费用	9729	9316	9316	9597	9892
研发费用	157	218	238	254	267
财务费用	(1790)	(1470)	(535)	(688)	(866)
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	129257	138014	145530
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	129207	137964	145480
所得税	26141	30304	32728	34946	36850
少数股东损益	2787	3107	3355	3582	3778
归属于母公司净利润	74734	86228	93124	99436	104852

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	18%	16%	9%	7%	5%
营业利润	18%	15%	8%	7%	5%
归母净利润	19%	15%	8%	7%	5%
获利能力					
毛利率	92.1%	92.1%	91.8%	91.8%	91.7%
净利率	49.6%	49.5%	49.1%	49.1%	49.2%
ROE	36.2%	38.4%	37.7%	36.0%	34.2%
ROIC	35.5%	37.9%	37.3%	35.3%	33.3%
偿债能力					
资产负债率	18.0%	19.0%	18.4%	17.4%	16.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.6	4.5	4.7	5.0	5.3
速动比率	3.7	3.5	3.7	4.0	4.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
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	89.7	89.2
应付账款周转率	4.3	4.2	4.2	4.0	4.0
每股资料(元)					
EPS	59.49	68.64	74.13	79.16	83.47
每股经营净现金	53.01	73.61	66.88	74.80	80.07
每股净资产	171.68	185.56	208.14	231.70	255.80
每股股利	49.98	51.55	55.60	59.37	62.60
估值比率					
PE	25.5	22.1	20.4	19.1	18.2
PB	8.8	8.2	7.3	6.5	5.9
EV/EBITDA	17.4	15.0	13.7	12.9	12.2

资料来源：公司数据、招商证券

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。