

## 贵州茅台 (600519.SH)

强烈推荐 (维持)

## i 茅台强化消费者触达，市场化改革加速

公司近期召开经销商大会，并在 i 茅台上上线 500ml 飞天茅台及精品等主销单品。我们认为，这一改革提升消费者触达，精准解决大众需求痛点，构建了四维渠道体系，实现了政府、公司、股东、经销商、消费者五方共赢。对于市场对批发价的担忧，我们认为 i 茅台具有价格标尺和调控能力，强化定价权。渠道调研反馈，临近春节消费需求旺盛，渠道库存处于较低水平。当前市场化改革推进，需求支撑旺盛，现金回报吸引，维持“强烈推荐”评级。

□ i 茅台上线普飞提升消费者触达，精准解决大众需求痛点。26 年元旦，i 茅台上线 500ml 飞天茅台及精品等主销单品。这一动作响应了此前经销商大会提到的茅台当下主要矛盾：如何让消费者便捷、放心地买到茅台酒，茅台酒长期面临市场化程度不足和供需不匹配的问题。我们认为，过去经销商体系更适合做圈层、熟人生意，把握住核心的消费群体，渠道链路就能畅通运行。但当下茅台的消费者结构发生变化，大众消费比例持续提升，亟需新的渠道体系来满足。当前大众消费群多通过电商渠道或烟酒店购买，有买假酒的风险，体感上就是价格有吸引力，但没有稳定的渠道买到茅台。

i 茅台上线普飞较好的补足了这一短板，精准定位大众少量需求，解决了原先难以买到正价、保真产品的痛点。实际销售来看，数据显示，53%vol 500ml 贵州茅台酒上线第 9 日，i 茅台新增用户已超 270 万，成交用户已超 40 万，且触达的用户大部分不是原有渠道中的核心客户，而是过去渠道难以覆盖未曾触达的真实消费者。

□ 构建四维渠道体系，政府、公司、股东、经销商、消费者五方共赢。公司在持续提升消费者购买茅台酒的便利性与体验感。构建“自售+经销+代售+寄售”的并行的销售模式，而非单绝对经销渠道进行替代。这一改革是多赢局面，对政府、公司、股东及消费者均带来了积极的变化，公司增厚利润，消费者有了更便捷购酒渠道。同时市场化渠道运作、“取消分销”的政策，也为经销商确实减负，实现了多方的共赢，这体现了公司对全生态健康发展的重视。

□ i 茅台具有价格标尺和调控能力，强化定价权。近期部分经销商对批发价格有一定担忧，但我们认为，i 茅台的销售不仅不会拉低价格，反而拓展销售渠道、拓展需求来支撑价格。以及，公司的供应量是需要重点关注的，如果可以维持供需紧平衡，阶段性缺货，再实现销售的同时也能够形成更好的调控。从定价权角度理解，25 年拼多多等电商渠道的低价飞天频出，电商补贴的低价行为对茅台的渠道销售产生了一定的负面影响，i 茅台上线 1499 元飞天也能强化价格指导作用，提供了保真产品的官方价格标尺，弱化电商平台的低价影响。

□ 临近春节消费需求旺盛，渠道库存处于较低水平。渠道调研反馈，i 茅台上线对新消费群体，包括年轻群体有扩容作用，近日自营门店提货量大，消费者反馈价格合适后性价比显现，需求有明显提升。当前库存水平处于低位，根据调研，专卖店基本无库存，大商库存比例在 3% 左右。此外，我们认为社会库存也不必过度担忧，老酒交易多是少量行为，对价格不构成冲击。

□ 投资建议：市场化改革推进，需求支撑旺盛，现金回报吸引，维持“强烈

消费品/食品饮料

目标估值：

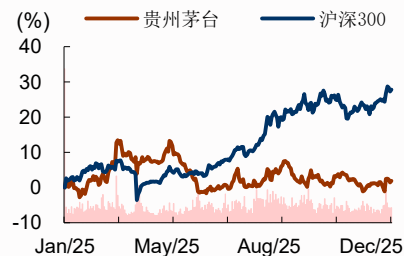
当前股价：1419.1 元

## 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)	1777.1
流通市值 (十亿元)	1777.1
每股净资产 (MRQ)	205.3
ROE (TTM)	35.0
资产负债率	12.8%
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有
主要股东持股比例	54.34%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	2	2
相对表现	-2	-17	-24



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《贵州茅台 (600519) 一新起点，目标理性进取》2025-12-01
- 《贵州茅台 (600519) 一龙头担当，降速调整》2025-10-29
- 《贵州茅台 (600519) 一市场动销持续改善，凝聚共识强化信心》2025-09-16

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

刘成 S1090523070012

✉ liucheng5@cmschina.com.cn

推荐”评级。调整期公司竞争力仍在强化，市场化改革加速，强化多维度渠道销售体系，消费者服务能力、品牌市占率有望不断提升。维持 25-27 年 EPS 预测为 71.54、73.49、76.96 元，当下对应 26 年 19X PE，分红+回购回报达到 4.2%，看好春节旺季动销表现，重申“强烈推荐”评级，建议大胆布局。

□ 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	182494	187417	196828
同比增长	18%	16%	5%	3%	5%
营业利润(百万元)	103709	119689	124357	127744	133764
同比增长	18%	15%	4%	3%	5%
归母净利润(百万元)	74734	86228	89593	92034	96373
同比增长	19%	15%	4%	3%	5%
每股收益(元)	59.68	68.86	71.54	73.49	76.96
PE	23.8	20.6	19.8	19.3	18.4
PB	8.2	7.6	6.9	6.3	5.7

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	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	2023	2024
一、营业总收入	45244	46485	36966	39671	51022	51443	39650	39810	150560	174144
二、营业总成本	14732	13357	12598	13239	15354	14426	13924	13097	46923	54547
其中：营业成本	3304	3381	3370	3477	3561	4061	3716	3406	11867	13789
营业税金及附加	6205	7199	6295	6418	7014	7165	6778	6703	22234	26926
营业费用	1586	1141	1477	1618	1404	1495	1765	1218	4649	5639
管理费用	3996	2062	1774	1931	3548	1920	1775	1809	9729	9316
研发费用	56	28	64	48	78	26	48	39	157	218
财务费用	-457	-487	-408	-278	-297	-283	-204	-148	-1790	-1470
资产减值损失	-7	-13	-6	8	13	-7	3	24	-38	23
三、其他经营收益	25	29	25	13	25	19	6	7	71	92
公允价值变动收益	1	14	2	2	3	18	5	2	35	21
投资收益	-6	14	22	5	20	1	1	5	3	61
其他收益	28	1	1	6	1	0	0	0	34	9
四、营业利润	30537	33157	24394	26446	35692	37037	25732	26721	103709	119689
加：营业外收入	16	16	11	26	17	16	16	8	87	71
减：营业外支出	117	0	0	2	119	22	2	103	133	121
五、利润总额	30436	33174	24405	26471	35590	37031	25747	26625	103663	119639
减：所得税	7742	8291	6110	6616	9286	9257	6535	6713	26141	30304
六、净利润	22694	24882	18295	19855	26303	27775	19212	19912	77521	89335
减：少数股东损益	836	817	664	723	903	927	657	688	2787	3107
七、归属母公司净利润	21858	24065	17630	19132	25401	26847	18555	19224	74734	86228
EPS	17.40	19.16	14.03	15.23	20.22	21.37	14.77	15.35	59.49	68.64
<b>主要比率</b>										
毛利率	92.7%	92.7%	90.9%	91.2%	93.0%	92.1%	90.6%	91.4%	92.1%	92.1%
主营税金率	13.7%	15.5%	17.0%	16.2%	13.7%	13.9%	17.1%	16.8%	14.8%	15.5%
营业费率	3.5%	2.5%	4.0%	4.1%	2.8%	2.9%	4.5%	3.1%	3.1%	3.2%
管理费率	8.8%	4.4%	4.8%	4.9%	7.0%	3.7%	4.5%	4.5%	6.5%	5.3%
营业利润率	67.5%	71.3%	66.0%	66.7%	70.0%	72.0%	64.9%	67.1%	68.9%	68.7%
实际税率	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%	26.1%	25.0%	25.4%	25.2%	25.2%	25.3%
净利率	48.3%	51.8%	47.7%	48.2%	49.8%	52.2%	46.8%	48.3%	49.6%	49.5%
<b>YoY</b>										
收入增长率	19.8%	18.0%	17.0%	15.6%	12.8%	10.7%	7.3%	0.3%	18.0%	15.7%
营业利润增长率	17.8%	15.6%	15.0%	13.6%	16.9%	11.7%	5.5%	1.0%	18.0%	15.4%

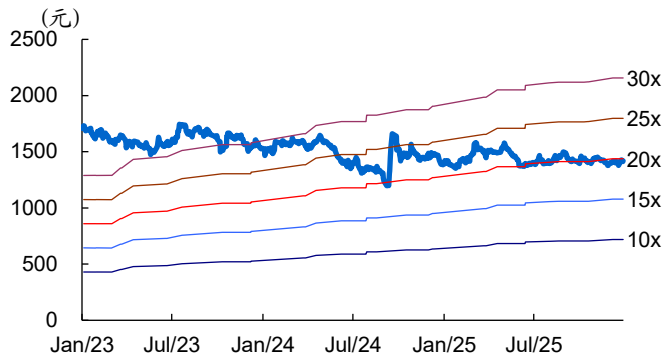
---

净利润增长率	19.3%	15.7%	16.1%	13.2%	16.2%	11.6%	5.2%	0.5%	19.2%	15.4%
--------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	------	------	-------	-------

---

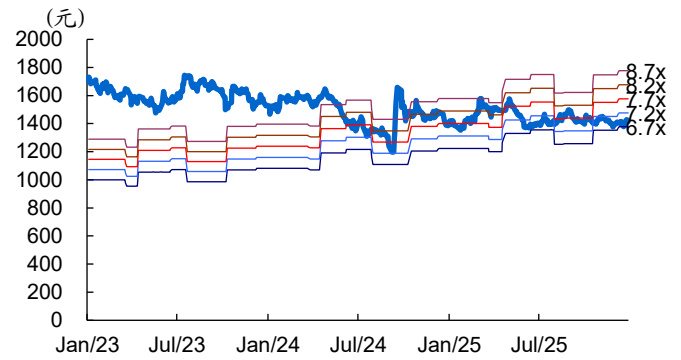
资料来源：公司报表

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）—新起点，目标理性进取》2025-12-01
- 2、《贵州茅台（600519）—龙头担当，降速调整》2025-10-29
- 3、《贵州茅台（600519）—市场动销持续改善，凝聚共识强化信心》2025-09-16

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	225173	251727	281355	309222	341660
现金	69070	59296	78613	101829	123376
交易性投资	401	249	249	249	249
应收票据	14	1984	2080	2136	2243
应收款项	60	19	20	20	21
其它应收款	28	30	31	32	34
存货	46435	54343	58046	58800	62241
其他	109165	135806	142318	146157	153496
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>272700</b>	<b>298945</b>	<b>329441</b>	<b>358115</b>	<b>391305</b>
<b>流动负债</b>	48698	56516	58955	59474	61844
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3093	3515	3754	3803	4026
预收账款	14126	9592	10246	10379	10987
其他	31479	43409	44954	45292	46832
<b>长期负债</b>	346	417	417	417	417
长期借款	0	0	0	0	0
其他	346	417	417	417	417
<b>负债合计</b>	<b>49043</b>	<b>56933</b>	<b>59372</b>	<b>59891</b>	<b>62261</b>
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积金	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	213037	230475	255305	280144	307491
少数股东权益	7988	8905	12133	15449	18921
归属于母公司所有者权益	215669	233106	257936	282775	310122
<b>负债及权益合计</b>	<b>272700</b>	<b>298945</b>	<b>329441</b>	<b>358115</b>	<b>391305</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	66593	92464	87236	93281	93264
净利润	77521	89335	92821	95350	99845
折旧摊销	1865	1991	2816	2875	2932
财务费用	13	14	(548)	(722)	(901)
投资收益	(34)	(9)	(91)	(91)	(91)
营运资金变动	(11637)	1983	(7762)	(4131)	(8520)
其它	(1135)	(850)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(9724)	(1785)	(3592)	(3592)	(3592)
资本支出	(2620)	(4679)	(3683)	(3683)	(3683)
其他投资	(7105)	2894	91	91	91
<b>筹资活动现金流</b>	(58889)	(71068)	(64327)	(66473)	(68125)
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)	(67195)	(69026)
其他	1722	1517	548	722	901
<b>现金净增加额</b>	<b>(2020)</b>	<b>19611</b>	<b>19317</b>	<b>23216</b>	<b>21547</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	150560	174144	182494	187417	196828
营业成本	11867	13789	14729	14920	15794
营业税金及附加	22234	26926	28217	28978	30434
营业费用	4649	5639	5893	6214	6953
管理费用	9729	9316	9707	10138	10629
研发费用	157	218	229	235	247
财务费用	(1790)	(1470)	(548)	(722)	(901)
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
<b>营业利润</b>	103709	119689	124357	127744	133764
营业外收入	87	71	71	71	71
营业外支出	133	121	121	121	121
<b>利润总额</b>	103663	119639	124307	127694	133714
所得税	26141	30304	31487	32344	33869
少数股东损益	2787	3107	3228	3316	3472
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>74734</b>	<b>86228</b>	<b>89593</b>	<b>92034</b>	<b>96373</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	18%	16%	5%	3%	5%
营业利润	18%	15%	4%	3%	5%
归母净利润	19%	15%	4%	3%	5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	92.1%	92.1%	91.9%	92.0%	92.0%
净利率	49.6%	49.5%	49.1%	49.1%	49.0%
ROE	36.2%	38.4%	36.5%	34.0%	32.5%
ROIC	35.5%	37.9%	36.1%	33.4%	31.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.0%	19.0%	18.0%	16.7%	15.9%
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	5.2	5.5
速动比率	3.7	3.5	3.8	4.2	4.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.5	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	89.0	88.1	89.1
应付账款周转率	4.3	4.2	4.1	3.9	4.0
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	59.68	68.86	71.54	73.49	76.96
每股经营净现金	53.18	73.84	69.66	74.49	74.48
每股净资产	172.22	186.15	205.97	225.81	247.65
每股股利	50.14	51.72	53.66	55.12	57.72
<b>估值比率</b>					
PE	23.8	20.6	19.8	19.3	18.4
PB	8.2	7.6	6.9	6.3	5.7
EV/EBITDA	17.3	14.9	14.1	13.8	13.2

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。