

# 推进市场化改革，龙头持续变革转型

## ——贵州茅台（600519.SH）首次覆盖报告

食品饮料

报告原因：

**买入**（首次评级）

市场数据：	2026年03月31日
收盘价（元）	1,450.00
一年内最高/最低（元）	1,634.99/1,322.01
市净率	7.1
股息率（分红/股价）	3.56
流通A股市值（百万元）	1,815,792
上证指数/深证成指	3,892/13,478
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2025年09月30日
每股净资产（元）	204.6
资产负债率%	12.81
总股本/流通A股（百万）	1,252/1,252
流通B股/H股（百万）	-/-

一年内股价与沪深300指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

证券分析师

范林泉  
S0820525020001  
021-32229888-25516  
fanlinquan@ajzq.com

联系人

朱振浩  
S0820125020001  
021-32229888-25515  
zhuzhenhao@ajzq.com

投资要点：

- 投资评级与估值：**预计公司 2025-2027 年营业收入 1859.7/1945.4/2042.0 亿元，同比增长 6.8%/4.6%/5.0%，归母净利润 926.9/967.8/1017.7 亿元，同比增长 7.5%/4.4%/5.1%，对应 PE 为 19.7X/18.8X/17.9X。公司借行业景气周期底部推进市场化运营改革，构建“自售+经销+代售+寄售”的销售模式，加强价格掌控及营销转型，将过去计划性的供需关系调整到市场化的供需关系上来，商业模式变化意义重大。首次覆盖，给予“**买入**”评级。
- 行业与公司分析：**国家统计局数据显示，2025 年中国白酒产量 354.9 万千升，同比下降 12.1%，自 2019 年以来连续 7 年下滑。公司主营茅台酒与系列酒，2025 年前三季度实现营业收入 1284.5 亿元，同比增长 6.4%，其中茅台酒/系列酒分别贡献 1105.1/178.8 亿元，同比增长 9.3%/-7.8%，茅台酒为核心支柱。公司凭借品牌势能与社会属性稳居高端白酒首位，收入体量与盈利能力远超同业。
- 关键假设：**1) 茅台酒方面，预计 2025-2027 年营收增速分别为 9.0%/5.5%/6.0%。系列酒方面，次高端价格带批价承压，公司主动收缩投放以理顺价盘，预计 2025 年营收增速为-4%，随着库存消化与价格体系理顺，2026-2027 年营收增速有望恢复至 1.0%/2.5%。2) 毛利率有望保持平稳，预计公司 2025-2027 年茅台酒毛利率分别为 94.1%/94.1%/94.2%，系列酒毛利率分别为 80.0%/80.1%/80.2%。
- 有别于大众的认识：**市场认为渠道库存高、资金压力大，产品批价和公司业绩将长期承压，但我们认为：**1) 产品结构向金字塔结构演进，通过价格分层实现消费分层，匹配多样化需求。**公司重构产品体系，按价格带与消费场景分层，普飞借 i 茅台直达 C 端消费者，做大消费基础；精品与生肖酒定位品质升级与收藏场景，充实中间价格带；年份与文化系列收缩投放，维护稀缺溢价。金字塔结构使产品体系按价格带与功能定位分层覆盖多元场景，满足多样化需求。此外，公司对 2019-2026 年份飞天茅台设定 1539-2649 元的自营体系梯度零售价，将时间价值显性化、标准化，既锚定老酒价值预期，又为新酒提供清晰的定价参照。**2) 构建“自售+经销+代售+寄售”的销售模式，重构厂商间的共生生态。**公司此前的营销体系以“自售+经销”的传统销售模式为主，此轮市场化改革，公司取消原直营分销，新设代售和寄售模式——公司保留物权，渠道商赚取固定佣金，按公司统一的零售价销售，既能缓解经销商资金压力，又强化公司对供给的调节主动权，强化价格管控。此外，1 月 1 日起 i 茅台上线普飞，有效激活未被覆盖到但潜在体量较大的 C 端长尾散客需求。公司回款进度与终端动销处于行业前列，而同行多面临渠道库存积压与现金流紧张的压力，行业格局加速分化。**3) 行业调整期主动管控，构建“随行就市”的市场化定价机制。**行业调整期，主动管控发货节奏之外，3 月 30 日，公司公告自 3 月 31 日起，将普飞（2026）销售合同价由 1169 元调整为 1269 元、自营体系零售价由 1499 元调整为 1539 元，同时调整提升经销商合同价与指导价，体现公司坚定构建“随行就市”的市场化定价机制。年初以来 i 茅台上线普飞、非标产品代售制度落地，成效显著，本次提价是茅台系列市场化改革的延续。提价有利于在行业需求承压下增厚公司表现业绩，市场化的价格调控有望成为公司维持增长的重要工具。
- 催化剂：**1) **消费需求恢复，动销明显加速。**若扩消费政策效果显现、政策压力消退，商务宴请场景恢复，批价回升，动销明显加速。2) **经销商进入补库周期。**当前多数区域库存已较高点明显回落，若经销商进入补库周期，收入增速快速回升。
- 风险提示：**消费需求恢复不及预期；市场化运营改革不及预期；批价持续承压。

### 财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	150,560	174,144	185,973	194,543	204,199
同比增长率 (%)	18.0%	15.7%	6.8%	4.6%	5.0%
归母净利润 (百万元)	74,734	86,228	92,689	96,784	101,766
同比增长 (%)	19.2%	15.4%	7.5%	4.4%	5.1%
每股收益 (元/股)	59.68	68.86	73.79	77.05	81.01
毛利率 (%)	92.0%	91.9%	92.3%	92.4%	92.5%
ROE (%)	34.7%	37.0%	36.4%	34.6%	33.0%
市盈率	24.4	21.1	19.7	18.8	17.9

图表 1：公司营业收入及同比



资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 2：公司归母净利润及同比



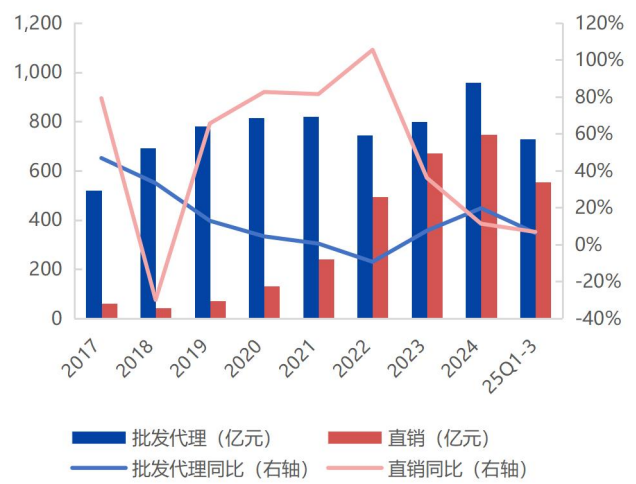
资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 3：茅台酒/其他系列酒收入及同比



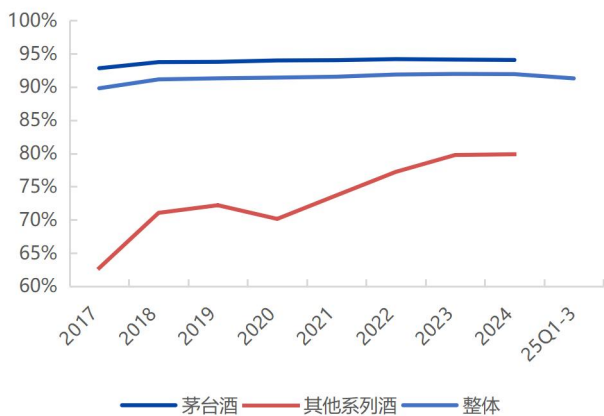
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 4：批发代理/直销收入及同比



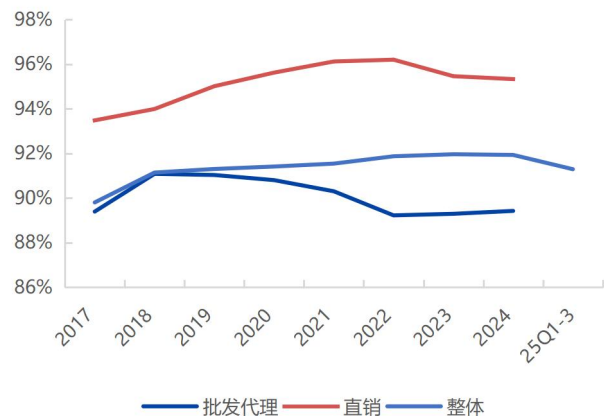
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 5：茅台酒/其他系列酒毛利率



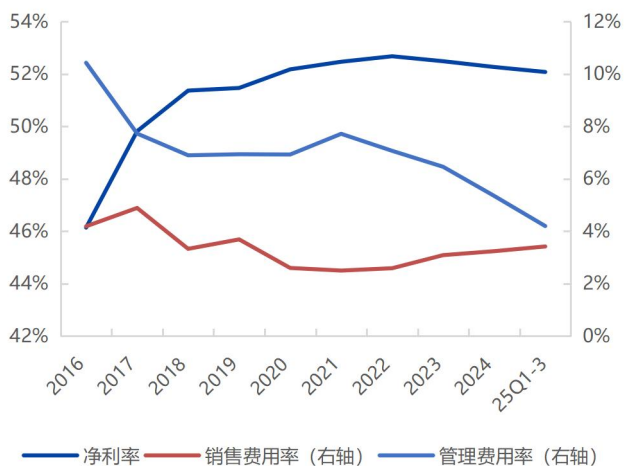
资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 6：批发代理/直销毛利率



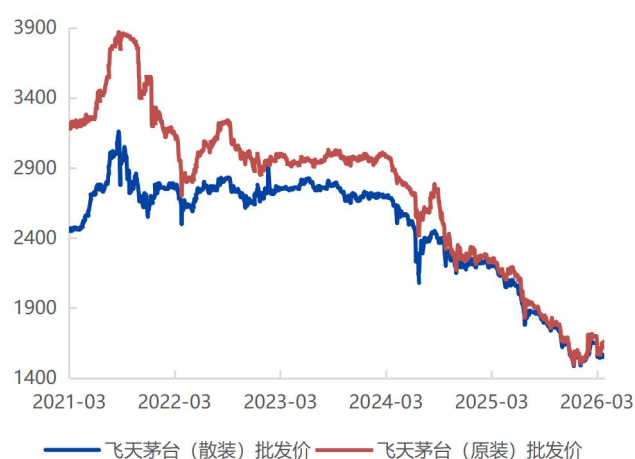
资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 7：公司净利率及销售/管理费用率



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 8：飞天茅台散装/原装批发价 (元/瓶)



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

## 风险提示

- 1) 消费需求恢复不及预期。**若经济复苏节奏偏慢、商务宴请等核心消费场景修复滞后，叠加房地产等关联产业链景气度低迷，将对终端动销形成压力，影响公司收入增长节奏。
- 2) 市场化运营改革不及预期。**若公司对销售模式和产品结构进行市场化改革的效果不佳，将影响改革成效。
- 3) 批价持续承压。**若终端需求持续偏弱导致批价进一步下行，渠道利润空间收窄将削弱经销商信心，同时可能对品牌价值预期形成负面影响。

**财务预测摘要:**

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	69,070	59,296	86,204	110,522	144,204	净利润	77,521	89,335	95,952	100,608	106,117
应收款项	74	2,003	1,946	2,024	2,287	折旧摊销	1,848	1,970	2,863	3,022	3,237
存货	46,435	54,343	57,181	59,196	57,655	营运资本变动	-2,603	44,147	5,894	1,328	517
<b>流动资产</b>	<b>225,173</b>	<b>251,727</b>	<b>280,126</b>	<b>306,503</b>	<b>338,932</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>66,593</b>	<b>92,464</b>	<b>100,331</b>	<b>98,953</b>	<b>109,973</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本开支	2,620	4,679	4,350	4,850	5,820
固定资产	19,909	21,871	23,175	24,815	27,225	投资变动	-7,268	2,805	-552	-295	-27
在建工程	2,137	2,150	2,100	2,066	2,011	<b>投资活动现金流</b>	<b>-9,724</b>	<b>-1,785</b>	<b>-3,967</b>	<b>-4,697</b>	<b>-5,938</b>
无形资产	8,572	8,850	9,034	9,205	9,384	银行借款	0	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>47,527</b>	<b>47,218</b>	<b>48,174</b>	<b>49,674</b>	<b>52,131</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-58,889</b>	<b>-71,068</b>	<b>-69,546</b>	<b>-70,034</b>	<b>-70,454</b>
<b>资产合计</b>	<b>272,700</b>	<b>298,945</b>	<b>328,300</b>	<b>356,176</b>	<b>391,063</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-2,019</b>	<b>19,610</b>	<b>26,908</b>	<b>24,318</b>	<b>33,682</b>
短期借款	0	0	0	0	0	期初现金	58,274	69,070	59,296	86,204	110,522
应付款项	3,093	3,515	3,734	3,984	4,109	期末现金	69,070	59,296	86,204	110,522	144,204
流动负债	3,093	3,515	3,734	3,984	4,109						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>非流动负债</b>	<b>346</b>	<b>417</b>	<b>417</b>	<b>417</b>	<b>417</b>						
<b>负债合计</b>	<b>49,043</b>	<b>56,933</b>	<b>61,337</b>	<b>60,606</b>	<b>62,376</b>						
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256						
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375						
留存收益	211,982	229,423	251,112	275,897	304,663						
归母股东权益	215,669	233,106	254,795	279,580	308,346						
少数股东权益	7,988	8,905	12,168	15,991	20,342						
<b>负债和权益总计</b>	<b>272,700</b>	<b>298,945</b>	<b>328,300</b>	<b>356,176</b>	<b>391,063</b>						

利润表					
单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	150,560	174,144	185,973	194,543	204,199
营业成本	11,867	13,789	14,136	14,664	15,174
税金及附加	22,234	26,926	28,876	30,487	32,183
销售费用	4,649	5,639	6,214	6,615	7,084
管理费用	9,729	9,316	9,138	9,204	9,513
研发费用	157	218	183	192	202
财务费用	-1,790	-1,470	-1,536	-2,053	-2,638
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动	3	61	21	29	37
投资净收益	34	9	9	9	9
<b>营业利润</b>	<b>103,709</b>	<b>119,689</b>	<b>128,885</b>	<b>135,197</b>	<b>142,602</b>
营业外收支	-46	-50	-91	-62	-68
<b>利润总额</b>	<b>103,663</b>	<b>119,639</b>	<b>128,794</b>	<b>135,134</b>	<b>142,534</b>
所得税	26,141	30,304	32,842	34,527	36,418
<b>净利润</b>	<b>77,521</b>	<b>89,335</b>	<b>95,952</b>	<b>100,608</b>	<b>106,117</b>
少数股东损益	2,787	3,107	3,262	3,823	4,351
<b>归母净利润</b>	<b>74,734</b>	<b>86,228</b>	<b>92,689</b>	<b>96,784</b>	<b>101,766</b>
EBITDA	105,523	121,623	133,121	140,133	148,327

财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力指标</b>					
营业收入增速	19.0%	15.7%	6.9%	4.9%	5.6%
营业利润增速	18.0%	15.4%	7.7%	4.9%	5.5%
归母净利润增速	19.2%	15.4%	7.5%	4.4%	5.1%
<b>盈利能力指标</b>					
毛利率	92.0%	91.9%	92.3%	92.4%	92.5%
净利率	51.5%	51.3%	51.6%	51.7%	52.0%
ROE	34.7%	36.9%	35.9%	34.0%	32.3%
ROIC	34.6%	36.8%	35.9%	34.0%	32.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.0%	19.0%	18.7%	17.0%	16.0%
净负债比率	0.22	0.24	0.23	0.21	0.19
流动比率	4.62	4.45	4.60	5.09	5.47
速动比率	3.67	3.47	3.66	4.11	4.54
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.55	0.58	0.57	0.55	0.52
应收账款周转率	2,026.20	86.93	95.55	96.13	89.28
存货周转率	3.24	3.20	3.25	3.29	3.54
<b>每股指标</b>					
每股收益	59.49	68.64	73.79	77.05	81.01
每股经营性现金流	53.01	73.61	79.87	78.77	87.54
每股净资产	178.04	192.65	212.52	235.29	261.65
<b>估值比率</b>					
市盈率	24.37	21.12	19.65	18.82	17.90
市销率	12.10	10.46	9.79	9.36	8.92
市净率	8.14	7.53	6.82	6.16	5.54
EV/EBIT	17.38	15.20	13.79	12.92	11.99
EV/EBITDA	17.07	14.96	13.50	12.64	11.73

资料来源:公司公告,聚源数据,爱建证券研究所



## 爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

## 评级说明

### 投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

### 股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

### 行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

## 法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

## 版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。