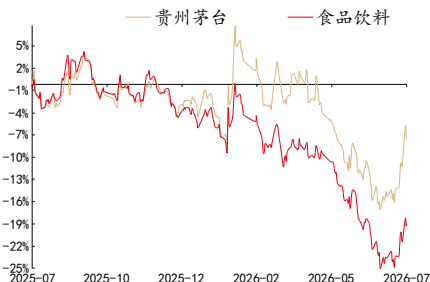




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	1,305.00
总股本/流通股本(亿股)	12.50 / 12.50
总市值/流通市值(亿元)	16,314 / 16,314
52周内最高/最低价	1,555.00 / 1,168.63
资产负债率(%)	16.4%
市盈率	19.88
第一大股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

贵州茅台(600519)

需求根基稳固，市场化定价持续兑现

● 投资要点

7月17日晚，贵州茅台发布调价公告，自7月18日零时起上调核心产品价格。其中飞天53% vol 500ml 贵州茅台酒 i 茅台平台零售价由1539元/瓶上调至1639元/瓶，涨幅6.50%；销售合同价由1269元/瓶上调至1369元/瓶，涨幅7.88%。同步上调规格产品价格，1L装飞天茅台零售价由3119元/瓶上调至3269元/瓶，涨幅4.81%。本次直销零售价与经销商合同价同步上调，兼顾直销渠道收益与经销商利润空间，是公司年内第二次针对飞天产品实施价格调整。

本次调价是市场化定价机制持续深化的标志性举措。茅台此次提价是市场化定价机制持续落地的常规操作，充分践行随行就市、供需适配的运营思路，持续收窄渠道投机价差，引导产品回归真实消费属性。公司同步维持稳定的市场投放节奏，通过供给端合理调控，避免终端价格大幅波动，持续构筑长期平稳健康的市场格局。不同于以往静态定价模式，本次调价锚定市场真实供需，依托扎实的底层需求基础顺势推进价格体系理顺。

需求韧性验证，常态化动态定价机制有望持续释放公司盈利弹性。自3月白酒传统淡季开启压力测试以来，飞天茅台批价持续稳固在1650元左右，充分验证需求具备较强韧性，为本次调价筑牢基本面支撑。调价落地后，市场批价上行至1700元附近，依旧高于 i 茅台平台零售价格，价格体系保持良性。站在长期维度，随着市场化改革持续深化，依托稳固的消费底盘，茅台动态定价机制有望步入常态化运行阶段，持续打开公司盈利增长空间。

● 盈利预测与投资建议

本次提价有望提振公司全年营收及利润水平。综合考虑今年3月份和7月份飞天提价的影响，以及非标价格调整等因素，我们预计2026-2028年公司营收1789.75/1869.54/1959.75亿元，同比4.02%/4.46%/4.82%，归母净利润839.89/872.04/924.54亿元，同比2.03%/3.83%/6.02%，对应当前股价PE为19/19/18倍，淡季动销稳健、批价平稳、提价助力业绩稳增，维持“买入”评级。

● 风险提示：

批价下行风险；库存风险；食品安全风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	1721	1790	1870	1960
增长率(%)	-1.20	4.02	4.46	4.82
EBITDA（亿元）	1161.73	1186.04	1229.14	1295.30
归属母公司净利润（亿元）	823.20	839.89	872.04	924.54
增长率(%)	-4.53	2.03	3.83	6.02
EPS(元/股)	65.85	67.19	69.76	73.96
市盈率（P/E）	19.82	19.42	18.71	17.65
市净率（P/B）	6.67	6.21	5.74	5.30
EV/EBITDA	14.40	12.96	12.36	11.51

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(亿元)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	1721	1790	1870	1960	营业收入	-1.2%	4.0%	4.5%	4.8%
营业成本	151	186	211	216	营业利润	-4.1%	1.8%	3.8%	6.0%
税金及附加	274	285	298	312	归属于母公司净利润	-4.5%	2.0%	3.8%	6.0%
销售费用	73	76	77	77	获利能力				
管理费用	83	83	83	83	毛利率	91.2%	89.5%	88.6%	88.9%
研发费用	2	2	2	2	净利率	48.8%	47.8%	47.5%	48.0%
财务费用	-8	-9	-14	-17	ROE	33.6%	32.0%	30.7%	30.1%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	33.3%	31.3%	29.7%	28.9%
营业利润	1148	1169	1213	1287	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	16.4%	16.8%	16.5%	15.7%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	5.09	5.08	5.25	5.63
利润总额	1148	1168	1213	1286	营运能力				
所得税	294	298	309	328	应收账款周转率	15645.30	46918.80	36799.33	36862.75
净利润	853	870	904	958	存货周转率	0.26	0.28	0.27	0.26
归母净利润	823	840	872	925	总资产周转率	0.57	0.56	0.54	0.53
每股收益(元)	65.85	67.19	69.76	73.96	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	65.85	67.19	69.76	73.96
货币资金	517	951	1131	1414	每股净资产	195.70	210.10	227.54	246.03
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	0	10	10	11	PE	19.82	19.42	18.71	17.65
预付款项	0	0	0	0	PB	6.67	6.21	5.74	5.30
存货	614	716	814	834	现金流量表				
流动资产合计	2525	2802	3082	3387	净利润	853	870	904	958
固定资产	225	232	236	210	折旧和摊销	23	27	30	26
在建工程	25	25	25	25	营运资本变动	-249	-38	-66	-8
无形资产	87	89	91	90	其他	-12	10	1	1
非流动资产合计	513	505	510	484	经营活动现金流净额	615	869	869	977
资产总计	3038	3306	3592	3871	资本开支	-31	-37	-37	-1
短期借款	0	1	2	2	其他	-285	259	0	0
应付票据及应付账款	40	46	52	54	投资活动现金流净额	-316	223	-37	-1
其他流动负债	456	505	533	545	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	496	552	587	601	债务融资	0	2	2	0
其他	3	4	5	5	其他	-734	-659	-654	-694
非流动负债合计	3	4	5	5	筹资活动现金流净额	-734	-657	-652	-694
负债合计	499	556	592	606	现金及现金等价物净增加额	-435	434	180	283
股本	13	13	13	13					
资本公积金	0	0	0	0					
未分配利润	1930	2014	2101	2193					
少数股东权益	93	124	155	189					
其他	504	600	731	870					
所有者权益合计	2540	2750	3000	3264					
负债和所有者权益总计	3038	3306	3592	3871					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号, 玺萌大厦南塔

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048