EQUITY RESEARCH REPORT

贵州茅台（600519）投资价值研究报告

行业深度调整期的底部价值：业绩修复 × 估值回归 × 股息垫底

标的：贵州茅台 600519.SH

评级：买入（首次覆盖 · AI 生成研究示例）

目标区间：1,550-1,800 元 / 中枢 1,700 元

现价：1,335 元（2026-10-22）

报告日期：2026 年 10 月 24 日

出品：研报侠 · 个人 AI 投研工作台

目 录

一、投资要点.....1
二、公司概况与基本面分析.....2
2.1 公司概况与商业模式.....2
2.2 成长性：八年双位数增长后的首次回落.....2
2.3 盈利能力与现金流质量.....3
2.4 业务结构：产品、渠道与区域的三重结构变化.....3
三、行业分析：缩量时代的存量博弈.....4
3.1 行业空间与本轮调整的性质.....4
3.2 竞争格局：马太效应加速分化.....5
3.3 需求侧长期变量与政策环境.....5
四、核心竞争力分析.....5
4.1 品牌与定价权：最硬的护城河.....5
4.2 稀缺产能与工艺壁垒：物理护城河.....6
4.3 渠道控制力与财务质量：正在增强的护城河.....6
五、盈利预测.....6
5.1 关键假设.....6
5.2 预测结果.....7
六、估值分析.....7
6.1 DCF 绝对估值.....7
6.2 相对估值.....7

6.3 敏感性分析与综合结论.....8
七、投资逻辑与风险提示.....9
7.1 核心投资逻辑.....9
7.2 风险提示.....9
7.3 反方观点检验.....9
八、附录：AI 投研工作台说明与数据来源.....9
8.1 本报告的生产方式：个人 AI 投研工作台.....10
8.2 主要数据来源.....10
九、免责声明.....10

注：本目录由域代码生成，如页码未更新，请在 *Word* 中右键目录选择“更新域”。

一、投资要点

本报告基于个人 AI 投研工作台完成的全流程研究：数据采集全部溯源至公开披露（2025 年年报、2026 年中报为主要基准），结合 DCF 绝对估值与可比公司相对估值交叉验证，形成以下核心结论。

结论一，业绩下滑是主动选择而非被动塌陷。2025 年营收与归母净利润双双下滑（-1.2%/-4.5%）为公司上市以来首次，但下滑主因是行业深度调整、主动控量稳价、系列酒结构调整与直销改革阵痛的叠加，而非品牌力或需求份额丢失。

结论二，拐点信号已现。飞天批价从 2025 年 12 月破发低点（散瓶 1485 元，首次跌破 1499 元指导价）回升至 2026 年 10 月的 1700 元上方；公司于 2026 年 3 月逆势提价（出厂价 1169→1269 元，+8.6%）后批价不跌反涨，是定价权完好的最直接证据；2026H1 营收+1.3%转正。

结论三，估值目标区间 1,550-1,800 元，中枢 1,700 元。预计 2026E-2030E 归母净利润 856→1,081 亿元（CAGR 约 4.7%），2026E EPS 68.4 元；DCF（WACC 7.16%、g 2.5%）每股价值约 1,777 元，可比估值（2026E PE 22-26 倍）区间 1,504-1,778 元，两法在同一位置收敛。

结论四，安全边际充足。现价 1,335 元（2026-10-22）对应 PE-TTM 约 19.6 倍，处于近十年约 2%分位；敏感性矩阵最保守角落（WACC 8.2%×g 2.0%）的每股价值仍有约 1,379 元，高于现价，意味着市场已计入接近永久性衰退的预期；2025 年分红率 79%（650 亿元）提供约 3.9%股息率安全垫。

评级与风险：首次覆盖给予买入评级（AI 生成研究示例），主要风险：需求超预期萎缩、批价再度破发、消费税改革落地、代际消费替代。建议关注三个再评估触发点：批价站稳 1,700 元、2026 三季报确认利润拐点、消费税政策落地后的错杀机会。

二、公司概况与基本面分析

2.1 公司概况与商业模式

贵州茅台酒股份有限公司（600519.SH）主营茅台酒及系列酒的生产与销售，主导产品贵州茅台酒是大曲酱香型白酒的鼻祖，集国家地理标志产品、有机食品与国家非物质文化遗产于一体，营销网络覆盖国内及五大洲 66 个国家和地区。其商业模式可以一句话概括：以不可复制的产区与工艺生产稀缺高端白酒，以品牌定价权获取超额利润。截至 2026 年 10 月，公司总市值约 1.67 万亿元，为 A 股消费板块第一大市值公司。

2.2 成长性：八年双位数增长后的首次回落

2017-2024 年公司归母净利润连续八年保持双位数增长，2025 年营业总收入 1,720.5 亿元（-1.2%）、归母净利润 823.2 亿元（-4.5%），为上市以来首次双下滑。从节奏看，2025 年前三季度仍增长约 6%，第四季单季净利润 176.9 亿元、同比下降约 30%，是全年转负的主因——公司在行业深度调整期主动控货稳价、为渠道减负，把压力留在自己报表内。2026 年上半年营收 922.8 亿元（+1.3%）、归母净利润 445.2 亿元（-2.0%），收入端已企稳，其中 Q1 收入+6.3%、经营现金流大增 205%。

表 1 贵州茅台历史财务摘要（2021-2025 年报及 2026 中报）

指标	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026H1
营业总收入（亿元）	1,094.6	1,275.5	1,505.6	1,741.4	1,720.5	922.8
同比增速	+11.7%	+16.5%	+18.0%	+15.7%	-1.2%	+1.3%
归母净利润（亿元）	524.6	627.2	747.3	862.3	823.2	445.2
同比增速	+12.3%	+19.6%	+19.2%	+15.4%	-4.5%	-2.0%
EPS（元）	—	—	59.49	68.64	65.66	—
加权 ROE	—	—	34.2%	36.0%	32.5%	—
经营现金流（亿元）	—	—	665.9	924.6	615.2	—

数据来源：公司历年年度报告、2026 年半年度报告；营业总收入=营业收入+利息收入等。

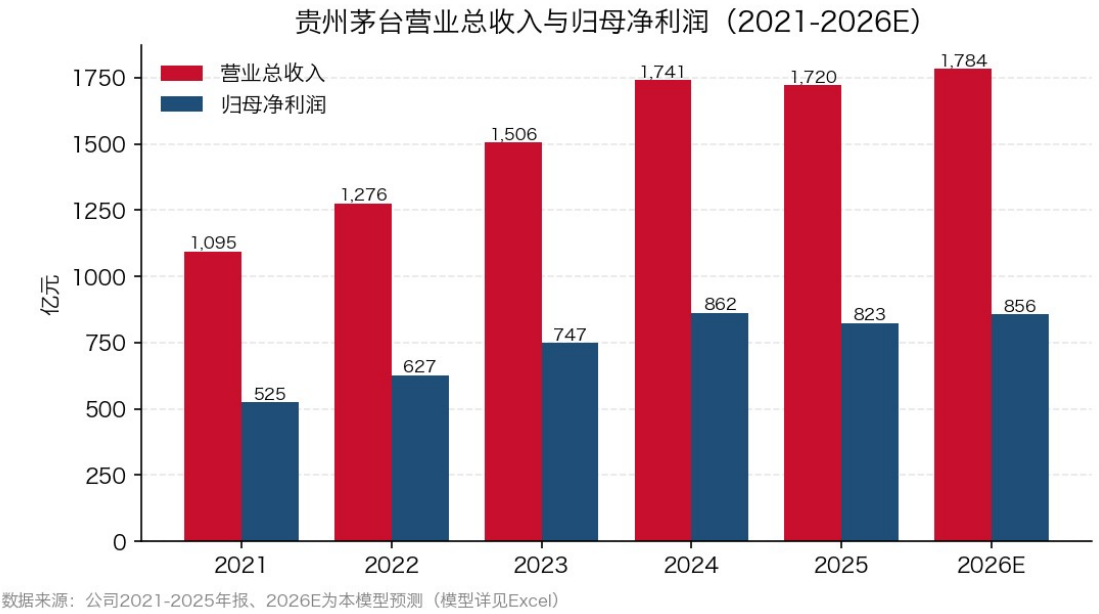


图 1 营业总收入与归母净利润（2021-2026E）

2.3 盈利能力与现金流质量

2025 年酒类整体毛利率 91.2%，其中茅台酒 93.5%、直销渠道 94.6%，仍是白酒行业的天花板级利；归母净利率约 47.8%，即每销售 100 元酒实现约 48 元净利润。加权 ROE 32.5%，虽较高点回落仍处 A 股顶端。费用端呈现“一增一减”：销售费用 72.5 亿元（+28.6%）投向“全面向 C”战略，管理费用 83.2 亿元（-10.7%）控制良好。经营现金流 615.2 亿元（-33.5%）的下降主要系财务公司吸收存款及同业存款结构变化所致（年报原文说明），并非主业经营恶化。

2.4 业务结构：产品、渠道与区域的三重结构变化

2025 年茅台酒收入 1,465.0 亿元（+0.4%，占比 86.8%）稳如磐石；系列酒 222.7 亿元（-9.8%）主动砍低端重塑产品结构。更具结构意义的是渠道变革：直销收入 845.4 亿元（+13.0%）、批发代理 842.3 亿元（-12.1%），直销占比首次过半（50.1%）；直销吨价约 397.8 万元/吨，约为批发渠道（131.9 万元/吨）的三倍，每替代一吨批发为直销即实现结构性增收增利。i 茅台收入 130.3 亿元（-34.9%）系主动收缩平价放量、挤出黄牛套利，转向市场化定价产品矩阵。海外收入 48.5 亿元（-6.5%）基数低，国际化为长期看点。

表 2 2025 年业务结构拆分（年报口径）

维度	收入（亿元）	同比	毛利率	备注
茅台酒	1,465.0	+0.4%	93.5%	占酒类收入 86.8%
系列酒	222.7	-9.8%	76.1%	产品结构主动调整
直销（自营+i 茅台）	845.4	+13.0%	94.6%	占比首次过半；销量+16.6%
批发代理	842.3	-12.1%	87.9%	主动控量稳价
国内	1,639.2	-0.9%	91.2%	占比 97.1%
国外	48.5	-6.5%	91.7%	占比 2.9%

数据来源：贵州茅台 *2025* 年年度报告第十、十八页；销量：酒类合计 *8.51* 万吨（*+2.1%*），库存量 *34.0* 万吨（*+9.7%*）。

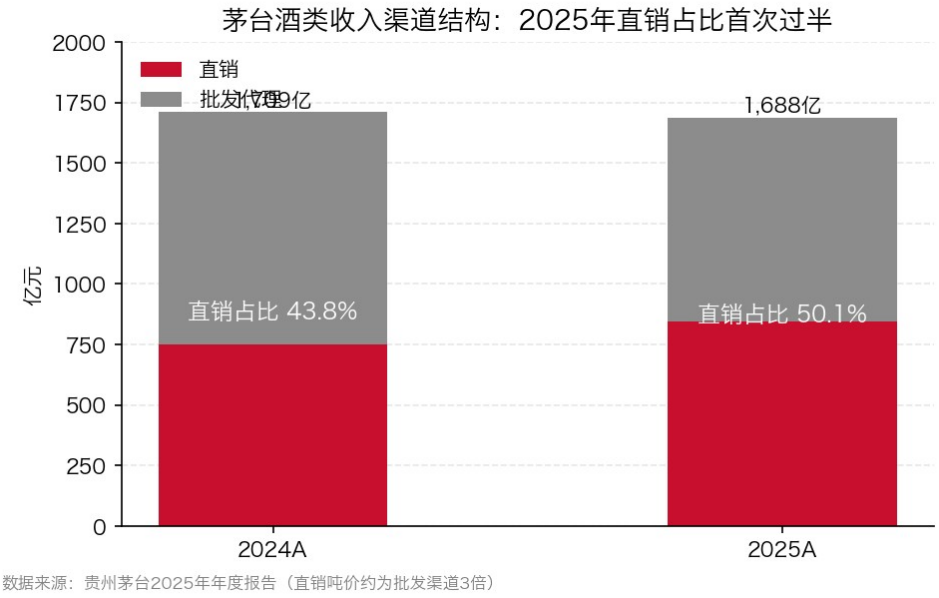


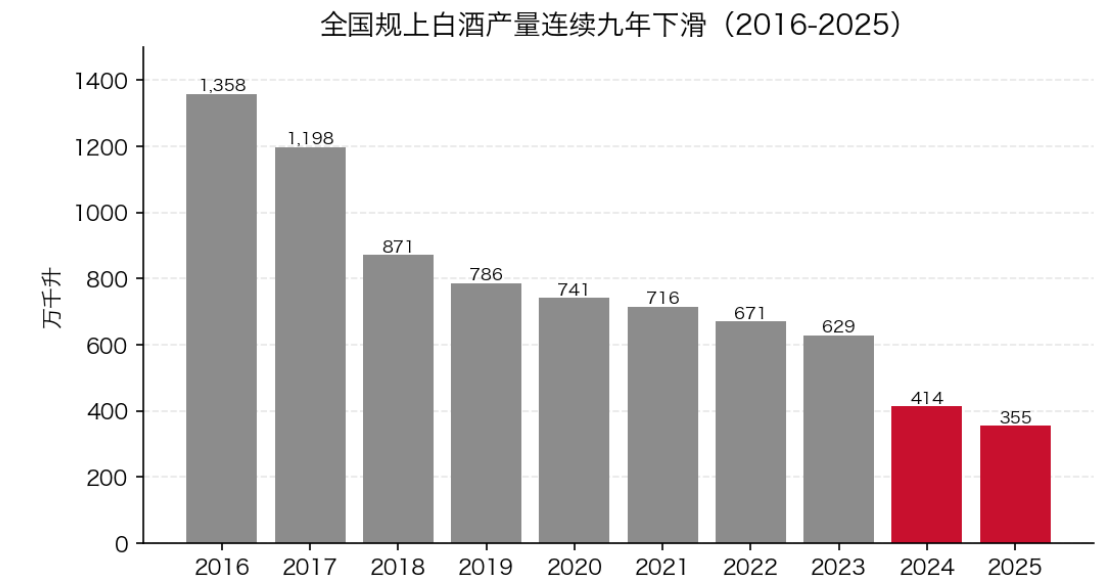
图 2 渠道结构：直销占比首次过半（2024 vs 2025）

三、行业分析：缩量时代的存量博弈

3.1 行业空间与本轮调整的性质

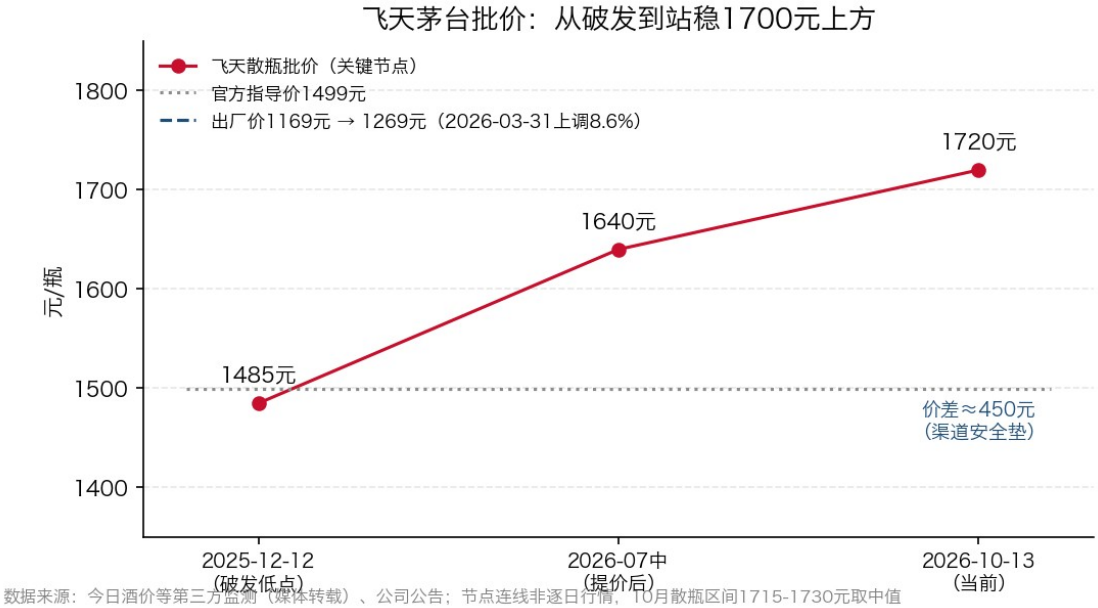
2025 年全国规上白酒企业产量 354.9 万千升、同比-12.1%，连续第九年下滑；相较产量峰值（2016 年约 1,358 万千升）缩水约三宋四。白酒已从“量的生意”彻底转向“价与份额的生意”。本轮调整（2024Q4 至今）的剧烈程度可以用三个数据概

括：20 家上市酒企 2025 年前三季度营收-5.9%、净利-6.9%，被称为十年来最惨三季报；行业平均存货周转天数约 900 天（+10%）；飞天批价 2025 年 12 月首次跌破官方指导价。但价格信号在 2026 年发生了关键变化：茅台于 3 月底逆势提价 8.6%后，批价不跌反涨、7 月站稳 1,700 元，行业最恐慌阶段大概率已过。



数据来源：国家统计局（2025年354.9万千升、同比-12.1%）；行业从量的生意转向价与份额的生意

图 3 全国规上白酒产量连续九年下滑（2016-2025）



数据来源：今日酒价等第三方监测（媒体转载）、公司公告；节点连线非逐日行情，10月散瓶区间1715-1730元取中值

图 4 飞天批价与出厂价：从破发到站稳 1,700 元

3.2 竞争格局：马太效应加速分化

行业下行期是护城河的压力测试：2025 年报及 2026 中报口径，茅台收入-1.2%基本稳住，山西汾酒 2025 年仍增长但 2026H1 转跌（收入-12.2%、净利-24.3%），洋河 2026H1 收入-28.8%，泸州老窖 2026H1 净利-36.4%，五粮液因会计口径调整表观降幅最大。茅台在 20 家上市酒企中的利润占比约五成——一半的行业利润归茅台。公司年报对行业的定调是：“马太效应愈发凸显，资源将进一步向优势企业、优势品牌、优势产品集中”。对茅台而言，调整期实为份额收割期：千元带竞品（普五、国窖 1573）批价倒挂、利润腰斩，而茅台借提价与直销改革扩大价差优势。

3.3 需求侧长期变量与政策环境

政策面，2026 年中央经济工作会议定调“坚持内需主导、深入实施提振消费专项行动”，“十五五”规划提出 2035 年人均 GDP 达到中等发达国家水平，商务消费场景修复的宏观基础存在；消费税征收环节后移的改革讨论长期存在但尚未落地，是需跟踪的政策风险点。长期看，主力消费人群总量见顶回落与年轻人白酒饮用率下降是行业缩量的根本原因，但高端白酒的社交货币属性（宴请、礼品、收藏）短期无法替代，且高端酒兼具消费品与类资产属性，批价是行业景气度最灵敏的先行指标。

四、核心竞争力分析

4.1 品牌与定价权：最硬的护城河

茅台的定价权有三重实证。其一，在业绩下滑的 2025 年，品牌价值仍增长 16.5%至 583.8 亿美元，连年稳居 Brand Finance 中国品牌价值 500 强烈酒板块首位，品牌强度 AAA+。其二，在行业深度调整期逆势提价 8.6%且渠道接受、批价不跌反涨——同期普五、国窖 1573 被迫随行就市，能在下行周期提价成功是定价权存在的最直接证据。其三，当前批价约 1,700 元对出厂价 1,269 元仍有约 34%渠道利差安全垫，即便批价再跌两成，经销商仍有利润，出厂价安全垫极厚。飞天亦是全球唯一单品营收过千亿的烈酒产品。

4.2 稀缺产能与工艺壁垒：物理护城河

茅台镇核心产区的地形、气候、赤水河水源与微生物菌落群无法复制，离开产区雷不出茅台。工艺周期壁垒同样关键：一年生产周期、五年方可出厂，竞争者即便复制工艺也需等待五年以上且受产区约束。2025 年茅台酒基酒设计产能 46,395 吨，仅占全国白酒产量约 1.3%，稀缺供给本身就是定价权的基础。在建三大项目（茅台酒“十四五”技改 155 亿、三万吨系列酒技改 102 亿、习水同民坝 41 亿）保障未来产能成长。尤其值得关注的是库存：库存量 34.0 万吨（+9.7%）按成本计价，而酱香基酒随年限增值，构成远超账面价值的隐蔽资产；五年生产周期决定了未来可售量由五年前基酒产量锁定，2021-2025 年基酒产量逐年增长，意味着未来五年可售量有确定性增长空间——量的逻辑不靠需求假设、靠工艺周期锁定。

4.3 渠道控制力与财务质量：正在增强的护城河

直销占比突破 50%、i 茅台数字化直连 C 端、“批发+线下零售+线上零售+餐饮+私域”五大渠道布局，使公司对渠道的控制力持续增强，渠道利润内化直接抬升整体盈利能力。财务质量是护城河的报表表达：毛利率 91%+、净利率约 48%、无有息负债、经营现金流常年不低于净利润量级。股东回报已成 A 股标杆：2024-2026 年分红规划承诺分红率不低于 75%，2025 年实际派发 650.3 亿元、分红率 79%创历史新高；首次 60 亿元回购注销已完成并启动第二轮。需要提示的治理风险在于：国资控股背景下提价与放量决策需平衡多重目标，市场化程度弱于民企。

五、盈利预测

5.1 关键假设

收入端按茅台酒/系列酒/其他三条线独立建模。2026E 茅台酒+4.0%：上半年实际持平（777 亿元），下半年提价满效应叠加 2025H2 控货低基数（隐含下半年收入+9%左右）；2027-2030 年增速逐年递减（6.2%/5.5%/4.5%/3.5%），反映提价满年效应、直销结构改善与行业拥有 169%）逐步收敛至稳态。海下两次上调（含 2026 年 7 月 i 茅台零售价上调）未计入基准情形，构成上行期权。利润端，归母净利率由 2025 年 47.8%逐年升至 2030 年 49.8%：出厂价提价几乎全额落入利润，直销吨价上行的结构性增利大于“全面向 C”的费用投入（2026E 销售费用假设+12%）。

5.2 预测结果

表 3 盈利预测汇总（2025A-2030E）

项目（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业总收入	1,720.5	1,783.8	1,892.9	1,999.8	2,092.6	2,169.7
同比	-1.2%	+3.7%	+6.1%	+5.7%	+4.6%	+3.7%
茅台酒收入	1,465.0	1,523.6	1,618.1	1,707.1	1,783.9	1,846.3
系列酒收入	222.7	227.2	240.8	257.7	272.6	286.3
归母净利润	823.2	856.2	931.3	989.9	1,040.0	1,080.5
同比	-4.5%	+4.0%	+8.8%	+6.3%	+5.1%	+3.9%
归母净利率	47.8%	48.0%	49.2%	49.5%	49.7%	49.8%
EPS（元，12.523 亿股）	65.66	68.4	74.4	79.0	83.1	86.3

预测为情景假设推演，完整参数及公式驱动的可交互模型见随附 *Excel* 估值模型（修改蓝色假设单元格即自动重算）。

2026E 归母净利润 856 亿元已接近 2024 年历史高点（862 亿元），即提价效应可以在一年内修复行业下行造成的利润回落；上半年-2.0%的表观与全年+4.0%的预测意味着下半年隐含同比+11%左右，其支撑就是 3 月提价自二季度起的满季效落地。

六、估值分析

6.1 DCF 绝对估值

采用 FCFF 二阶段模型：显性期 2026E-2030E，FCFF=NOPAT+折旧摊销-资本开支-营运资金变动（资本开支 60→40 亿元递减，对应三大技改项目建设高峰后回落）。折现率：无风险利率 1.64%（2026-10-23 十年期国债）+β0.85×股权风险溢价 6.5%，得 WACC≈Ke≈7.16%（茅台无有息负债，近似全股权资本结构）；永续增长率 g=2.5%，不高于长期名义 GDP。结果：显性期 FCFF 现值约 3,959 亿元，终值现值约 17,019 亿元，企业价值约 20,978 亿元，加超额净现金约 1,300 亿元（保守估计，剔除财务公司对应吸收存款）、减少数股东权益约 30 亿元，股权价值约 22,248 亿元，

对应每股价值约 1,777 元，对应 2026E PE 约 26.0 倍——恰好锚定近十年 PE 的 P30 分位（26.1 倍），估值与历史中枢下沿交叉验证。

6.2 相对估值

表 4 可比公司估值对比（2026 年 10 月中旬）

公司	PE-TTM	股息率	备注
贵州茅台	约 19.6 倍	约 3.9%	处近十年约 2%分位；2026H1 净利-2.0%
五粮液	约 15 倍	约 7.3%	2025 年报表口径调整放大降幅；2026H1 低基数高增
泸州老窖	约 14 倍	约 8.2%	2026H1 净利-36.4%，高端酒中受损最重
山西汾酒	约 14 倍	约 5.5%	2026H1 净利-24.3%

数据来源：东方财富、同花顺等行情及媒体报道（*2026-10* 中旬），为采集时点近似值，随市场波动。

直接对比 PE 均值会产生误导：同业 14-15 倍是盈利受损年份的被动倍数，而茅台盈利仅微降后企稳。本报告按质量调整：茅台 ROE（32.5%）、盈利确定性、分红率（79%）全面领先，给予 2026E PE 22-26 倍（相对自身历史 P30-P50 分位，相对同业溢价 60%+），得到可比法每股价值区间 1,504-1,778 元，与 DCF 结果（1,777 元）在上沿几乎重合。

6.3 敏感性分析与综合结论

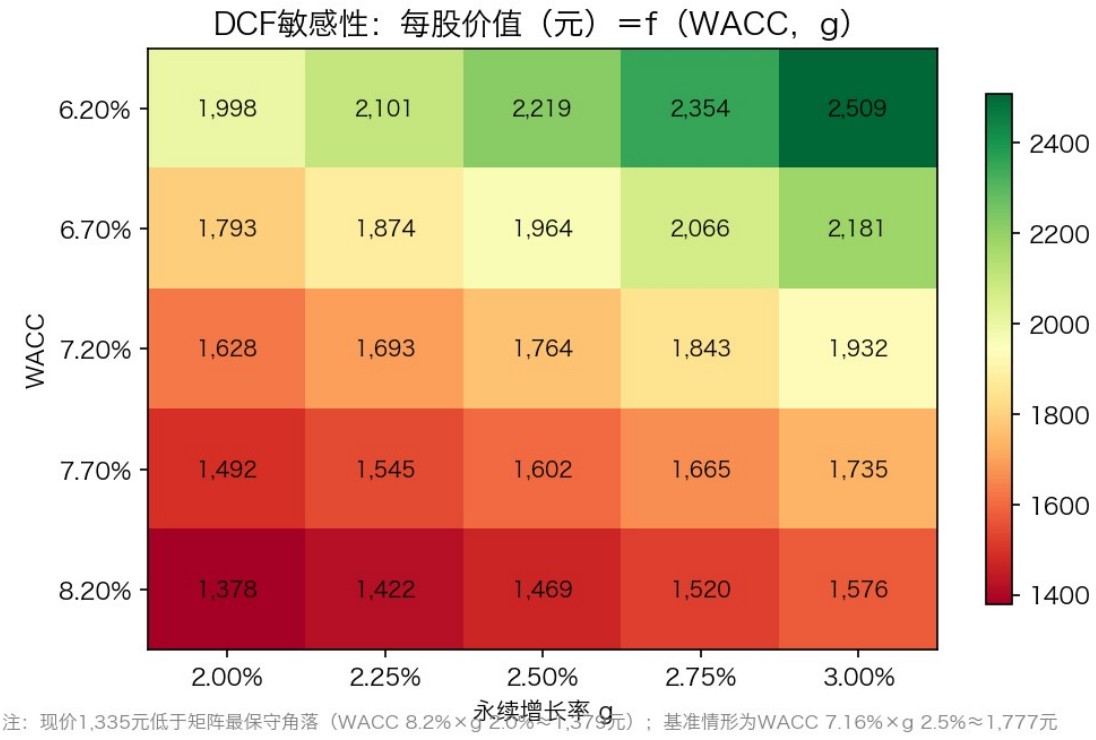


图 5 DCF 敏感性：每股价值（元）＝f（WACC，g）

WACC 6.2%-8.2%×g 2.0%-3.0%的敏感性矩阵显示每股价值区间约 1,379-2,520 元。尤其重要的是：最保守角落（WACC 8.2%×g 2.0%，即折现率提高至基准的近一倍且永续零增长）的每股价值仍有约 1,379 元，高于现价 1,335 元——这意味着当前市场价格已经计入比本报告最保守情形更悲观的预期。

表 5 估值结论汇总

方法	每股价值	对应 2026E PE
DCF（WACC 7.16%，g 2.5%）	约 1,777 元	约 26.0 倍
可比估值（PE 22-26 倍）	1,504-1,778 元	22-26 倍
综合目标区间	1,550-1,800 元（中枢 1,700 元）	约 24.9 倍
现价（2026-10-22）	1,335 元	约 19.5 倍
隐含空间	+16%～+35%（中枢+27%）	—

七、投资逻辑与风险提示

7.1 核心投资逻辑

在行业深度调整的底部区域，以近十年最低估值买入“盈利确定性+提价权+79%分红率”三重属性兼备的白酒绝对龙头，同时赚取“业绩修复×估值回归×股息垫底”三段收益：业绩端，2026E 净利+4.0%重回千亿茅台酒利润轨道；估值端，19.6 倍 PE 处历史低位，向目标区间修复空间明确；股息端，按 75%分红承诺 2026E 股息率约 3.8%，在无风险利率 1.64%的环境下具备稀缺性。

7.2 风险提示

表 6 主要风险清单（按杀伤力排序）

风险	情景描述	观察/应对指标
需求持续萎缩超预期	禁酒令升级/宏观长期低迷，批价再度破发	飞天批价（周频）、茅台酒收入增速
提价失败反噬	批价跌破新出厂价 1,269 元，渠道利润倒挂	批价-出厂价价差（当前约 430 元）
消费税改革	征收环节后移落地，压缩出厂-零售价差	立法/财税部门政策进程
治理与国资行为	提价/放量决策非市场化、集团运作摊薄	关联交易公告
代际消费替代	年轻人白酒消费率趋势性下降，行业缩量长期化	行业产量（年频）、高频消费数据
库存双刃剑	社会库存若集中抛售冲击价格	渠道库存调研、批价波动率

7.3 反方观点检验

针对三个最常见的反方观点逐一检验。其一，“白酒是夕阳行业，产量九连降”：认同量的长期趋势，但茅台赚的是价与份额的钱——产量占比约 1.3%而利润占比约五成，量缩价升的结构红利恰恰流向茅台。其二，“人口结构注定衰落”：长期真实约束，但兑现周期以十年计，且本报告永续增速仅设 2.5%、显性期增速递减，已体现克制。其三，“同业 14 倍才便宜”：同业倍数建立在受损盈利之上，口径不可比；拉长看茅台自身历史 P30 为 26 倍，当前 19.6 倍处于历史区间下沿之下。

八、附录：AI 投研工作台说明与数据来源

8.1 本报告的生产方式：个人 AI 投研工作台

本报告及随附 Excel 估值模型由个人 AI 投研工作台产出。工作台采用“数据层-分析层-模型层-交付层”四层架构：数据层全部带溯源记录（凡数必源，每个数字可追溯到公告或行情页）；分析层沉淀四份底稿（基本面/行业/竞争力/投资逻辑）；模型层以 JSON 单一数据源驱动脚本生成全公式 Excel，并配备独立校验脚本（公式重算与 Python 计算偏差<0.01 方可通过）；交付层自动生成图表与本报告。该流程可复现：更新数据后重跑两个脚本即可刷新全部交付物，也可平移至其他标的重复使用。

8.2 主要数据来源

公司数据：贵州茅台 2025 年年度报告（官方 PDF，2026-04-17）、2026 年一季报及半年报；历史数据经证券时报、新浪财经等多源交叉验证。行业数据：国家统计局（2025 年规上白酒产量）、中国酒业协会×毕马威《2025 中国白酒市场中期研究报告》。市场数据：东方财富/同花顺行情（2026 年 10 月中旬）、财政部中债国债收益率曲线（2026-10-23）。批价数据：今日酒价等第三方监测（媒体公开报道）。完整溯源信息见工作台 data/目录各数据文件的 sources 字段。

九、免责声明

本报告为「研报侠」AI 技能生成的付费研究报告示例（支付宝 AI 付 PAYATHON 2026 参赛作品），由个人 AI 投研工作台基于公开信息生成。报告所用数据均来自公开渠道，可能存在滞后或口径差异；盈利预测与估值结论均为基于假设的情景推演，不构成任何证券投资建议。市场有风险，投资需谨慎。