

食品饮料

2025年02月25日

贵州茅台 (600519)

——酱香白酒领航者，持续稳健增长。

增持 (首次评级)

研报摘要：

市场数据 2025年02月24日

收盘价(元)	1,479.07
一年内最高/最低(元)	1,770.00/1,261.00
市净率	7.8163
股息率(分红/股份)	3.70
流通A股市值(百万)	1,858,004
上证指数/深证成指	3,373.03/10,983.04

注：“股息率”以最近1年已公布分红计算

基础数据 2024年09月30日

每股净资产(元)	189.23
资产负债率%	13.63
总股本/流通A股(百万)	1,256/1,256
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



- **公司历史悠久，上市二十载，白酒行业标杆。**茅台坐落于贵州茅台镇，上市二十载，历史悠久，茅台坚守传统酱香工艺，以质量为生命线，先后建立茅台酒标准及“国家标准”，践行“四服从”铁律，追求卓越品质。贵州茅台股权集中，贵州省国资委通过多层次控股体系控制上市公司。贵州茅台集团持股54.07%，90%股权直接归属省国资委。贵州省财政厅通过全资子公司贵州金控集团持有贵州国有资本运营公司股权，构建国有资本管理网络。这种持股架构确保了国有资产控制力和清晰的治理特征。公司产品结构梯次明确，价格匹配茅台产品结构清晰，分为茅台酒和系列酒两大类。茅台酒覆盖高端价位，系列酒定位于中低端价位，满足不同市场需求。产品线覆盖100元至5000元各主流消费价位段，通过精准市场定位和丰富产品线，增强市场竞争力，满足消费者需求，为品牌长远发展奠定基础。
- **白酒量减价增时代来临，马太效应逐步显现。**中产阶级的持续增长为高端酒品市场带来新机遇。随着中高收入群体的扩大和收入增长，白酒行业消费升级趋势将创造新机遇，高端白酒市场有望受益。城镇居民人均可支配收入持续增长，中等收入群体预计增至5.5亿至6亿人，年增速约3%。中等偏上收入群体和高收入群体的复合增长率分别达到5.47%和5.07%。茅台销量增长与中国经济增长紧密相连。自2001年上市以来，中国经济迅猛发展，茅台酒销量也持续增长。白酒产量下降，行业向头部集中，马太效应明显。近年来，白酒产业收入和盈利上升，产量和规模以上酒厂数量减少。白酒总产量和规模以上酒厂数量年均复合下降，而行业总收入和总利润年均复合增长。大型酒企获取稳定利润变得容易，小型酒企盈利艰难，行业呈现赢家通吃情形。茅台、五粮液、泸州老窖三家龙头酒企营收和归母净利润占比显著增长，从2016年的11.92%和33.80%分别增长到2023年的34.92%和52.55%。
- **公司不断加深自身竞争力，构筑白酒领先品牌。**公司业绩快速增长，成为白酒行业标杆。自1998年至2023年，公司总营收和归母净利润的复合年均增长率分别达到24.5%和28.3%，营收和净利润的复合增速超过20%，成功跨越多个经济周期，成为行业标杆。茅台在高端白酒市场中占据主导地位，形成“一超二强”的市场格局。茅台、五粮液和国窖1573三家企业在高端酒市场的合计占有率约为94%，茅台市场占比约57%，五粮液约30%，国窖1573约7%。茅台坚持控量稳价策略，通过设定经销商配额和价格指导，稳定市场价格。长期视角下，茅台价格和销量持续增长，销售量和吨价均呈现上升趋势。茅台积极构建新营销体系，拓展新销售渠道如“i茅台”平台，优化关键流程，提升消费者体验。产能逐年增长，巩固龙头地位，预计到2027年茅台酒产能将达7.7万吨，到2035年有望达到10万吨以上。公司注重股东回报，自上市以来每年进行现金分红，累计分红金额已突破3000亿元。2024—2026年度分红率将提升至不低于75%，计划每年实施两次分红，显示公司对股东回报的重视。
- **投资建议：**酒企经营受“业绩、库存、酒价”影响，价值投资需权衡“好生意、好公司、好价格”。茅台估值下降，产量增长，挺价策略下，投资茅台可能迎来窗口期。我们仍然认为茅台定价主导权在公司，高端白酒具防御性和需求性，能够稳健穿越行业调整。市场对茅台预期将企稳，公司分红率提升将是行情反转起点。考虑到公司经营的未来仍有期待，我们预计2024-2026年公司营业收入分别为1698.47/1885.31/2073.84亿元，归母净利润为846.98/953.61/1058.98亿元，对应的PE为21.94/19.48/17.55倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行风险；居民消费不及预期；高端白酒需求不及预期；食品安全风险。

财务数据及盈利预测

证券分析师

马世辉 17732313273

S0400523110001

mashihui@cdzq.com

报告期	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	124,099.84	147,693.60	169,847.65	188,530.89	207,383.98
营业收入增长率（%）	16.87	19.01	15.00	11.00	10.00
归母净利润（百万元）	62,716.44	74,734.07	84,697.89	95,361.45	105,898.38
归母净利润增长率（%）	19.55	19.16	13.33	12.59	11.05
每股收益（元/股）	49.93	59.49	67.42	75.91	84.30
PE	29.62	24.86	21.94	19.48	17.55
PB	9.41	8.62	6.19	4.70	3.70
EV/EBITDA	20.70	17.42	14.58	12.33	10.47
ROE（%）	31.90	34.66	28.40	24.14	21.14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

目录

1. 公司历史悠久，底蕴深厚，终成龙头	4
1.1 公司发展历程	4
1.2 公司股权结构清晰，国资持股稳定	5
1.3 公司产品结构梯次明确，价格匹配	6
2. 白酒量减价增时代来临，马太效应逐步显现	8
2.1 中产阶级的持续壮大为高端酒品市场销售带来新希望	8
2.2 白酒产量出现下降，行业逐步向头部集中，马太效应明显	9
3. 公司不断加深自身竞争力，构筑白酒领先品牌	10
3.1 公司凭借高复合业绩增长，成为白酒行业标杆	10
3.2 公司奠定一超局面，超高端白酒公司强者恒强	11
3.3 公司坚持控量稳价相结合，坚定走价格路线，巩固龙头地位	12
3.4 产营销步入稳定，产能增长助力长期发展	13
3.5 公司注重股东回报，公司分红能力持续提升	14
4. 投资建议	15
5. 风险提示	15

图表目录

图 1 : 公司股权结构图	6
图 2 : 2016-2023 年行业营业收入与净利润情况 (单位: 亿元、%) .9	
图 3 : 2016-2023 年白酒产量及规模以上酒企数量情况统计 (单位: 万 千升、家、%)	9
图 4 : 公司营业收入及同比增长情况	10
图 5 : 公司归母净利润及同比增长情况	10
图 6 : 高端白酒市占率	11
图 7 : 2023 年十大酒企营业总收入情况	12
图 8 : 公司收入与利润占比情况	12
图 9 : 茅台酒销量与同比	13
图 10 : 茅台酒吨价与同比	13
图 11 : 其他酒销量与同比	13
图 12 : 其他酒吨价与同比	13
图 13 : 公司 2001 年-2024 年 9 月分红金额	15
图 14 : 公司 2001 年-2023 年分红比例	15
表 1 : 历届评酒会上榜白酒	5
表 2 : 公司产品结构	6
表 3 : 茅台销量增长与 GDP 复合增长率对比情况	9
表 4 : 历年茅五泸营收净利润占比概况	10
表 5 : “十四五”期间茅台新增产量情况 (截至 2024 年半年报) ..14	
附表 3: 三大报表预测值	17

1. 公司历史悠久，底蕴深厚，终成龙头

1.1 公司发展历程

茅台酒的历史可以追溯到 19 世纪末。光绪五年（1879 年），仁怀大地主石荣霄、习水商人孙全太和天和盐号老板王立夫合伙开设荣太和烧坊，后更名为荣和烧坊（王茅）。此后，茅台酒逐渐兴起。民国四年（1915 年），茅台酒在巴拿马万国博览会上获得金奖，奠定了其世界名酒的地位。此后，茅台酒逐渐成为国内知名的白酒品牌。

1978 年-2001 年：1978 年，茅台酒厂在副厂长邹开良的领导下，通过一系列改革措施，首次实现扭亏为盈。1984 年，茅台酒厂通过贷款启动“800 吨扩建”工程，为后续的市场化竞争积累了产能储备。1985 年，茅台酒厂获得部分销售自由，开始组建销售队伍，逐步建立经销体系。1996 年，茅台酒厂更名为中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司，完成了从工厂制向国有独资公司的转变。1999 年，贵州茅台酒股份有限公司正式成立，并于 2001 年在上海证券交易所成功上市。

2002 年-2006 年：茅台酒通过国家质量监督局的全国工业产品生产许可证审查，进一步巩固了其产品质量的权威性。2003 年，茅台实现了万吨投产，完成了伟人“万吨茅台”的梦想。这一产能的提升为后续市场供应和业绩增长奠定了基础。在 2005 年实现了归母净利润的反超，显示出其在高端市场的强劲盈利能力。2006 年，完成了股权分置改革，进一步优化了公司治理结构。逐步缩小了与五粮液的差距，并在净利润等关键指标上实现反超。

2007 年-2012 年：茅台大力发展团购业务，加强意见领袖培育，尤其在党政军体制内提供直供酒，60%左右的销量来自政务团购。通过改变价格策略，茅台与五粮液展开定价权争夺，最终茅台市场价格反超五粮液，成交价最高超过 1800 元。茅台营收规模持续增长，净利润进一步提升，奠定了其在高端白酒市场的龙头地位。

2013 年-2015 年：茅台在 2013 年实现营收和净利润的全面反超，成为白酒行业规模最大的企业。在“塑化剂风波”和“八项规定”影响下，白酒行业进入调整期，茅台凭借品牌优势和市场基础，率先恢复增长，展现了强大的抗风险能力。

2016 年-2019 年：茅台销售额突破百亿元大关，成为中国白酒行业的领军品牌。2019 年，茅台启动数字化转型，提升生产管理效率和市场响应速度。茅台开始实施国际化战略，积极开拓海外市场。到 2019 年，茅台已在全球 64 个国家和地区实现销售。

2020年至今：2021年茅台价格提高到3300元左右，2022年非标茅台酒的销售占比已超越飞天茅台，非标产品凭借更高的价格和更卓越的品质，有效优化了产品结构。此外，茅台系列酒推出了定价千元的茅台1935，借助“i茅台”平台提升知名度，并深化与渠道商的合作，短短两年便实现了年销售额百元的突破。同时，茅台积极挖掘文化内涵，推出了节气酒、散花飞天等特色单品。在渠道建设方面，茅台大力推进数字化转型，2022年成功上线现象级电商平台“i茅台”，使经销商的非标产品转由直营店供应。2023年，茅台又推出了数实融合游戏平台“巽风”，显著提升了直销占比，至2023年已达44.66%。

在五届全国评酒会上，茅台酒均入选中国名酒，并逐步成为国宴指定用酒，频繁亮相于众多国事外交场合，其品牌声誉迅速崛起，响彻全国乃至全球。

表 1：历届评酒会上榜白酒

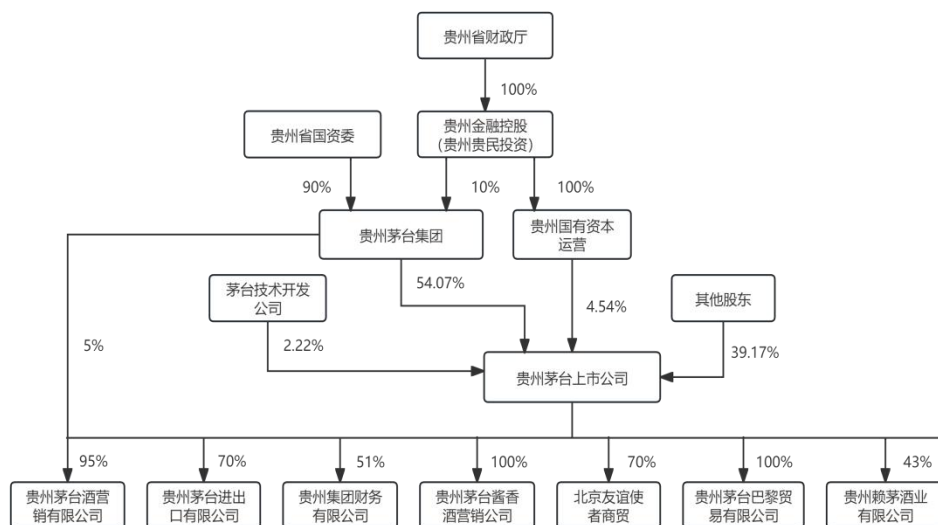
届次	时间	上榜白酒品牌
第一届	1952年	评选出“四大名酒”，分别为贵州茅台酒、山西汾酒、陕西西凤酒、四川泸州老窖特曲。
第二届	1963年	评选出“八大名酒”，即茅台酒、汾酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、西凤酒、董酒。
第三届	1979年	评选结果依然是“八大名酒”，包括茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲。
第四届	1983年	评选出“十三大名酒”，有茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒。
第五届	1989年	评选出“十七大名酒”，包含茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒。

资料来源：中国酒志网，财达研究

1.2 公司股权结构清晰，国资持股稳定

贵州茅台股权架构呈现高度集中化特征，控制权链条清晰透明。作为核心控股主体的贵州省国资委，通过多层次控股体系实现上市公司管控：第一，贵州茅台集团以54.07%的绝对持股比例保持上市公司控股股东地位，其90%股权直接归属省国资委；第二，省级财政体系与国资体系形成协同，贵州省财政厅通过全资子公司贵州金控集团，完全持有贵州国有资本运营公司股权，构建起完整的国有资本管理网络。这种纵向穿透、横向协同的持股架构，既确保了国有资产的控制力，又展现出层级分明的治理特征。

图 1：公司股权结构图



资料来源：WIND，财达研究

1.3 公司产品结构梯次明确，价格匹配

茅台的产品结构设计得非常清晰，专注于打造具有市场竞争力的大单品，同时在多个价位段发力，以满足不同消费者的需求。具体来说，茅台的产品线可以分为两大类：茅台酒和系列酒。茅台酒主要涵盖了飞天茅台及其以上的高端价位产品，这些产品以其卓越的品质和品牌影响力，赢得了消费者的广泛认可。而系列酒则主要定位于千元及以下的中低端价位，通过多样化的产品组合，满足更广泛的市场需求。

目前，公司在 100 元到 5000 元的各主流消费价位段均已布局了相应的产品。从百元价位的入门级产品，到千元价位的中端产品，再到几千元价位的高端产品，茅台通过精准的市场定位和丰富的产品线，成功覆盖了各个消费层次。这种多层次、全方位的产品布局，不仅增强了茅台在市场上的竞争力，也为消费者提供了更多的选择，满足了不同消费者的需求。通过这种策略，茅台能够在激烈的市场竞争中保持领先地位，同时也为品牌的长远发展奠定了坚实的基础。

表 2：公司产品结构

分类	产品系列	产品名称	市场价格	产品描述
贵州茅台酒	年份	80 年茅台酒	300000	在 1998 年上市。以 1915 年巴拿马万国博览会时珍藏的老茅台酒精心勾制，每年限量生产，每瓶均有编号及证书，是国酒之尊。
		50 年茅台酒	30000	于 1997 年 7 月首次面世，以不低于 15 年酒龄基酒按标准精心勾调，53%vol 酱香型，500ml 常见，瓶身背部有祥龙雕刻，包装精美，口感醇厚，酱香突出，陈香优雅，回味悠长，收藏价值高。
		30 年茅台酒	20000	1997 年 7 月 22 日首推，53%vol、500ml 常见，瓶身有独特

图腾与浮雕，以优质原料经传统工艺、15年以上基酒勾调，口感醇厚、回味悠长，因品牌力强、产量稀缺，在收藏界备受追捧。

	15年茅台酒	5999	1999年1月正式推出上市。包装历经多次演变，酿造遵循严格季节性生产、两次投料、一年生产周期等工艺，口感醇厚，诸味协调，因茅台强大品牌力与一定稀缺性，极具收藏价值。
珍品		4999	1986年推出，历经多版更迭，融合传统与现代设计，凭陈年基酒勾调出醇厚口感，酱香浓郁、回味悠长。因稀缺性与高品质，在收藏市场备受追捧，近年彩釉珍品更是包装与酒质双升级。
精品		3299	上市时间为2017年。其前身为2003年开始生产的国宴茅台酒。采用不低于10年基酒勾调，传承经典工艺，53%vol酱香型，包装精美，口感醇厚丰满、酱香突出，既有收藏价值，又适合高端宴请，彰显不凡品味。
生肖酒	龙茅	2499	于2024年1月6日发布，9月15日全面上市，其融入中华龙文化元素，采用新防伪标签，53%vol酱香型，500ml装在“i茅台”申购价2499元/瓶。
经典	飞天茅台 53度	2760/2550	1958年1月设计出“飞天”商标后逐步进入市场，它以本地优质糯高粱、小麦、水为原料，经传统固态发酵工艺，用近200支不同酒龄基酒精心勾调，历经五年而成，具有酱香突出、酒体醇厚、回味悠长等特点，是茅台经典产品。
	飞天茅台 43度	1055	于1991年开发获批并投产，以本地优质高粱、小麦及赤水河水为原料，遵循“12987”传统工艺酿造，再经独特勾调，酒色微黄透明，口感醇厚柔和，酱香味较淡但纯净，价格亲民，适合大众日常饮用与宴请。
	五星茅台	2500	于1953年开始外销时以金色麦穗和红色五星组成的“车轮”牌商标面市，是贵州茅台的主商标产品，采用高温制曲、二次投料、堆积发酵的酱香型酒传统生产工艺，酒色微黄透明，酱香、焦香、糊香协调，口味细腻优雅，空杯留香持久。
	茅台 100ml	399	2022年5月19日在“i茅台”上线，专货专销，承袭经典工艺，酱香突出、口感醇厚，单瓶399元，适合自酌、聚会与送礼，2023年12月31日其6瓶装礼盒上架，以飞天仙女图为主，天渺绿配色，精巧别致。
酱香系列酒	茅台巽风	1498	2023年12月31日发布巽风酒，53%vol、375ml装，以“天人共酿”为概念，仅在巽风数字世界发售，凭数字藏品在门店提货。
	茅台王子酒	245	2018年1月正式上市，以优质原料和传统工艺酿造，口感醇厚，是性价比高的酱香酒典范。
	金王子	225	2017年上市，为53度酱香型白酒，精选优质高粱、小麦，经传统工艺酿造，口感醇厚，酱香浓郁，价格亲民，适合多种场合。
	生肖王子（龙）	500	2024年1月6日正式发布上市，53度酱香型，融入龙年生肖元素，遵循传统工艺，口感醇厚，收藏价值高。
茅台迎宾酒	普通版 53度	150	自1958年应相关要求确定度数后沿用至今，以本地高粱、

			小麦等为原料，经传统工艺酿造勾调，酱香突出，口感醇厚，经典难复制。
汉酱酒	迎宾酒（紫）	182	2021年上市，是茅台迎宾酒家族的新品，价格亲民，适合家庭聚会、亲友馈赠、社交等消费场景。
	汉酱酒 3.0	335	2023年上市，它是茅台倾力打造的中高端产品，传承千年文化，口感醇厚，包装精美，尽显汉酱精神。
	汉酱(匠心传承)	403	2023年9月推出的汉酱酒焕新升级产品，酒精度为53度，包装融入大量汉代元素。
贵州大曲	生肖纪念酒	335	自2014年推出首款甲午马年生肖酒后，茅台每年都会推出生肖酒。2024年1月6日，龙年生肖酒上市，市场指导价2499元/瓶。
	1.5L 贵州大曲酒	788	于2023年12月15日发布上市，以“记忆里的味道”为理念，融入贵州地域与民族文化，走亲民路线，酱香突出、口感醇厚。
赖茅	赖茅·传承(蓝)	355	2015年推出的战略单品，传承百年工艺，口感醇厚，蓝瓶设计典雅，定位中端，备受市场青睐。
	赖茅·一代工匠	795	2023年9月24日在北京亮相的高端酱香型白酒，由茅台股份出品，传承百年工艺，口感醇厚，定位高端商务消费。
茅台 1935		880	于2022年1月18日推出的一款酱香型白酒，定位千元价格带，上市后曾出现卖断货现象。

资料来源：公司年报，公司官网，财达研究

2.白酒量减价增时代来临，马太效应逐步显现

2.1 中产阶级的持续壮大为高端酒品市场销售带来新希望

中高收入群体数量增长呈现持续增长态势。随着中高收入群体的扩大和收入增长，白酒行业消费升级趋势将创造新机遇，高端白酒市场有望因此受益。2015年我国城镇人均可支配收入达到31194.83元，截至2023年我国城镇居民人均可支配收入增长至51821元，几年来人均复合增长率为6.55%。根据发改委最新预测，预计在“十四五”期间，我国中等收入群体将增至5.5亿至6亿人，年增速约3%。2018-2023年间，20%中等偏上收入群体和20%高收入群体的复合增长率分别达到5.47%和5.07%。

历史上茅台销量增长，与经济总体量扩张速度总体相符。作为中国社交文化的一个象征，茅台酒的销售与消费反映了整个社会商务活动中的营销开支。自2001年上市以来，正值中国加入世界贸易组织，随后的二十多年中国经济以建设为核心，并实现了迅猛发展。茅台酒的销量增长也紧随其后，这表明其销量的提升与中国经济增长紧密相连。

表 3：茅台销量增长与 GDP 复合增长率对比情况

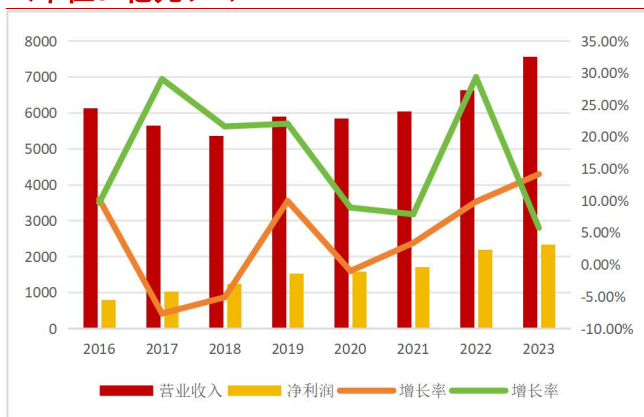
	GDP 复合增长率	茅台销量复合增长率
过去五年 (GAGR18-23)	7.2%	5.3%
过去十年 (GAGR13-23)	8.5%	8.9%
自茅台上市以 来 (GAGR01-23)	11.5%	10.80%

资料来源：国家统计局，公司公告，财达研究

2.2 白酒产量出现下降，行业逐步向头部集中，马太效应明显

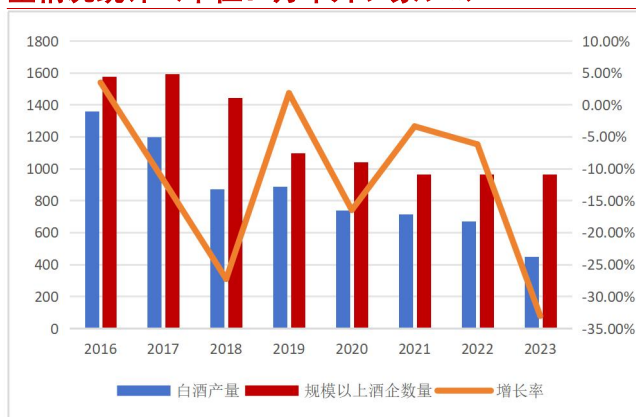
近年来，我国白酒产业呈现出收入和盈利的上升趋势，与此同时，产量和规模以上的酒厂数量却在减少。观察下图数据，从2016年到2023年，白酒的总产量从1266万千升下降至449.2万千升，年均复合下降率为-11.25%。规模以上的酒厂数量也从2016年的1578家降至2023年的963家，年均复合下降率为-4.61%。然而在同一时期，行业总收入从6126亿元增长到7563亿元，年均复合增长率为2.67%，行业总利润从797亿元增长到2328亿元，年均复合增长率为14.34%。这种企业数量的减少与收入增长并存的现象，揭示了白酒行业正经历着“量减价增”式的发展模式。大型酒企获取稳定利润变得更为容易，而小型酒企的盈利则变得愈加艰难。整个行业正逐步呈现出赢家通吃的情形。

图 2：2016-2023 年行业营业收入与净利润情况
(单位：亿元、%)



资料来源：WIND，财达研究

图 3：2016-2023 年白酒产量及规模以上酒企数量情况统计
(单位：万千升、家、%)



资料来源：WIND，财达研究

我们还能够从另一层面来证实白酒行业马太效应，茅台、五粮液、泸州老窖三家企业是国内较为“认可”的三家龙头酒企。根据茅五泸三家企业财报数据统计，茅五泸合计营收占白酒企业营收比重从2016年

的 11.92% 增长到 2023 年的 34.92%，归母净利占比从 2016 年的 33.80% 增长到 2023 年的 52.55%。

表 4：历年茅五泸营收净利润占比概况

	茅五泸营收（亿元）	茅五泸净利润（亿元）	茅五泸营收占比	茅五泸净利润占比
2016	730.03	269.37	11.92%	33.80%
2017	1016.44	416.94	17.98%	40.56%
2018	1302.85	553.79	24.29%	44.27%
2019	1547.89	668.40	27.55%	47.61%
2020	1719.67	763.95	29.47%	48.20%
2021	1963.16	881.65	32.54%	51.74%
2022	2266.46	1037.56	34.20%	47.14%
2023	2640.66	1223.31	34.92%	52.55%

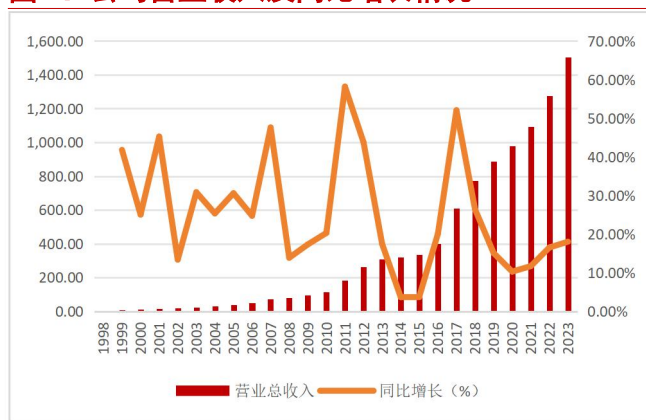
资料来源：公司公告整理，财达研究

3. 公司不断加深自身竞争力，构筑白酒领先品牌

3.1 公司凭借高复合业绩增长，成为白酒行业标杆

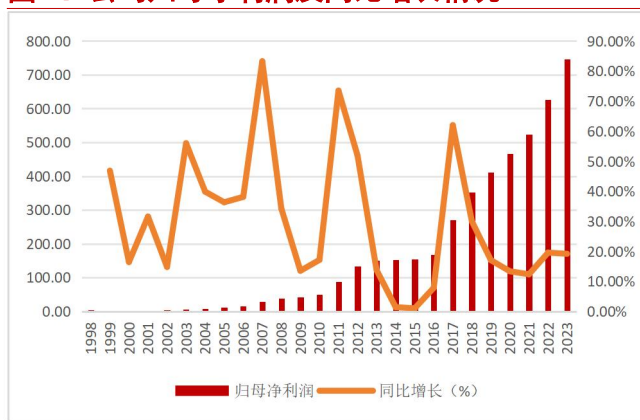
本公司自 2001 年起在上交所正式挂牌上市，至今已成功上市超过二十年。自 1998 年至 2023 年，公司的总营收实现了快速增长，从最初的 6.3 亿元人民币，一路上涨至 2023 年的 1505.6 亿元人民币，公司总营收的复合年均增长率（CAGR）达到了 24.5%。在归母净利润方面，公司同样表现出色，归母净利润从 1998 年的 1.5 亿元增长至 2023 年的 747.3 亿元，其复合年均增长率更是高达 28.3%。在过去的 25 年里，无论是营收还是归母净利润，它们的复合增速都超过了 20%，这一高速增长表现使公司成功跨越了多个经济周期，最终成为白酒行业中标杆企业。

图 4：公司营业收入及同比增长情况



资料来源：WIND，财达研究

图 5：公司归母净利润及同比增长情况

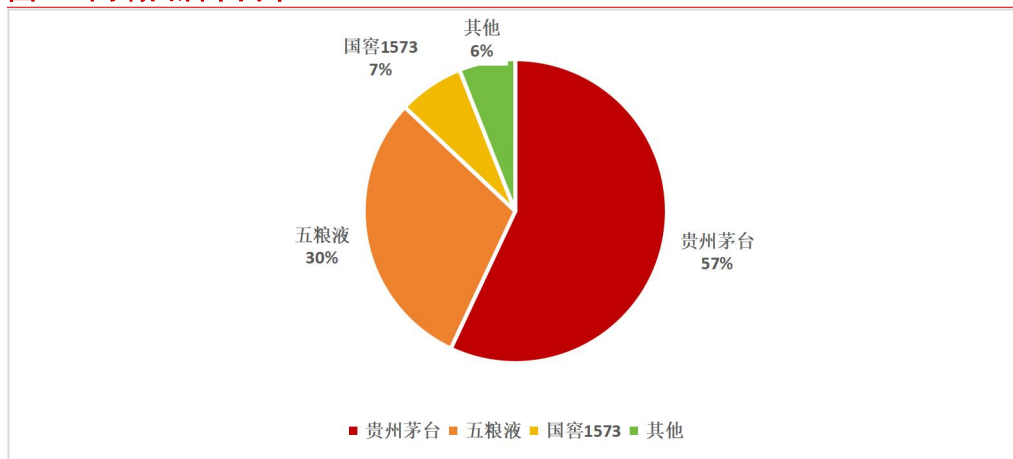


资料来源：WIND，财达研究

3.2 公司奠定一超局面，超高端白酒公司强者恒强

在高端白酒市场中，茅台的优势非常显著，已然形成了“一超二强”的稳固竞争格局。目前，茅台、五粮液和国窖 1573 基本瓜分了高端酒市场的主要份额。茅台凭借其强大的品牌实力和市场影响力，在高端酒领域独占鳌头，而五粮液和国窖 1573 则凭借各自的优势紧随其后，共同构成了“一超二强”的市场态势。在超高端白酒市场中，茅台占据着绝对的主导地位。而在千元价格带的竞争中，五粮液和国窖 1573 表现尤为突出，成为该价格区间的主要竞争者。此外，青花郎、习酒、梦之蓝 M9 和内参等品牌也在高端酒市场中占据了一定份额，展现出较强的品牌竞争力。根据前瞻经济学人的数据统计，茅台、五粮液和国窖 1573 三家企业的产品，在高端酒市场的合计占有率约为 94%，呈现出典型的寡头垄断特征。其中，茅台的市场占比约为 57%，五粮液约为 30%，国窖 1573 约为 7%。这种市场份额的分布，进一步凸显了茅台在高端酒市场的领先地位。

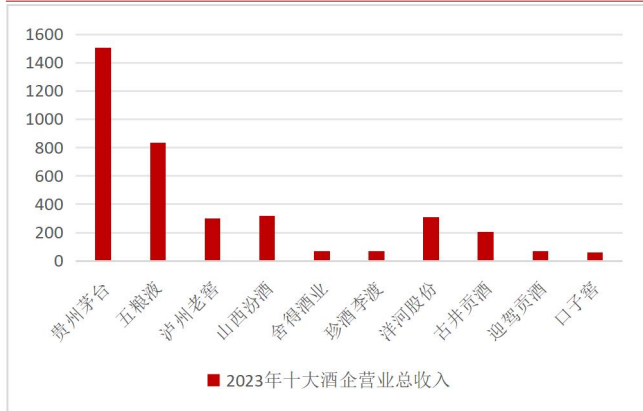
图 6：高端白酒市占率



资料来源：前瞻经济学人，财达研究

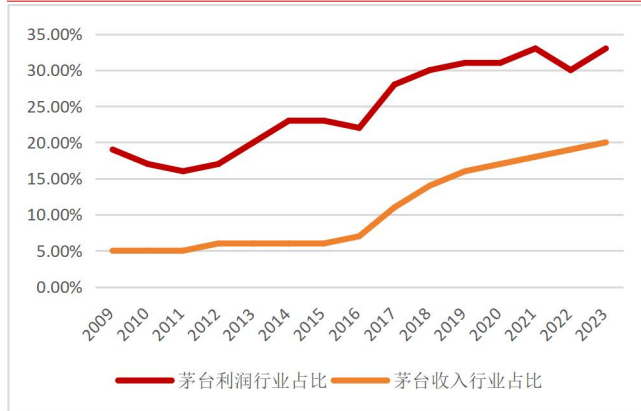
由下图可以看出，贵州茅台 2023 年营业收入以绝对优势领先，营业总收入数值接近 1500 亿元；五粮液位居第二，约 800 多亿元；泸州老窖和山西汾酒处于第三、四位，营业收入在 300 亿元左右；舍得酒业和珍酒李渡相对较低，数值在 100 亿元以内；洋河股份、古井贡酒、迎驾贡酒和口子窖的营业收入依次递减，口子窖的收入最低。同时，茅台利润在行业占比在 2009 年为 19%，在 2011 年有所下降至 16%，随后逐步上升，在 2018-2023 年间基本稳定在 30% 及以上，2023 年为 33%。茅台收入在行业占比从 2009 年的 5% 开始逐年缓慢增长，2016-2017 年增长幅度较大，到 2023 年达到 20%。从整体趋势来看，茅台在行业中的利润占比和收入占比均呈现上升态势，且利润占比明显高于收入占比，公司马太效应优势明显。

图 7：2023 年十大酒企营业总收入情况



资料来源：WIND，财达研究

图 8：公司收入与利润占比情况



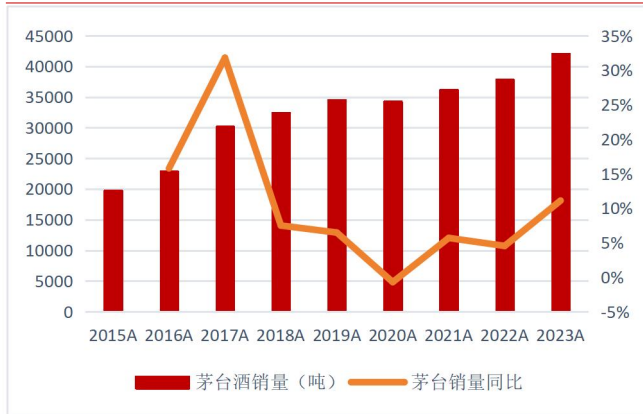
资料来源：WIND，公司公告整理，财达研究

3.3 公司坚持控量稳价相结合，坚定走价格路线，巩固龙头地位

茅台通过设定经销商的配额，严格控制市场流通的飞天茅台数量，减少供需矛盾。例如，在市场需求旺盛时，茅台会适当减少供应量，以避免价格过度下跌。在价格波动较大或市场供需失衡时，茅台会暂停部分销售渠道的供货。例如，2024 年“618 大促”期间，茅台暂停了巽风世界 375ml 飞天茅台酒的合成行权，并取消了大箱飞天茅台的投放。对飞天茅台的出厂价和零售价进行严格指导，设定价格上限，遏制市场价格的非理性上涨。例如，飞天茅台的建议零售价长期维持在 1499 元/瓶，但实际市场价格会根据供需关系波动。茅台通过线上商城和线下官方授权专卖店同步实施控价政策，减少市场价格波动。根据市场情况，茅台还会动态调整经销商的普茅和非标产品的配额，通过技术性调节手段稳定市场价格。

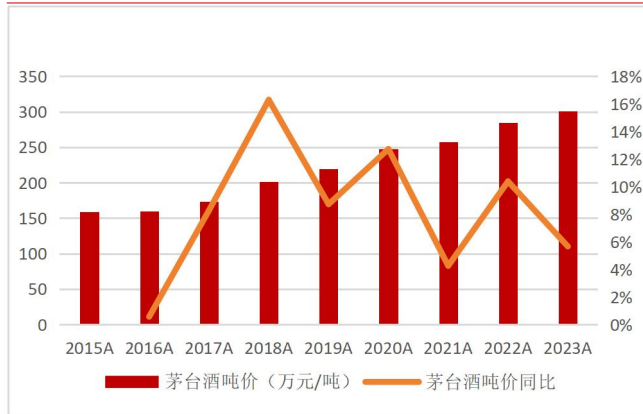
长期视角下，茅台价格和销量不断增长。茅台酒的销售量自 2015 年的 1.98 万吨增长至 2023 年的 4.21 万吨，八年复合年均增长率(CAGR)达到 10%；茅台酒的销售量在 2023 年达到顶峰，与此同时，吨价从 2015 年的 159.3 万元/吨上升至 2023 年的 300.6 万元/吨，八年 CAGR 为 8%。系列酒的销售量从 2015 年的 0.77 万吨增长至 2023 年的 3.12 万吨，八年 CAGR 为 19%；吨价从 2015 年的 14.4 万元/吨上升至 2023 年的 66.2 万元/吨，八年 CAGR 为 21%。系列酒自 2018 年起进行了产品结构的调整，经过三年的调整，从 2021 年起吨价明显回升，2021 年至 2023 年吨价增长超过 20%。

图 9：茅台酒销量与同比



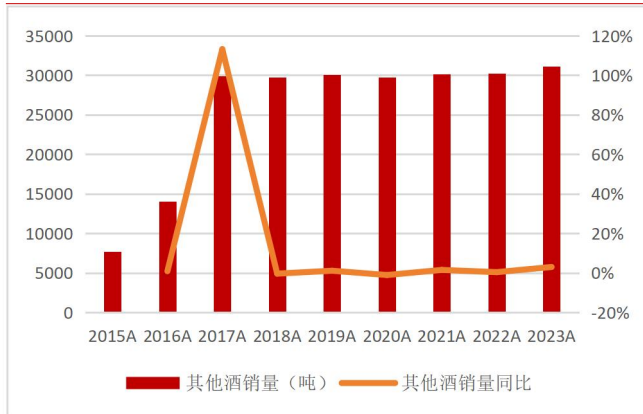
资料来源：公司年报整理，财达研究

图 10：茅台酒吨价与同比



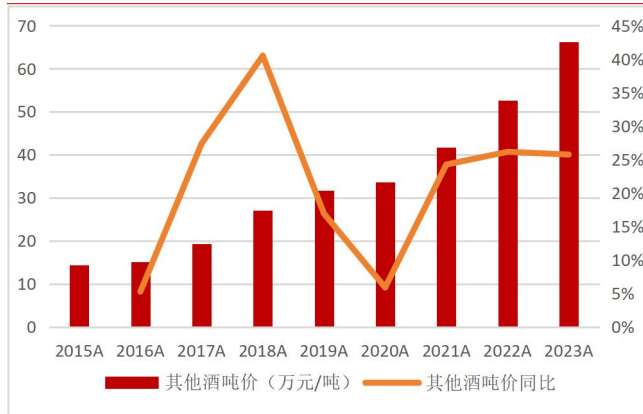
资料来源：公司年报整理，财达研究

图 11：其他酒销量与同比



资料来源：公司年报整理，财达研究

图 12：其他酒吨价与同比



资料来源：公司年报整理，财达研究

3.4 产营销步入稳定，产能增长助力长期发展

渠道营销相结合，积极构建新营销体系。茅台已经形成了包括批发渠道和直营渠道的多元化销售体系。批发渠道包括国内经销商、电商平台、商超、茅台集团、酒旅融合及国外出口等。直营渠道涵盖自营店、团购以及官方平台“i 茅台”APP。

茅台积极拓展新销售渠道，如 i 茅台平台。截至 2023 年末，“i 茅台”注册用户超 6700 万，月活用户近 2000 万，累计销售收入达 342.57 亿元。2023 年，“i 茅台”销售收入达 223.74 亿元，同比增长 88.29%。茅台通过“i 茅台”平台，优化包装生产、质量管控、渠道管理和消费者服务等关键流程，实现供应链的精准高效响应。同时，利用区块链技术构建“一物一码”溯源平台，完善安全防护体系，提升消费者体验。茅台持续加强与电商平台（如天猫、京东）和商超的合作，提升线上销售能力。还推出与德芙联名的巧克力、与瑞幸联名的酱酒拿铁、茅台冰

淇淋等衍生品，进一步拓展消费场景。茅台在 2025 年经销商联谊会上明确提出，将构建“相互协同、相互补位、互利共赢”的渠道生态。

产能逐年增长，巩固龙头地位。2022 年 1 月，公司在贵州省习水县同民镇拟投资总额约 41.1 亿元实施“十四五”酱香酒习水同民坝一期建设项目，建成后可形成系列酒制酒产能约 1.2 万吨、制曲产能约 2.94 万吨、贮酒能力约 3.6 万吨，建设周期为 24 个月。2022 年 12 月，茅台还启动了“十四五”技改建设项目，计划投资约 155 亿元，建设周期 48 个月。该项目完成后，茅台酒产能将新增约 1.98 万吨/年。2021-2023 年茅台酒基酒产能从 2021 年的约 5.6 万吨增长到 2023 年的 5.72 万吨。按照规划，到 2027 年茅台酒产能有望达到 7.7 万吨。到 2035 年，茅台酒产能有望达到 10 万吨甚至更多。茅台产能增长不仅有助于自身业绩提升和品牌建设，也为行业健康发展和消费者需求满足提供了重要支持。通过产能扩张、产品结构优化和市场掌控力提升，茅台进一步巩固了其在高端白酒市场的领导地位。

表 5：“十四五”期间茅台新增产量情况（截至 2024 年半年报）

公告时间	拟投资总金额 (亿元)	扩产或技改情况
2022 年 1 月 27 日	41.1	实施“十四五”酱香酒习水同民坝一期建设项目，项目建成后可形成系列酒制酒产能约 1.2 万吨、制曲产能约 2.94 万吨、储酒能力约 3.6 万吨。
2022 年 12 月 15 日	155.16	规划建设制酒厂房 70 栋、制曲厂房 3 组、酒库 39 栋及其相关配套设施，全部建成后可新增茅台酒产能 2.04 万吨/年、储酒能力 8.5 万吨。规划总用地面积约 2902.62 亩，总建设周期为 48 个月。

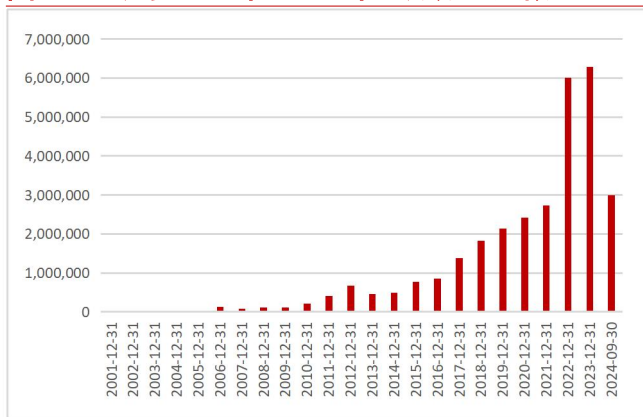
资料来源：公司公告，财达研究

3.5 公司注重股东回报，公司分红能力持续提升

自上市以来，茅台每年均进行现金分红，累计分红次数已达 27 次。截至 2024 年，茅台累计现金分红金额已突破 3000 亿元，是其上市募集资金 22.44 亿元的 116 倍。自 2022 年起，茅台在年度分红的基础上增加了中期特别分红，这一举措不仅体现了公司对自身价值的认可，也向市场传递了对未来发展的信心。2022 年和 2023 年，茅台累计分红金额达到 1113.01 亿元，占上市以来分红总金额的 47.84%。

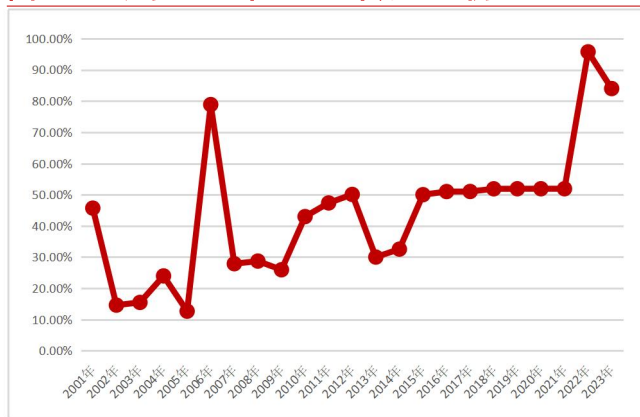
自 2001 年上市以来，贵州茅台的分红率一直维持在较高水平。根据统计，茅台的平均分红率约为 53.59%。在过去 9 年中，分红率均超过 50%。2024 年，茅台的分红政策有显著变化。公司宣布 2024—2026 年度的分红率将提升至不低于 75%，并且计划每年实施两次分红。这一政策表明茅台在未来三年内将保持较高的分红比例。2024 年中期，茅台实施了 300 亿元的特别分红，占当期净利润的 49.3%，显示出公司在分红上的积极态度。

图 13：公司 2001 年-2024 年 9 月分红金额



资料来源：WIND，财达研究

图 14：公司 2001 年-2023 年分红比例



资料来源：WIND，财达研究

4. 投资建议

酒企经营面临着“业绩、库存和酒价”影响。而价值投资则需要在“好生意、好公司和好价格”三者之间权衡风险与收益。随着茅台估值的下降，产量的稳定增长，公司坚持挺价策略，投资茅台可能正迎来一个难得的窗口期。此时，最需要的是耐心，中期预期收益空间已经打开。

总的来说，我们认为茅台酒的定价主导权仍然掌握在公司手中，高端白酒仍然具有一定的防御性和需求性，公司能够稳健地穿越本轮行业调整周期。我们预计市场对茅台的预期在走出非理性恐慌后将边际企稳，同时叠加公司常规分红率的切实提升，将是下一轮行情反转的起点和催化剂。考虑到公司经营的未来仍有期待，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 1698.47/1885.31/2073.84 亿元，归母净利润为 846.98/953.61/1058.98 亿元，对应的 PE 为 21.94/19.48/17.55 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

- (1) 宏观经济下行风险；
- (2) 居民消费不及预期；
- (3) 高端白酒需求不及预期；

(4) 食品安全风险。

附表 3：三大报表预测值
资产负债表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	216,611.44	225,172.52	320,809.98	419,058.09	529,186.05
货币资金	58,274.32	69,070.14	146,878.39	245,246.27	349,375.54
应收票据及应收账款	126.39	74.31	85.98	60.08	143.75
存货	38,824.37	46,435.19	52,400.03	57,019.90	63,234.53
非流动资产合计	37,753.37	47,527.14	48,635.50	50,244.04	53,318.22
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	19,742.62	19,909.28	18,696.54	17,372.80	16,024.01
在建工程	2,208.33	2,137.46	1,424.98	949.98	633.32
无形资产	7,083.18	8,572.27	8,000.78	7,467.40	6,969.57
资产合计	254,364.80	272,699.66	369,445.48	469,302.13	582,504.27
流动负债合计	49,065.67	48,697.61	56,806.79	57,261.14	60,080.40
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,408.37	3,093.09	2,780.66	3,962.75	3,466.58
非流动负债合计	334.45	345.58	292.95	301.72	313.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	49,400.12	49,043.19	57,099.74	57,562.86	60,393.81
实收资本(或股本)	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20
资本公积	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96
留存收益	193,824.76	211,981.94	296,679.83	392,041.28	497,939.66
归属母公司股东权益合计	197,506.67	215,668.57	300,362.57	395,725.04	501,624.03
少数股东权益	7,458.02	7,987.90	11,983.17	16,014.22	20,486.42
负债和所有者权益总计	254,364.80	272,699.66	369,445.48	469,302.13	582,504.27

现金流量表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	36,698.60	66,593.25	80,313.23	98,984.21	103,807.47
净利润	65,375.14	77,521.48	88,693.16	99,392.50	110,370.58
折旧摊销	1,599.59	1,848.09	2,496.85	2,332.25	2,163.41
营运资本变动	-19,466.89	-2,602.79	25,938.39	334.57	8,817.95
投资活动产生的现金流量净额	-5,536.83	-9,724.41	-4,602.06	-4,400.00	-5,463.92
资本开支	5,306.55	2,619.76	45.64	-0.98	-14.56
投资变动	0.00	0.00	3,232.36	4,263.73	5,614.91
筹资活动产生的现金流量净额	-57,424.53	-58,889.10	2,181.63	3,910.85	5,932.37
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金及现金等价物净增加额	-26,261.85	-2,018.55	77,808.26	98,367.88	104,129.27
期初货币资金	51,810.24	58,274.32	69,070.14	146,878.39	245,246.27
货币资金	58,274.32	69,070.14	146,878.39	245,246.27	349,375.54

资料来源：恒生聚源，财达研究

利润表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	127,553.96	150,560.33	173,045.97	191,703.94	210,463.34
营业成本	10,093.47	11,867.27	13,943.43	15,319.88	16,846.74
营业税金及附加	18,495.82	22,234.18	25,120.79	28,121.54	30,942.10
销售费用	3,297.72	4,648.61	4,745.88	5,403.91	6,088.79
管理费用	9,012.19	9,729.39	12,346.38	13,271.75	14,445.13
研发费用	135.19	157.37	155.01	192.77	207.43
财务费用	-1,391.81	-1,789.50	-2,067.79	-3,787.34	-5,793.04
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	3.15	0.30	1.15	1.54
投资净收益	63.84	34.03	0.00	0.00	0.00
营业利润	87,879.52	103,708.66	118,886.85	133,226.30	147,823.25
营业外收支	-178.03	-46.10	-148.99	-124.38	-106.49
利润总额	87,701.49	103,662.55	118,737.86	133,101.93	147,716.76
减：所得税费用	22,326.35	26,141.08	30,044.70	33,709.43	37,346.19
净利润	65,375.14	77,521.48	88,693.16	99,392.50	110,370.58
少数股东损益	2,658.69	2,787.40	3,995.27	4,031.06	4,472.20
归属母公司净利润	62,716.44	74,734.07	84,697.89	95,361.45	105,898.38
EBITDA	89,313.10	105,523.26	121,242.71	135,442.18	149,888.18
EPS	49.93	59.49	67.42	75.91	84.30

主要财务比率表

%	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力指标					
营业收入增长率	16.87	19.01	15.00	11.00	10.00
营业利润增长率	17.56	18.01	14.64	12.06	10.96
归母净利润增长率	19.55	19.16	13.33	12.59	11.05
盈利能力指标					
毛利率	91.87	91.96	91.79	91.87	91.88
净利率	51.25	51.49	51.25	51.85	52.44
ROE	31.90	34.66	28.40	24.14	21.14
ROIC	31.83	34.61	28.36	24.12	21.13
偿债能力					
资产负债率	19.42	17.98	15.46	12.27	10.37
净负债比率	0.24	0.22	0.18	0.14	0.12
流动比率	4.41	4.62	5.65	7.32	8.81
速动比率	3.56	3.67	4.71	6.31	7.74
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.55	0.47	0.41	0.36
应收账款周转率	1,009.21	2,026.20	2,012.52	3,190.81	1,464.14
存货周转率	3.29	3.24	3.30	3.36	3.33
每股指标					
EPS	49.93	59.49	67.42	75.91	84.30
每股经营性现金流	29.21	53.01	63.93	78.80	82.64
每股净资产	163.16	178.04	248.64	327.77	415.63
估值比率					
PE	29.62	24.86	21.94	19.48	17.55
PS	9.06	8.31	5.95	4.51	3.56
EVEBIT	21.08	17.73	14.89	12.55	10.62
EVEBITDA	20.70	17.42	14.58	12.33	10.47

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股票投资评级说明

【市场指数评级】	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
【行业指数评级】	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
【公司股票评级】	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

法律声明和免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。