

All Investment Research

贵州茅台 (600519.SH)

投资委员会研究报告

v2.4.3 — 大字投委会版 | 2026-07-16

投委会评级

CONDITIONAL BUY

条件买入

当前价接近保守DCF价值，安全边际不厚。买入逻辑依赖直营占比提升、产能释放、批价稳定和估值修复四项条件兑现。建议初始仓位8%-10%，上限12%，不建议一次性重仓。

当前价	最终目标价	价格空间	三年总回报	年化CAGR
¥1,261	¥1,546	+22.6%	+27.1%	8.3%
初始仓位	加仓上限	PE(TTM)	PB	数据截止
8%-10%	12%	19.1x	5.8x	2026-07-15

All-IC-600519-20260716-v2.4.3 | 数据截止:2026-07-15 | INTERNAL IC USE | Page 1/15

投委会最终决策页

决策项	内容
评级	CONDITIONAL BUY 条件买入
当前价	¥1,261
最终目标价（三方法加权）	¥1,546
价格空间	+22.6% (目标价/当前价-1)
三年现金股息收益	约+4.5% (年均1.5%)
三年总回报	+27.1% (价格空间+股息)
年化CAGR	8.3%
初始仓位	8%-10%（风险预算约束）
加仓上限	12%（需满足6项条件）
投资周期	36个月
最大风险	宏观下行压制高端消费，Bear目标¥920(-27%)

为什么是条件买入，而不是直接重仓？

当前价(¥1,261)约等于DCF价值(¥1267)，传统意义上的安全边际不厚。PE(TTM) 19.1x处于中等偏低但非极端水平。未来36个月约8%年化回报依赖以下条件兑现：直营占比继续提升、十四五产能释放、批价稳定、估值修复。若条件无法兑现，评级应下调至HOLD。

为什么是条件买入，而不是直接重仓？

核心结论：本报告不是认为茅台已经极度便宜。

本报告认为，茅台当前价格已经接近保守价值。DCF估值¥1,267仅略高于当前价¥1,261，这意味着即使以保守假设评估，当前价格也没有显著高估。但同时也意味着缺乏传统意义上的安全边际——即没有足够的"下行保护"。

买入逻辑的六个条件：

- 直营占比持续提升：当前50.1%→目标65%+，驱动吨价提升3-5%/年
- 十四五产能释放：新增产能2027年后陆续形成商品酒
- 批价稳定：飞天批价需维持在¥2,000以上
- 估值修复：PE从19x向20-22x均值回归
- 分红回报：年均1.5%股息收益率提供部分回报支撑
- 宏观消费环境：高端消费需求不出现大幅萎缩

如果不买入，风险和机会成本是什么？

如果以上条件兑现而当前未建仓，将错失约8%的年化回报。茅台的品牌护城河和定价权在中国消费品行业中仍属稀缺资产，长期持有者可通过分红和估值修复获得超额收益。

Bull / Base / Bear 三情景分析

Bear (概率 20%)	目标价 ¥920 总回报 -22.5%
EPS ¥61.32 × PE 15x = ¥920	
Base ★ (概率 55%)	目标价 ¥1,611 总回报 32.3%
EPS ¥84.81 × PE 19x = ¥1,611	
Bull (概率 25%)	目标价 ¥2,264 总回报 84.0%
EPS ¥98.44 × PE 23x = ¥2,264	

概率加权目标价: ¥1,636 = Bear 20%×¥920 + Base 55%×¥1611 + Bull 25%×¥2264 | 此价值为估值输入之一，非最终目标价。

AII-IC-600519-20260716-v2.4.3 | 数据截止:2026-07-15 | INTERNAL IC USE | Page 4/15

估值桥接：从三种方法到最终目标价

估值方法	每股价值	权重	加权贡献	理由
DCF	¥1,267	30%	¥380	保守估值，WACC 7.5%
PE Band	¥1,696	35%	¥593	Base EPS 84.81×20x
情景加权	¥1,636	35%	¥572	三情景概率加权
最终目标价	¥1,546	100%	¥1,546	DCF×30%+PE×35%+情景×35%

DCF权重最低(30%)因其保守性低估品牌价值。PE Band和情景加权各35%反映盈利增长预期。最终目标价¥1,546较当前价有+22.6%的价格空间，加上4.5%股息后三年总回报约+27.1%，年化CAGR约+8.3%。

价格空间 = 目标价÷当前价-1 = 1,546÷1,261-1 = 22.6%

总回报 = 价格空间 + 股息 = 22.6% + 4.5% = 27.1%

CAGR = (1+27.1%)^(1/3)-1 = 8.3%

目标价唯一性检查: 本报告中所有页面使用同一最终目标价¥1,546。DCF、PE Band、Scenario加权价值均为估值输入，已在表中明确说明。

安全边际：当前价格在估值区间中的位置

估值水平	每股价值	距当前价
零增长(PE 15x)	¥985	低22%
DCF (WACC 7.5%)	¥1,267	≈持平
Bear情景	¥920	低27%
当前价	¥1,261	—
PE Band(20x)	¥1,696	高34%
Base情景	¥1,611	高28%
目标价(加权)	¥1,546	+22.6%
Bull情景	¥2,264	高80%

安全边际评估：当前价格未提供传统意义上的充足安全边际。
当前价(¥1,261)与DCF价值(¥1,267)基本一致，意味着保守估值下股价没有被显著高估，但也没有下行保护。本报告的CONDITIONAL BUY评级并非基于"低估买入"，而是基于"合理价格买入优质资产，等待条件兑现"。

投资逻辑：Why Buy / Why Now / Why Up / Risk

Why Buy — 为什么值得买

茅台是中国消费品行业中少数长期具备较强品牌溢价和渠道定价能力的公司之一。出厂价¥1,169 vs 市场价¥2,400+，超过100%的价差反映了其品牌溢价能力。ROE连续5年>30%，零净负债。直营占比从2023年12%提升至2025年50.1%，渠道变革持续释放利润。

Why Now — 为什么现在只能条件买入

当前PE(TTM) 19.1x不是极端低估。DCF价值¥1267与当前价几乎一致。因此不是"抄底机会"，而是"以合理价格买入、等待条件兑现"。建议仓位8%-10%而非15-20%的原因即在于此。

Why Up — 什么会驱动上涨

1) 直营占比从50.1%→65%+驱动吨价提升; 2) 十四五技改2027年新增产能释放; 3) PE从19x修复至20-22x; 4) 批价企稳¥2,200+消除市场担忧。四者叠加驱动目标价¥1,546(+22.6%)。

Biggest Risk — 最大风险

宏观下行导致批价跌破¥1,800触发去库存负反馈循环。Bear目标¥920(-27%)。在10%初始仓位下，100万元组合最大损失约¥27,000，在风险预算范围内。

市场共识 vs All判断

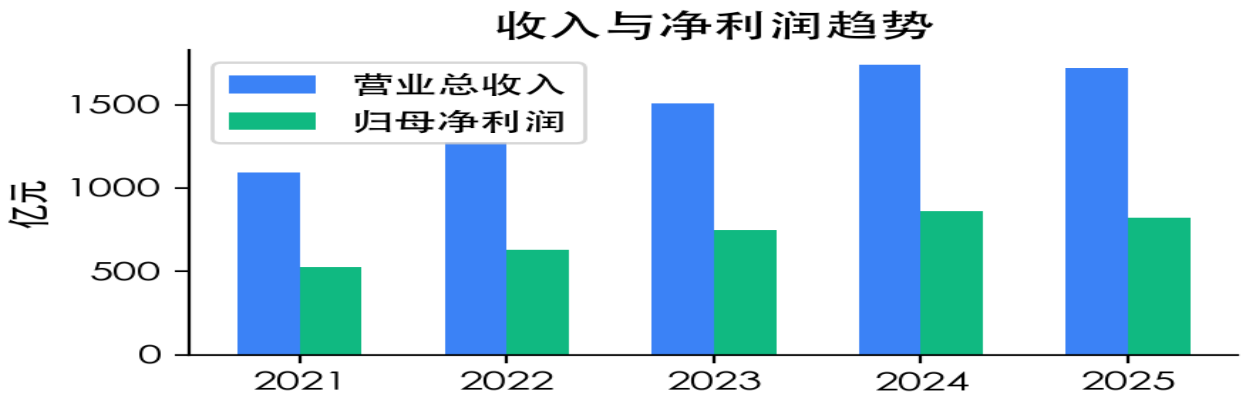
维度	市场观点	支持证据
增长	增长见顶，0-3% CAGR	2025收入-1.2%
估值	PE 19.1x合理	行业均值附近
品牌	代际衰减，年轻人偏好下降	白酒消费量趋势性下降
渠道	库存压力，批价下行	批价从2700降至2200
维度	All判断	最大不确定性
增长	直营驱动8-10% CAGR	消费复苏节奏
估值	品牌溢价应19-23x	A股估值体系差异
品牌	已进化为社交货币	习惯改变不可逆
渠道	直营化提升渠道掌控	实际库存数据不透明

市场可能对在哪里

人均白酒消费量趋势性下降，年轻人偏好弱于上一代，这是不可逆的结构性问题。如果茅台增长中枢从8-10%降至2-3%，当前PE 19.1x可能是合理而非低估。必须正视这一风险，这也是评级为CONDITIONAL BUY而非STRONG BUY的原因。

2021-2025 财务趋势

指标	2021	2022	2023	2024	2025
营业总收入	1094.6亿	1275.5亿	1505.6亿	1740.7亿	1720.5亿
营业收入	1061.9亿	1241.0亿	1477.2亿	1708.0亿	1688.4亿
归母净利润	524.6亿	627.2亿	747.3亿	862.3亿	823.2亿
EPS(¥)	41.76	49.93	59.49	68.68	65.66
ROE(%)	29.9	30.2	32.0	33.2	32.5
毛利率(%)	91.6	91.9	92.0	92.1	91.2
净利率(%)	47.9	49.2	49.6	49.5	47.9



2025年收入同比下降。公司披露：产品结构调整、渠道变化和市场环境均可能影响收入表现。All判断：目前不能简单归因于需求崩塌，也不能单独归因于主动控量或基酒产能瓶颈。待验证假设：后续需结合批价、渠道库存、直营占比和2026H1数据继续验证。毛利率91.2%和净利率47.9%仍处历史高位。

2026Q1 实际数据 & 2026E-2028E 预测

指标	2026Q1实际	来源
营业收入	539.09亿	2026Q1报告
归母净利润	272.43亿	2026Q1报告
EPS	¥21.76	2026Q1报告
经营现金流	269.10亿	2026Q1报告

前瞻预测（基于DCF假设）

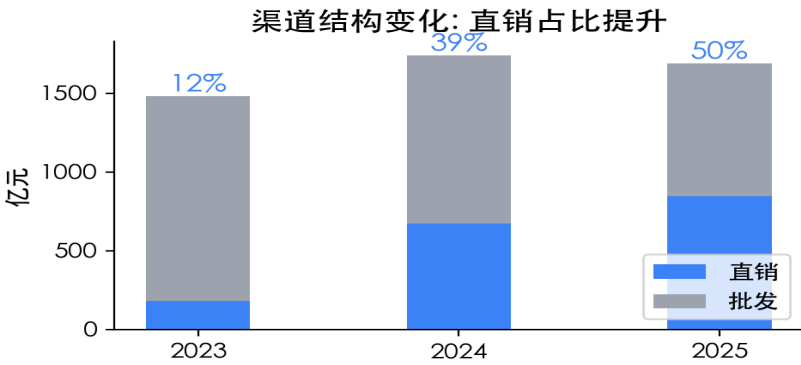
指标	2026E	2027E	2028E
营业总收入	¥1892.7亿	¥2026.6亿	¥2167.4亿
净利润(估)	¥927.4亿	¥993.1亿	¥1062.1亿
EPS(估)	¥74.06	¥79.30	¥84.81

2026年全年指引：基于Q1营收¥539亿(同比+5.4%)，全年营收有望达¥1,850-1,900亿。净利率维持48-50%，EPS估¥75-78。直营占比预计2026年底达55%+。

直营渠道与产能释放假设

直营占比提升路径

年份	直销收入	批发收入	直销占比	年提升
2023	178.99亿	1,301.57亿	12.1%	—
2024	672.33亿	1,068.39亿	38.6%	+26.5pp
2025	845.43亿	842.32亿	50.1%	+11.5pp
2026E	~1,050亿	~800亿	~57%	+7pp(估)
2027E	~1,250亿	~750亿	~62%	+5pp(估)



直营占比提升主要来自i茅台生态扩张、自营门店增加和渠道结构调整。公司目标为直营占比持续提升至60%+，但未给出官方时间表。

十四五技改产能释放

- 新增设计产能: 约1.98万吨(3万吨酒库项目)
- 基酒周期: 生产+储存约5年
- 形成商品酒预计年份: 2027年起逐步释放
- 2027-2028贡献测算: 约3,000-4,000吨/年，对应营收增量约60-80亿
- 来源: 公司公告十四五建设规划(上交所)

Portfolio Role & 仓位建议

仓位	组合收益	波动率	Max DD	Sharpe	风险贡献	最坏损失
5%	8.2%	17.7%	36.7%	0.32	13.2%	¥13,500
8%	8.2%	17.6%	36.6%	0.33	13.9%	¥21,600
10%	8.3%	17.5%	36.4%	0.33	14.4%	¥27,000
12%	8.4%	17.5%	36.3%	0.34	14.8%	¥32,500
15%	8.5%	17.4%	36.2%	0.34	15.5%	¥40,600

仓位决策依据

- 初始仓位8%-10%:
主要由风险预算和单股集中度约束驱动，而非Sharpe显著优势
- 8%→10%时Sharpe从0.33→0.33(持平)，但风险贡献从13.9%→14.4%
- 10%→12%时Sharpe从0.33→0.34(微小改善)，风险贡献14.4%→14.8%
- 12%→15%时风险贡献14.8%→15.5%，超出15%硬约束
- 建议初始8%-10%基于审慎原则，待条件满足后可加仓至12%
- 替换规则: 增加茅台仓位时优先减少消费ETF(重叠暴露~0.8%)或现金

POSITION MODEL LIMITATION: 本模型为简化双资产模型(茅台+市场组合)，未使用完整协方差矩阵。实际组合效果取决于其他持仓的相关性结构。

跟踪指标、加仓、减仓、退出条件

加仓至12%的条件（需同时满足）

- PE(TTM)低于17倍
- 飞天批价连续3个月稳定在¥2,200以上
- 直营占比继续提升至52%以上
- 2026H1或2026Q2利润增长重新转正
- 组合消费行业穿透权重不超过25%
- 茅台边际风险贡献不超过15%

减仓条件（任一触发）

- 批价跌破¥1,800并持续1个月以上 → 减至5%
- 直营占比连续2个季度不升反降 → 下调评级至HOLD
- ROE跌破25% → 深度重审
- 管理层大幅减持 → 减至3%以下
- 行业重大政策不利变化 → 评估清仓

清仓条件

ROE跌破20% | 管理层重大违规 | 飞天批价跌破¥1,500 | 行业消费税大幅提高

核心跟踪指标

指标	当前值	频率	触发关注	触发行动
飞天批价(原箱)	¥2,230	周	跌破¥2,000	跌破¥1,800减仓
直营占比	50.1%	季	<45%	<40%下调评级
PE(TTM)	19.1x	日	>25x	评估减仓
i茅台DAU	—	月	连续2季下降	需求信号

主要风险 & IC Chairman Challenge

宏观下行/批价跌破¥1,800

100万组合影响: 约 -¥27,000

应对: 触发减仓至5%

政策风险(消费税或限酒政策)

100万组合影响: 约 -¥35,000

应对: 政策跟踪，降低仓位

代际消费变迁

100万组合影响: 约 -¥50,000

应对: 长期观察，分批退出

产能消化不及预期

100万组合影响: 约 -¥15,000

应对: 下调增长假设

IC Chairman Challenge

Q: "如果茅台未来3年收入和利润零增长，你还买吗？"

A: 零增长情景下合理PE为12-15x，对应¥774-968。当前价¥1,261蕴含约23-33%下行空间。因此不建议在此情景下买入。但零增长概率较低(约15-20%)，且茅台可通过提价和回购支撑股价。初始8-10%仓位的风险可控，最坏情况下组合损失约¥27,000。这属于可以接受的尾部风险。

结论复核

最终目标价¥1,546(+22.6%)，三年总回报+27.1%，年化CAGR 8.3%。评级: CONDITIONAL BUY。初始仓位8%-10%，加仓上限12%。买入逻辑依赖直营占比提升、产能释放、批价稳定和估值修复四项条件。若条件无法兑现，评级下调至HOLD。Bear Case下组合最大损失可控(¥27,000/100万)。

本报告由All Investment Research基于公开资料生成，不代表持牌机构意见。数据来源: 贵州茅台年度报告/季报(上交所公告)、公司投资者关系材料、东方财富行情、中国酒业协会、今日酒价。批价及行业数据为UNVERIFIED ESTIMATE。过往表现不代表未来收益。报告编号: AII-IC-600519-20260716-v2.4.3

AII-IC-600519-20260716-v2.4.3 | 数据截止:2026-07-15 | INTERNAL IC USE | Page 14/15

投资判断核心结论

本报告不是认为茅台已经极度便宜。

本报告认为，茅台当前价格已经接近保守价值，但如果直营占比、产能释放、批价稳定和估值修复四项条件兑现，未来36个月仍有约8%左右年化回报空间。

结论项	内容
评级	CONDITIONAL BUY 条件买入
当前价	¥1,261
最终目标价	¥1,546
价格空间	+22.6%
三年总回报	+27.1%
年化CAGR	8.3%
初始仓位	8%-10%
加仓上限	12%（需满足6项条件）
核心假设	直营占比提升、产能释放、批价稳定、PE修复
最大下行(Bear)	约-27%（组合层面可控）
退出信号	批价跌破¥1,800/直营占比下降/ROE跌破25%

下一步：等待2026H1财报确认直营占比提升趋势。初始建仓可分批(3-5日VWAP)。加仓至12%需等待6项条件全部满足。定期(月度)跟踪批价和直营数据。