贵州茅台 600519.SH

最新市值	最新股价	账面价值	P/E倍数	P/FCF倍数	股息收益率
16717	1335	195.37	20.3x	28.6x	3.9%

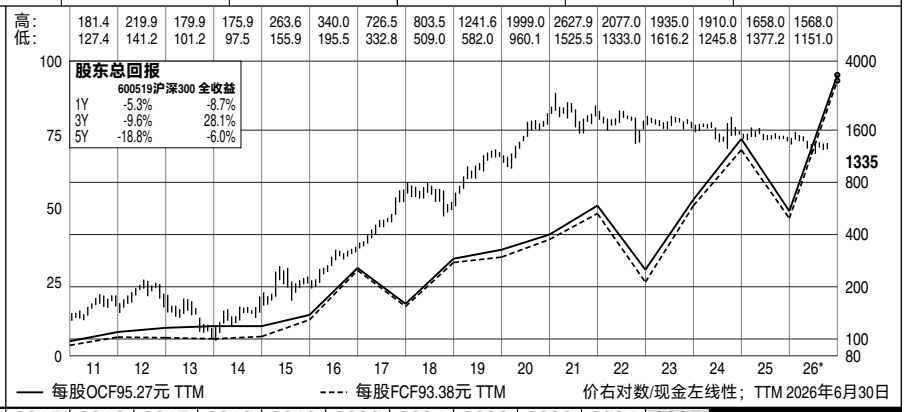
现金如何产生 | 业务链

1 酿造：粮食→蒸馏→陈酿5+年→勾调。
2 茅台酒：46,751吨×313.4万元/吨=1465.00亿元。
3 系列酒：38,353吨×58.1万元/吨=222.75亿元。
4 渠道组合：直销845.43亿元；批发842.32亿元。
5 收现：销售1839.90亿元；集团OCF615.22亿元。
6 再投：购建*31.28亿元→FCF*583.95亿元；含金融流量。

业务构成 | FY25

营业收入	亿元	占比	同比	3Y CAGR
茅台酒	1465.00	86.8%	0.4%	10.8%
系列酒	222.75	13.2%	-9.8%	11.8%
其他	.64	0.0%	-77.9%	-42.1%
渠道视图*				
直销	845.43	50.1%	13.0%	19.6%
批发	842.32	49.9%	-12.0%	4.2%
集团合计	**1688.38**	**100.0%**	**-1.2%**	**10.8%**

观察：茅台酒吨均价值、基酒产量与动销。



价值创造	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	年报其语6类指标	单位
时间与信任 茅台基酒58,473吨，至少5年后销售；品牌支撑支付意愿。	116.33	184.02	264.55	309.22	315.74	326.60	388.62	582.18	736.39	854.30	949.15	1061.90	1241.00	1476.94	1708.99	1688.38	**营业收入**	亿元
	20.3%	58.2%	43.8%	16.9%	2.1%	3.4%	19.0%	49.8%	26.5%	16.0%	11.1%	11.9%	16.9%	19.0%	15.7%	-1.2%	**营收同比**	%
	90.9%	91.6%	92.3%	92.9%	92.6%	92.2%	91.2%	89.8%	91.1%	91.3%	91.4%	91.5%	91.9%	92.0%	91.9%	91.2%	**毛利率**	%
两类价值引擎	71.61	123.36	188.31	217.92	221.03	221.59	242.66	389.40	513.43	590.41	666.35	747.51	878.80	1037.09	1196.89	1148.09	**营业利润**	亿元
	61.6%	67.0%	71.2%	70.5%	70.0%	67.8%	62.4%	66.9%	69.7%	69.1%	70.2%	70.4%	70.8%	70.2%	70.0%	68.0%	**营业利润率**	%
	50.51	87.63	133.08	151.37	153.50	155.03	167.18	270.79	352.04	412.06	466.97	524.60	627.17	747.34	862.28	823.20	**归母净利润**	亿元
	43.4%	47.6%	50.3%	49.0%	48.6%	47.5%	43.0%	46.5%	47.8%	48.2%	49.2%	49.4%	50.5%	50.6%	50.5%	48.8%	**归母净利率**	%
茅台酒 46,751吨×313.4万元/吨；收入1465.00亿元，毛利率93.53%。	62.01	101.49	119.21	126.55	126.33	174.36	374.51	221.53	413.85	452.11	516.69	640.29	366.99	665.93	924.64	615.22	**经营现金流**	亿元
	53.3%	55.1%	45.1%	40.9%	40.0%	53.4%	96.4%	38.1%	56.2%	52.9%	54.4%	60.3%	29.6%	45.1%	54.1%	36.4%	**经营现金流率**	%
	1.2x	1.2x	.9x	.8x	.8x	1.1x	2.2x	.8x	1.2x	1.1x	1.1x	1.2x	.6x	.9x	1.1x	.7x	**OCF/归母净利**	x
系列酒 38,353吨×58.1万元/吨；收入222.75亿元，毛利率76.11%。	17.32	21.85	42.12	54.06	44.31	20.61	10.19	11.25	16.07	31.49	20.90	34.09	53.07	26.20	46.79	31.28	**现金购建支出***	亿元
	27.9%	21.5%	35.3%	42.7%	35.1%	11.8%	2.7%	5.1%	3.9%	7.0%	4.0%	5.3%	14.5%	3.9%	5.1%	5.1%	**购建/OCF**	%
	44.70	79.64	77.09	72.49	82.02	153.75	364.32	210.28	397.78	420.62	495.79	606.20	313.92	639.73	877.85	583.95	**披露FCF***	亿元
	38.4%	43.3%	29.1%	23.4%	26.0%	47.1%	93.7%	36.1%	54.0%	49.2%	52.2%	57.1%	25.3%	43.3%	51.4%	34.6%	**FCF/营收**	%
现金转化 销售收现1839.90亿元，集团OCF615.22亿元含金融流量；收现不能衡量终端动销。	--	--	--	--	--	--	--	-.12	--	--	--	--	--	40.00	--	--	**并购及其他***	亿元
	--	--	--	--	--	--	--	-.1%	--	--	--	--	--	6.0%	--	--	**并购/OCF***	%
	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	**股权激励费用**	亿元
	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	**股权激励/OCF**	%
	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	61.20	**现金回购**	亿元
	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	9.9%	**回购/OCF**	%
再投与分配 购建*31.28亿元后FCF*583.95亿元；分红646.72亿元、回购61.20亿元。再投资还含陈酿存货。	11.18	21.71	41.50	66.64	45.41	49.95	77.52	85.26	138.17	182.64	213.87	242.36	547.51	565.50	687.87	646.72	**现金分红**	亿元
	18.0%	21.4%	34.8%	52.7%	35.9%	28.6%	20.7%	38.5%	33.4%	40.4%	41.4%	37.9%	149.2%	84.9%	74.4%	105.1%	**分红/OCF**	%
	101.0%	144.4%	137.3%	74.7%	42.1%	31.4%	29.9%	37.4%	36.9%	35.3%	36.2%	37.9%	42.0%	48.4%	50.1%	42.2%	**调整ROIC***	%
	30.7%	40.4%	45.0%	39.4%	32.0%	26.4%	24.4%	33.0%	34.5%	33.1%	31.4%	29.9%	32.4%	36.2%	38.4%	34.5%	**ROE**	%
	23.5%	30.6%	35.1%	31.8%	26.8%	21.6%	18.0%	23.4%	25.7%	25.6%	25.0%	23.8%	25.7%	29.4%	31.3%	28.3%	**ROA**	%
回报检验 守住吨均价值，新增资本须获得现金回报。	12.56	12.56	12.56	12.56	12.56	12.56	12.56	12.56	12.56	12.56	12.56	12.56	12.56	12.56	12.56	12.52	**经济在外股数**	亿股
	9.26	14.65	21.06	24.62	25.13	26.00	30.94	46.34	58.62	68.01	75.56	84.53	98.79	117.57	136.04	134.83	**每股营业收入**	元/股
	4.02	6.98	10.60	12.05	12.22	12.34	13.31	21.56	28.02	32.80	37.17	41.76	49.93	59.49	68.64	65.66	**摊薄每股收益**	元/股
	4.94	8.08	9.49	10.07	10.06	13.88	29.81	17.63	32.94	35.99	41.13	50.97	29.21	53.01	73.61	49.13	**每股OCF**	元/股
	1.38	1.74	3.35	4.30	3.53	1.64	.81	.90	1.28	2.51	1.66	2.71	4.22	2.09	3.72	2.50	**每股购建支出***	元/股
	3.56	6.34	6.14	5.77	6.53	12.24	29.00	16.74	31.67	33.48	39.47	48.26	24.99	50.93	69.88	46.63	**每股FCF**	元/股
	1.73	3.30	5.30	3.61	3.98	6.17	6.79	11.00	14.54	17.03	19.29	21.68	47.82	49.98	51.56	51.98	**每股股息**	元/股
	29.6x	22.0x	17.4x	11.6x	11.2x	16.5x	20.7x	22.2x	24.5x	29.5x	39.6x	47.2x	36.0x	29.7x	22.9x	22.5x	**平均市盈率**	x
	2.6%	4.0%	3.6%	5.4%	3.8%	5.6%	8.7%	2.4%	5.4%	2.8%	2.0%	2.4%	1.4%	3.0%	4.6%	3.4%	**FCF收益率**	%
	1.3%	2.1%	3.1%	3.4%	2.3%	2.8%	2.0%	1.6%	2.5%	1.4%	1.0%	1.1%	2.8%	2.9%	3.4%	3.8%	**股息收益率**	%

核心指标 | FY21-25

指标	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
茅台基酒t	56,472	56,810	57,204	56,272	**58,473**
总基酒t	84,721	91,886	100,141	104,385	**116,124**
茅台销量t	36,261	37,901	42,110	46,413	**46,751**
茅台元/吨*	257.8万	284.5万	300.6万	314.4万	**313.4万**
系列元/吨*	41.7万	52.6万	66.2万	66.9万	**58.1万**
全国白酒kL*	715.6万	671.2万	449.2万	414.5万	**354.9万**

复合年增长率 | CAGR

	1Y	3Y	5Y	10Y	15Y
营业收入	-1.2%	10.8%	12.2%	17.9%	19.5%
营业利润	-4.1%	9.3%	11.5%	17.9%	20.3%
归母净利	-4.5%	9.5%	12.0%	18.2%	20.5%
经营现金流	-33.5%	18.8%	3.6%	13.4%	16.5%
FCF	-33.5%	23.0%	3.3%	14.3%	18.7%
每股收益	-4.3%	9.6%	12.1%	18.2%	20.5%
每股FCF	-33.3%	23.1%	3.4%	14.3%	18.7%

财务状况 | 亿元

	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
总资产	2552	2545	2727	2989	3038
总负债	582	496	490	569	499
净资产	1970	2049	2237	2420	2540
市值*	25752	21695	21682	19144	16717
类现金*	518	583	691	593	517
负债/资产	22.8%	19.5%	18.0%	19.0%	16.4%

资本回报： FY11-25：OCF5839.69亿元 减购建*464.27亿元，得**FCF*5375.43亿元。**回购**61.20亿元（1.1%）；**已付分红**3612.62亿元（67.2%）。**现金分配**68.3%；**余1701.60亿元尚待扣投资、并购等用途，并非盈余现金。

净股数： FY10-25经济股数12.56亿股 → **12.52亿股（-0.3%）。**FY25注销392.76万股，库存股8.71万股。现金分配**707.92亿元/FCF*583.95亿元=121.2%。**首次现金回购为FY25；未识别到实业借款，不推定分配资金来源。

茅台酒稳，系列酒承压。茅台酒销量+0.7%、吨均收入*-0.3%；系列酒销量+3.9%、吨均收入*-13.1%。系列酒毛利减少27.62亿元，约占集团毛利降幅87%；总吨数掩盖价值损失。

产量转向系列酒。茅台基酒由56.5千吨至58.5千吨，总基酒由84.7千吨至116.1千吨。增量主要来自系列酒；当期生产并非销售。

TTM跃升含金融流量。截至2026年6月30日：OCF1190.94亿元减购建*23.64亿元，得FCF*1167.30亿元。H126央行/同业释放218.95亿元，H125流出254.11亿元；集团口径，非纯白酒现金。

行业量背景转弱。FY21-25全国规模以上公布量由715.6万kL降至354.9万kL，公司总基酒却扩产。单位/阶段不同，不能推算份额。

陈酿也是风险资本。茅台基酒58,473吨（+3.9%）、系列57,651吨（+19.8%）。未完成/基酒占实物库存92.7%；陈酿支持质量，不能保证需求或价格。

高回报仍须资本纪律。存货614.27亿元也是资本，购建*31.28亿元。调整ROIC*42.2%为集团代理值，并非白酒或项目回报。金融资产和客户存款不是自由现金。

FY10-25；A股价格/TR：2026年10月23日；26*为年初至今。CNY M/B=百万元/十亿元。Cash-like=货币资金。
FCF*=OCF-长期资产现金购建；每股取送股调整后期末经济股数；EPS官方，DPS按财年；刊头收益率用FY25派息。
调整ROIC*=NOPAT/平均（集团权益+已识别债务-银行现金）；保留经营金融资产，排除经营租赁。
吨收入受价格/结构影响；基酒=基酒产量；总量=核心+系列；渠道重叠。千升=NBS规模以上、按65%酒精度折算；不可与吨数比较。
评级试行：实力A-E；1较稳定至5较波动，非预测。市值*：FY21-24取年末；FY25取最新A股价×FY25股数。
来源：公司披露/交易所文件；市场数据见注。计算与呈现：年报其语。
© 2026 年报其语。保留所有权利。