

贵州茅台（600519）

量价调控思路清晰，长期韧性值得信赖

买入（维持）

2025 年 12 月 14 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	150,560	174,144	182,883	186,529	191,818
同比（%）	18.04	15.66	5.02	1.99	2.84
归母净利润（百万元）	74,734	86,228	90,154	91,036	92,882
同比（%）	19.16	15.38	4.55	0.98	2.03
EPS-最新摊薄（元/股）	59.68	68.86	71.99	72.70	74.17
P/E（现价&最新摊薄）	23.80	20.63	19.73	19.54	19.15

投资要点

■ **事件：**公司各省区经销商联谊会近日召开会议，讨论 2026 年经销渠道战略，传达茅台产品、渠道调整思路。

■ **推出“控量政策”，短期减负，中期非标茅台酒减量释放结构压力。**近日受拼多多低价出货、经销商执行计划外增配影响，茅台批价连续下跌，公司及时召开经销商会议，传达量价调控新思路。1）针对近期批价表现，及时调整渠道节奏以帮助稳定市场，12 月停止计划外发货，不提前打款执行新年计划。2）2026 年增量聚焦于茅台 1935、飞天茅台、精品茅台 3 大核心单品，锚定 600+、1500、2000+元价格带。3）非标产品将市场化运作，以需定供。一是茅台生肖酒、年份酒和公斤装产品将缩减配额，非标产品定价也将重新匹配当前市场需求；二是超高价位产品投放按渠道能力适配，经销商能做则做，例如我们预计珍品将取消分销等。公司将提升开瓶及消费者基数作为扩大品牌影响力的重要落地抓手，一方面继续加强“供需适配”，“一品一策”思路更加清晰，帮助产品更贴近市场需求；另一方面通过减少非标倒挂拖累，及时保障经销渠道利润，也有助于凝聚经销商力量，充分挖掘拓客推广潜力。

■ **“十五五”定调“积极、科学、理性”，通过营销转型把握市场主动权。**公司十五五规划将根据国家宏观环境、产业发展趋势、消费者需求及痛点，围绕供需适配、客户触达等问题，寻求创新突破。1）围绕私域生活场景构建产品体系，包括按产业场景创造需求、按职级适配产品、探索智能专柜等移动终端、构建场景营销矩阵等 4 方面。2）加快推进防伪体系建设。公司内部组建团队专项推进茅台综合防伪溯源技术研发及建成方案，通过加强防伪应用，改善消费者购买体验。

■ **积极求变，长期发展韧性可信赖。**茅台作为白酒行业龙头，当前所面临的降速挑战，是短期需求不足、中期消费转型、长期人口变化的行业性问题，茅台的破局及转型思路，也兼具了引领行业创新升级的重要意义。公司维度来看，当前业绩压力主要来自非标结构占比较高且倒挂严重、直销渠道触达效率有限等方面，2025 年以来茅台陆续明确创新消费场景、丰富零售业态、下调价格体系等多维改革规划，以扩大消费人群触达、推动白酒营销方式转型（“卖酒”转向“卖生活方式”），发展动能加速转换，品牌影响力仍持续发挥积极作用。

■ **盈利预测与投资评级：短期确定性提升，投资者回报稳定性强。**我们认为公司调整方向务实，短期价格体系调整无碍中长期品牌价值提升。复盘白酒 2013~14 年周期，量的企稳改善会先于价格，股价企稳拐点可首先关注动销反馈，当前茅台价格随行就市，将更有利于基本面尽早筑底企稳。参考 2026 年公司调整方向，我们调整 2025~2027 年归母净利润预测为 902、910、929 亿元（前值 902、933、970 亿元），同比+4.5%、-1.0%、+2.0%，当前市值对应 PE 为 20、20、19x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**高档消费不及预期，场景企稳不及预期，白酒价格波动过大。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,420.65
一年最低/最高价	1,383.18/1,657.99
市净率(倍)	6.92
流通 A 股市值(百万元)	1,779,037.68
总市值(百万元)	1,779,037.68

基础数据

每股净资产(元,LF)	205.28
资产负债率(% ,LF)	12.81
总股本(百万股)	1,252.27
流通 A 股(百万股)	1,252.27

相关研究

《贵州茅台(600519)：2025 年三季度点评：结构压力逐步释放，费效管控边际加强》

2025-10-30

《贵州茅台(600519)：2025 年中报点评：茅台酒节奏稳健，系列酒边际承压》

2025-08-13

推出“控量政策”，短期减负，中期非标茅台酒减量释放结构压力

近日受拼多多低价出货、经销商执行计划外增配影响，茅台批价连续下跌，公司及及时召开经销商会议，传达量价调控新思路。1) 针对近期批价表现，及时调整渠道节奏以帮助稳定市场：目前未完成的2025年计划外配额将停止投放，2026年春节打款节奏安排也将更趋务实。2) 2026年将聚焦茅台1935、飞天茅台、精品茅台3大核心单品，锚定600、1500、2000元价格带。其中茅台1935伴随系列酒产能投放，具备放量保障；普飞规格结构将动态调整，经销渠道公斤装茅台规划减量；精品计划调整价格体系，同时适度增量（公司观察产品动销不错，核心是解决定价匹配问题）。3) 非标产品将市场化运作，以需定供。1是茅台生肖酒、年份酒产品将缩减配额，非标产品定价也将重新匹配当前市场需求；2是超高价位产品投放按渠道能力适配，经销商能做则做，例如我们预计珍品将取消分销等。公司将提升开瓶及消费者基数作为扩大品牌影响力的重要落地抓手，2026年产品量价、渠道结构的调整也进一步体现这一主旨，1是继续加强“供需适配”，“一品一策”思路更加清晰，帮助产品更贴近市场需求；2是通过减少非标倒挂拖累，及时保障经销渠道利润，也有助于凝聚经销商力量，充分挖掘拓客潜力。

“十五五”定调“积极、科学、理性”，以营销转型占据市场主动

此前公司于2025年11月股东大会交流时表示，行业周期波动既是挑战也是新的发展机会，公司将尊重市场规律，以市场需求为驱动、以消费者为中心，实现创新升级。十五五规划将根据国家宏观环境、产业发展趋势、消费者需求及痛点，围绕供需适配、客户触达等问题，寻求创新突破。1) 围绕私域生活场景构建产品体系。1是按产业场景创造需求，覆盖训练营、创业大会、年会、新品发布会等。2是按职级适配产品，为高、中、基层员工匹配不同价位及定位的产品。3是探索智能专柜等移动终端，广泛切入消费场景。4是构建场景营销矩阵，在服务端强化情绪价值与体验，设置“四师一馆长”（侍酒师、品饮师、调酒师、文化宣讲师、文化体验馆馆长）的服务人才体系，并创新提供40度酒基的门店调酒产品。2) 加快推进防伪体系建设。公司内部已组建团队专项推进茅台综合防伪溯源技术研发及建成方案，规划通过多载体、多主体、多技术的防伪应用，改善消费者购买体验。

积极求变，茅台发展韧性凸显

茅台作为白酒行业龙头，当前所面临的降速挑战，是短期需求不足、中期消费转型、长期人口变化的行业性问题，茅台的破局及转型思路，也兼具了引领行业创新升级的重要意义。公司维度来看，当前业绩压力主要来自非标结构占比较高且倒挂严重、直销渠道触达效率有限等方面，2025年以来茅台陆续明确创新消费场景、丰富零售业态、下调价格体系等多维改革规划，以扩大消费人群触达、推动白酒生活方式转型（“卖酒”转向“卖生活方式”），发展动能加速转换，品牌影响力仍持续发挥积极作用。

盈利预测与投资评级:

短期确定性提升，投资者回报稳定性高。我们认为，公司调整方向务实，三大单品锚定关键动销价格，普飞放量支撑业绩稳定，短期（2026~27 年）确定性提升，而短期价格体系调整无碍中长期品牌价值提升。复盘白酒 2013~14 年周期，量的企稳改善会先于价格，股价企稳拐点可首先关注动销量的反馈，当前茅台价格随行就市，将更有利于基本面尽早筑底企稳。参考 2026 年公司调整方向，我们调整 2025~2027 年归母净利润预测为 902、910、929 亿元（前值 902、933、970 亿元），同比+4.5%、-1.0%、+2.0%，当前市值对应 PE 为 20、20、19x，公司仍然是确定性高的优质红利标的，维持“买入”评级。

风险提示:

宏观承压致高档消费不及预期，场景企稳不及预期，价格波动过大。

图1：2012~2016 年茅台估值及市值变化



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：当年 PE 为动态 PE 口径，以市值/当年盈利预测计算，分子分母均为日度更新，当年盈利预测采用 wind 一致预期的归母净利润口径。

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	251,727	265,410	286,631	310,431	营业总收入	174,144	182,883	186,529	191,818
货币资金及交易性金融资产	59,544	68,141	56,766	72,964	营业成本(含金融类)	13,895	14,781	16,352	17,335
经营性应收款项	2,030	976	681	765	税金及附加	26,926	28,007	28,219	29,255
存货	54,343	48,188	66,324	57,508	销售费用	5,639	7,624	8,316	8,634
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,316	9,127	9,204	9,362
其他流动资产	135,809	148,105	162,859	179,194	研发费用	218	205	105	187
非流动资产	47,218	50,271	53,086	55,645	财务费用	(1,470)	(1,651)	(1,824)	(1,686)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	21	32	32	30
固定资产及使用权资产	22,282	24,973	26,544	27,879	投资净收益	9	46	33	31
在建工程	2,150	1,825	1,074	674	公允价值变动	61	0	0	0
无形资产	8,850	9,731	10,613	11,294	减值损失	(23)	(23)	(23)	(23)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	9	0	0
长期待摊费用	152	152	152	152	营业利润	119,689	124,855	126,198	128,768
其他非流动资产	13,784	13,591	14,702	15,647	营业外净收支	(50)	(58)	(51)	(53)
资产总计	298,945	315,681	339,716	366,075	利润总额	119,639	124,797	126,146	128,715
流动负债	56,516	55,614	58,388	58,149	减:所得税	30,304	31,324	31,809	32,456
短期借款及一年内到期的非流动负债	112	93	87	97	净利润	89,335	93,473	94,338	96,260
经营性应付款项	3,515	2,980	3,304	2,406	减:少数股东损益	3,107	3,318	3,302	3,378
合同负债	9,592	8,768	8,888	8,909	归属母公司净利润	86,228	90,154	91,036	92,882
其他流动负债	43,297	43,772	46,109	46,736	每股收益-最新股本摊薄(元)	68.86	71.99	72.70	74.17
非流动负债	417	417	417	417	EBIT	118,148	123,195	124,388	127,098
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	120,233	125,695	127,053	129,959
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.93	91.84	91.12	90.84
租赁负债	314	314	314	314	归母净利率(%)	50.46	50.37	50.00	49.64
其他非流动负债	103	103	103	103	收入增长率(%)	15.66	5.02	1.99	2.84
负债合计	56,933	56,031	58,805	58,566	归母净利润增长率(%)	15.38	4.55	0.98	2.03
归属母公司股东权益	233,106	247,427	265,386	288,606					
少数股东权益	8,905	12,224	15,525	18,903					
所有者权益合计	242,011	259,650	280,911	307,509					
负债和股东权益	298,945	315,681	339,716	366,075					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	92,464	89,737	50,284	91,211	每股净资产(元)	185.56	197.58	211.92	230.47
投资活动现金流	(1,785)	(5,278)	(5,168)	(5,352)	最新发行在外股份(百万股)	1,252	1,252	1,252	1,252
筹资活动现金流	(71,068)	(75,862)	(73,092)	(69,661)	ROIC(%)	37.83	36.73	34.37	32.26
现金净增加额	19,610	8,597	(27,976)	16,198	ROE-摊薄(%)	36.99	36.44	34.30	32.18
折旧和摊销	2,085	2,500	2,666	2,861	资产负债率(%)	19.04	17.75	17.31	16.00
资本开支	(4,678)	(5,796)	(4,420)	(4,529)	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.63	19.73	19.54	19.15
营运资本变动	1,919	(7,204)	(46,440)	(7,874)	P/B (现价)	7.66	7.19	6.70	6.16

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>