

贵州茅台 (600519)

2026 加速营销转型，多元渠道构建更进一步

买入 (维持)

2025 年 12 月 31 日

证券分析师 苏轶

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

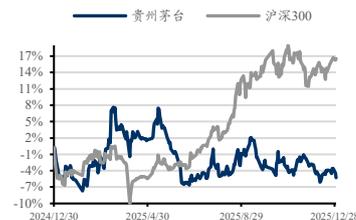
证券分析师 孙瑜

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)	23.29	20.18	19.30	19.12	18.74

股价走势



投资要点

- **事件:** 12 月 28~29 日, 贵州茅台酒、茅台酱香酒全国经销商联谊会先后在贵阳召开, 主题均为“坚持以消费者为中心”。12 月 30 日, i 茅台公众号发布通知, 2026 年将新增提供 500ml 茅台经典系列产品。
- **茅台酒国内计划投放量总体稳定, 产品定位更趋清晰。** 2026 年, 公司进一步明确产品功能及价格定位, 将夯实 500ml 飞天“塔基”优势; 做强精品、生肖等“塔腰”产品, 精品打造 2000 元价位大单品, 生肖则突出收藏属性; 陈年、文化类“塔尖”产品, 强调稀缺价值。我们预计 2026 年茅台酒投放向 500ml 飞天、精品 2 大单品聚焦: ①飞天茅台提升 500ml 经典装的市占率及开瓶率, 缩减 100、200、1000ml 规格, 以减少倒挂产品的渠道负担。②非标产品规划增投精品, 调节生肖、陈年酒投放量, 并停供珍品, 规范总经销产品, 加强 43 度产品深耕。精品、生肖此增彼减, 旨在将 2000+ 元开瓶需求集中导向精品, 区分于生肖的收藏定位。
- **渠道投放动态调控, 构建“自售+经销+代售+寄售”的多元销售模式。** 2026 年公司规划将根据市场供需, 动态调节投放结构和节奏, 确保与各区域容量、渠道布局及销售模式相适应。①**经销渠道**将通过量化客观指标优化商家管理, 激励优质经销商经销陈年、精品、53 度茅台酒。②**直营渠道** (42 家直营公司、i 茅台) 定位以零售为主、团购为辅, 将带头发挥价格平权功能, i 茅台已确认将陆续上线各年份 500ml 茅台经典装产品。③500ml 普飞探索以代售形式, 拓展电商、零售、餐饮、私域等渠道。④借助寄售模式的灵活性, 强化对区域市场的需求调控能力 (主要是直营渠道非标产品)。多元化的渠道构建, 既有利于挖掘长尾零售需求, 也有助于防止价格炒作、稳定市场秩序, 夯实“供需适配”基础。
- **茅台酱香酒打造“2+N”产品体系, 科学规划产品投放。** 2026 年茅台酱香酒承诺茅台 1935 不增量, 旨在提升渠道韧性, 切实解决渠道商盈利问题。1) **产品布局方面**, 将集中资源打造 2 大核心产品, 巩固茅台 1935、茅台王子酒全国性大单品地位, 力争形成“双百亿”产品格局, 并推动贵州大曲、汉酱、赖茅等区域性、特色性产品向全国性大单品迈进。2) **价格体系方面**, 要遵循“价值定价”原则, 依托灵敏的市场动销反馈机制, 结合产品特性、竞争差异和消费者细分, 建立健全供需平衡的市场化价格体系。3) **渠道布局方面**, 国内渠道规划向批发、线下零售、线上零售、餐饮、私域五大渠道协同发展转型; 国外渠道尝试分步探索, 前期可在中亚、东南亚等契合酱香系列酒产品特性的重点国家进行布局。
- **盈利预测与投资评级:** 我们认为, 公司 2026 年调整方向务实、思路清晰, 多元、扁平的“森林式”渠道生态有助于更好挖掘大众需求, 价格体系随行就市、防止炒作也有利于动销尽早筑底企稳。我们维持 2025~2027 年归母净利润预测为 902、910、929 亿元, 同比+4.5%、+1.0%、+2.0%, 当前市值对应 PE 为 19、19、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。

市场数据

收盘价(元)	1,389.72
一年最低/最高价	1,383.18/ 1,657.99
市净率(倍)	6.77
流通 A 股市值(百万元)	1,740,304.96
总市值(百万元)	1,740,304.96

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): 量价调控思路清晰, 长期韧性值得信赖》
2025-12-14
- 《贵州茅台(600519): 2025 年三季度报点评: 结构压力逐步释放, 费效管控边际加强》
2025-10-30

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		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)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		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)	20.18	19.30	19.12	18.74
营运资本变动	1,919	(7,204)	(46,440)	(7,874)	P/B (现价)	7.49	7.03	6.56	6.03

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>