

优于大市

贵州茅台 (600519. SH)

全面推进市场化转型，解决供需适配问题

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 张向伟
证券分析师： 张未艾

021-61761031

◆ 食品饮料 · 白酒 II

zhangxiangwei@guosen.com.cn
zhangweiai@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980523090001
执证编码：S0980525070005

事项：

2025年11月27日贵州茅台召开临时股东大会，会议再次强调解决供需适配问题；12月28-29日公司召开全国经销商联谊会，坚持以消费者为中心，推动产品、渠道、价格、激励等全方位市场化改革；2026年1月1日“i茅台”上线茅台酒系列，各项市场化举措开始落地。

国信饮食观点：

公司全面推动市场化转型，1) 短期看，茅台酒产品结构、价格定位市场化，链接市场真实需求，预计春节开瓶动销需求将有韧性表现，批价同比有望筑底回升，估值底部支撑力加强；2) 报表端，公司政策灵活，多渠道、多产品调整下预计仍能实现业绩稳定；3) 渠道信心看，本次改革切实改善经销商盈利能力，渠道利润也将环比改善；4) 中长期看，市场化改革有助于公司直控消费者培育，自身生产、工艺、品牌价值仍领先行业，即使永续增长率收敛，品牌估值溢价和投资者回报率仍然突出。考虑到公司产品、渠道等更加匹配市场供需，我们略下调2026年收入及利润预测，2025-2027年公司营业总收入1833.0/1842.9/1861.4亿元，同比+5.3%/+0.5%/+1.0%（前值同比+5.4%/+4.7%/+5.2%）；预计归母净利润904.5/905.0/917.9亿元，同比+4.9%/0.0%/+1.4%（前值同比+5.1%/+5.1%/+5.6%），当前股价对应19.1/19.1倍25/26年PE，75%分红率对应2026年4%股息率，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 产品端打造金字塔型产品体系，2026年茅台酒投放量预计保持稳定

2026年公司将进一步优化产品结构和价格体系，形成“飞天+精品”双大单品：1) 夯实500ml飞天茅台酒“塔基”优势，各渠道协同，提升市场占有率为；2) 做强精品、生肖等“塔腰”产品，打造精品成为第二大单品，提升生肖酒收藏属性；3) 强化陈年酒、文化酒“塔尖”产品的价值，适度调整供给量。我们预计2026年茅台酒产品投放量同比保持稳定，但结构优化：普茅类和精品的投放量预计增加；其他非标产品的投放量适度减少，陈年酒以15年为主，1000ml、100ml茅台酒减量，43度深耕年轻人和宴席场景，珍品停止投放。我们认为公司动态调整产品结构和投放节奏，确保投放计划与市场需求更加匹配，同时减负经销商，改善其盈利水平。

◆ 渠道端构建多元化销售模式，盘活渠道积极性

公司已经形成直营+社会分销协同的“4+6”渠道生态结构，2026年规划调整各渠道产品投放和销售模式，构建“自售+经销+代售+寄售”的多元模式，使之与市场需求更加匹配。1) 经销商仍是当前渠道主力，批发渠道着力改善商家盈利能力，取消高附加值产品分销政策，预计调减部分产品出厂价并匹配市场政策。2) 直销渠道方面，强化自营店的圈层培育能力，推行寄售模式灵活销售非标类产品，探索代售模式拓展500ml飞天在电商/零售/餐饮/私域中的渗透率。3) 发挥“i茅台”、巽风等线上渠道的消费者触达作用，解决“买真酒、买酒难”的问题。我们认为本次渠道改革进一步促进线上和线下融合，直营和经销协同，要求经销商提升自身行商能力；同时兼顾了产品结构市场化和公司吨价维稳的平衡，有助于批价稳定和渠道秩序维护。

◆ “i茅台”上线茅台酒系列酒产品，销售表现反映消费者需求韧性

2026年1月1日“i茅台”上线经典、精品、生肖、陈年、43度、文化系列产品，定价链接市场（零售价立足于当前市场成交价），凸显茅台酒时间价值（26年飞天1499元，往年酒随年份梯度涨价）。根据“小茅i茅台”1月3日消息，3天超10万名用户购买到茅台酒，同时公告自1月4日起至春节前每人每日可购买的53%vol500ml贵州茅台酒（2026）最大数量下调为6瓶；虽然日均投放规模较大，但供不应求的局面仍然说明了茅台酒的真实开瓶需求具有韧性。我们认为“i茅台”用自身流量为专卖店和经销商链接客户，经销商资金压力改善的同时也可赚取佣金；未来其在融合线上线下渠道中的作用将进一步凸显。

◆ 投资建议

公司全面推动市场化转型，1) 短期看，茅台酒产品结构、价格定位市场化，链接市场真实需求，预计春节开瓶动销需求将有韧性表现，批价同比有望筑底回升，估值底部支撑力加强；2) 报表端，公司政策灵活，多渠道、多产品调整下预计仍能实现业绩稳定；3) 渠道信心看，本次改革切实改善经销商盈利能力，渠道利润也将环比改善；4) 中长期看，市场化改革有助于公司直控消费者培育，自身生产、工艺、品牌价值仍领先行业，即使永续增长率收敛，品牌估值溢价和投资者回报率仍然突出。考虑到公司产品、渠道等更加匹配市场供需，我们略下调2026年收入及利润预测，2025-2027年公司营业总收入1833.0/1842.9/1861.4亿元，同比+5.3%/+0.5%/+1.0%（前值同比+5.4%/+4.7%/+5.2%）；预计归母净利润904.5/905.0/917.9亿元，同比+4.9%/0.0%/+1.4%（前值同比+5.1%/+5.1%/+5.6%），当前股价对应19.1/19.1倍25/26年PE，75%分红率对应26年4%股息率，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	
营业收入（百万元）	174,144	183,515	192,060	183,305	184,293	-0.1%	-4.0%
收入同比增速%	15.66%	5.38%	4.66%	5.26%	0.54%	-0.12pcts	-4.12pcts
毛利率%	92.08%	92.46%	92.15%	92.43%	91.42%	-0.03pcts	-0.73pcts
销售费用率%	3.24%	4.50%	4.70%	4.50%	4.70%	0pcts	0pcts
归母净利润（百万元）	86,228	90,594	95,208	90,453	90,497	-0.2%	-4.9%
归母净利润同比增速%	15.38%	5.06%	5.09%	4.90%	0.05%	-0.16pcts	-5.04pcts
归母净利率%	49.52%	49.37%	49.57%	49.35%	49.11%	-0.02pcts	-0.47pcts
EPS（元）	68.64	72.12	75.79	72.01	72.04	-0.2%	-4.9%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

◆ 风险提示

宏观经济持续放缓，商务场景消费减少；食品安全问题等。

相关研究报告：

- 《贵州茅台（600519.SH）-2025Q3收入同比持平，经营理性务实、行稳致远》——2025-10-30
- 《贵州茅台（600519.SH）-2025Q2收入同比增长9.2%，公司根据市场调整产品结构》——2025-08-13
- 《贵州茅台（600519.SH）-2025Q1收入同比增长10.7%，销售收现表现较好》——2025-04-30
- 《贵州茅台（600519.SH）-2024年稳健收官，2025年目标收入增长9%》——2025-04-03
- 《贵州茅台（600519.SH）-2024年收入增长约15%，2025年经营目标理性务实》——2025-01-04

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	174624	186483	210650	235066	259673	营业收入	150560	174144	183305	184293	186139
应收款项	102	2033	2140	2152	2173	营业成本	11867	13789	13882	15813	15976
存货净额	46435	54343	57188	59661	59584	营业税金及附加	22234	26926	28779	28934	29038
其他流动资产	3611	7407	7797	7839	7918	销售费用	4649	5639	8249	8662	8749
流动资产合计	225173	251727	279235	306177	330808	管理费用	9729	9316	9886	10029	10219
固定资产	22047	24021	24686	24123	23968	研发费用	157	218	230	231	233
无形资产及其他	8572	8850	8496	8142	7788	财务费用	(1790)	(1470)	(2697)	(4457)	(4947)
投资性房地产	16908	14347	14347	14347	14347	投资收益	34	9	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	3	61	3	0	0
资产总计	272700	298945	326763	352789	376911	其他收入	(199)	(325)	(230)	(231)	(233)
短期借款及交易性金融负债	57	112	0	0	0	营业利润	103709	119689	124979	125080	126872
应付款项	3093	3515	3685	3893	3860	营业外收支	(46)	(50)	(50)	(90)	(90)
其他流动负债	45547	52889	57225	59607	59990	利润总额	103663	119639	124929	124990	126782
流动负债合计	48698	56516	60910	63500	63851	所得税费用	26141	30304	31232	31248	31695
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2787	3107	3244	3246	3292
其他长期负债	346	417	417	417	417	归属于母公司净利润	74734	86228	90453	90497	91794
长期负债合计	346	417	417	417	417	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	49043	56933	61328	63918	64268	净利润	74734	86228	90453	90497	91794
少数股东权益	7988	8905	9716	10528	11351	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	215669	233106	255719	278344	301292	折旧摊销	1848	1970	2693	2917	3071
负债和股东权益总计	272700	298945	326763	352789	376911	公允价值变动损失	(3)	(61)	(3)	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(1790)	(1470)	(2697)	(4457)	(4947)
每股收益	59.49	68.64	72.01	72.04	73.07	营运资本变动	(18601)	(3240)	1165	63	327
每股红利	46.77	56.48	54.00	54.03	54.80	其它	596	550	811	811	823
每股净资产	171.68	185.56	203.57	221.58	239.84	经营活动现金流	58574	85448	95119	94289	96016
ROIC	76.0%	77.5%	75.4%	69.4%	70.5%	资本开支	0	(3756)	(3000)	(2000)	(2563)
ROE	34.7%	37.0%	35.4%	32.5%	30.5%	其它投资现金流	12342	(22692)	127187	0	0
毛利率	92.1%	92.1%	92.4%	91.4%	91.4%	投资活动现金流	12342	(26449)	124187	(2000)	(2563)
EBIT Margin	67.7%	67.9%	66.7%	65.5%	65.5%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBITDA Margin	68.9%	69.0%	68.2%	67.0%	67.2%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	18.0%	15.7%	5.3%	0.5%	1.0%	支付股利、利息	(58755)	(70951)	(67840)	(67873)	(68846)
净利润增长率	19.2%	15.4%	4.9%	0.0%	1.4%	其它融资现金流	57387	73128	(112)	0	0
资产负债率	20.9%	22.0%	21.7%	21.1%	20.1%	融资活动现金流	(60120)	(68774)	(67952)	(67873)	(68846)
股息率	3.4%	4.1%	3.9%	3.9%	4.0%	现金净变动	10796	(9774)	151354	24416	24607
P/E	23.1	20.1	19.1	19.1	18.8	货币资金的期初余额	58274	69070	59296	210650	235066
P/B	8.0	7.4	6.8	6.2	5.7	货币资金的期末余额	69070	59296	210650	235066	259673
EV/EBITDA	17.1	14.9	14.3	14.5	14.4	企业自由现金流	0	83276	92567	91448	92279
						权益自由现金流	0	156404	94478	94790	95990

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032