

贵州茅台 (600519)

证券研究报告
2026年01月06日

以消费者为中心，深化营销市场化转型

事件：2025年12月28-29日，贵州茅台酒/茅台酱香酒全国经销商联谊会相继在贵阳召开，主题分别为“坚持以消费者为中心，全面推进茅台酒营销市场化转型”/“坚持以消费者为中心，夯实渠道韧性，同心聚力赢未来”。12月31日，小茅i茅台公众号发布公告，2026年1月1日起将上架53度500ml飞天茅台酒，每人每日可最多购买12瓶（两箱）；1月3日发布新公告：1月4日-春节前，每人每日限购数调整为6瓶。

我们认为：

- 茅台酒产品体系更加清晰，强化渠道韧性。**2026年茅台酒定调市场化转型“关键期”，保持全年投放稳定，实现供需匹配。
- 放开普飞i茅台电商直购利大于弊：**1月1日普飞上线i茅台以来，三天的时间，超10万名用户购买产品，消费者购买踊跃，获得了良好的效果。
- 酱香酒构筑“2+N”产品矩阵，推进渠道模式转型升级。**2026年酱香酒围绕“以消费者为中心”和“市场化”目标。

盈利预测和投资评级：白酒行业目前处于深度调整和消费趋势发生结构性变化的时期，公司作为行业龙头，借机进行策略重构，积极以消费者为中心进行市场化突围，有利于提升茅台酒的真实饮用需求，建立更健康，可持续的市场生态。考虑到白酒行业仍处于调整阶段，我们预计公司25-27年归母净利润分别为899/931/981亿元（前值：943/1006/1070亿元），维持“买入”评级。

风险提示：终端动销不及预期；经销商盈利情况不及预期；批价剧烈波动风险

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	150,560.33	174,144.07	181,830.14	187,952.97	197,763.70
增长率(%)	18.04	15.66	4.41	3.37	5.22
EBITDA(百万元)	103,966.14	120,513.92	125,731.56	129,588.73	136,230.88
归属母公司净利润(百万元)	74,734.07	86,228.15	89,938.62	93,081.20	98,067.31
增长率(%)	19.16	15.38	4.30	3.49	5.36
EPS(元/股)	59.49	68.64	71.82	74.33	78.31
市盈率(P/E)	24.00	20.80	19.88	19.21	18.23
市净率(P/B)	8.32	7.70	7.03	6.44	5.92
市销率(P/S)	11.91	10.30	9.83	9.51	9.04
EV/EBITDA	20.10	15.34	13.32	12.92	11.98

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/白酒 II
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	1428.01元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,252.27
流通A股股本(百万股)	1,252.27
A股总市值(百万元)	1,788,254.39
流通A股市值(百万元)	1,788,254.39
每股净资产(元)	204.64
资产负债率(%)	12.81
一年内最高/最低(元)	1657.99/1377.17

作者

刘洁铭 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525120008
liujieming@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《贵州茅台-半年报点评:25H1业绩符合预期，全年目标实现可期》2025-08-18
- 《贵州茅台-季报点评:25Q1业绩表现亮眼，预计全年稳健向前》2025-05-08
- 《贵州茅台-年报点评报告:全年业绩符合预期，茅台酒量增略超预期》2025-04-10

正文部分

事件:2025年12月28-29日,贵州茅台酒/茅台酱香酒全国经销商联谊会相继在贵阳召开,主题分别为“坚持以消费者为中心,全面推进茅台酒营销市场化转型”/“坚持以消费者为中心,夯实渠道韧性,同心聚力赢未来”。12月31日,小茅i茅台公众号发布公告,2026年1月1日起将上架53度500ml飞天茅台酒,每人每日可最多购买12瓶(两箱);1月3日发布新公告:1月4日-春节前,每人每日限购数调整为6瓶。

我们认为:

茅台酒产品体系更加清晰,强化渠道韧性。2026年茅台酒定调市场化转型“关键期”,保持全年投放稳定,实现供需匹配。1)产品:公司强调要回归并强化“金字塔”型产品体系:一是夯实以500ml飞天贵州茅台酒为主力的“塔基”产品,缩减100/200/1000ml规格;二是做强精品/生肖等“塔腰”产品,升级精品茅台酒质,目标打造为仅次于飞天的第二大单品,调减生肖酒投放,突出其收藏属性;三是结合市场需求驱动陈年/文化类等“塔尖”类产品,调减陈年酒投放,全面停止供应珍品。我们认为公司产品策略更加清晰聚焦,更好的满足消费者的不同需求。2)渠道:一是取消高附加值产品的分销政策,以2025年正常合同为基础,对陈年酒渠道商取消配比制,我们认为公司此举利于渠道减负;二是构建“自售+经销+代售+寄售”全覆盖的销售模式组合,如放开i茅台电商直购等。

放开普飞i茅台电商直购利大于弊:1月1日普飞上线i茅台以来,三天的时间,超10万名用户购买产品,消费者购买踊跃,获得了良好的效果。我们认为此举有利于:1)能够让消费者能买“真”酒、“公平”买酒,让i茅台、自营店等能真正成为销售终端,而不只作为品牌展示;2)可以拓展客户群体,有望弥补由于分销取消导致的配额减少,进而提供业绩保障;3)公司能够更好的根据市场供需实际,灵活地调整投放量,更好的实现量价平衡。但是此举也有可能冲击原有价格体系,加大市场压力,影响经销商利润空间。据今日酒价,12月30日-1月3日,飞天原箱/散瓶批价由1575/1560元下滑至1505/1495元。未来茅台的渠道结构可能从经销商仅靠一瓶酒赚大额利润转变为全系产品、渠道体系都能通过努力赚取合理、长期的利润。

酱香酒构筑“2+N”产品矩阵,推进渠道模式转型升级。2026年酱香酒围绕“以消费者为中心”和“市场化”目标。1)产品:建立“2+N”产品体系:大单品茅台1935/茅台王子酒分别主攻次高端市场/深耕大众市场,力争形成“双百亿”产品格局,公司承诺茅台1935不增量;贵州大曲/汉酱/赖茅等区域性、特色性产品形成差异化品牌布局。2)渠道:国内渠道布局从单一批发主导,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;国外渠道分步实施,前期探索在中亚/东南亚等契合酱香酒产品特性的重点国家进行布局。我们认为公司进一步明确酱香酒产品矩阵和目标,以扎实举措加速渠道转型升级。

盈利预测和投资评级:白酒行业目前处于深度调整和消费趋势发生结构性变化的时期,公司作为行业龙头,借机进行策略重构,积极以消费者为中心进行市场化突围,有利于提升茅台酒的真实饮用需求,建立更健康,可持续的市场生态。考虑到白酒行业仍处于调整阶段,我们预计公司25-27年归母净利润分别为899/931/981亿元(前值:943/1006/1070亿元),维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	69,070.14	59,295.82	110,633.33	109,782.80	153,208.24	营业收入	150,560.33	174,144.07	181,830.14	187,952.97	197,763.70
应收票据及应收账款	74.31	2,003.38	431.99	696.70	798.90	营业成本	11,867.27	13,789.48	14,398.10	14,882.93	15,659.79
预付账款	34.59	26.98	983.07	379.88	276.08	营业税金及附加	22,234.18	26,926.16	28,183.67	29,132.71	30,653.37
存货	46,435.19	54,343.29	49,552.35	58,144.08	55,444.31	销售费用	4,648.61	5,639.30	6,054.94	6,766.31	7,119.49
其他	109,558.30	136,057.21	120,271.68	121,550.97	125,570.09	管理费用	9,729.39	9,315.65	9,455.17	9,773.55	10,283.71
流动资产合计	225,172.52	251,726.67	281,872.42	290,554.42	335,297.62	研发费用	157.37	218.38	187.88	192.70	202.22
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(1,789.50)	(1,470.22)	(1,955.22)	(2,536.13)	(3,026.00)
固定资产	19,909.28	21,871.45	21,561.93	20,912.45	20,518.93	资产/信用减值损失	37.87	(23.25)	(0.02)	4.87	(6.13)
在建工程	2,137.46	2,149.62	1,987.56	1,851.39	1,732.21	公允价值变动收益	3.15	60.98	(32.10)	72.14	(37.39)
无形资产	8,790.28	8,948.73	9,565.12	10,087.73	10,360.18	投资净收益	34.03	9.13	35.67	26.27	23.69
其他	16,690.11	14,248.11	13,140.75	14,662.94	13,979.45	其他	(79.40)	(83.60)	(81.34)	(81.45)	(82.13)
非流动资产合计	47,527.14	47,217.91	46,255.36	47,514.51	46,590.78	营业利润	103,708.66	119,688.58	125,427.80	129,762.73	136,769.15
资产总计	272,699.66	298,944.58	328,127.78	338,068.93	381,888.41	营业外收入	86.78	70.94	76.19	77.97	75.03
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	132.88	120.94	167.57	140.46	142.99
应付票据及应付账款	3,093.09	3,514.97	3,110.66	3,849.43	3,495.22	利润总额	103,662.55	119,638.58	125,336.42	129,700.24	136,701.19
其他	45,604.52	53,001.02	60,610.89	45,576.02	64,208.65	所得税	26,141.08	30,303.85	31,708.29	32,795.39	34,574.86
流动负债合计	48,697.61	56,515.99	63,721.55	49,425.44	67,703.87	净利润	77,521.48	89,334.73	93,628.13	96,904.84	102,126.33
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	2,787.40	3,106.58	3,689.51	3,823.64	4,059.03
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	74,734.07	86,228.15	89,938.62	93,081.20	98,067.31
其他	345.58	417.27	365.77	376.21	386.42	每股收益(元)	59.49	68.64	71.82	74.33	78.31
非流动负债合计	345.58	417.27	365.77	376.21	386.42						
负债合计	49,043.19	56,933.26	64,087.32	49,801.65	68,090.28						
少数股东权益	7,987.90	8,905.33	9,827.71	10,783.62	11,798.38	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股本	1,256.20	1,256.20	1,252.27	1,252.27	1,252.27	成长能力					
资本公积	1,374.96	1,374.96	0.00	0.00	0.00	营业收入	18.04%	15.66%	4.41%	3.37%	5.22%
留存收益	211,981.94	229,423.21	251,907.86	275,178.16	299,694.99	营业利润	18.01%	15.41%	4.80%	3.46%	5.40%
其他	1,055.47	1,051.61	1,052.61	1,053.23	1,052.49	归属于母公司净利润	19.16%	15.38%	4.30%	3.49%	5.36%
股东权益合计	223,656.47	242,011.32	264,040.45	288,267.28	313,798.12	获利能力					
负债和股东权益总计	272,699.66	298,944.58	328,127.78	338,068.93	381,888.41	毛利率	92.12%	92.08%	92.08%	92.08%	92.08%
						净利率	49.64%	49.52%	49.46%	49.52%	49.59%
						ROE	34.65%	36.99%	35.38%	33.54%	32.47%
						ROIC	55.98%	64.17%	55.19%	67.83%	61.07%
						偿债能力					
						资产负债率	17.98%	19.04%	19.53%	14.73%	17.83%
						净负债率	-30.86%	-24.46%	-41.87%	-38.05%	-48.79%
						流动比率	4.62	4.45	4.42	5.88	4.95
						速动比率	3.67	3.49	3.65	4.70	4.13
						营运能力					
						应收账款周转率	1,500.37	167.63	149.32	333.05	264.46
						存货周转率	3.53	3.46	3.50	3.49	3.48
						总资产周转率	0.57	0.61	0.58	0.56	0.55
						每股指标(元)					
						每股收益	59.49	68.64	71.82	74.33	78.31
						每股经营现金流	53.01	73.61	97.83	56.71	95.15
						每股净资产	171.68	185.56	203.00	221.58	241.16
						估值比率					
						市盈率	24.00	20.80	19.88	19.21	18.23
						市净率	8.32	7.70	7.03	6.44	5.92
						EV/EBITDA	20.10	15.34	13.32	12.92	11.98
						EV/EBIT	20.47	15.59	13.55	13.15	12.20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com