

食品饮料

2026 年 01 月 09 日

贵州茅台 (600519)

—— i 茅台全面向 C，市场化改革全面推进

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

市场数据： 2026 年 01 月 09 日	
收盘价 (元)	1,419.10
一年内最高/最低 (元)	1,657.99/1,377.17
市净率	6.9
股息率% (分红/股价)	3.64
流通 A 股市值 (百万元)	1,777,097
上证指数/深证成指	4,120.43/14,120.15
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据： 2025 年 09 月 30 日	
每股净资产 (元)	204.64
资产负债率%	12.81
总股本/流通 A 股 (百万)	1,252/1,252
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《贵州茅台 (600519) 点评：理性务实求变，坚持高质量发展》 2025/12/02

证券分析师

周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
王子昂 A0230525040003
wangza@swsresearch.com

联系人

王子昂 A0230525040003
wangza@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **事件：**25 年 12 月 30 日，i 茅台官方正式宣布，26 年将调整茅台酒上架产品矩阵，主要有经典、精品、生肖、陈年、文化、低度酒等 6 大系列，涵盖 53%vol 500ml 飞天茅台酒等多款茅台酒产品。
- **投资评级与估值：**维持盈利预测，预测 2025-2027 年归母净利润分别为 904.9 亿、950.6 亿、1015.6 亿，当前股价对应的 PE 分别为 20x、19x、17x，维持买入评级。我们看好茅台的核心逻辑不变：1、茅台的品牌壁垒高，强大的品牌壁垒构建了牢固的护城河。2、茅台商业模式优秀，长期稳定盈利能力强，现金流质量与 ROE 水平高，创造长期可持续的回报。3、2026 年茅台从产品、价格、渠道三个维度全面推进市场化改革，打开了中长期增长空间。4、从分红水平与股息率看，根据茅台 2024-2026 年现金分红回报规划，24-26 年每年度现金分红金额不低于当年实现归母净利润的 75%；公司 25 年完成首次回购，金额达 60 亿元，此外公司 25 年 11 月再次公告以不低于 15 亿且不超过 30 亿金额回购公司股票，用于注销并减少注册资本，25 年隐含股息率达 4.2%，具备中长期投资价值。
- **2026 年是茅台全面推进市场化改革的一年，市场化改革围绕产品、价格、渠道三个方面推进，i 茅台产品矩阵的调整打响了改革的发令枪。**产品端，从 i 茅台的产品结构看，茅台酒的产品结构正在向“金字塔型”转型。500ml 飞天（定价 1499 元）为塔基产品的核心产品，同时还有 1000ml、100ml 规格匹配不同消费场景；生肖酒与精品酒为塔腰产品，生肖酒分为经典版（定价 1899 元）、珍享版（定价 2499 元）、礼盒装（定价 3789 元），精品茅台定价 2299 元；陈年和文化系列为塔尖产品，15 年上线 i 茅台（定价 4199 元），15 年以上目前未上线 i 茅台。从 i 茅台的产品和价格体系看，茅台全面理清产品结构，定价体系清晰，不同的产品赋予了不同的定位和属性，53 度 500ml 飞天茅台定位高端消费品，通过 i 茅台大量增加了消费者触达，3 天时间（1.1-1.3）超 10 万名用户在 i 茅台上买到了心仪的产品。往年酒赋予时间价值，仍然具备一定的投资和金融属性。预计陈年系列将按照超高端稀缺品运作。基于产品和价格体系的改革，渠道改革同步推进，改革的核心是“面向 C 端、提升效率、拓宽边界”。i 茅台全面向 C，通过高效运营提升了渠道效率，同时倒逼线下渠道改革，提升拓客能力和营销能力。
- **我们认为，2026 年茅台的市场化改革对行业以及茅台中长期发展有重大意义。**1、i 茅台的调整符合公司经销商大会提出的“以消费者为中心、推进市场化转型”，所上线的产品均为茅台主力产品，形成了“金字塔”型产品体系，产品结构更加稳定；2、全面向 C，消费者受益，i 茅台能够通过合理的投放触达真正的消费者，大量增加了消费者触达，使消费者能够以合理价格在官方渠道买到茅台酒；3、企业受益，一是增加了直接触达消费者的渠道，二是提供了动态调整市场供求的工具，如运用得当，则有利于产品价格的市场化，有利于更好的量价平衡，打开了茅台中长期量价增长空间；4、经销商面临转型，需要尽快完成从坐商到行商的转变，加快适应需求结构变化和企业战略调整，盈利模式从过去的高毛利向高周转转变；5、对行业短期和中长期都将产生较大影响，主要在于对自身产品价格的锚定，对行业价格带及其他企业产品结构的间接锚定，中长期看，将加速企业分化和行业整合。
- **短期来看，当前 500ml 飞天茅台批价 1540 元，我们认为通过 i 茅台的供需调节，茅台批价已经找到底部，下行风险大幅降低，未来茅台将基于供需适配原则，实现茅台酒的量价平衡，有利于茅台酒批价的稳定。**中长期看，茅台酒量价增长空间有望打开。展望春节，我们预计飞天茅台动销有望实现超预期增长，原因是：1，25 年春节茅台酒批价 2300 元左右，我们预计 26 年春节茅台酒批价 2000 元左右，批价下降性价比大幅提升，释放大

量增量需求；2, i 茅台大量增加了消费者触达，消费群体大幅增加；3, 经过过去几年价格下行带来社会库存明显去化，当前价格性价比高，消费者存在大量补库需求。

- **股价表现的催化剂：**动销表现超预期。
- **核心假设风险：**经济下行影响白酒整体需求；食品安全事件。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	174,144	130,904	183,221	192,657	205,175
同比增长率 (%)	15.7	6.3	5.2	5.1	6.5
归母净利润 (百万元)	86,228	64,627	90,493	95,055	101,562
同比增长率 (%)	15.4	6.3	4.9	5.0	6.8
每股收益 (元/股)	68.86	51.53	72.26	75.91	81.10
毛利率 (%)	91.9	91.3	91.7	91.6	91.6
ROE (%)	37.0	25.1	34.9	33.2	32.1
市盈率	21		20	19	17

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	150,560	174,144	183,221	192,657	205,175
其中：营业收入	147,694	170,899	179,512	188,763	201,086
减：营业成本	11,867	13,789	14,915	15,808	16,954
减：税金及附加	22,234	26,926	28,399	29,862	31,802
主营业务利润	113,593	130,184	136,198	143,093	152,330
减：销售费用	4,649	5,639	5,863	6,165	6,360
减：管理费用	9,729	9,316	8,978	9,440	9,643
减：研发费用	157	218	205	220	240
减：财务费用	-1,790	-1,470	-892	-925	-960
经营性利润	100,848	116,481	122,044	128,193	137,047
加：信用减值损失 (损失以“-”填列)	38	-23	0	0	0
加：资产减值损失 (损失以“-”填列)	0	0	0	0	0
加：投资收益及其他	69	30	36	37	34
营业利润	103,709	119,689	125,606	131,932	140,965
加：营业外净收入	-46	-50	-51	-46	-50
利润总额	103,663	119,639	125,556	131,886	140,914
减：所得税	26,141	30,304	31,803	33,406	35,693
净利润	77,521	89,335	93,753	98,480	105,221
少数股东损益	2,787	3,107	3,260	3,425	3,659
归属于母公司所有者的净利润	74,734	86,228	90,493	95,055	101,562

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。