

贵州茅台(600519)

报告日期: 2026年01月14日

## 公布市场化运营方案, 构建随行就市价格调整机制

### ——贵州茅台事件点评

#### 投资要点

- **事件:** 贵州茅台发布《2026年贵州茅台酒市场化运营方案》。
- **产品体系回归“金字塔”型的产品结构, 以更好满足消费者不同需求。**“塔基”产品以飞天 53%vol 500ml 茅台为主, 1000ml、100ml 等其他规格为辅, 以强化当年贵州茅台酒的社交消费属性、往年贵州茅台酒的收藏消费属性, 形成消费价值认同; “塔腰”产品包括精品茅台酒、生肖茅台酒, 做强精品茅台酒, 将其打造成大单品, 激发生肖茅台酒的民间收藏消费需求; “塔尖”产品包括茅台酒陈年系列和文化系列, 聚力以市场需求为驱动, 适度收缩以维护和强化超高端产品价值。飞天 43%vol 500ml 贵州茅台酒将聚焦主力消费场景、消费区域和年轻群体, 形成“金字塔”型产品结构下的重要支撑。
- **运营模式由“自售+经销”向“自售+经销+代售+寄售”多维协同体系转变。**自售模式通过自营店、i 茅台, 销售贵州茅台酒全系产品, 主力聚焦 C 端、B 端消费群体, 取消自营体系原分销模式。社会体系中, 经销模式“明确销售量、约定销售区域或渠道、物权转移至经销商”; 代售模式“物权不转移, 依托线上零售、线下零售/餐饮/私域等渠道资源, 提升区域覆盖和渠道触达能力”; 寄售模式“物权不转移, 依托寄售商渠道、客户资源”。产品根据特点采用适配模式。
- **构建批发/线下/线上/餐饮/私域“五大渠道”并行的渠道布局, 通过“线上+线下”融合转型, 线上管效率、管触达, 线下管转化、管服务, 形成以消费者为中心的良性渠道生态体系。**建立以市场需求为驱动的动态评估考核机制, 持续优胜劣汰, 调整优化区域渠道布局, 推动市场投放精准化、科学化, 保持市场稳定。
- **以市场为导向, 构建“随行就市、相对平稳”的自营体系零售价格动态调整机制。**以自营体系零售价为基准, 科学合理测算渠道利润率, 以确定销售合同价和佣金。经销模式将根据不同产品、不同渠道的经营成本、经营难度、经营风险、服务能力等, 科学合理测算确定相应的销售合同价并动态调整; 代售模式和寄售模式商品零售价按自营体系零售价执行, 将根据经营成本、运营能力、资源价值、服务能力等, 科学合理测算确定佣金。
- **盈利预测及估值**  
我们认为: 该方案打破了传统意义上的“出厂价”(或“打款价”)决定“零售价”, 根据产品、渠道、运营模式的不同, 通过测算合理渠道利润率后倒推销售合同价及佣金, 价格随行就市。我们预计 500ml 普飞增量或主通过代售/寄售模式以“拓展真实消费群体”(可参考 i 茅台新用户大增), 我们持续看好春节期间高性价比下飞天正增动销表现。预计 2025-2027 年公司收入增速为 5.38%、5.16%、5.22%; 归母净利润增速为 5.15%、5.22%、5.29%; EPS 为 72.41、76.19、80.22 元; PE 为 19.3X、18.4X、17.4X。维持买入评级。

**风险提示:** 消费疲软; 白酒动销恢复不及预期; 飞天茅台批价上涨不及预期。

#### 投资评级: 买入(维持)

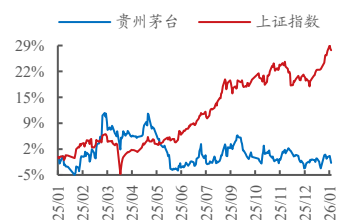
分析师: 张潇倩  
执业证书号: S1230526010001  
zhangxiaolian01@stocke.com.cn

分析师: 满静雅  
执业证书号: S1230524100004  
manjingya@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥1,398.01
总市值(百万元)	1,750,686.28
总股本(百万股)	1,252.27

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《Q3 主动降速, 业绩符合预期》2025.11.04
- 《业绩符合预期, 十四五收官关注十五五》2025.08.13
- 《Q1 业绩略超预期, 直销比例显著提升》2025.05.05

#### 财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	174144.07	183521.01	192992.49	203073.54
(+/-) (%)	15.66%	5.38%	5.16%	5.22%
归母净利润	86228.15	90672.41	95408.13	100454.12
(+/-) (%)	15.38%	5.15%	5.22%	5.29%
每股收益(元)	68.86	72.41	76.19	80.22
P/E	20.30	19.31	18.35	17.43

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>251,727</b>	<b>340,035</b>	<b>433,863</b>	<b>536,022</b>
现金	59,296	162,236	251,487	345,503
交易性金融资产	249	216	289	251
应收账款	2,003	2,131	2,247	2,356
其它应收款	30	37	36	38
预付账款	27	426	175	234
存货	54,343	53,766	57,183	61,157
其他	135,779	121,221	122,447	126,482
<b>非流动资产</b>	<b>47,218</b>	<b>47,389</b>	<b>49,962</b>	<b>49,978</b>
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	21,871	22,822	23,547	24,068
无形资产	8,850	9,530	10,197	10,656
在建工程	2,150	1,720	1,376	1,101
其他	14,347	13,317	14,842	14,153
<b>资产总计</b>	<b>298,945</b>	<b>387,424</b>	<b>483,825</b>	<b>586,000</b>
<b>流动负债</b>	<b>56,516</b>	<b>53,866</b>	<b>54,793</b>	<b>56,767</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	3,515	3,478	3,699	3,956
预收账款	0	0	0	0
其他	53,001	50,389	51,094	52,811
<b>非流动负债</b>	<b>417</b>	<b>366</b>	<b>376</b>	<b>386</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	417	366	376	386
<b>负债合计</b>	<b>56,933</b>	<b>54,232</b>	<b>55,169</b>	<b>57,153</b>
少数股东权益	8,905	12,172	15,609	19,228
归属母公司股东权益	<b>233,106</b>	<b>321,019</b>	<b>413,046</b>	<b>509,619</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>298,945</b>	<b>387,424</b>	<b>483,825</b>	<b>586,000</b>

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>174,144</b>	<b>183,521</b>	<b>192,992</b>	<b>203,074</b>
营业成本	13,789	13,643	14,510	15,518
营业税金及附加	26,926	27,898	29,366	30,929
营业费用	5,639	5,598	6,252	7,183
管理费用	9,316	9,899	10,799	11,773
研发费用	218	206	220	238
财务费用	(1,470)	(1,655)	(1,996)	(2,071)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	61	0	0	0
投资净收益	9	10	10	11
其他经营收益	22	60	60	60
<b>营业利润</b>	<b>119,689</b>	<b>124,469</b>	<b>131,486</b>	<b>138,434</b>
营业外收支	(50)	(46)	(43)	(39)
<b>利润总额</b>	<b>119,639</b>	<b>124,423</b>	<b>131,443</b>	<b>138,395</b>
所得税	30,304	30,484	32,598	34,322
<b>净利润</b>	<b>89,335</b>	<b>93,939</b>	<b>98,845</b>	<b>104,073</b>
少数股东损益	3,107	3,267	3,437	3,619
<b>归属母公司净利润</b>	<b>86,228</b>	<b>90,672</b>	<b>95,408</b>	<b>100,454</b>
EBITDA	120,740	124,426	130,162	135,880
EPS (最新摊薄)	68.86	72.41	76.19	80.22

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	15.66%	5.38%	5.16%	5.22%
营业利润	15.41%	3.99%	5.64%	5.28%
归属母公司净利润	15.38%	5.15%	5.22%	5.29%
<b>获利能力</b>				
毛利率	91.93%	92.42%	92.34%	92.22%
净利率	52.27%	52.19%	52.17%	52.16%
ROE	37.03%	31.53%	25.05%	20.98%
ROIC	37.97%	28.84%	23.35%	19.75%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.04%	14.00%	11.40%	9.75%
净负债比率	0.20%	0.17%	0.16%	0.17%
流动比率	4.45	6.31	7.92	9.44
速动比率	3.49	5.31	6.87	8.37
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.60	0.52	0.43	0.37
应收账款周转率	4307.61	5971.52	4275.34	4609.19
应付账款周转率	4.17	3.90	4.04	4.05
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	68.86	72.41	76.19	80.22
每股经营现金	73.84	85.40	74.71	78.59
每股净资产	185.56	256.35	329.84	406.96
<b>估值比率</b>				
P/E	20.30	19.31	18.35	17.43
P/B	7.53	5.45	4.24	3.44
EV/EBITDA	15.44	12.87	11.64	10.48

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>92,464</b>	<b>106,950</b>	<b>93,558</b>	<b>98,412</b>
净利润	89,335	93,939	98,845	104,073
折旧摊销	1,991	1,659	1,814	1,956
财务费用	(1,470)	(1,655)	(1,996)	(2,071)
投资损失	(9)	(10)	(10)	(11)
营运资金变动	(19,598)	11,392	(156)	(2,242)
其它	22,216	1,624	(4,939)	(3,293)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,785)</b>	<b>(2,886)</b>	<b>(2,917)</b>	<b>(2,594)</b>
资本支出	(1,974)	(1,962)	(1,962)	(1,962)
长期投资	(3)	2	0	(1)
其他	193	(926)	(955)	(632)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(71,068)</b>	<b>(1,123)</b>	<b>(1,390)</b>	<b>(1,801)</b>
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(71,068)	(1,123)	(1,390)	(1,801)
<b>现金净增加额</b>	<b>19,611</b>	<b>102,940</b>	<b>89,251</b>	<b>94,017</b>

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>