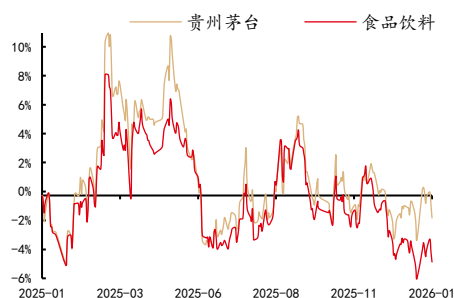


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	1,398.01
总股本/流通股本(亿股)	12.52 / 12.52
总市值/流通市值(亿元)	17,507 / 17,507
52周内最高/最低价	1,637.86 / 1,377.18
资产负债率(%)	19.0%
市盈率	20.37
第一大股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司

研究所

分析师:蔡雪昱  
SAC 登记编号:S1340522070001  
Email:caixueyu@cnpsec.com  
分析师:张子健  
SAC 登记编号:S1340524050001  
Email:zhangzijian@cnpsec.com

贵州茅台(600519)

市场化运营方案披露，产品渠道运营全方位改革

● 投资要点

公司披露 2026 年市场化运营方案，对产品体系、运营模式、渠道布局 and 价格机制进行全方位的改革。

聚焦产品体系优化，构建金字塔结构。塔基以飞天 53% vol 500ml 为主、其他规格为辅，强化社交与收藏属性；塔腰做强精品茅台大单品，激活生肖酒收藏需求；塔尖收缩陈年及文化系列以维护超高端价值。飞天 43% vol 500ml 聚焦主力场景、区域及年轻群体，成为重要支撑。

升级运营模式，完善多维协同营销体系。运营模式从传统“自售+经销”升级为“自售+经销+代售+寄售”多维协同体系。自售通过自营店、i 茅台覆盖 C 端与 B 端，取消自营分销；经销明确销量与区域且转移物权，代售、寄售不转移物权，分别依托多元零售渠道与寄售商资源拓展覆盖。不同产品将匹配适配的运营模式触达消费需求。

优化渠道布局与价格机制，保障市场稳定。构建批发、线上线下零售、餐饮、私域五大并行渠道，线上提效触达、线下转化服务，形成消费者中心的渠道生态。建立市场驱动的动态考核机制，优化区域布局实现精准投放。价格机制以市场为导向，实行自营零售价动态调整，据此科学测算渠道利润率，确定并动态调整合同价与佣金。

自新年伊始，i 茅台上线多款产品、定价贴近市场交易价格后（意味着零售指导价下调），近日多款产品下调出厂价。其中：1）43 度飞天茅台打款价从 798 元/瓶降至 739 元/瓶，零售指导价从 1099 元/瓶降至 829 元/瓶，渠道利润率 12.18%。2）茅台 1935 打款价从 798 元/瓶降至 668 元/瓶，零售价从 1188 元/瓶降至 738 元/瓶，渠道利润率 10.48%。3）精品茅台打款价从 2969 元/瓶降至 1859 元/瓶，零售价从 3299 元/瓶降至 2299 元/瓶，渠道利润率 23.67%。4）茅台 15 年打款价从 5399 元/瓶降至 3409 元/瓶，零售价从 5999 元/瓶降至 4199 元/瓶，渠道利润率 23.17%。公司落地“金字塔”型产品体系，形成定位清晰的产品矩阵，贴近市场实际供需关系下形成的价格，渠道利润空间修复，顺价逻辑更为清晰。我们预计通过产品体系优化、渠道布局改革和运营模式升级，公司有望进一步挖掘需求增量。

● 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2025-2027 年实现营收 1829.09/1888.13/1995.36 亿元，同比增长 5.03%/3.23%/5.68%；实现归母净利润 906.12/932.56/993.26 亿元，同比增长 5.08%/2.92%/6.51%，对应 EPS 为 72.36/74.47/79.32 元，对应当前股价 PE 为 19/19/18 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全风险；新品不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	174144	182909	188813	199536
增长率(%)	15.71	5.03	3.23	5.68
EBITDA（百万元）	120158.89	127744.80	131447.70	139841.83
归属母公司净利润（百万元）	86228.15	90612.03	93255.60	99326.49
增长率(%)	15.38	5.08	2.92	6.51
EPS（元/股）	68.86	72.36	74.47	79.32
市盈率（P/E）	20.30	19.32	18.77	17.63
市净率（P/B）	7.51	6.62	5.91	5.29
EV/EBITDA	15.59	12.95	12.35	11.35

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	174144	182909	188813	199536	营业收入	15.7%	5.0%	3.2%	5.7%
营业成本	13789	14610	15640	15616	营业利润	15.4%	5.4%	2.9%	6.5%
税金及附加	26926	26950	27835	29444	归属于母公司净利润	15.4%	5.1%	2.9%	6.5%
销售费用	5639	5749	5938	6281	<b>获利能力</b>				
管理费用	9316	9163	9278	9618	毛利率	91.9%	91.9%	91.6%	92.0%
研发费用	218	206	212	225	净利率	52.3%	52.4%	52.2%	52.6%
财务费用	-1470	0	0	0	ROE	37.0%	34.3%	31.5%	30.0%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	55.9%	49.1%	57.7%	61.2%
营业利润	119689	126129	129806	138251	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	71	76	76	76	资产负债率	19.0%	19.6%	18.3%	16.8%
营业外支出		168	168	168	流动比率	4.45	4.45	4.87	5.37
利润总额	119639	126038	129715	138159	<b>营运能力</b>				
所得税	30304	31931	32863	35002	应收账款周转率	9006.93	4357.22	4357.22	4357.22
净利润	89335	94107	96852	103157	存货周转率	0.25	0.26	0.26	0.26
归母净利润	86228	90612	93256	99326	总资产周转率	0.57	0.52	0.49	0.47
每股收益(元)	68.86	72.36	74.47	79.32	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	68.86	72.36	74.47	79.32
货币资金	59296	118701	154411	194999	每股净资产	186.15	211.08	236.75	264.08
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	2003	793	819	867	PE	20.30	19.32	18.77	17.63
预付款项	27	457	472	499	PB	7.51	6.62	5.91	5.29
存货	54343	56982	60999	60902	<b>现金流量表</b>				
流动资产合计	251727	298710	338532	379197	净利润	89335	94128	96874	103179
固定资产	22282	21378	20448	19493	折旧和摊销	1991	1707	1733	1683
在建工程	2150	1720	1290	860	营运资本变动	1919	8526	-1683	915
无形资产	8850	8571	8291	8011	其他	-936	-65	-65	-65
非流动资产合计	47218	45511	43778	42096	经营活动现金流净额	92308	104296	96859	105712
资产总计	298945	344221	382310	421292	资本开支	-4654	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	2869	14571	43	43
应付票据及应付账款	3515	3673	3932	3926	投资活动现金流净额	-1785	14571	43	43
其他流动负债	53001	63475	65645	66643	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	56516	67148	69577	70569	债务融资	47	-77	-75	-71
其他	417	340	265	194	其他	-71115	-59385	-61117	-65096
非流动负债合计	417	340	265	194	筹资活动现金流净额	-71068	-59462	-61192	-65167
负债合计	56933	67488	69842	70763	现金及现金等价物净增加额	19454	59405	35710	40588
股本	1256	1256	1256	1256					
资本公积金	1375	1375	1375	1375					
未分配利润	230475	261702	293841	328071					
少数股东权益	8905	12400	15996	19827					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	242011	276733	312468	350529					
负债和所有者权益总计	298945	344221	382310	421292					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的 相对市场表现，即报告发布日后 的 6 个月内的公司股价（或行 业指数、可转债价格）的涨跌 幅相对同期相关证券市场基准 指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市 场以沪深 300 指数为基准；新 三板市场以三板成指为基准； 可转债市场以中信标普可转债 指数为基准；香港市场以恒生 指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基 准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048