



公司研究 | 深度报告 | 贵州茅台 (600519.SH)

# 贵州茅台深度报告：新周期，新起点

## 报告要点

2026 年开年以来，贵州茅台在产品、渠道等方面发生了系列变化，这一系列变化正对贵州茅台的长期发展产生重要影响。自 2026 年 1 月开始，“i 茅台”App 内首次上线普通飞天茅台（500ml/53 度），申购价格为 1499 元/瓶，这一变化拉开了本轮茅台改革的序幕。本次改革涉及渠道、产品体系等多方面。复盘公司历史的量价策略和渠道策略来看，我们认为，本次茅台调整将有助于进一步扩大茅台消费群体，夯实茅台渠道基础，助力公司穿越周期波动。

## 分析师及联系人



董思远

SAC: S0490517070016

SFC: BQK487



徐爽

SAC: S0490520030001



朱梦兰

SAC: S0490522050003



石智坤

SAC: S0490522090002

SFC: BVF934

## 贵州茅台深度报告：新周期，新起点

### 当前时点如何看茅台的系列变化

2026 年开年以来，贵州茅台在产品、渠道等方面发生了一系列变化，这一系列变化正对贵州茅台的长期发展产生重要影响。从渠道端来看，自 2026 年 1 月开始，贵州茅台将旗下官方数字销售平台“i 茅台”App 内首次上线普通飞天茅台（500ml/53 度），申购价格为 1499 元/瓶，这一变化拉开了本轮茅台改革的序幕。本次改革涉及渠道、产品体系等多方面。我们认为，本次茅台调整将有助于进一步扩大茅台消费群体，夯实茅台渠道基础，助力公司穿越周期波动。从上一轮来看，茅台通过价格的调整，顺利实现了销量基础盘的稳定，并在下一轮中周期中以更庞大的消费受众赢得先机。从渠道来看，近年来公司持续丰富销售渠道，自营占比持续提升，“i 茅台”上线普飞，是进一步完善自身渠道结构的举措。

### 回顾茅台渠道变迁历史，渠道改革正当时

茅台的渠道发展经历了多轮变迁，伴随着茅台在不同时代背景和行业环境下的成长而不断优化。目前，茅台已经形成多元化的渠道布局，自营店、经销商、商超电商等渠道体系均已相对较为完善，其中自营渠道近年来爆发出较强的发展潜力。当下来看，飞天茅台价格已经逐步接近 1499 元的零售指导价，普飞上线“i 茅台”正当其时。茅台酒长期以来在销售领域的非市场化导致供需不匹配，普通消费者难以公平、便捷、保真购酒，叠加行业深度调整与消费趋势转变，市场化转型已成为茅台不可回避的“必答题”。“i 茅台”的良好运营，可以促进构建一个线上线下融合的渠道生态，未来的分工逻辑就是线上管效率、管触达，线下管转化、管服务，最终形成一个线上线下融合、以消费者为中心的良好渠道生态。

### 从茅台历史价格变迁看其量价策略

自 1986 年以来，我们观察到茅台价格在大多数时间内均处于上涨趋势，茅台价格历史表现卓越。但从茅台的相对价格来看，整体仍有一定的波动。我们用城镇居民每月可支配收入/茅台价格，来衡量茅台的相对价格，这一指标呈现出一定的周期性波动。2012-2015 年，受多重因素的影响，行业需求承压，而茅台通过其成功的量价策略，顺利穿越周期。而随着 2015 年后，行业库存逐步出清至低位，叠加终端需求的逐步改善，市场批价、业绩、估值等迎来逐步修复。在本轮调整期中，茅台凭借自身的量价策略，成功扩大了消费群体，随着终端需求的改善，茅台亦最先迎来业绩的爆发。我们认为，“i 茅台”上线普飞对价格冲击相对有限，“i 茅台”不会增加供给总量，在防止炒作、供需适配、市场稳定三条原则下，“i 茅台”实行动态投放，让产品直达消费端。

### 盈利预测与估值

我们认为本次改革将重塑公司产品体系、渠道体系，为公司长期健康增长夯实基础。预计公司 2025/2026 年 EPS 为 72.88/74.25 元，对应最新 PE 为 19.2/18.9 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

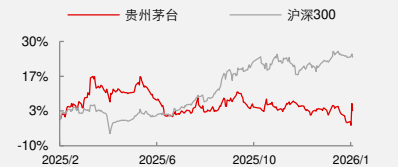
- 1、宏观经济波动导致需求修复不及预期；
- 2、市场价格大幅波动导致渠道积极性受损；
- 3、行业竞争加剧导致公司盈利能力受损；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

#### 公司基础数据

当前股价(元)	1,401.00
总股本(万股)	125,227
流通A股/B股(万股)	125,227/0
每股净资产(元)	205.28
近12月最高/最低价(元)	1,658/1,322

注：股价为 2026 年 1 月 30 日收盘价

#### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

#### 相关研究

- 《贵州茅台跟踪点评：茅台酒市场化运营方案发布，夯实公司市场基础》2026-01-13
- 《贵州茅台 2025 年三季度报点评：高端酒保持稳健，直营渠道降速》2025-11-13
- 《贵州茅台 2025 年中报点评：直销比例继续提升，茅台酒支撑核心增长》2025-09-14



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

新周期，新起点：当前时点如何看茅台的变化 .....	5
茅台渠道变迁历史：因地制宜，因时而动.....	6
直营渠道是公司成长的重要推力 .....	7
“i 茅台”持续优化，茅台电商渠道再发力 .....	11
现阶段茅台价格接近零售指导价，渠道改革正当时 .....	13
茅台价格历史变动：以价格波动穿越周期.....	15
茅台价格变动历史回顾 .....	15
当前时点如何看茅台价格 .....	17
风险提示.....	19

## 图表目录

图 1：茅台国内专卖店分布（家） .....	9
图 2：贵州茅台经销商数量（家） .....	9
图 3：贵州茅台经销商进入及退出数量 .....	9
图 4：贵州茅台电子商务公司与股份公司销售商品产生的关联交易金额（亿元） .....	11
图 5：茅台云商上市之初一度较好的控制茅台批价在合理范围内波动 .....	12
图 6：i 茅台单季度收入及同比增速 .....	13
图 7：i 茅台收入占直营收入比重 .....	13
图 8：珍品茅台价格表现（元/瓶） .....	14
图 9：精品茅台价格表现（元/瓶） .....	14
图 10：散装茅台、原装茅台及飞天零售指导价（元/瓶） .....	14
图 11：茅台历史价格情况 .....	15
图 12：城镇居民每月可支配收入/茅台价格.....	16
图 13：2012-2014 年茅五泸收入及利润表现（亿元） .....	16
图 14：2023-2015 年茅五泸销量表现（吨） .....	17
图 15：2006-2019 年泸州老窖高端酒收入表现（亿元） .....	17
图 16：2015-2018 年头部企业收入增速表现 .....	17
图 17：飞天茅台渠道利润率 .....	18
表 1：茅台部分产品价格体系变动.....	6
表 2：贵州茅台直销及批发渠道量价拆分 .....	8
表 3：茅台电商&商超渠道建设推进整理 .....	10
表 4：茅台云商及“i 茅台”对比 .....	13
表 5：公司营收和利润敏感性分析（单位：百万元） .....	19

## 新周期，新起点：当前时点如何看茅台的变化

2026 年开年以来，贵州茅台在产品、渠道等方面发生了一系列变化，这一系列变化正对贵州茅台的长期发展产生重要影响。从渠道端来看，自 2026 年 1 月开始，贵州茅台将旗下官方数字销售平台“i 茅台”App 内首次上线普通飞天茅台（500ml/53 度），申购价格为 1499 元/瓶，这一变化拉开了本轮茅台改革的序幕。2026 年 1 月 12 日，公司董事会正式审议通过《2026 年贵州茅台酒市场化运营方案》，具体内容如下：

一是产品体系。回归贵州茅台酒“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%vol500ml 贵州茅台酒为主，飞天 53%vol1000ml、100ml 等其他规格贵州茅台酒为辅，以进一步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%vol500ml 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。

二是运营模式。由“自售+经销”的传统销售模式向“自售+经销+代售+寄售”多维协同的营销体系转变，以更好地适配、触达、转化消费需求。其中：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”。不同产品根据自身特点，采用适配的运营模式。

三是渠道布局。构建批发、线下零售、线上零售、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。根据“五大渠道”布局，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。

四是价格机制。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。当前自营体系零售价已在 i 茅台和自营店执行。主要包括：飞天 53%vol500ml 贵州茅台酒（2026），1499 元/瓶；飞天 53%vol500ml 贵州茅台酒（2024），1909 元/瓶；飞天 53%vol500ml 贵州茅台酒（2023），2019 元/瓶；飞天 53%vol500ml 贵州茅台酒（2022），2139 元/瓶；飞天 53%vol500ml 贵州茅台酒（2021），2299 元/瓶；飞天 53%vol500ml 贵州茅台酒（2020），2459 元/瓶；飞天 53%vol500ml 贵州茅台酒（2019），2649 元/瓶；飞天 53%vol1L 贵州茅台酒，2989 元/瓶；53%vol500ml 贵州茅台酒（精品），2299 元/瓶；53%vol500ml 贵州茅台酒（丙午马年）经典版，1899 元/瓶；53%vol500ml×2 贵州茅台酒（丙午马年）礼盒装，3789 元/盒；53%vol500ml 贵州茅台酒（丙午马年）珍享版，2499 元/瓶；53%vol500ml 陈年贵州茅台酒（15），4199 元/瓶；53%vol500ml 贵州茅台酒（鼓乐飞天），2699 元/瓶；飞天 43%vol 500ml 贵州茅台酒，829 元/瓶。

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。

从调整内容来看，本次改革涉及渠道、产品体系等多方面。我们认为，本次茅台调整将有助于进一步扩大茅台消费群体，夯实茅台渠道基础，助力公司穿越周期波动。从历史来看，茅台价格波动并非第一次，上一轮调整期茅台价格跌幅亦相对较大。但从上一轮来看，茅台通过价格的调整，顺利实现了销量基础盘的稳定，并在下一轮中周期中以更庞大的消费受众赢得先机。而从渠道来看，近年来公司持续丰富销售渠道网络，自营占比持续提升，本次“i茅台”上线普飞，进一步完善自身渠道结构的举措。而这一政策，目前也已经展现出较好的效果，数据显示，53%vol 500ml 贵州茅台酒上线第 9 日，“i茅台”新增用户已超 270 万，成交用户已超 40 万。

表 1：茅台部分产品价格体系变动（元/瓶，截至 2026 年 1 月 31 日）

产品	价格	原价	最新价
精品茅台	打款价	2969	1859
	零售价	3299	2299
茅台 15 年	打款价	5399	3409
	零售价	5999	4199
公斤茅台	零售价	3799	2989
	1935	打款价	798
43 度飞天	零售价	1188	738
	打款价	798	739
	零售价	1099	829

资料来源：Wind，财联社，长江证券研究所

本文将进一步复盘过去茅台的渠道和价格变迁历史，以探讨本轮茅台各项改革的潜在影响。

## 茅台渠道变迁历史：因地制宜，因时而动

茅台的渠道发展经历了多轮变迁，伴随着茅台在不同时代背景和行业环境下的成长而不断优化。我们总结茅台渠道的变迁历史，大体可以分为几个阶段：

- **1997 年之前：批条生产供应阶段。**这个阶段的茅台生产与供应具有浓厚的计划经济色彩，主要以政务特供为主。尽管 1988 年国家税务总局放开 13 种名酒的价格管制，但由于茅台处于供不应求的阶段，茅台的销售模式仍然以坐商为主，市场化程度相对较低。
- **1998-2005：渠道建设初期，以经销商+专卖店模式为主。**1997 年白酒行业步入第一轮调整，业绩大幅下滑使茅台开始转变销售模式，创建市场化的营销体系。截至 2000 年，贵州茅台已拥有经销商 300 多家，“经销商+专卖店”的模式已基本建成。

根据公司招股说明书，2001 年上市后公司拟在全国建立三个销售分公司和区域配送中心，并在重点城市建立专卖店与专卖柜，以形成自主的营销网络管理体系。

- **2006-2012：团购发力，直营起步。**随着专卖店数量的不断扩张，部分终端出现低价出售的市场恶性竞争。2005 年贵州茅台决定停止新设专卖店，加强现有专卖店的管理。另外，茅台开始为大型企业等消费意见领袖定制茅台酒，团购业务也因此发展迅速，同时也奠定了茅台的品牌势能。2012 年，茅台销售公司在全国 31 个省会城市及直辖市建立全资自营公司，茅台酒的自营渠道正式步入历史舞台。
- **2013-2014：放开加盟渠道。**2012 年行业陷入深度调整期，茅台业绩也出现大幅降速。为应对调整压力，茅台放开加盟权。通过加盟权的放开，茅台在行业调整期依然保持了收入正增长。同时，公司成立电商公司，继续加码直营渠道。
- **2015 至今：直营加码，渠道运作精细化。**经历行业的深度调整后，白酒消费结构转向大众消费为主，茅台也进一步下沉渠道、进行渠道的精细化运作，以适应大众消费的崛起。同时，茅台进一步加大直营渠道的建设，直营比例稳中有升。

## 直营渠道是公司成长的重要推力

目前，茅台已经形成多元化的渠道布局，自营店、经销商、商超电商等渠道体系均已相对较为完善，其中自营渠道近年来爆发出较强的发展潜力。2024 年，公司直营渠道实现收入 748.43 亿元，同比增长 11.32%，占公司收入比重达到 43.87%，维持高位。其中，i 茅台实现收入 200.24 亿元，同比下降 10.15%，i 茅台占直营比重达到 26.75%。从量价拆分来看，2024 年茅台批发代理收入（包含经销商、电商商超等）957.69 亿元，同比增长 19.73%，其中实现销量 65111 吨，同比增长 12.96%，批发吨价 147.09 万元/吨，同比增长 5.99%；直销渠道销量 18222 吨，同比增长 16.55%，直销吨价 410.73 万元/吨，直销渠道相比批发渠道溢价明显。

2025 年前三季度公司直营渠道实现收入 555.55 亿元，同比增长 6.86%，占公司收入比重达到 43.27%，维持高位。其中，i 茅台实现收入 126.92 亿元，同比下降 14.05%，i 茅台占直营比重达到 22.85%。

未来，茅台酒预计仍将进一步优化渠道结构，推进精细化渠道建设，加大直营比例。一方面，直营吨价相比于批发渠道存在较高的溢价率，加大直营比例一定程度有助于提高盈利弹性。同时，直营渠道以及渠道精细化的建设，有助于提升消费者接触体验、塑造茅台品牌形象，从长期来看是茅台品牌发展的必由之路。

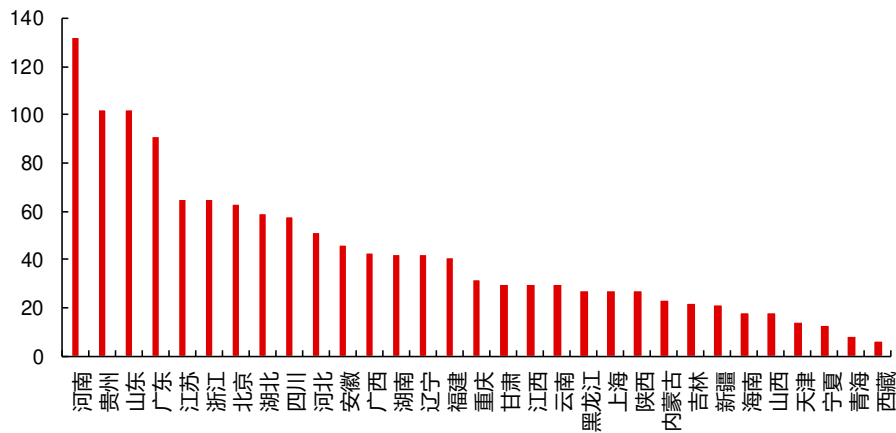
表 2: 贵州茅台直销及批发渠道量价拆分

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
直销收入 (亿元)	35	62	44	72	132	240	493.79	672.33	748.43
同比增速	77%	79%	-30%	66%	83%	81%	105%	36%	11%
批发收入 (亿元)	354	519	692	781	816	820	743.94	799.86	957.69
同比增速	15%	47%	33%	13%	4%	0.55%	-9.31%	7.52%	19.73%
合计 (亿元)	<b>388.41</b>	<b>581.69</b>	<b>735.65</b>	<b>853.45</b>	<b>948.22</b>	<b>1,060.59</b>	<b>1,237.72</b>	<b>1,472.19</b>	<b>1,706.12</b>
直销收入占比	8.97%	10.74%	5.95%	8.49%	13.96%	22.66%	39.89%	45.67%	43.87%
批发收入占比	91.03%	89.26%	94.05%	91.51%	86.04%	77.34%	60.11%	54.33%	56.13%
直销销量 (吨)	<b>1983.2</b>	<b>3673.33</b>	<b>2371.68</b>	<b>2651.84</b>	<b>3,932.08</b>	<b>5,735.70</b>	<b>11,186.57</b>	<b>15,634.95</b>	<b>18,221.93</b>
同比增速	106%	85%	-35%	12%	48%	46%	95%	40%	17%
批发销量 (吨)	<b>34961.2</b>	<b>56435</b>	<b>59866.7</b>	<b>61993.5</b>	<b>60,123.80</b>	<b>60,702.99</b>	<b>56,989.75</b>	<b>57,639.09</b>	<b>65,110.83</b>
同比增速	32%	61%	6%	4%	-3%	0.96%	-6.12%	1.14%	12.96%
合计 (吨)	36944.36	60108.36	62238.41	64645.3	64055.88	66438.69	68176.32	73274.04	83332.76
直销销量占比	5.37%	6.11%	3.81%	4.10%	6.14%	8.63%	16.41%	21.34%	21.87%
批发销量占比	94.63%	93.89%	96.19%	95.90%	93.86%	91.37%	83.59%	78.66%	78.13%
直销吨价 (万元)	<b>175.72</b>	<b>170.07</b>	<b>184.50</b>	<b>273.34</b>	<b>336.73</b>	<b>418.94</b>	<b>441.41</b>	<b>430.02</b>	<b>410.73</b>
同比增速	-14.16%	-3.22%	8.49%	48.15%	23.19%	24.42%	5.36%	-2.58%	-4.48%
批发吨价 (万元)	<b>101.13</b>	<b>92.00</b>	<b>115.57</b>	<b>125.97</b>	<b>135.69</b>	<b>135.13</b>	<b>130.54</b>	<b>138.77</b>	<b>147.09</b>
同比增速	-12.48%	-9.03%	25.62%	9.00%	7.71%	-0.41%	-3.40%	6.31%	5.99%
平均吨价 (万元)	<b>105.13</b>	<b>96.77</b>	<b>118.20</b>	<b>132.02</b>	<b>148.03</b>	<b>159.63</b>	<b>181.55</b>	<b>200.92</b>	<b>204.74</b>
同比增速	-11.40%	-7.95%	22.14%	11.69%	12.13%	7.84%	13.73%	10.67%	1.90%
直销对批发的溢价率	73.76%	84.85%	59.65%	116.98%	148.16%	210.02%	238.15%	209.88%	179.25%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

目前, 茅台线下专卖店和自营门店渠道建设布局已经相对完善。截至 2026 年 1 月 15 日, 根据公司官网披露的门店情况, 公司拥有 42 家国内自营网点, 1348 家国内专卖网点, 119 家国际渠道商, 覆盖全国大部分市场。从专卖店的布局来看, 茅台专卖店覆盖 31 个省市自治区, 其中河南、广东、贵州三个省份的专卖店数量超过 100 家。

图 1：茅台国内专卖店分布（家）

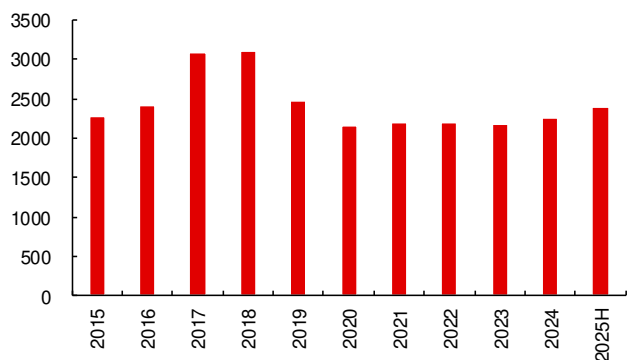


资料来源：公司官网，长江证券研究所

其中，经销商渠道作为茅台最重要的渠道之一，对茅台的品牌宣传、营销网络建设等起到了重要作用。截至 2025 年上半年，贵州茅台拥有 2395 家经销商（含系列酒），经销商体系相对较为庞大，构成茅台持续发展的渠道根基。近年来，茅台持续优化经销商体系，完善经销商队伍，从经销商的招商及退出来看，目前茅台经销商体系已基本趋于稳定，未来将继续赋能茅台发展。

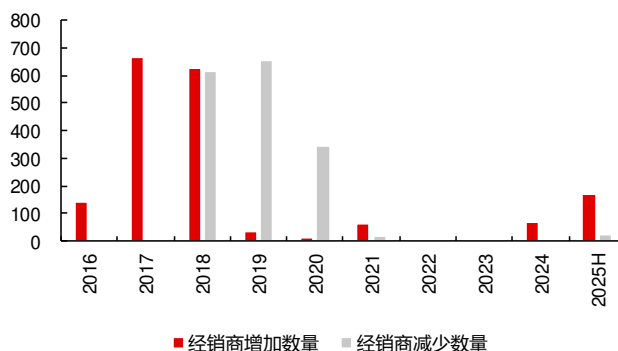
从 2022 年以来，茅台经销商结构已经基本趋于稳定，经销商退出数量较少，增加的经销商亦以系列酒经销商为主，公司高端产品经销商体系较为稳定。

图 2：贵州茅台经销商数量（家）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 3：贵州茅台经销商进入及退出数量（个）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

从 2011 年茅台建立自营店开始，茅台便开始持续建设直达消费者的渠道，其中外部电商及商超是茅台重要的销售渠道之一，近年来茅台持续加大电商及商超等渠道建设力度。电商及商超作为平价销售茅台的重要渠道，对茅台触达消费者、稳定价格体系起到了重要的作用。2014 年茅台电商公司成立，2019 年以来茅台持续加大电商、商超的招标力度，2022 年茅台推出自有电商平台“i 茅台”，茅台的电商渠道布局再上台阶。

表 3: 茅台电商&amp;商超渠道建设推进整理

时间	直销推进事件
2011年7月-12月	全国首批13家自营店落地
2014年	贵州茅台斥资1亿元成立贵州茅台集团电子商务股份有限公司,其中贵州茅台集团持股40%,茅台股份持股25%。
2018年12月28日	1228经销商大会:大体上会有100余家经销商被取消资格。今后一段时期,茅台酒将不再新增专卖店、特约经销商、总经销商。与此同时,茅台酒将重点扩大直销渠道,推进营销扁平化。
2019年4月	<b>商超卖场招商第一批启动,计划选择全国性3家服务商和3家贵州省服务商;6月21日公示招标结果:</b> 3家全国性商超为华润万家、大润发、物美,分别获得150吨、130吨、120吨,总计400吨的飞天茅台酒配额。
2019年7月	<b>茅台再面向全国招商,拟选择3家电商供应400吨飞天茅台</b> ,按照综合排名先后顺序分别为170吨、130吨、100吨。
2019年9月	<b>茅台对上海Costco超市增量5吨配额</b> ,看中其会员机制。 茅台酒首批全国商超招商结果出炉,华润万家、大润发、物美等商超巨头拿下茅台酒经销资格。同时,茅台酒首批贵州本地商超三家入围。六家共获得600吨配额。
2020年1月	截至1月18日茅台已确认19家区域性KA卖场服务商,2020年将在10个区域精准投放飞天茅台产品,深化与区域性KA卖场合作,每个区域性卖场的配额为40吨或10万瓶。
2020年10月	截至10月底,茅台已和68家直销渠道商合作,包括电商、商超卖场、国资企业、烟草连锁等领域的优质企业。
2020年12月	天猫、苏宁易购、京东三大电商平台纷纷宣布加大1499元/瓶的茅台投放量。据统计,三大平台共有150万瓶茅台在12月供消费者抢购。
2021年4月	贵州茅台酱香系列酒2021年度电商经销商联谊会第一次会议召开。天猫、京东、苏宁等电商平台行业专家应邀参会。会议要求,要毫不动摇地做好市场基础建设和消费者培育工作,毫不动摇地加强品牌塑造、提升品牌影响力;要杜绝粗放式扩张,盲目增加市场投入,坚决查处执行过程中的投机心理和侥幸心理;要精准货物走向、严查违规行为、明确考核办法。
2021年8月	“贵州茅台酒销售有限公司”公众号重新开通预约茅台。
2022年3月	茅台官方电商平台i茅台上线试运行,可预约申购4款产品:53度500ml贵州茅台酒(壬寅虎年)、53度500ml茅台1935、53度375ml*2(壬寅虎年)、53度500ml贵州茅台酒(珍品)。
2022年5月	“i茅台”进入正式运营阶段。5月19日,i茅台全国共投放各系列酒合计23444瓶,总申购人数超281万人,总申购次数超663万人次,中签率仅约为0.35%。
2024年初	2024年初,i茅台π社区上线,将数千家门店汇聚到平台上分享茅台产品及文化,发布线下活动,推动经销商“触网”。
2026年初	i茅台上线500ML普飞,并对其他系列产品进行价格调整。

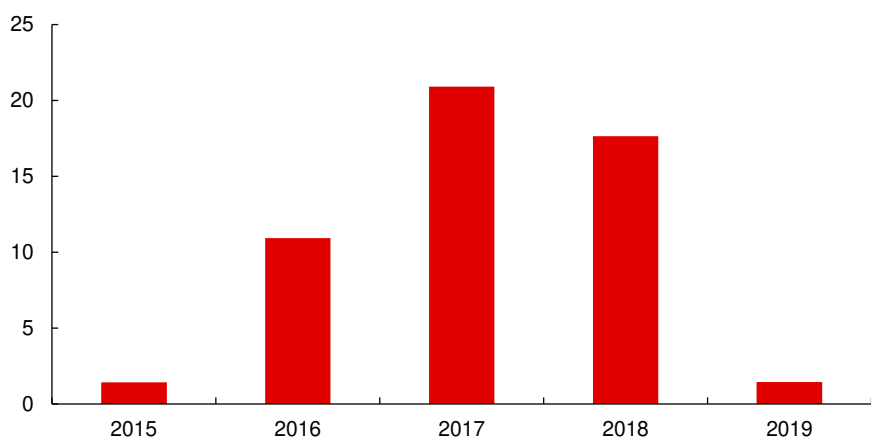
资料来源:公司公告,21世纪经济报道,商业观察,证券时报,华商网,每经网,中国酒业,美酒招商网,微酒,国际金融报,酒业家,长江证券研究所

## “i 茅台”持续优化，茅台电商渠道再发力

2022 年 3 月 31 日，茅台官方电商平台“i 茅台”上线试运营，茅台的电商渠道建设再发力。“i 茅台”上线后表现火爆，刚上线即登顶苹果 App Store 购物类 APP 排行榜首，位列免费 APP 排行榜第三。通过“i 茅台”，消费者可预约申购 4 款产品：53 度 500ml 贵州茅台酒（壬寅虎年）、53 度 500ml 茅台 1935、53 度 375ml\*2（壬寅虎年）、53 度 500ml 贵州茅台酒（珍品）。

“i 茅台”并非茅台自建电商的首次尝试，早在 2014 年茅台便成立了自己的电子商务公司（其中贵州茅台集团持股 40%，茅台股份持股 25%，习酒公司持股 13%，茅台集团技术开发公司持股和茅台集团保健酒公司各持股 10%，集团葡萄酒公司持股 2%），2016 年 6 月上线试运营。2017 年 8 月全面启动，并以扣减茅台酒供应量、暂缓 2018 年合同签订等手段来推动政策执行。根据《关于全面启用茅台云商平台的通知》的要求，2017 年 12 月 31 日前，凡在云商平台上交易量超过未执行茅台酒合同量 30% 以上的云商网点，公司将根据实际情况予以奖励；凡交易量未超过 30% 的云商平台将按比例扣减 2018 年茅台酒合同计划；已经开通云商平台但是尚未交易的云商网点即日启用平台交易，而在 9 月 30 日前尚未开通云商网点的经销单位，将暂停业务办理，暂缓 2018 年合同签订。

图 4：贵州茅台电子商务公司与股份公司销售商品产生的关联交易金额（亿元）



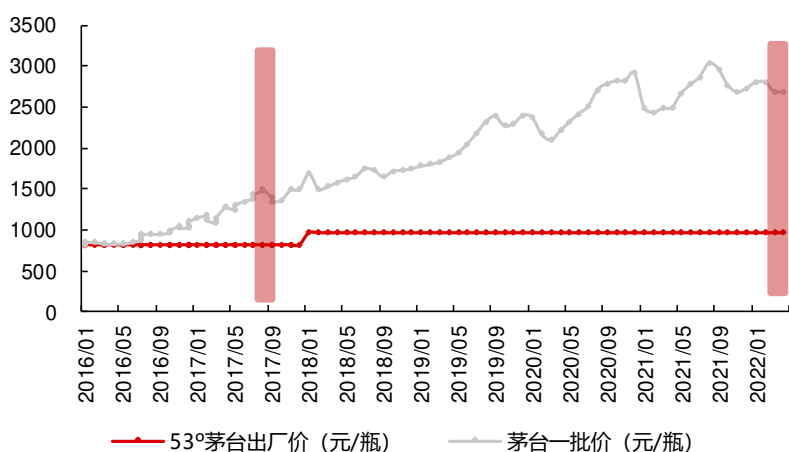
资料来源：公司公告，长江证券研究所

茅台云商的上线，一方面通过平价茅台的投放，较好的维持茅台价格体系在合理范围内波动，另一方面，茅台云商有助于帮助茅台实现品牌资产数字化，通过大数据形成供需的精确匹配。如茅台云商的大数据监测系统可以实时显示茅台各产品在全球各地的销售情况，每完成一笔订单，消费者的姓名、电话、所在地等信息就会滚动出现在大屏幕上，这些信息便成为茅台进行消费者行为分析的基础，而这些都是茅台行之长远、紧抓消费者行为变化的重要武器。

2017 年 8 月茅台云商全面启动之初，一度较好的控制茅台批价的持续上涨。2016 年白酒行业初步走出阴霾，需求回暖，茅台批价亦随之进入上涨通道，从 2016 年初的 800 元出头，持续上涨至 2017 年初的 1500 元左右。2017 年 8 月份茅台云商全面启动，要

求经销商将未执行茅台酒合同量 30%以上配额用于云商销售，销售价格为平价销售 1299 元/瓶)。茅台云商上市之初一度较好的控制茅台批价的持续上涨，批价从 1500 元左右的高点回落至 1350 元左右。但由于当时技术条件、行业环境等因素的影响，本轮控价效果并不持久。茅台云商采取先到先得的申购方式，导致部分黄牛通过一些技术手段，在茅台抢购中具备优势，茅台在供给端和真实消费者之间的匹配逐步失效，茅台云商的控价功能逐渐减弱。

图 5: 茅台云商上市之初一度较好的控制茅台批价在合理范围内波动



资料来源：今日酒价，长江证券研究所

因此，本轮茅台电商的一个重要命题即在于如何实现供给和消费者真实需求的匹配，我们认为，目前技术条件已较为成熟，“i 茅台”有望实现这一匹配目标。目前“i 茅台”“一人一码”实名注册，而且一改很多电商“抢时间”的做法，在一小时内先广泛登记。登记时间结束后，再由大数据平台随机甄选。同时甄选环节由区块链技术支持，并由第三方公证机构存档备查。申购环节准入平等，筛选环节公正公开，一方面有助于保证茅台申购的公平性，降低黄牛的技术优势；另一方面随着“i 茅台”运行，茅台数字资产将不断积累，助力茅台在未来不断精准识别真实消费者，达到更好的供需匹配。

纵观茅台云商及“i 茅台”，我们认为“i 茅台”在保留数字资产整理、稳定价格体系等功能基础之上，将继续升级相关功能。从“i 茅台”的运行过程来看，仍将延续试运行的步骤。具体来看，2022 年 3 月 31 日至 5 月 19 日，“i 茅台”进行试运行，以“新产品、新渠道、新平台”的定位，全面测试“i 茅台”的易用性、稳定性和可靠性。相比于茅台云商，“i 茅台”在消费者体验感、购买程序规范性、文化宣传等方面均有所补足，因此，本轮茅台电商的发展有望成为茅台渠道建设进程中重要的一笔。

表 4: 茅台云商及“i 茅台”对比

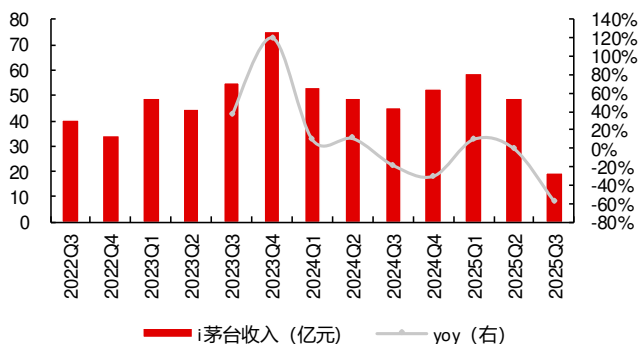
	茅台云商	i 茅台
试运行时间	2016.5	2022.3
正式运营时间	2017.8	2022.5
推出背景	2014 年-2015 年茅台连续收入利润低增长，仍处于恢复初期	2021 年茅台收入同比增长 12%，2022 年规划收入增长 15% 左右，
申购方式	先到先得，卖空为止	“一人一码”实名注册，而且一改很多电商“抢时间”的做法，在一小时内先广泛登记。登记时间结束后，再由大数据平台随机甄选。而且，甄选有区块链技术支持，并由第三方公证机构存档备查。
货物来源	经销商配额及自营店	经销商配额及自营店
经销商上线配额	未执行茅台酒合同量 30%以上	未定
界面升级	一小时的销售时间之外，i 茅台页面更新不断，从预约倒计时、预约数及申购数及时公布，到因疫情不能抵达全部区域的致歉，互动意识空前。i 茅台还增加了珍品茅台酒的启动仪式视频、茅台酒厂地理文化介绍等等内容。	

资料来源：茅台时空，长江证券研究所

## 现阶段茅台价格接近零售指导价，渠道改革正当时

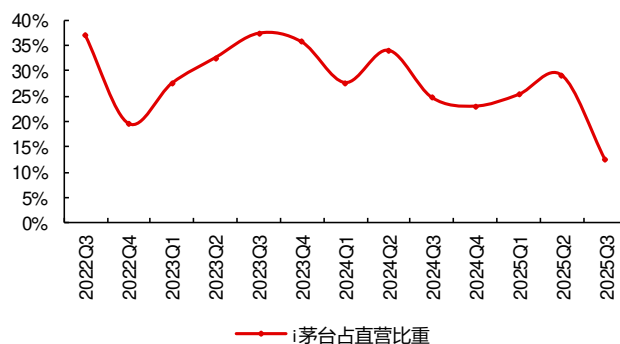
从 i 茅台推出以来，对茅台自营渠道做出了长足贡献。2022-2024 年“i 茅台”收入分别为 118.83 亿元、223.74 亿元、200.24 亿元，占直营收入比重分别为 24.06%、33.28%、26.75%，2025 年前三季度“i 茅台”实现收入 126.92 亿元，同比下降 14.05%， “i 茅台”占直营比重达到 22.85%。受茅台价格波动的影响，随着部分茅台产品价格跌破过去零售指导价，“i 茅台”套利空间消失，其销售开始部分承压，自 2024Q3-2025Q3，五个季度中有四个季度“i 茅台”收入表现为负增长。

图 6: i 茅台单季度收入及同比增速



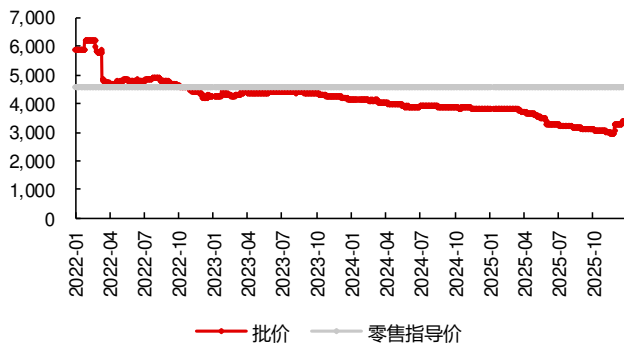
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7: i 茅台收入占直营收入比重



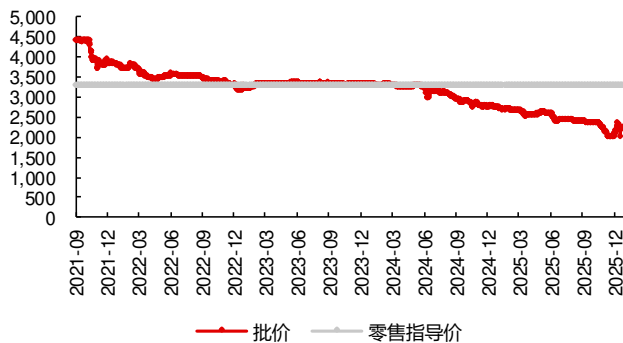
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：珍品茅台价格表现（元/瓶）



资料来源：今日酒价，长江证券研究所

图 9：精品茅台价格表现（元/瓶）

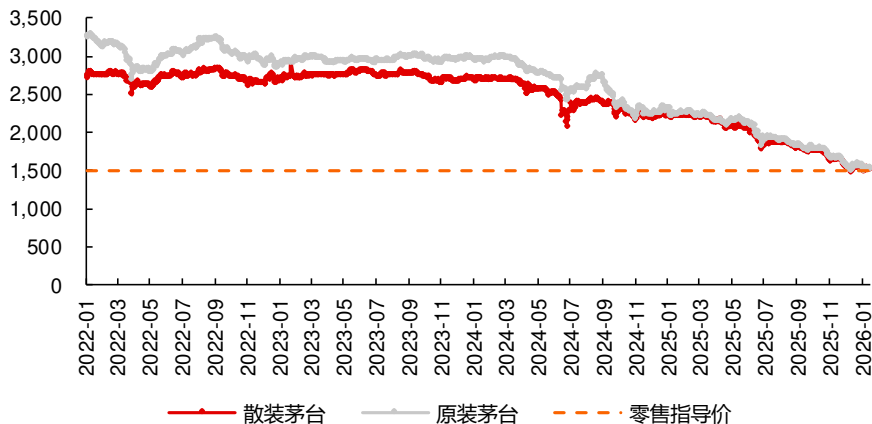


资料来源：今日酒价，长江证券研究所

当下来看，飞天茅台价格已经逐步接近 1499 元的零售指导价，普飞上线“i 茅台”正当其时。茅台酒长期以来在销售领域的非市场化导致供需不匹配，普通消费者难以公平、便捷、保真购酒。叠加行业深度调整与消费趋势转变，市场化转型已成为茅台不可避免的“必答题”。“i 茅台”上线以来的数据说明，市场上存在大量真实消费需求，只是没有充分匹配并被有效触达和激发。

数据显示，53%vol 500ml 贵州茅台酒上线第 9 日，“i 茅台”新增用户已超 270 万，成交用户已超 40 万，这样的触达能力和效率，线下渠道同等条件下难以企及，i 茅台触达的用户大部分不是原有渠道中的核心客户，而是过去渠道难以覆盖未曾触达的真实消费者。“i 茅台”的良好运营，可以促进构建一个线上线下融合的渠道生态。线上激发“新需求”，线下承担“转化和服务”。激发出来的消费者，可以通过渠道商的服务能力和运营能力将之留下来并转化为长期客户。未来的分工逻辑就是线上管效率、管触达，线下管转化、管服务，最终形成一个线上线下融合、以消费者为中心的良好渠道生态，同时“i 茅台”还可以促进经销商转型发展。

图 10：散装茅台、原装茅台及飞天零售指导价（元/瓶）



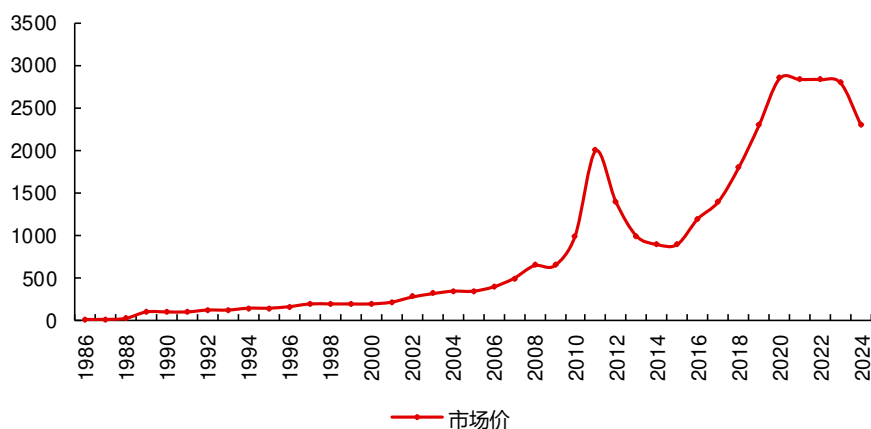
资料来源：今日酒价，长江证券研究所

## 茅台价格历史变动：以价格波动穿越周期

### 茅台价格变动历史回顾

自 1986 年以来，我们观察到茅台价格在大多数时间内均处于上涨趋势，其中仅在 2011-2014 年间以及 2021-2025 年有所下跌。从涨跌幅来看，1986-2000 年间茅台价格涨幅超过 10 倍，2000-2011 年茅台价格亦达成 10 倍涨幅。整体来看，茅台价格历史表现卓越，从 1986 年至 2024 年，茅台价格年均涨幅达到 13.6%，若按照当下 1520 元/瓶的价格算，1986 年至今茅台价格年均涨幅亦达到 12% 左右。

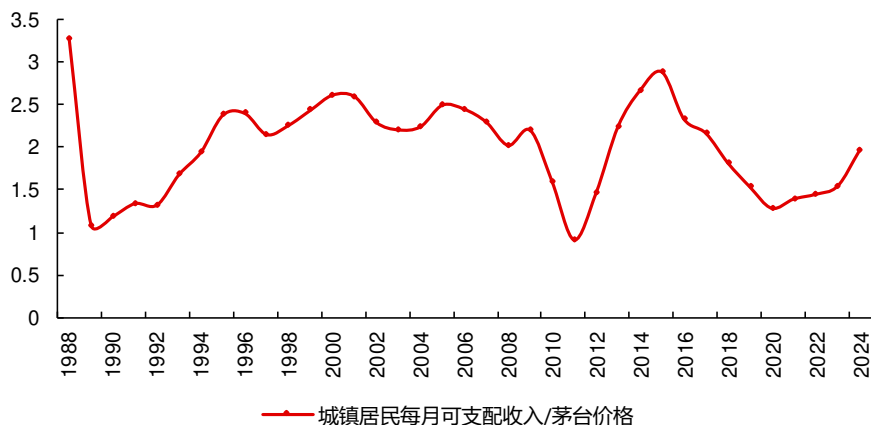
图 11：茅台历史价格情况（元/瓶）



资料来源：茅酒快讯，今日酒价，长江证券研究所

但从茅台的相对价格来看，整体仍有一定的波动。我们用城镇居民每月可支配收入/茅台价格，来衡量茅台的相对价格。这一指标呈现出一定的周期性波动，1990-2000 年之间，尽管茅台价格持续上涨，但城镇居民每月可支配收入/茅台价格这一指标持续向上，表明茅台价格涨幅并未跑赢居民收入。2000-2005 年这一指标基本维持高位震荡，2006-2010 年这一指标持续下行，表明茅台价格涨幅持续跑赢居民收入涨幅。2011-2015 年，这一指标快速向上，主要系茅台价格持续下行而居民收入稳定增长。2016-2020 年，随着居民消费升级的展开，叠加 2012-2015 年间茅台通过降价较好的完成社会库存去化，茅台价格涨幅开始显著跑赢居民收入。

图 12: 城镇居民每月可支配收入/茅台价格

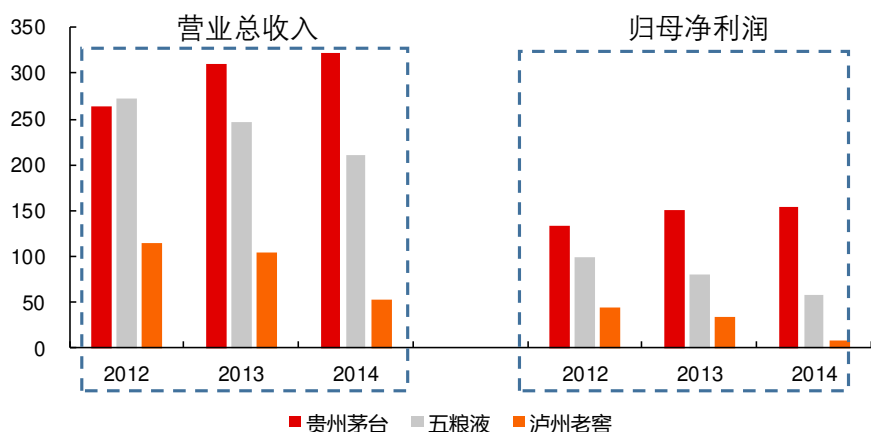


资料来源: Wind, 茅酒快讯, 今日酒价, 长江证券研究所

由于数据可得性的问题, 我们主要分析对比 2011-2015 年这一轮的指标变化, 其中主要是 2013-2015 年间的变化。受相关政策的影响, 2013-2015 年白酒行业增长显著承压, 尤其是高端白酒增长承压。从营业总收入来看, 相比 2012 年, 2014 年贵州茅台、五粮液、泸州老窖的营业总收入变动幅度分别为 22%、-23%、-54%, 归母净利润的变动幅度分别为 15%、-41%、-80%, 贵州茅台表现出显著的穿越周期的能力。

究其原因来看, 我们认为核心即在于茅台过去积累的强大品牌基础、渠道利润空间, 以及在行业环境变化下公司通过及时的价格策略调整, 扩大自己的消费群体, 实现销量和业绩的相对稳定。

图 13: 2012-2014 年茅五泸收入及利润表现 (亿元)

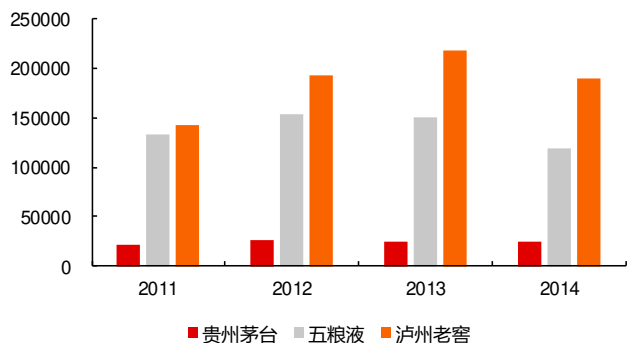


资料来源: Wind, 长江证券研究所

其中, 从量价角度来看, 相比 2012 年, 2014 年贵州茅台、五粮液、泸州老窖的总销量变动幅度分别为 -6%、-22%、-2%, 泸州老窖销量表现相对稳定, 主要系中低端产品放量; 从均价角度来看, 相比 2012 年, 2014 年贵州茅台、五粮液、泸州老窖的均价变动幅度分别为 27%、-1%、-55%, 泸州老窖高端产品系列收入从 2012 年的 75.64 亿元大

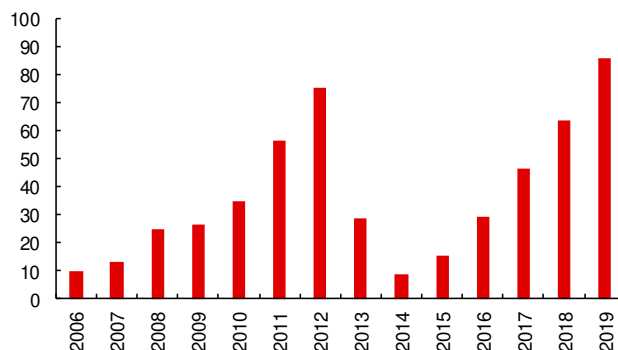
幅下降至 2014 年的 8.98 亿元。上一轮调整期，茅台的量价策略已经充分证明其市场有效性。

图 14：2011-2015 年茅五泸销量表现（吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

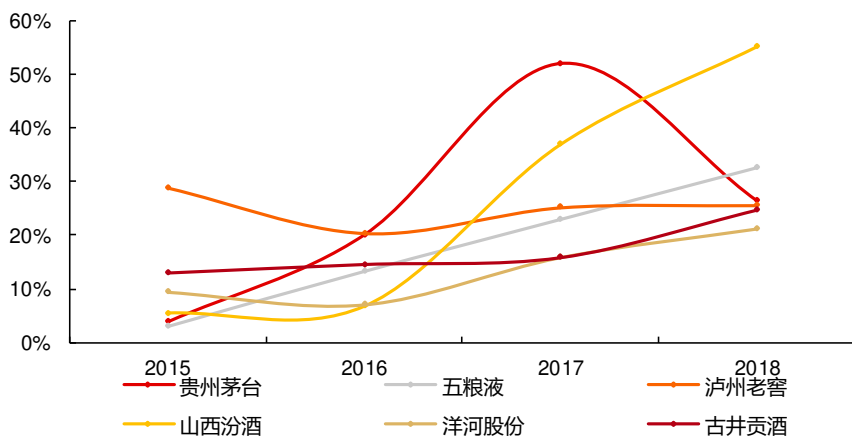
图 15：2006-2019 年泸州老窖高端酒收入表现（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

而随着 2015 年后，行业库存逐步出清至低位，叠加终端需求的逐步改善，市场批价、业绩、估值等迎来逐步修复。但在本轮调整期中，茅台凭借自身的量价策略，成功扩大了消费群体，随着终端需求的改善，茅台亦最先迎来业绩的爆发。2016 年，茅台收入增速 20.1%，在头部企业中增速仅略微落后于泸州老窖，2017 年，贵州茅台收入增速 52.07%，增速显著领先于其他头部公司，展现出较强的业绩爆发性。

图 16：2015-2018 年头部企业收入增速表现



资料来源：Wind，长江证券研究所

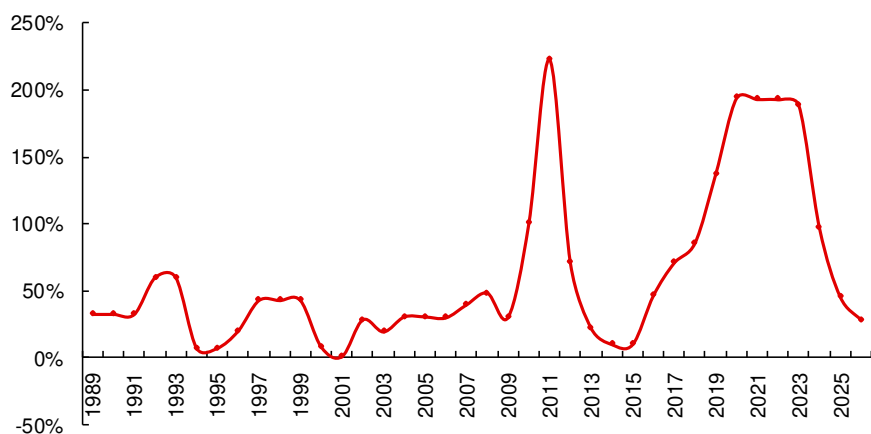
## 当前时点如何看茅台价格

我们认为，“i 茅台”上线普飞对市场价格冲击相对有限，“i 茅台”的运行不会增加供给总量，而是打破原有封闭圈层，通过合理的投放节奏，持续、稳定地让产品直接接触真实消费者，更有利于推动市场稳定。“i 茅台”的根本目的是解决触达和效率，摸清真实的消费边界。在防止炒作、供需适配、市场稳定三条原则下，“i 茅台”实行动态投放，让产品直达消费端，有助于建立良好的渠道生态。

短期看，我们认为茅台价格短期内有望实现窄幅震荡，底部具备多重支撑：

- ✓ 茅台对陈年茅台、公斤茅台等产品收缩供给量，行业整体供给压力减轻；
- ✓ 需求端来看，随着政策发力，有望逐步迎来触底复苏；
- ✓ 目前渠道利润率已经降至历史低位，经销商成本线有望形成对批价的有力支撑。

图 17：飞天茅台渠道利润率



资料来源：国酒快讯，今日酒价，长江证券研究所

## 风险提示

1、宏观经济波动导致需求修复不及预期。酒类行业需求与宏观经济相关度较高，其中大众消费与居民收入及消费者信心指数相关，商务宴席消费与投资活跃度相关度较高，宏观经济的波动可能对大众消费需求及商务宴席消费需求造成一定影响。

2、市场价格大幅波动导致渠道积极性受损。目前行业处于供需紧平衡阶段，供给端的持续扩张或需求端恢复不及预期，均有可能导致行业的价格波动，价格的大幅度波动可能会对渠道积极性造成损害。

3、行业竞争加剧导致公司盈利能力受损。白酒行业仍处于调整期，行业竞争格局可能发生变化。如果行业竞争进一步加剧，酒企的促销费用可能会进一步增加，进而影响盈利能力。

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业及公司情况做了一系列假设。公司仍处于库存和产品的调整阶段，如果公司调整期费用投放力度持续加大或调整情况不及预期，可能影响公司业绩表现。预计公司 2025、2026 年营收 1829 亿元、1862 亿元，增速 5.1%、1.8%；归母净利润 913 亿元、930 亿元，增速 5.8%、1.9%。

若上述假设不成立或者不及预期，则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若竞争格局持续加剧，公司调整情况不及预期，假设极端悲观情况下；公司 2025、2026 年收入增速分别低至 4.5%、0.3%，销售费用率分别为 3.2%、3.2%，则对应测算归母净利润同比增速将分别为 4.7%、0.2%。

表 5：公司营收和利润敏感性分析（单位：百万元）

	基准情形			悲观情形		
	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
营业收入	174144	182942	186178	174144	181915	182387
YOY	15.66%	5.05%	1.77%	15.66%	4.46%	0.26%
销售费用率	3.24%	3.20%	3.10%	3.24%	3.20%	3.20%
归母净利润	86228	91266	92976	86228	90248	90389
YOY	15.38%	5.84%	1.87%	15.38%	4.66%	0.16%

资料来源：Wind，长江证券研究所



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。