

贵州茅台 (600519)

营销改革复盘专题：笃行不怠，臻于至善

买入 (维持)

2026年03月03日

证券分析师 苏轶

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

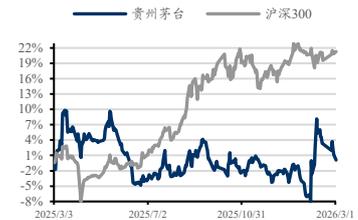
证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	150,560	174,144	183,022	185,125	194,493
同比 (%)	18.04	15.66	5.10	1.15	5.06
归母净利润 (百万元)	74,734	86,228	90,107	90,139	93,980
同比 (%)	19.16	15.38	4.50	0.04	4.26
EPS-最新摊薄 (元/股)	59.68	68.86	71.96	71.98	75.05
P/E (现价&最新摊薄)	24.13	20.91	20.01	20.01	19.19

股价走势



投资要点

- 茅台营销改革复盘：从“渠道为王”到“消费者为中心”。**过去二十余年，茅台的营销改革可以划分为5个阶段，改革特点可总结为“危机阶段倒逼渠道多元化建设，景气阶段重视加强直营化掌控”。历次营销改革，均伴随新渠道、新营销方式的开拓，其本质是服务于新消费群体的扩张。2024年以来，公司营销变革从完善渠道建设迈向重构营销方式，通过多元化产品、场景化营销、专业化服务力求实现消费者触达广度和消费者绑定深度，最终达到从“渠道为王”到“消费者为中心”的本质跨越。
- 做精产品：明确金字塔型产品矩阵，建立“随行就市、动态调整”的价格机制。**1) 产品矩阵：伴随非标产品市场基础逐步成熟，茅台产品战略从早先的“一品为主，多品开发”转变为“构建金字塔型产品矩阵”，即塔基以普茅为核心，巩固优势；塔腰聚焦精品酒、生肖酒等产品，普茅、精品均定位开瓶场景，为核心大单品，生肖则突出收藏属性；塔尖则由陈年酒、文化类产品构成，强调稀缺价值与文化属性。2) 价格机制：2026年，公司发布《茅台酒市场化运营方案》，贴合市场行情调整多款主要产品的自营零售价，并建立“随行就市、相对平稳、动态调整”的价格机制。伴随自营体系销售占比持续提升，零售指导价的价格锚作用将更加凸显，同时更多消费者向官方渠道回流，也将挤压假货、黄牛的生存空间，帮助平抑茅台市场价格的炒作波动。
- 做强渠道：多渠道协同互补，市场化适配需求。**为适应饮酒客群、场景及服务转型，公司在渠道载体方面主要聚焦于解决渠道协同度与消费者触达要求不匹配的问题，2026年明确统筹各类渠道发挥各自优势，“线上管效率、管触达，线下管转化、管服务”。① 直销渠道，作为以指导价销售的重要零售窗口，销量放大有助于稳定价格秩序、扩大零售客户触达面。② 经销渠道，其价值在于背后的优质团购资源及线下服务网络，公司通过茅台酒价格体系的动态调整，也可倒逼经销商从产品结构和服务溢价方面寻求超额利润。
- 改革展望：产品组合平滑收入波动，多元渠道帮助客群破圈。**构建金字塔型产品矩阵、拉升直销渠道收入占比，是高端品牌兼顾收入规模与稀缺价值、提升市场秩序掌控的共通选择，我们看好茅台本轮改革举措进一步强化品牌高端站位。此外，公司以新渠道、新营销触达新增客群，例如设立4师1馆长加强白酒品饮文化传播、打造低度品饮场所以适应年轻化消费场景等，期待未来相应加强新商务及年轻群体的培育转化。
- 盈利预测与投资建议：公司2026年调整方向务实、思路清晰，多元、扁平的“森林式”渠道生态有助于更好挖掘民间需求，价格体系随行就市、防止炒作也有利于动销筑底企稳。**我们微调2025~2027年归母净利润预测为901、901、940亿元，同比+4.5%、+0.0%、+4.3%，当前市值对应PE为20.0、20.0、19.2x，维持“买入”评级。
- 风险提示：白酒消费需求不及预期，白酒价格波动过大，行业竞争加剧，库存去化不及预期而业绩下修超预期。**

市场数据

收盘价(元)	1,440.11
一年最低/最高价	1,322.01/1,657.99
市净率(倍)	7.02
流通A股市值(百万元)	1,803,406.86
总市值(百万元)	1,803,406.86

基础数据

每股净资产(元,LF)	205.28
资产负债率(% ,LF)	12.81
总股本(百万股)	1,252.27
流通A股(百万股)	1,252.27

相关研究

《贵州茅台(600519): 2026 加速营销转型，多元渠道构建更进一步》

2025-12-31

《贵州茅台(600519): 量价调控思路清晰，长期韧性值得信赖》

2025-12-14

内容目录

1. 茅台酒营销改革复盘：从“渠道为王”到“消费者为中心”	4
2. 做精产品：明确定位，优化结构	7
2.1. 产品矩阵：从单一大单品到“金字塔产品矩阵”	7
2.2. 产品推新：贴近需求周期，强化场景链接.....	8
2.3. 价格机制：随行就市，动态调整.....	9
3. 做强渠道：协同互补，适配需求	12
3.1. 全渠道融合发展，充分发挥各自优势.....	12
3.2. 做实自营渠道零售功能，提升渠道管控效率.....	13
4. 改革展望：产品组合平滑收入波动，多元渠道帮助客群破圈	14
5. 盈利预测与投资评级	15
6. 风险提示	16

图表目录

图 1:	贵州茅台直销收入占比变化.....	6
图 2:	茅台营销改革梳理.....	7
图 3:	茅台酒产品矩阵.....	7
图 4:	茅台酒产品价格定位一览.....	8
图 5:	2012 年以来主要新品上市时间及价格一览.....	9
图 6:	2008 年以来普茅出厂价及指导零售价调整一览.....	10
图 7:	2026 次新飞天指导零售价及价差对比.....	10
图 8:	近年普飞产量及销量保持低速增长.....	11
图 9:	高净值人群人均月度销量持续回落.....	11
图 10:	高端酒茅台销量占比变化.....	11
图 11:	高端产品价格涨幅对比.....	11
图 12:	茅台批价波动强于整体通胀水平.....	12
图 13:	散茅批价:城镇居民人均月度收入回落至约 30%.....	12
图 14:	i 茅台注册用户数量变化.....	12
图 15:	i 茅台月度日活用户变化.....	12
图 16:	高端品牌渠道体系对比: 贵州茅台 vs 雅诗兰黛.....	13
图 17:	普茅各类销售渠道示意图.....	13
图 18:	2012 年以来茅台酒渠道调控动作梳理.....	14
图 19:	高端品牌销售收入及直销占比对比.....	14
图 20:	高端品牌的产品分层设置.....	14
图 21:	茅台动态 PE 变化.....	16
表 1:	贵州茅台各阶段营销改革梳理.....	4
表 2:	贵州茅台股份公司历任高管梳理.....	6
表 3:	茅台营销改革梳理.....	10
表 4:	我国高净值人群数量、财富与高端白酒销量、收入增速对比.....	11
表 5:	茅台历次营销调整背后的渠道及客群变化.....	15
表 6:	公司收入拆分及盈利预测 (单位: 亿元人民币).....	15
表 7:	可比公司估值表 (截至 2026/03/02 收盘价).....	16

1. 茅台酒营销改革复盘：从“渠道为王”到“消费者为中心”

过去二十余年，茅台的营销改革可以划分为5个阶段，改革特点可总结为“危机阶段倒逼渠道多元化建设，景气阶段重视加强直营化掌控”。其中3次营销改革发生在宏观环境冲击背景——1997年亚洲金融危机、2013年中央加强“三公消费”约束、2024~2025年经济周期下行叠加政策管控升级——倒逼酒企在销售压力下主动拓渠道、找出路。另外2次营销改革则发生在行业景气上行阶段，分别以2005年、2018年为开端，期间茅台批价高涨，面临抑制价格泡沫的考验，同时经销商体系也容易暴露出管理粗放、腐败等问题，相应要求公司加强直营渠道建设以提升市场掌控力及服务质量。

表1：贵州茅台各阶段营销改革梳理

时间	宏观背景	企业现状	改革举措	改革效果
1998~2004年	1997年亚洲金融危机叠加国内国企改革冲击	在计划经济体制下，茅台依赖政务消费，销售渠道单一（由国营糖酒公司分销）。	茅台集团提出“八个营销”体系，以“经销商+专卖店”模式，建立形成市场化渠道体系： • 1998年，建设市场化渠道体系：茅台集团成立销售总公司，首次组建销售队伍，推进淘汰、开拓代理商（每省1家总经销商、2~3家特约经销商），并开设商场专柜及酒店终端。 • 2003年，大力推进专卖店建设，对标奢侈牌的门店形象，按照“统一设计、统一装修、统一标志、统一服务规范、统一指导价格、突出文化底蕴、彰显文化软实力”落实。	小商制、扁平化的渠道网络快速铺开： • 1998年，建设市场化渠道体系：茅台集团成立销售总公司，首次组建销售队伍，推进淘汰、开拓代理商，并开设商场专柜及酒店终端。 • 2000年底，茅台共有32家总经销商、73家特约经销商、173家专卖店（柜）。 • 2008年，国内共有茅台酒经销商1143家，其中茅台酒专卖店808个，特约经销商231家，个性化客户98家，团购客户46家。
2005~2012年	白酒行业高速发展的黄金十年	经销商+专卖店体系快速扩张，粗放的渠道管理导致窜货、炒作等现象	持续推进团购、直销业务，抓住核心消费群体的意见领袖： • 2005年，停止新设专卖店，拓展深化直销（酒店直供等）、高端团购（面向党政军企）。 • 2006年，提出茅台销量按“党政军、专卖店、重点客户、支持系列酒客户、重点市场”的顺序和原则来分配，经销商与直销销量比例按照7:3分配。 • 2011年，建立自营店，一方面帮助强化价格管控，另一方面负责对接主要消费群体的定制酒业务。	及时引入具有政企资源的团购商，强化高端客群品牌影响力： • 2008年，据《糖烟酒周刊》，茅台约60%销量来自政企团购。 • 2012年，茅台集团共有国内客户2041家，其中特约经销商300+家、专卖店约1590家（含直营店31家），境外代理商62家、境外茅台酒专卖店10家。
2013~2017年	2012~13年中央提出“简化接待”并加强“三公消费”约束，白酒行业政务消费占比显著回落	受“三公消费”缩减影响，13Q1批价从1200元跌至最低830元	提出“三个转型，五个转变”，从政务市场转向高端商务和大众消费市场，拓展经销及电商渠道： • 2013年起，重启招商，先后于13年6月、14年6月启动两轮扩大招商，首轮要求购酒30吨（且一次性打款6565.6万元）即可于次年成为经销商，次轮进一步下调门槛（一次性打款800或1000万元，4.5~5吨）。 • 2013~14年，设立集团电子商务公司，在京东、天猫、苏宁等电商平台开设旗舰店，进行线上销售。 • 2015年，打造集B2B、B2C、O2O和P2P等多种营销模式于一体的茅台云商。	构建“以专卖店为主，特约经销、直销、团购、商超、电商为辅”的销售网络： • 2011~2014年茅台经销商数量分别增加462、196、295、343家，13~14年经销商数量保持快速扩张，结构相对向小商及县市专卖店倾斜。 • 2014年茅台集团共有3000多家经销商（含专卖店），团购客户100多家。 • 2015年，明确不再新增经销商，重点保障渠道利润（16~17年主要是新增系列酒经销商）。
2018~2023年	中央巡视组反馈贵州以酒谋私问题，省纪委进行专项整治查办相关问题348起	腐败问题导致茅台集团董事长、总经理、副总经理以及销售公司、电商公司一把手等先后落马	精简优化经销商体系，持续扩大直销渠道规模，推进“智慧营销”建设： • 2018年，取消“批条”、取消大量违规经销商资格；增加商超、电商等零售平台的平价普飞供应量。 • 2022年，推出i茅台APP，陆续上线生肖、茅台1935、100ml茅台、珍品等产品。 • 2023年，推出巽风数字世界APP，陆续上线24节气酒、375ml茅台等产品。	2018年起经销商配额不再增加，茅台直销渠道收入占比快速提升： • 经销商配额从2018年的1.7万吨逐步调降。 • 数字化渠道i茅台注册用户突破8千万人（2026年初）、巽风注册用户530万人（2024年初）。
2024年以来	产业结构转型升级加速推进，地产投资增速持续走弱	受经济下行及25年“518”政策冲击，茅台价格快速从24年初的2700+元下探至1500+元	围绕“客群转型、场景转型和服务转型”，转向新商务消费，从卖酒向卖生活方式转变： • 2025年，提出完善终端建设，包括文化体验馆、品牌形象店、专卖店（智慧门店）、商超专柜4类。 • 2026年，i茅台增设500ml飞天茅台、精品、陈年15年等产品，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。	2026年明确“自售+经销+代售+寄售”多模式协同，自营体系以零售为主，零售价全面下调（建立“随行就市、相对平稳、动态调整”的零售价格机制）： • 500ml飞天茅台维持定价1499，100ml、1L装对标普茅相应调整至299、2989元；精品、陈年15年价格参考批价水平，零售价下调至1899、2299、4199元。 • 2026年1月，i茅台线上认购超145万人。

数据来源：人民网、糖酒周刊、《这就是茅台》，东吴证券研究所

具体来看，贵州茅台的5轮营销改革分别为：

1) 1998~2004年：市场化渠道破冰期。1997年亚洲金融危机叠加国内国企改革迎来一波下岗潮，让依赖政务消费、销售渠道单一的茅台在1998年上半年销量快速遇冷。彼时仍处于计划经济体制下的茅台，销售主要依赖国营糖酒公司进行分销，渠道较为僵化且覆盖面有限。为打破这一僵局，时任总经理袁仁国带领茅台集团组建了首支约20人的销售团队，提出“八个营销”体系，以“经销商+专卖店”模式启动市场化转型。这一阶段的专卖店还对标高端奢牌门店形象，2003年更落实“统一设计、统一装修、统一标志”等八项统一管理要求，搭建起专业化连锁终端网络。改革成效很快显现：2000年底茅台已拥有32家总经销商、73家特约经销商及173家专卖店（柜），到2008年茅台酒经销商1143家，其中茅台酒专卖店808个，特约经销商231家，个性化客户98家，团购客户46家，市场化渠道网络得以快速铺开。

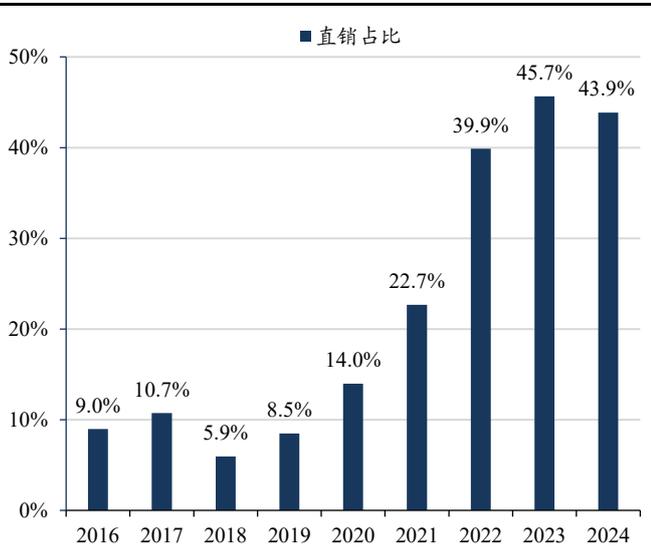
2) 2005~2012年：团购与直销拓展期。2005年起白酒行业进入高速发展的黄金十年，茅台价格飞涨的同时也暴露出经销渠道管理粗放的问题，窜货、价格炒作等现象频繁发生。针对这一现状，茅台在2005年年度股东大会上明确剔除将停止新设专卖店，将销售配额向团购和新渠道倾斜：团购业务聚焦党政军企等核心意见领袖群体，提供专业专供定制服务；同时开启直销布局，拓展酒店直供等高端餐饮场景，经销与直销渠道按7:3的比例分配销量。2011年，茅台进一步启动自营店体系建设，逐步在各省区设立销售子公司及自营店，旨在承接团购定制业务同时，也帮助以直售触达强化价格管控。这一阶段的改革成效显著，2008年茅台政企团购销量占比已达到60%（《糖烟酒周刊》调研数据）；2012年，茅台集团国内客户总量增至2041家，其中包含约1590家专卖店（含31家直营店）及62家境外代理商，高端客群品牌影响力得到持续强化。

3) 2013~2017年：渠道多元化转型期。2012年中央提出“简化接待”，随后相应加强“三公消费”约束，白酒政务消费占比骤降，茅台批价自12H2开始快速下跌。面对白酒消费需求的结构性变化，茅台响应省政府“三个转型，五个转变”要求，启动从政务市场向高端商务及大众消费市场的转型。渠道端，茅台重启招商扩张，2013年首轮招商要求打款30吨即可获经销资格，2014年进一步下调门槛至4.5~5吨，注重向小商及县级空白市场下沉，2013~14年期间茅台集团经销商数量保持了年均300家左右的增幅，2014年经销商总量突破3000家。此外，公司积极探索新兴渠道，同期推动设立集团电子商务公司，在京东、天猫等电商开设旗舰店，并打造茅台云商平台，构建“专卖店为主，电商、商超、团购为辅”的多元销售网络。至2015年，茅台酒销量实现平稳过渡，相应停止新增招商以保障现有经销商利润，转而以系列酒作为招商扩张的主要方向。

4) 2018~2023年：渠道整肃与直营提速期。2018年，中央巡视组指出贵州“以酒谋私”问题，省纪委开展专项整治，茅台集团多名高管落马。新管理层上任后，以渠道整肃为核心，取消“批条”政策及大量违规经销商资格，将释放的配额向商超、电商等正规零售平台倾斜。这一阶段，经销商普飞配额从2018年的1.7万吨逐步收缩，而直销

渠道占比快速提升，从 2018 年的 6% 跃升至 2024 年的 44%。2022 年，公司开发上线 i 茅台 APP，成为线上触达零售客户的重要阵地。平台自推出以来，陆续发售生肖酒、100ml 普飞、飞天文创等产品，注册用户截至 2026 年初已突破 8000 万人；2023 年巽风数字世界 APP 推出，发售二十四节气酒及 375ml 飞天产品，进一步丰富数字化直销矩阵。

图1：贵州茅台直销收入占比变化



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

表2：贵州茅台股份公司历任高管梳理

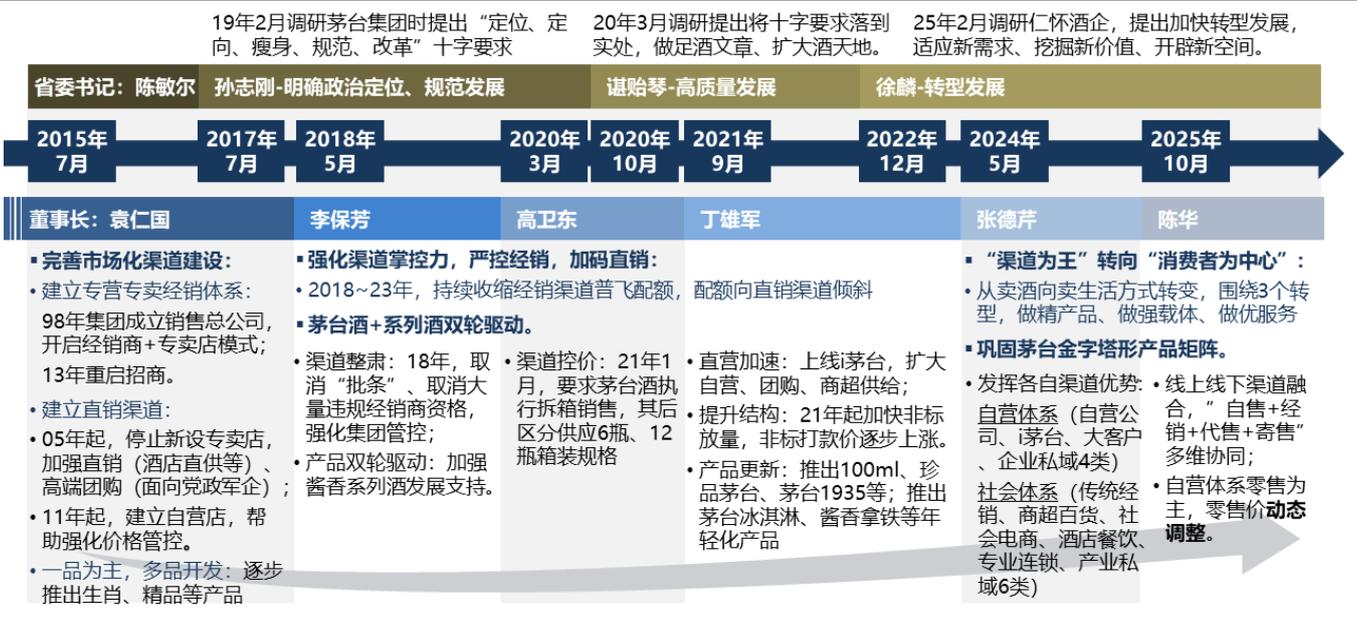
时间	董事长	总经理
1999年11月~2000年12月	季克良	袁仁国
2000年12月~2007年5月	袁仁国	乔洪
2007年5月~2010年5月	袁仁国	袁仁国(代总经理)
2010年5月~2015年8月	袁仁国	刘自力(代总经理)
2015年8月~2018年5月	袁仁国	李保芳(代总经理)
2018年5月~2019年7月	李保芳	李保芳(代总经理)
2019年7月~2020年3月	李保芳	李静仁(代总经理)
2020年3月~2021年9月	高卫东	李静仁(代总经理)
2021年9月~2023年8月	丁雄军	李静仁(代总经理)
2023年8月~2024年4月	丁雄军	王莉(代总经理)
2024年5月~2025年10月	张德芹	王莉(代总经理)
2025年10月~至今	陈华	王莉(代总经理)

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5) 2024 年以来：营销场景化转型期。 2024 年起，经济下行压力叠加 2025 年“518”政策冲击，茅台主力客群面临迭代——60、70 后消费群体饮酒频率逐步下降，80、90 后新商务群体开始成为主力客群。新任董事长张德芹提出“客群转型、场景转型、服务转型”战略，推动茅台从“卖酒”向“卖生活方式”转变。网点侧，在专卖店、自营店基础上，新增文化体验馆、品牌形象店、智慧门店等业态，配备侍酒师、品饮师等专业服务人员；产品端，强化场景链接，推出二十四节气酒、生肖生日定制酒等，唤醒传统文化消费场景；价格端，建立“随行就市、相对平稳、动态调整”机制，明确不同规格普飞及非标产品指导价，通过官方渠道放量挤压假货市场，同时扩大消费群体基数。2026 年，i 茅台新增 500ml 普飞、精品酒等大单品，我们预计自营体系收入占比进一步提升，价格稳定作用持续凸显。

总结茅台 20 余年的营销改革，主要围绕三大核心方向推进：一是完善市场化渠道建设，从早期的经销商+专卖店模式，逐步拓展至团购、电商、数字化平台等多元渠道，实现渠道扁平化与全覆盖；二是强化渠道掌控力，通过持续加码直销业务、整肃违规经销体系，将渠道主导权从经销商转移至企业手中，直销收入占比的稳步提升成为重要标志；三是逐步转向以消费者为中心，从单纯的渠道扩张转向产品创新与服务升级，通过多元化产品、场景化营销、专业化服务，力求实现消费者触达广度和消费者绑定深度，最终实现从“渠道为王”到“消费者为中心”的本质跨越。

图2：茅台营销改革梳理



数据来源：公司公告、新华网等，东吴证券研究所

2. 做精产品：明确定位，优化结构

2.1. 产品矩阵：从单一大单品到“金字塔产品矩阵”

2010年代以来，茅台产品体系逐步经历从“一品为主”到“金字塔矩阵”的演变。早期计划经济时期，茅台酒产品以普茅为主，仅配套少量外销版及特供产品，结构相对单一。2010年以来，随着普茅价格持续拉升，高端消费出现价格分层需求，茅台在2000年代“普茅+陈年酒”的基础上，逐步推出生肖酒、精品酒、文创产品等大单品，同时开放部分颜色、容量差异化的总经销产品，丰富产品供给。

图3：茅台酒产品矩阵

系列	经典飞天系列										生肖	精品	珍品
产品	飞天茅台										生肖茅台	精品茅台	彩釉珍品
推出时间	1961年	2022年	2004、2023年	1954年	1999年	2014年	2014年	1991年	2014年	2017年	2021年		
规格	53度/50ml	53度/100ml	53度/200ml	53度/375ml	53度/500ml	53度/1L	53度/1.5L	53度/3L	43度/500ml	53度/500ml	53度/500ml		
指导零售价(元)	199	299	1399	1999	1499	2989	4499	9999	829	1899	2299	4599	
参考批价		280	550	1220	1530	3030	7380	12000	800 (原箱)	2200	2270	3380	
产品图示													
系列	陈年酒（珍品）				纪念酒			文创系列					
产品	15年陈年	30年陈年	50年陈年	80年陈年	巴拿马110周年	五星70周年	走进系列	24节气酒	黄小西吃鸡饭	飞天文化系列			
推出时间			1997~1999年		2025年	2025年	2017~2025年	2023年	2025年	2023~26年			
规格			53度/500ml		53度/1.1L	53度/500ml	53度、300ml/375ml	53度、700ml/750ml	53度、100ml/500ml	53度、100ml/500ml			
指导零售价(元)	4199	11999	18999	219999	11000	7000	1619/1719	3229/3399	569/2899	429/2499	2699		
参考批价	4010	1200	23800	200000(原箱)	8250	7800	1080	2300	全套66000	1700	2400、1830		
产品图示													

数据来源：公司官网、茅粉鲁智深，东吴证券研究所

注：飞天的部分大容量规格为总经销产品；产品指导价零售价中价格标灰的，系公司最新公告中未做明确调整。

在产品构成日渐丰富基础上，2025年茅台酒正式明确金字塔产品矩阵。茅台酒明确聚焦飞天茅台、精品茅台2大单品，分别定位于1500、2000元价格带开瓶需求，其余产品则主要服务于稀缺价值及文化收藏属性。其中，塔基以普茅为核心，夯实高端白酒基本盘，涵盖50ml、100ml、500ml、1L等多规格产品，指导零售价从199元至2989元不等。塔腰聚焦精品酒、生肖酒等产品，精品酒定位2000元价位大单品，指导零售价2299元；生肖酒则突出收藏属性，指导价1899元，并可相应承接消费者定制需求。塔尖则由陈年酒、文化类产品构成，24节气、敦煌文化系列酒指导零售价在2500元以上，15年陈年酒为4199元，30年、50年陈年酒等则定价万元级以上，强调稀缺价值与文化属性。金字塔产品的分层设置，既可以入门级产品保障收入规模，又能以头肩部产品维护品牌的稀缺属性，从而兼顾销量规模与品牌调性。

图4：茅台酒产品价格定位一览



数据来源：国酒茅台，东吴证券研究所

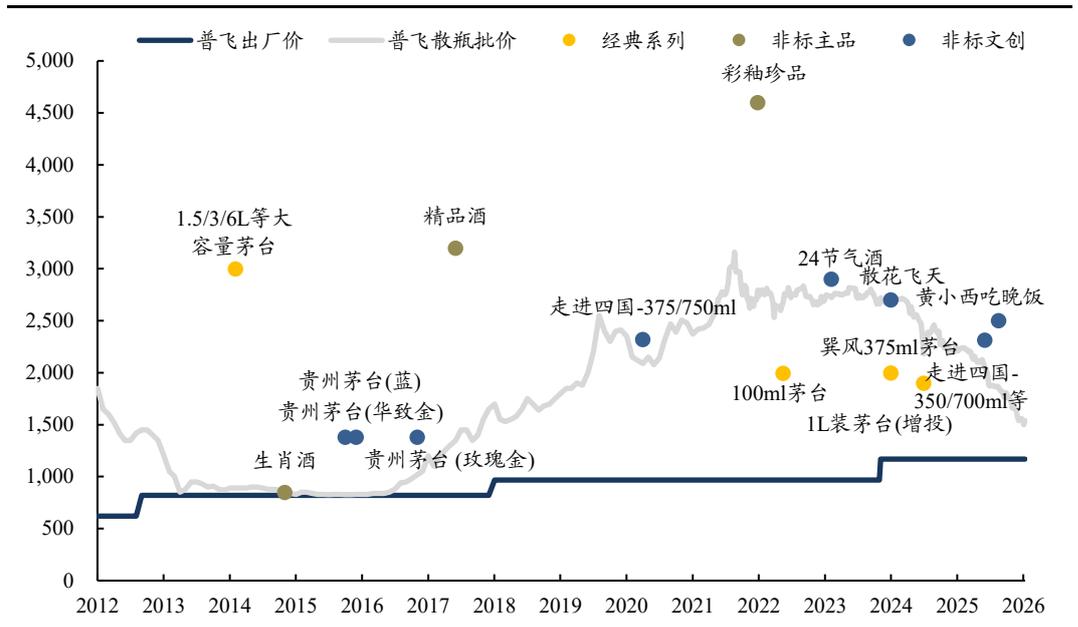
2.2. 产品推新：贴近需求周期，强化场景链接

茅台的产品推新与市场周期相联动，推新逻辑可以归纳为“顺周期扩非标，逆周期稳基础”。在普飞批价上行阶段，公司重点增设高价非标产品，如精品酒、陈年酒等，匹配高端消费群体的分层需求，进一步拉升品牌价值；而在普飞批价下行阶段，则通过增投不同规格普飞及小批量文创产品，深挖开瓶饮用与收藏需求，并缓解普飞大单品的供需与库存消化压力。

2021年以来，伴随客群迭代与场景转型，公司在非标产品推新方面，更趋向于注重“美学实践”与“场景链接”。2023年推出的二十四节气酒，深度绑定端午、重阳等传统饮酒场景，唤醒文化消费记忆；2024年上线的生肖生日定制酒，允许消费者在i茅台选择特定出厂日期，实现产品与私域生活场景的精准对接。同时，通过推出茅台冰淇淋、酱香拿铁等年轻化产品，试水低度酒市场，拓展年轻消费群体，形成覆盖传统与新兴市场

景、兼顾高端与大众需求的产品生态。

图5：2012年以来主要新品上市时间及价格一览



数据来源：公司官网等，东吴证券研究所

注：非 500ml 规格的产品价格均折算为 500ml 标准装价格显示

2.3. 价格机制：随行就市，动态调整

2026 年，公司发布《茅台酒市场化运营方案》，首次明确下调零售指导价，价格管理更趋务实。茅台酒定价明确以市场为导向，调整后的零售指导价格，贴合实际市场行情：①非标产品生肖酒、精品酒、15 年年份酒的指导价较当前市场批价高出约 50~150 元，基本与终端实际出货价对齐。②普茅产品统一定价基准，100ml、1L 装等规格均以 1499 元 500ml 普茅为标准折算，抹除此前的规格溢价。③次新酒首次明确官方指导价，2019~2024 年出厂的普茅分别定价 2649、2459、2299、2139、2019、1909 元（2021 年的普茅（5 年次新酒）与精品定价相同），次新普茅与新品普茅的价格梯度与 2021 年当时的次新酒市场价差基本一致，帮助引导年份茅台形成稳定价格升值预期。

建立“随行就市、相对平稳、动态调整”的价格机制，并以此为基础，科学确定销售合同价和代售/寄售佣金。公司此次公告调整“自营体系零售价”，在 i 茅台和自营店执行，并将根据市场情况构建自营体系零售价格动态调整机制。在自营体系零售价基础上，公司参考科学合理的渠道利润水平，相应确定经销合同价和代售/寄售佣金。调整后的价格体系下，非标产品经销渠道留有约 20%渠道利润（即（零售指导价—打款价）/零售指导价）；代售模式和寄售模式商品零售价按自营体系零售价执行，佣金率约 10%。

茅台营销改革逐步推进，能够建立“动态调整”的价格机制，离不开自营体系的成熟壮大。2025 年前三季度，公司直销渠道收入占比约 40%，我们估算其中约一半来自 i 茅台及自营店渠道。随着 2026 年普飞、精品酒等大单品上线 i 茅台，公司自营体系收入

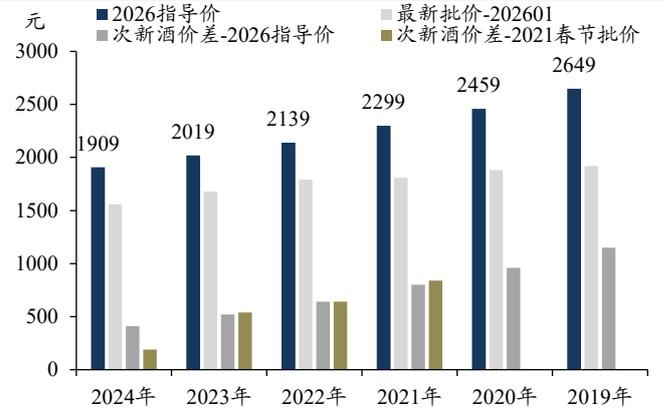
占比预计将进一步提升，其价格锚的作用将更加凸显，同时也可引导消费者向官方渠道回流，挤压假货、黄牛的生存空间，帮助平抑茅台市场价格的炒作波动。

图6：2008年以来普茅出厂价及指导零售价调整一览



数据来源：公司公告、茅粉鲁智深，东吴证券研究所
注：2013~14年期间茅台零售指导价、自营店标价未公开调整，标价下调出现在线上茅台官方商场及电商旗舰店

图7：2026次新飞天指导零售价及价差对比



数据来源：公司公告、茅粉鲁智深，东吴证券研究所

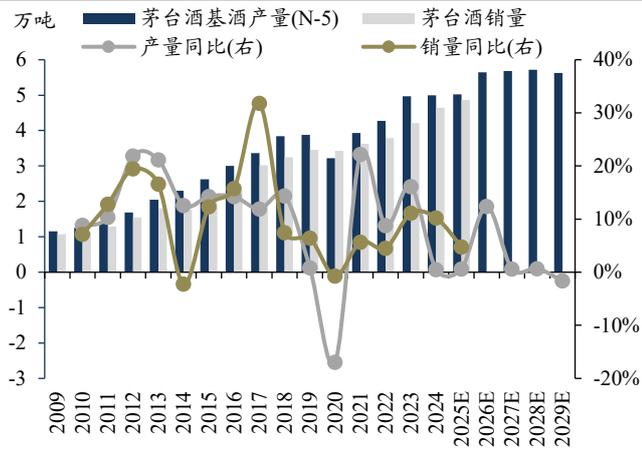
表3：茅台营销改革梳理

产品	经销商打款价-元		打款价/零售指导价		批价-元	原指导零售价	现指导零售价
	2025年	2026年	2025年	2026年			
生肖	2249	寄售制	90%		1820	500ml 装	1899
精品	2969	1859	90%	81%	2250	3299	2299
15年	5399	3409	90%	81%	4050	5999	4199
1L装普飞	3419		90%		3050	3799	2989
100ml 普飞	379		95%		285	399	299
43° 普飞	989	739	90%	89%	800	1099	829
鼓乐飞天	2449	不变	91%	91%	1810(笙乐)	2699	2699

数据来源：《茅台酒市场化运营方案》、茅粉鲁智深，东吴证券研究所

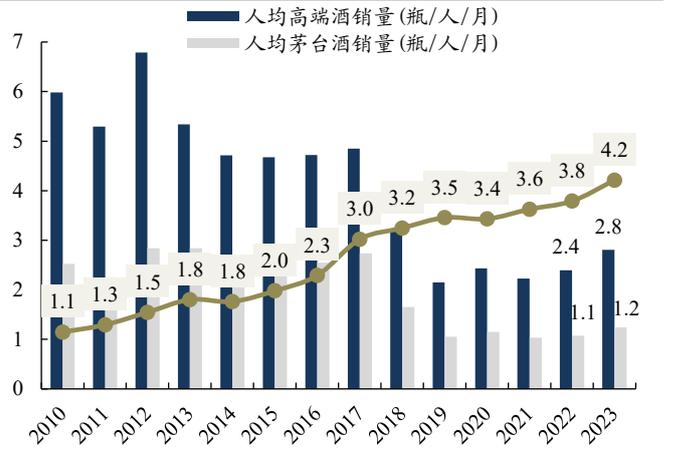
作为高端白酒第一品牌，茅台的长期价格弹性明显跑赢行业与社会通胀水平，但受省属国企属性影响，短期面临“业绩稳定、库存良性、批价稳定”的不可能三角考验。短期维度，需求下行周期中，茅台的业绩完成肩负经济责任，销量调整幅度有限，批价成为主要调整变量。但长期来看，茅台的价格弹性仍具备强支撑：一方面，销量稀缺性持续，我们测算茅台酒的销量 CAGR 长期低于高净值人群扩容速度，2013~2023 年茅台酒销量 CAGR 为 8.9%，而同期高净值人群数量 CAGR 达 18.3%（参考瑞信财富报告数据），供需关系长期偏紧，对应茅台酒的价格弹性也显著强于其他竞品。未来 5 年参考此前茅台酒的产量扩张情况（茅台酒生产出厂周期约 5 年，2024 年产量较 2019 年仅增长 12.7%），预计供给增幅相对有限。另一方面，茅台品牌与核心意见领袖群体紧密联系，构筑了难以撼动的品牌壁垒。

图8: 近年普飞产量及销量保持低速增长



数据来源: 公司年报、wind, 东吴证券研究所

图9: 高净值人群人均月度销量持续回落



数据来源: 瑞信、公司年报、wind, 东吴证券研究所

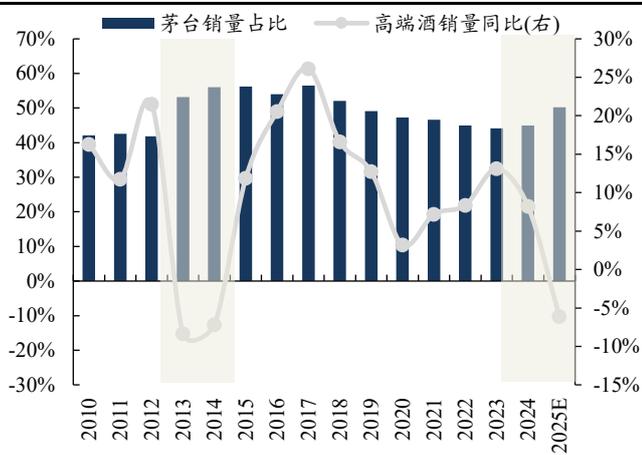
表4: 我国高净值人群数量、财富与高端白酒销量、收入增速对比

数量	2013~23年 CAGR	2018~23年 CAGR	2023~28年 CAGR-E	金额	2010~23年 CAGR
高净值人群数量	18.3%	11.6%	1.6%	高净值人群财富总额	8.0%
高端白酒销量	10.9%	8.9%	存提升空间	高端白酒收入	18.3%
茅台酒销量	8.9%	5.3%	预计平稳增长	茅台酒收入增速	20.8%

数据来源: 瑞信、公司年报、Wind, 东吴证券研究所

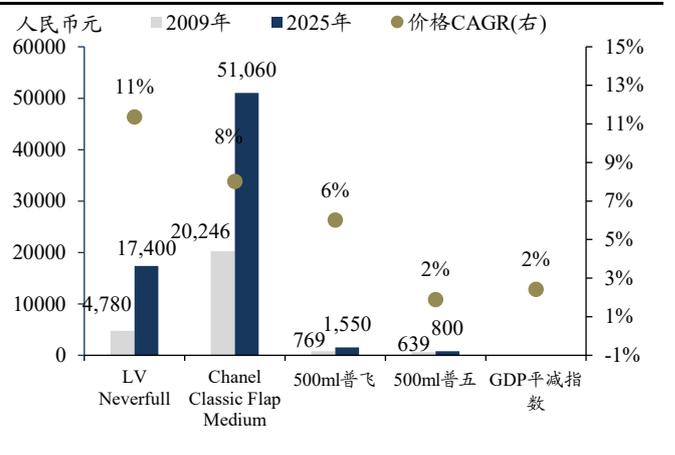
注: 高端白酒销量增速主要参考茅五泸3家酒企的高端酒销量合计测算

图10: 高端酒茅台销量占比变化



数据来源: 公司年报、wind, 东吴证券研究所

图11: 高端产品价格涨幅对比



数据来源: 品牌官网、BAGHUNTER、今日酒价, 东吴证券研究所

注: 奢侈箱包参考官网零售价格, 茅五参考批价

当前茅台价格已回落至周期底部, 长期仍看好价格向上弹性修复。截至2025年底, 散茅批价与城镇居民月度人均可支配收入比降至约30%, 与2014~2015年低点水平相当; 对比高净值人群扩容速度与居民收入增长, 茅台的量价调整已充分反映市场预期。未来, 随着金字塔产品矩阵的完善与自营渠道的持续发力, 普飞将维持基础盘稳定, 精

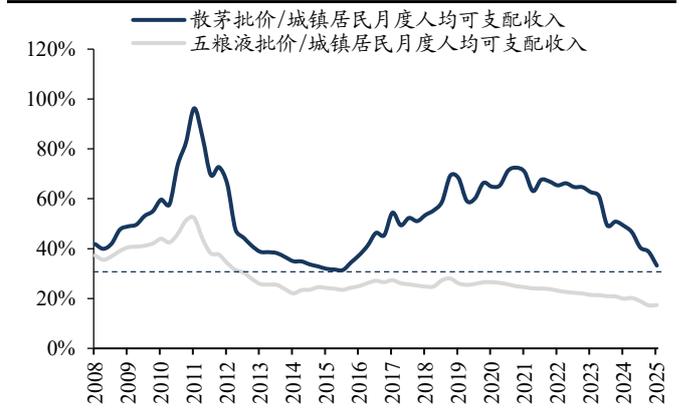
品酒等塔腰产品有望成为价格弹性的核心载体，支撑品牌长期增值属性。

图12: 茅台批价波动强于整体通胀水平



数据来源：今日酒价、wind，东吴证券研究所

图13: 散茅批价:城镇居民人均可支配收入回落至约30%



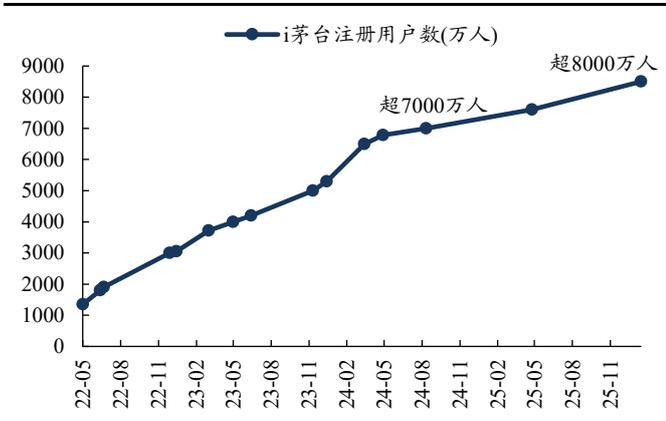
数据来源：今日酒价、Wind，东吴证券研究所

3. 做强渠道：协同互补，适配需求

3.1. 全渠道融合发展，充分发挥各自优势

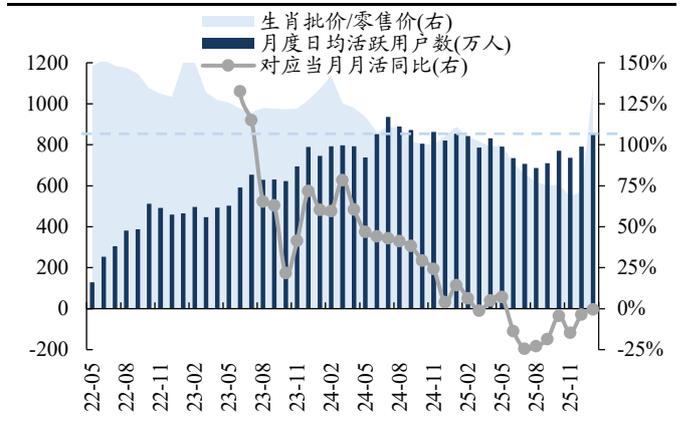
为适应饮酒客群、场景及服务转型，公司在渠道载体方面主要聚焦于解决渠道协同度与消费者触达要求不适配的问题。2024年，公司将各类渠道划分为自营体系（自营公司、i茅台、大客户、企业私域4类）及社会体系（传统经销、商超百货、社会电商、酒店餐饮、专业连锁、产业私域6类），系统性梳理、完善各类渠道建设。要求自营和社会经销两大体系“相互协同、相互补位、互利共赢”，统筹做好投放、资源和政策协同，自营体系主要加强统筹平衡协调作用，社会经销体系则充分发挥触达广、触达精准、转化有效的优势。2026年，公司进一步明确构建“批发、线下零售、线上零售、餐饮、私域”五大渠道并行的渠道布局，自营店及i茅台等直营渠道定位零售为主，“线上管效率、管触达，线下管转化、管服务”。

图14: i茅台注册用户数量变化



数据来源：小茅i茅台，东吴证券研究所

图15: i茅台月度日活用户变化

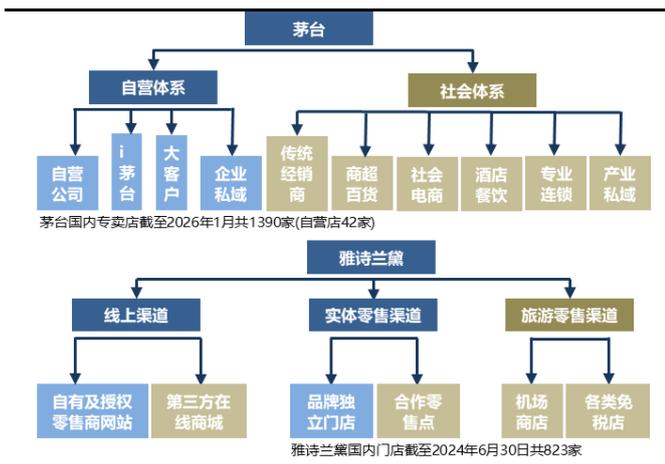


数据来源：Questmobile、茅粉鲁智深，东吴证券研究所
注：此处月活用户数为月度日均活跃用户口径

此外，公司 2026 年在多元化渠道生态基础上，提出根据市场需求对渠道做动态评估考核及投放调控，并探索构建“自售+经销+代售+寄售”的多维销售模式。

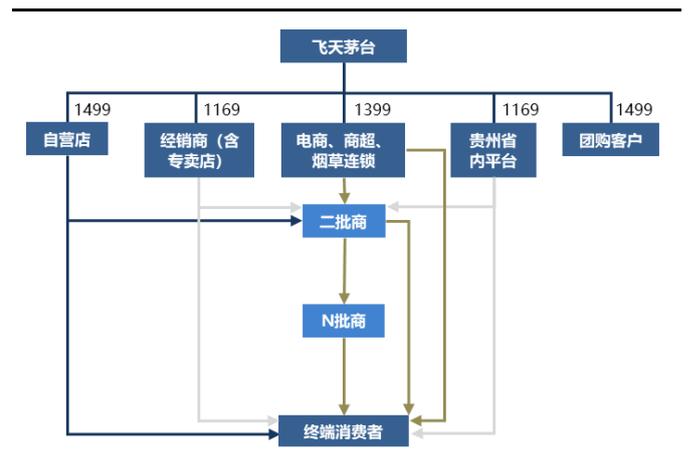
- **自售模式：**通过自营店、i 茅台等直营渠道，销售茅台酒全系产品，取消自营体系原分销模式，聚焦 C 端、B 端消费群体（零售为主，团购为辅），着力发挥稳定市场秩序、调节产品价格平等性等功能。i 茅台线上销售能够有效触达更多长尾散单客户，并强化品牌方的价格掌控力。
- **经销模式：**500ml 经典普飞、精品、陈年酒延续经销模式，要求通过量化客观指标强化传统渠道商的销售服务及产品结构考核，引入动态调整及优胜劣汰机制，充分发挥渠道商客群培育及场景创新能力。
- **代售模式：**指物权不转移，针对普飞，依托线上零售、线下零售、餐饮、私域等专业型、资源型渠道，以扩大区域覆盖及渠道触达范围。
- **寄售模式：**指物权不转移，针对直营渠道在售的生肖、茅台文化酒、1L 装普飞等产品，依托寄售商渠道、客户资源扩大销售，帮助减轻渠道占款压力、稳定销售价格。

图 16：高端品牌渠道体系对比：贵州茅台 vs 雅诗兰黛



数据来源：公司官网、公司年报，东吴证券研究所

图 17：普茅各类销售渠道示意图



数据来源：公司公告等，东吴证券研究所

3.2. 做实自营渠道零售功能，提升渠道管控效率

茅台酒作为顺价销售产品，在价格秩序维度，经销商及品牌方天然存在利益对立：前者赚取顺价价差，存在价格炒作动机；后者为保证正常开瓶消费需求，则希望终端售价保持“相对平稳”，并以真实市场需求为导向，实现良性的价格“动态调整”。

提升直销渠道占比、改变经销渠道盈利模式，是提升渠道管控效率的重要抓手。① 直销渠道，作为以指导价销售的重要零售窗口，销量放大有助于稳定价格秩序、扩大零售客户触达面。此前茅台酒 2C 销售占比相对较低，只能通过价格指导及稽核、投放节奏调控等手段间接性影响渠道价格，但难从根本上杜绝茅台价格的投资炒作；现在通过自营体系扩大指导价产品供应，茅台价格掌控力将显著增强。② 经销渠道，其价值在

于背后的优质团购资源及线下服务网络。公司通过茅台酒价格体系的动态调整，也可倒逼经销商从产品结构和服务溢价方面寻求超额利润。

图18: 2012年以来茅台酒渠道调控动作梳理

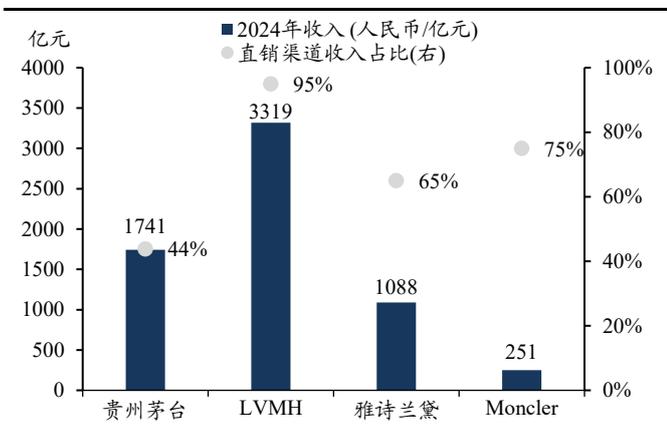


数据来源: 公司官网、茅粉鲁智深, 东吴证券研究所

4. 改革展望: 产品组合平滑收入波动, 多元渠道帮助客群破圈

茅台酒确立金字塔型产品矩阵, 同时拉升直销渠道收入占比, 将更有利于强化品牌高端站位。①金字塔型产品结构是高端品牌兼顾规模与稀缺的共通选择——奢侈品牌的产品设置, 同样以香化、小皮具等作为入门级产品保障收入规模, 同时以成衣、包袋、高端珠宝服务于具备强购买力的高端客群。相对应地, 茅台酒明确聚焦以普茅、精品服务于民间普遍的开瓶消费需求, 有利于进一步扩大受众影响力 (消费品品牌力需建立在客观的消费规模基础上); 同时生肖、陈年、文创酒等更个性化、更稀缺性的产品, 可相应匹配高端客群的尖端需求。②直营渠道具备定价统一、服务优质等优势, 也通常是高端品牌销售的首要载体。直营渠道一方面可令品牌方直接触达消费者, 既保证消费者对品牌形象及服务质量的感知效果, 也令品牌方可直观得到消费反馈; 另一方面也便于品牌方实现对市场销售秩序的有力掌控。LVMH、雅诗兰黛、Moncler 等高端品牌直销渠道收入占比达到 2/3 或更高比例, 茅台酒借此次普茅价格回落契机进一步提升自营体系收入占比, 亦有利于未来做强市场及品牌管控。

图19: 高端品牌销售收入及直销占比对比



数据来源: 公司年报、欧睿, 东吴证券研究所

图20: 高端品牌的产品分层设置



数据来源: BCG, 东吴证券研究所

以新营销、新渠道，加强新消费群体触达。茅台营销变革的本质，是以新渠道、新营销方式触达新增客群。围绕从“卖酒”到“卖生活方式”的营销转型，公司持续探索开发酒、餐、茶搭配等新品饮消费场景，以及“酒以成礼、酒以成欢”的悦己型社交活动，新渠道、新营销是重要载体，例如设立4师1馆长加强白酒品饮文化传播、打造低度品饮场所以适应年轻化消费场景等，期待未来可相应加强新商务及年轻群体的培育转化。

表5: 茅台历次营销调整背后的渠道及客群变化

时间	渠道扩张方向	扩容群体	转型方向
1998~2004年	经销商+专卖店	高端消费客群	走出国营糖酒公司体系
2005~2012年	团购商、自营店、餐饮终端	党政军企KOL	加强对政务意见领袖的定向供应
2013~2017年	经销商+专卖店	空白及下沉市场客群	从政务市场转向民间商务市场
2018~2023年	自营店、电商、商超、团购	有真实开瓶需求的客群	整肃渠道腐败，扩大渠道触达面
2024年以来	自营店、电商、私域、餐饮等	新商务群体	加强场景营销，从卖酒向买生活方式转变

数据来源：人民网、《这就是茅台》，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

公司调整方向务实，普茅、精品两大单品锚定关键动销价格，普茅放量有望支撑业绩稳定。2025~2027年，我们预计公司收入端有望实现平稳过渡：2025年收入兑现预计与年初规划目标差异不大；2026年元春期间普茅销量率先同比企稳回升，有望支撑全年收入保持平稳，利润增速受产品结构影响或略慢于收入；2027年预计供需压力边际改善，报表端稳定增长同时，动销价格表现将是更重要的线索。

表6: 公司收入拆分及盈利预测（单位：亿元人民币）

亿元人民币	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1275.5	1505.6	1741.4	1830.2	1851.2	1944.9
YOY	16.5%	18.0%	15.7%	5.1%	1.1%	5.1%
茅台酒	1,078.3	1,265.9	1,459.3	1,571.4	1,584.7	1,654.6
YOY	15.4%	17.4%	15.3%	7.7%	0.8%	4.4%
系列酒	159.4	206.3	246.8	221.7	223.9	245.6
YOY	26.5%	29.4%	19.7%	-10.2%	1.0%	9.7%
毛利率	91.8%	92.0%	91.9%	91.8%	90.7%	90.5%
销售费率	2.3%	2.4%	3.0%	4.0%	4.1%	4.3%
管理费	3.4%	2.9%	2.2%	1.9%	1.7%	1.6%
归母净利润	627.2	747.3	862.3	901.1	901.4	939.8
YOY	19.6%	19.2%	15.4%	4.5%	0.0%	4.3%
归母净利率	50.5%	50.6%	50.5%	50.2%	49.7%	49.4%

数据来源：wind、公司公告、东吴证券研究所预测

估值横向对比来看，我们选取同为全国化白酒头部品牌的五粮液、泸州老窖、山西汾酒，以及同为高分红价值股代表的长江电力作为可比公司，2025~27年白酒可比公司平均PE为15x、14x、13x，长江电力PE为19x、18x、18x——贵州茅台与长江电力的同期PE基本接近，但高于白酒行业同类标的，主系其品牌力及可持续复利增长能力为行业领先。估值纵向对比来看，当前茅台动态PE已回落至历史较低水平。考虑茅台酒为首的高端酒需求有望率先兑现经济复苏的beta弹性，同时公司营销模式臻于完善，金字塔产品矩阵将更好护航行业巨擘兼顾销售规模与高端属性，维持“买入”评级。

表7: 可比公司估值表 (截至 2026/03/02 收盘价)

股票代码	可比公司	总市值 亿元 RMB	收盘价 元	PE			归母净利润 (亿元 RMB)			归母净利润同比			
				2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
000858.SZ	五粮液	4,007	103.22	15	15	14	318.5	258.9	264.8	284.5	-18.7%	2.3%	7.4%
000568.SZ	泸州老窖	1,592	108.17	13	13	12	134.7	119.2	123.2	133.6	-11.6%	3.4%	8.4%
600809.SH	山西汾酒	1,934	158.52	16	15	14	122.4	122.0	128.9	140.5	-0.4%	5.7%	9.0%
	均值			15	14	13							
600900.SH	长江电力	6,501	26.57	19	18	18	325.0	341.7	353.5	367.6	5.1%	3.5%	4.0%
600519.SH	贵州茅台	18,034	1,440.11	20	20	19	862.3	901.1	901.4	939.8	4.5%	0.0%	4.3%

数据来源: wind、东吴证券研究所

注: 贵州茅台盈利预测参考东吴证券外发报告, 其他可比公司盈利预测取 wind 一致预测数据 (截至 2026/03/02)。

图21: 茅台动态 PE 变化



数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 当年 PE 为动态 PE 口径, 以市值/当年盈利预测计算, 分子分母均为日度更新, 当年盈利预测采用 wind 一致预期的归母净利润口径。

6. 风险提示

消费需求不及预期: 若经济复苏及消费场景修复不及预期, 高端酒销售增长将存在

压力。

白酒价格波动过大：白酒淡旺季需求落差逐年拉大，若酒企淡季出货节奏及价格管控不及预期，导致批价波动较大，或引发渠道、消费者对消费信心的连锁反应。

行业竞争加剧：头部企业存量竞争格局或导致成本、费用支出超预期。

库存去化不及预期而业绩下修超预期：若酒企去库存不及预期，可能对 26 年业绩仍有负面影响。

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	251,727	265,449	287,364	311,907	营业总收入	174,144	183,022	185,125	194,493
货币资金及交易性金融资产	59,544	67,932	53,454	71,867	营业成本(含金融类)	13,895	14,755	16,887	18,167
经营性应收款项	2,030	986	675	810	税金及附加	26,926	28,103	28,087	29,764
存货	54,343	48,425	70,377	60,033	销售费用	5,639	7,789	8,059	8,678
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,316	9,095	8,810	9,028
其他流动资产	135,809	148,106	162,858	179,196	研发费用	218	206	187	190
非流动资产	47,218	50,271	53,086	55,645	财务费用	(1,470)	(1,651)	(1,818)	(1,587)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	21	33	32	31
固定资产及使用权资产	22,282	24,973	26,544	27,879	投资净收益	9	47	33	31
在建工程	2,150	1,825	1,074	674	公允价值变动	61	0	0	0
无形资产	8,850	9,731	10,613	11,294	减值损失	(23)	(23)	(23)	(23)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	9	0	0
长期待摊费用	152	152	152	152	营业利润	119,689	124,789	124,955	130,290
其他非流动资产	13,784	13,591	14,702	15,647	营业外净收支	(50)	(58)	(51)	(53)
资产总计	298,945	315,720	340,450	367,552	利润总额	119,639	124,731	124,903	130,237
流动负债	56,516	55,702	59,427	59,616	减:所得税	30,304	31,308	31,495	32,839
短期借款及一年内到期的非流动负债	112	93	87	97	净利润	89,335	93,424	93,408	97,398
经营性应付款项	3,515	2,995	3,525	2,489	减:少数股东损益	3,107	3,317	3,269	3,418
合同负债	9,592	8,789	9,221	9,382	归属母公司净利润	86,228	90,107	90,139	93,980
其他流动负债	43,297	43,825	46,594	47,647	每股收益-最新股本摊薄(元)	68.86	71.96	71.98	75.05
非流动负债	417	417	417	417	EBIT	118,148	123,129	123,151	128,719
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	120,233	125,629	125,816	131,580
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.93	91.84	90.75	90.52
租赁负债	314	314	314	314	归母净利率(%)	50.46	50.17	49.74	49.36
其他非流动负债	103	103	103	103	收入增长率(%)	15.66	5.10	1.15	5.06
负债合计	56,933	56,119	59,844	60,034	归母净利润增长率(%)	15.38	4.50	0.04	4.26
归属母公司股东权益	233,106	247,379	265,114	288,609					
少数股东权益	8,905	12,222	15,491	18,909					
所有者权益合计	242,011	259,601	280,605	307,518					
负债和股东权益	298,945	315,720	340,450	367,552					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	92,464	89,528	46,508	94,249	每股净资产(元)	185.56	197.54	211.71	230.47
投资活动现金流	(1,785)	(5,278)	(5,168)	(5,351)	最新发行在外股份(百万股)	1,252	1,252	1,252	1,252
筹资活动现金流	(71,068)	(75,862)	(72,419)	(70,484)	ROIC(%)	37.83	36.71	34.05	32.69
现金净增加额	19,610	8,387	(31,079)	18,414	ROE-摊薄(%)	36.99	36.42	34.00	32.56
折旧和摊销	2,085	2,500	2,666	2,861	资产负债率(%)	19.04	17.77	17.58	16.33
资本开支	(4,678)	(5,796)	(4,420)	(4,529)	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.91	20.01	20.01	19.19
营运资本变动	1,919	(7,364)	(49,287)	(5,973)	P/B(现价)	7.76	7.29	6.80	6.25

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>