

贵州茅台 (600519.SH)

革故鼎新，与时偕行，再论茅台的护城河与增长潜力

核心观点

估值承压：多因素压制需求，飞天消费属性增强。正确客观认识茅台酒属性特点是理解其估值的前提，2022-2025年贵州茅台股价自高点下跌33%、PE(TTM)下降63%，我们认为需求减少、场景受限是主因，飞天茅台酒消费属性增强，市场价格自高点最大下跌60%，导致估值回调。

以史为鉴：紧扣时代脉搏，市场化改革破局供需难题。复盘历史，公司尊重市场规律，多次市场化改革化解危机：1) 1998年国内产业结构调整，酒类需求减少，公司通过市场化引进特约经销商、专卖店等，培育核心意见领袖，奠定价格的龙头地位。2) 2013-15年受“限三公消费”等政策冲击，飞天价格最大下跌56%，公司市场化招商，开发生肖茅台酒等非标类产品，拓展商务消费场景，顺利成为行业龙头。

对标爱马仕：匠心品质为核，品牌与时俱进。长期看，茅台酒仍具有不可替代性，考虑到生产工艺特点，十五五期间茅台酒理论可供销售量预计约5.2万吨，增量有限，高档奢侈属性有增强的基础。我们认为爱马仕对茅台酒的发展具有借鉴意义：1) 极致的皮革品质和纯手工的匠心工艺打造品牌稀缺性；茅台酒以产区位置+酿造工艺+勾调技术塑造高端白酒品质表达，构成定价基础；2) 当前公司需要通过宣传品牌文化、创新消费场景、加强渠道服务能力，培育潜在消费群体，夯实长期提价的能力。

增长潜力：以消费者为中心，换取发展空间。2026年公司全面奔赴C端，推动市场化改革，主要变化为：1) 构建消费者导向的价格形成机制。2) 构建产品“721”的金字塔结构，并培育非标类产品独立增长的能力。3) 打造精品第二大单品，用43度飞天茅台酒茅台和茅台1935酒培育年轻消费群体。4) 五大渠道并行，线上线下加强协同，“i茅台”作为直销渠道重要窗口。对标Apple：直营渠道收入占比40%（飞天直销收入占约15%），线上商店联动线下销售，Apple Store以服务体验和增强消费者粘性，目前茅台正在构建立体化服务体系，系统提升客户运营能力，实现茅台酒从“关系信用工具”转向“中国高档商品和优质生活方式的载体”转型，并进入可持续增长。

空间测算：茅台酒量价增长均具备基础，系列酒抢夺大众酱香酒份额。茅台酒预计未来3-5年销量CAGR在2-3%，获取超高端白酒扩容份额，收入CAGR预计8-10%：1) 以城镇居民月收入1/3为基准，假设经销商毛利率20%，飞天仍具备提价期权；2) 非标酒形成自身消费场景和群体，伴随经济复苏有望量价齐升；3) 精品作为第二大单品，长期承接飞天向上升级需求。系列酒收入CAGR预计在GDP增速附近，酱香酒次高端规模稳健增长，公司产品性价比突出、拥抱新渠道，获取低线市场份额，茅台1935酒预计增速更快。

投资建议：全面市场化改革，增长基础更扎实，强调“优于大市”评级。短期公司吨价具有一定压力（不考虑提出厂价），但中长期增长能力依然坚实，预计2025-27年公司收入1812/1818/1845亿元，同比+4.0%/+0.3%/+1.5%（前值+5.3%/+0.5%/+1%）；公司归母净利润895/895/914亿元，同比+3.8%/0.0%/+2.1%（前值+4.9%/0%/+1.4%），对应当前20.5/20.5/20.1xP/E。采用FCFF、可比公司估值对标等方法，给予合理市值21181-23426亿元（合理估值1686-1865元/股），当前股价具有15-28%上行空间。考虑到公司长期ROE提升趋势和经营久期，能够给予估值溢价，维持“优于大市”评级，重点推荐。

风险提示：需求复苏不及预期；供给过多致飞天批价下跌；提价能力受限等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	150,560	174,144	181,159	181,782	184,548
(+/-%)	18.0%	15.7%	4.0%	0.3%	1.5%
净利润(百万元)	74734	86228	89543	89512	91425
(+/-%)	19.2%	15.4%	3.8%	-0.0%	2.1%
每股收益(元)	59.49	68.64	71.28	71.26	72.78
EBIT Margin	67.7%	67.9%	66.8%	65.6%	65.8%
净资产收益率(ROE)	34.7%	37.0%	35.0%	32.2%	30.4%
市盈率(PE)	24.5	21.3	20.5	20.5	20.1
EV/EBITDA	18.1	15.7	15.3	15.5	15.2
市净率(PB)	8.51	7.87	7.18	6.60	6.10

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980525070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	1686.00 - 1865.00元
收盘价	1468.80元
总市值/流通市值	1839334/1839334百万元
52周最高价/最低价	1648.00/1322.01元
近3个月日均成交额	6861.72百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《贵州茅台(600519.SH)-全面推进市场化转型，解决供需适配问题》——2026-01-05
- 《贵州茅台(600519.SH)-2025Q3收入同比持平，经营理性务实、行稳致远》——2025-10-30
- 《贵州茅台(600519.SH)-2025Q2收入同比增长9.2%，公司根据市场调整产品结构》——2025-08-13
- 《贵州茅台(600519.SH)-2025Q1收入同比增长10.7%，销售表现较好》——2025-04-30
- 《贵州茅台(600519.SH)-2024年稳健收官，2025年目标收入增长9%》——2025-04-03

内容目录

前言	7
1、市场表现：多因素压制需求，消费属性增强，公司估值回调	10
1.1 估值回调：场景压制，批价下跌	10
1.2 商业模式：高 ROE 的长久期资产，茅台酒仍具有不可替代性	12
2、以史为鉴：紧扣时代脉搏，市场化改革破局供需问题	14
2.1 1998 年：后来居上，补足产能短板，培育核心意见领袖	15
2.1 2014 年：试水直销渠道，打造文化类产品，坐稳行业龙头	17
3、对标爱马仕：匠心为核，与时俱进	19
3.1 爱马仕：极致品质和极度稀缺打造品牌壁垒，不断贴近消费者	20
3.2 茅台酒：产区+工艺构成独特的品质表达，有限供给量支撑稀缺性	23
4、改革换取发展空间，再论茅台增长潜力	27
4.1 2026 年改革：以消费者为中心，改革解决供需适配问题	27
4.2 对标 Apple：构建立体服务体系，提升品牌运营能力	34
4.3 发展新起点，再论茅台增长潜力	40
5、盈利预测与估值	46
5.1 盈利预测	46
5.2 估值测算	47
5.3 投资建议	49
5.4 财务分析	50
6 附录图表	52
风险提示	55
附表：财务预测与估值	56

图表目录

图 1: 飞天茅台价格与城镇居民可支配收入具有较强的相关性	7
图 2: 贵州茅台估值及飞天批价复盘, 相对板块其他公司始终保持估值溢价	8
图 3: 2022 年初至今贵州茅台股价走势、飞天茅台批价同比变化和 PE (FY+1)	10
图 4: 飞天批价同比变动与居民贷款指标拟合度	11
图 5: 2020-2025 年箱装飞天批价变动	11
图 6: 2024 年公司直销渠道收入占比同比略有下降	11
图 7: 2022 年以来主要茅台非标酒价格逐步下行	11
图 8: 2021-2014 年贵州茅台 ROE 从 30%提升至 38%	12
图 9: 贵州茅台毛利率、净利率高于其他白酒公司	12
图 10: 测算当前城镇居民月可支配收入可购买 2.8 瓶茅台	12
图 11: 茅台酒主要单品经销商毛利率测算	12
图 12: 2025Q1-3 白酒行业总收入格局	13
图 13: 2025Q1-3 白酒行业利润总额格局	13
图 14: 飞天茅台及各项资产自 2006 年以来年化收益率比较	13
图 15: 不同年份飞天茅台批价截面数据及相对后一年增值额	13
图 16: 1998-2007 年贵州茅台基本面及股价复盘	15
图 17: 1987-2005 年茅台酒 (五星牌) 出厂价与零售价	16
图 18: 预测 2000-2001 年贵州茅台渠道构成	16
图 19: 2008 年茅台酒需求构成情况	16
图 20: 季克良总结茅台酒十大独特工艺	16
图 21: 2008-2017 年贵州茅台基本面及股价复盘	17
图 22: 2013-2014 年公司引入新的经销商	18
图 23: 2013-2015 年期间推出的部分总经销产品	18
图 24: 2014 年茅台推出第一款生肖茅台酒——马年茅台	18
图 25: 2014-2019 年茅台生肖酒收入及增速测算	18
图 26: 爱马仕发展历程, 马具起家-扩充品类-打造奢侈品帝国	20
图 27: 爱马仕每只包从选皮到缝合全部以手工完成	21
图 28: 公司使用上等皮料中最好的部分做出来一只好包	21
图 29: 爱马仕收入增速高于全球名义 GDP 增速	21
图 30: 爱马仕毛利率、销售费用率及净利率	21
图 31: 爱马仕及其他奢侈品收入增速	22
图 32: 爱马仕及其他奢侈品净利润增速	22
图 33: 茅台酒产品和爱马仕包袋品牌塑造的异同对比	22
图 34: 茅台酒主要产品矩阵及销量、收入、利润贡献情况	23
图 35: 茅台酒平均出厂价 (元) 高于飞天指导价	24
图 36: 茅台酒不同产品酒质工艺指标	24
图 37: 12987 大曲坤沙酿造工艺流程图	24

图 38: 优质酱香型白酒工艺具有耗时耗料的特点	25
图 39: 《地理标志产品质量要求 茅台酒(贵州茅台酒)》(GB/T 18356—2026)	25
图 40: 陈年贵州茅台酒(15)价格高于存放 15 年的飞天茅台	26
图 41: 茅台酒使用基酒勾调技术的必要性	26
图 42: 不同产品的香味分析, 勾调基酒越复杂、香味越多元	26
图 43: 勾调过程需要“科技数据”和“勾兑师经验”的结合	26
图 44: 2021 年以来房地产板块营收和销售费用转降	27
图 45: 2021 年来行业走势分化反映市场对产业转型的预期	27
图 46: 联合国预测 2027 年起我国 20-64 岁人口占比下滑	27
图 47: 2022-2025E 酒类线上渠道规模预计以较快增速扩容	27
图 48: 白酒各消费场景占比演变	28
图 49: 茅台酒销量占白酒行业比例不到 1.5%	29
图 50: 茅台酒销量和上阶段的产能建设有关	29
图 51: 茅台酒金字塔型产品结构	29
图 52: 不同规格飞天产品折合成 500ml 后的批价	30
图 53: 茅台酒分产品销量占比测算	30
图 54: 茅台酒构建“五大渠道”并行的渠道布局	30
图 55: 2026 年 i 茅台上线金字塔结构的茅台酒产品系列	32
图 56: 茅台生肖酒具有日期定制功能	32
图 57: 2025 年 7 月某茅台经销商走进信息技术企业	32
图 58: 茅台“四师一官”的高端服务体系	32
图 59: 2025 年酒博会上精品茅台焕新升级	33
图 60: 精品与飞天的价格差在 500-700 元	33
图 61: 2024 年 10 月以来茅台 1935 批价表现平稳	34
图 62: 茅台 1935 渠道价值链拆分	34
图 63: 43 度飞天茅台批价走势	34
图 64: 苏州文化体验馆 43 度茅台酒品鉴会	34
图 65: Apple 渠道发展史, 直营渠道+高质量服务保持品牌力	35
图 66: Apple 直营渠道收入占比提升到 40%左右	35
图 67: Apple Retail Store(左)+Apple Online Store(右)	35
图 68: Genius Bar 提供一对一技术支持和维修服务	36
图 69: Today at Apple 线下课程——长沙摄影课程	36
图 70: Apple 服务收入及增长情况	36
图 71: Apple 服务收入具体包含	36
图 72: Apple 的渠道发展模式为茅台酒提供可借鉴路径	37
图 73: 贵州茅台渠道发展史, 以直营化和扁平化为主旋律	37
图 74: 2003-2005 年公司加强专卖店管理	38
图 75: 2010 年以前五粮液和泸州老窖渠道模式简介	38
图 76: 贵州茅台在电商渠道的发展	39
图 77: 公司直销收入占比从 2018 年的 6%提升到 2024 年的 44%	39
图 78: 宏观经济和超高档酒市场量的测算	40

图 79: 茅台酒销量释放能力测算	40
图 80: 长期飞天零售价定位在城镇居民月收入 1/3 具有支撑	41
图 81: 2006-2026 年飞天茅台的经销商毛利率情况	41
图 82: 非标类的量价表现和飞天价格同比具有较强相关性	41
图 83: 飞天价格和商务活动活跃度具有较强相关性	41
图 84: 城镇居民飞天购买力在 1-2 瓶时精品增速较快	42
图 85: 爱马仕 BKC 收入约占皮具类业务收入的 60-65%	42
图 86: 2010-2025E 酱酒收入(剔除茅台酒)及同比增速	43
图 87: 2025 年酱酒行业(剔除茅台酒)收入竞争格局	43
图 88: 赤水河流域酱酒企业分布	44
图 89: 2024 年酱酒行业产能分布	44
图 90: 2023-2025 年茅台 1935 销量增速和吨价增速拆分	44
图 91: 茅台 1935 收入及同比增速预测	44
图 92: 酱香系列酒收入剔除茅台 1935 及同比增速预测	45
图 93: 茅台酱香酒与各大平台签订“即时零售”战略合作	45
图 94: 2015-2024 年公司营业收入高于白酒行业	50
图 95: 2015-2024 年公司量/价增速拆分	50
图 96: 2016-2024 年茅台酒销售收入、销量及吨价增速	50
图 97: 2016-2024 年系列酒销售收入、销量及吨价增速	50
图 98: 2005 年以来贵州茅台及其他酒企销售毛利率	51
图 99: 2013 年以来贵州茅台及其他酒企销售费用率	51
图 100: 2007-2024 年公司销售商品、提供劳务收到的现金	51
图 101: 2001-2025E 贵州茅台现金分红率	51
图 102: 飞天茅台批价下跌路径演绎	52
图 103: 上轮(2012M1)和本轮(2022M8)调整周期飞天批价下跌对比	52
图 104: 贵州茅台历史股价下跌复盘	53
图 105: 贵州茅台历史股价上涨复盘	53
表 1: 2017-2025 年公司营收增速目标	11
表 2: 白酒行业历史上重要调整阶段的复盘, 及贵州茅台应对价格下跌的改革措施	14
表 3: 茅台酒销量释放节奏测算	19
表 4: 2026 年贵州茅台改革内容	28
表 5: 茅台酒渠道模式拆分以及 2026 年预计改革方向	31
表 6: 茅台 1935 酒进行了 2 次酒体升级	33
表 7: 贵州茅台历史经销商数量变动情况梳理	38
表 8: 公司通过不同的渠道和配称服务, 将渠道呼应“卖酒向卖生活方式”的转型	39
表 9: 2026-2030 年茅台酒分产品价格增长测算	42
表 10: 2026-2030E 茅台酒分产品销量及收入占比测算	43
表 11: 贵州茅台 2022-2027E 收入预测表	46
表 12: 贵州茅台 2022-2027E 费用率及利润预测表	47

表 13: 盈利预测调整表	47
表 14: 贵州茅台 2025-2031E 中性情况盈利预测核心假设项目	48
表 15: 贵州茅台 WACC 假设	48
表 16: 贵州茅台 FCFF 估值法敏感性分析	48
表 17: 贵州茅台可比公司估值表——白酒板块	49
表 18: 贵州茅台可比公司估值表——海外消费龙头	49

前言

人工智能（AI）的迅猛发展在显著提升效率与品质的同时，也深刻重塑了各行业的竞争逻辑。在食品饮料领域，我们认为未来的竞争壁垒将建立在稀缺性基础之上，而稀缺资源的内涵会随着技术进步和消费者认知升级而不断演变。人类的欲望本质未变，只是其表现形式随之迭代。

改革开放以来，中国消费市场稀缺资源的演进路径清晰可循：从最初的产能稀缺，到渠道稀缺，再到流量稀缺。进入人工智能时代，“生产出来”和“让消费者看见”已变得前所未有的容易，但“让消费者相信”、“让消费者停留”以及“让消费者归属”却变得前所未有的困难。这“三难”将成为决定中国食品饮料企业在新阶段能否胜出的关键。

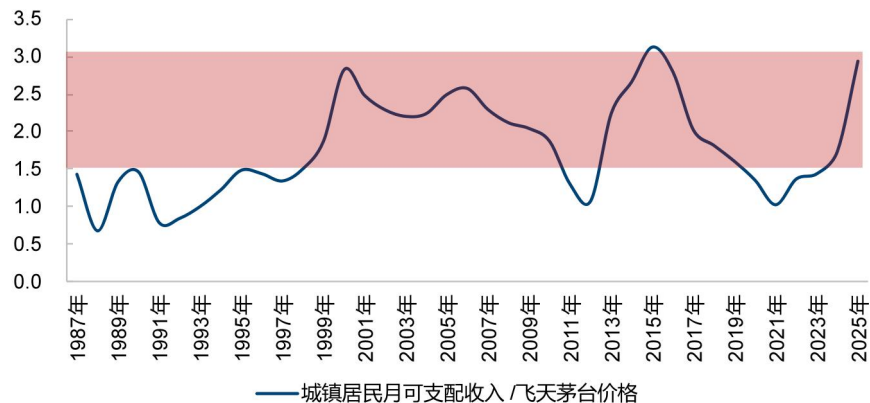
因此，**食品饮料企业亟需完成从单纯“卖产品”向“卖信任+情绪价值+部落归属+生活方式”的全面转型**。许多海外消费品巨头早已完成这一转变，并深度融入居民日常生活与生产方式，实现长期可持续增长。例如：可口可乐已成为“快乐”与“美国梦/全球文化符号”的代名词；红牛则定位为“极限运动与冒险生活方式”的标志性符号。

根据我们的观察与研究，部分中国头部消费品品牌的消费心智也在发生深刻迁移：农夫山泉正从单纯的“天然水”定位，逐步转向“绿色、健康、自律的生活方式”代表；东鹏饮料正从传统的“蓝领/职场功能性能量饮料”，向“奋斗者精神”符号演进；贵州茅台则逐步从“关系信用工具”转向“中国高端商品与优质生活方式的载体”转变。**我们认为，正是这一从“卖酒”到“卖生活方式”的品牌心智升级，成为贵州茅台持续增长的重要内在逻辑。同时，这也为其 2026 年全面推进“以消费者为中心”的市场化改革提供了深层背景与战略支撑。**

年初以来飞天茅台市场流通价企稳上涨，春节期间维持在 1700 元/瓶，节后略有下降至 1600 元/瓶左右，较年初仍有上涨 100 元/瓶。且据微酒等媒体，春季旺季期间多地飞天茅台销售量出现不同程度增长，因此我们在思考 3 个问题：（1）飞天茅台量价回暖的原因？（2）特定的时代背景造就了贵州茅台酒全国化和高端消费品的品牌心智，除了消费品饮属性以外，茅台酒还有哪些属性？（3）不同属性如何影响贵州茅台估值？本文主要围绕这 3 个问题展开。

我们认为正确且客观地认识贵州茅台酒属性特点是理解其估值的前提。首先，茅台酒作为白酒产品的一种，**具有消费品饮属性**，因此茅台酒的市场价格与居民可支配收入具有较强的相关性。

图1：飞天茅台价格与城镇居民可支配收入具有较强的相关性



资料来源：Wind、今日酒价、公司公告，国信证券经济研究所整理

其次“产区约束、工艺特点和独特的勾调工艺”保障茅台酒卓越的品质，且经过多代管理层的精心培育，茅台酒形成了较强的品牌心智，甚至成为高档商品的代名词，因此茅台酒也具有高档奢侈属性。

最后，由于茅台酒具有较强的社会共识，流通性强，供给端多重约束，保质期长，这使其具有社交货币特点，因此茅台酒具有一定的资产金融属性，当然这也导致需求对价格预期波动，即消费者（包括黄牛/终端等）会通过价格预期变化，决定是否在当期采购（囤货）。

我们认为茅台酒的特殊性在于“需求的三重属性博弈”：消费属性是基础，社交/奢侈属性是附加，金融属性是放大器；因此短期需求变化，并非仅是消费品饮属性的体现，比如2015年和2026年的春节茅台酒需求大幅增加，除了性价比增强消费属性外，公司的改革和宏观基本面改善，也提高了渠道和消费者信心，助推茅台酒资产金融属性增强，刺激部分囤货需求增加。经验上看，这一般是需求拐点的信号之一，也反映社会流通库存不高。

估值上看，我们认为不同阶段的供需关系，让茅台酒表现不同的属性，进而对估值产生影响。而茅台酒的价格是三重属性共同作用的结果。因此，理论上贵州茅台的估值与茅台酒的价格应具备较强的相关性，复盘历史数据，我们发现茅台酒的价格确实对其估值确实具有较大的影响。

图2：贵州茅台估值及飞天批价复盘，相对板块其他公司始终保持估值溢价



资料来源：Wind、今日酒价、公司公告、酒业家、微酒，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2025/12/31，其中2015-2016年积极政策先行，驱动板块估值回升，其他酒企利润下滑较大，而PE(TTM)出现估值异常高现象

因此本文撰写的逻辑，先以股价表现展开，探讨其估值变化的原因。再复盘历史，解密公司为何能多次成功解题历次危机？接下来对标爱马仕，品质为基，未来五年茅台酒高档奢侈属性或将增强。最后，以茅台 2026 年市场改革展开，再论茅台的增长空间。

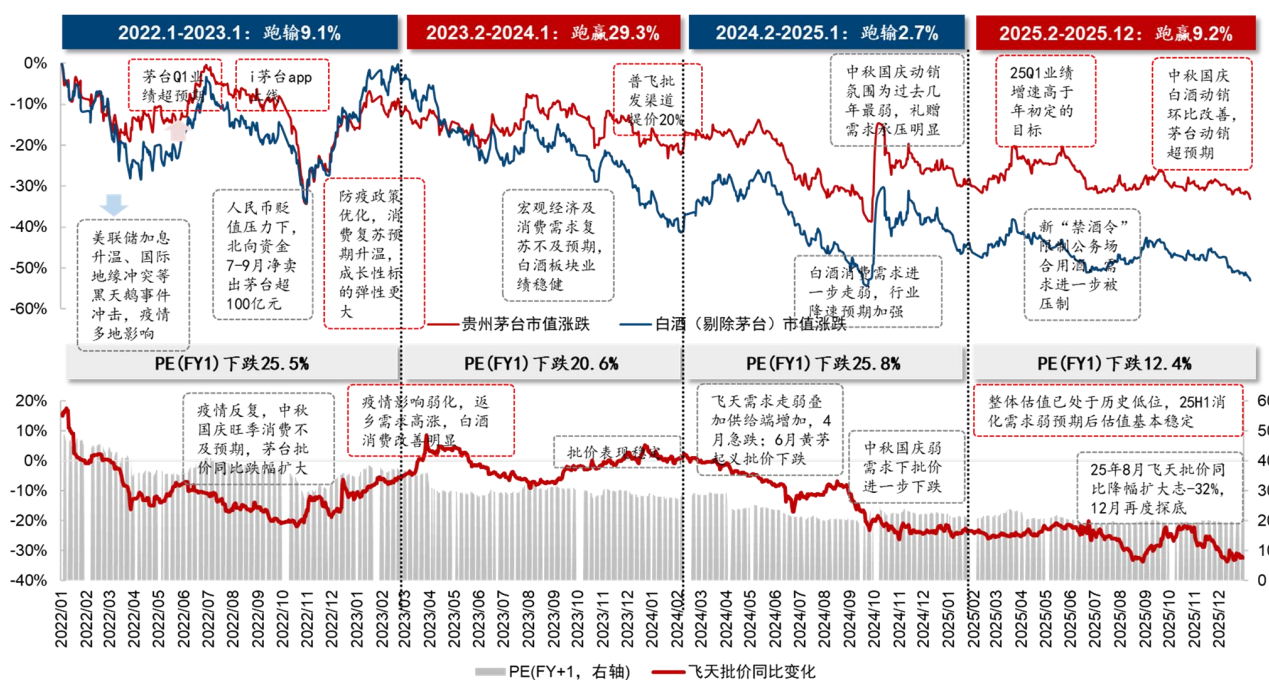
1、市场表现：多因素压制需求，消费属性增强，公司估值回调

引言：2022年以来贵州茅台估值持续回调，相对板块仍具有估值溢价和股价超额；估值反应飞天批价压力和增速下修预期；但商业模式并没有改变，茅台酒仍具有不可被替代性。

1.1 估值回调：场景压制，批价下跌

2022年以来，贵州茅台估值持续回调，但股价仍显著跑赢板块。自2022年初至2025年底，贵州茅台预测市盈率(PE)从49倍下修至19倍，回调幅度达62%；同期股价累计下跌33%，但仍跑赢其他白酒上市公司约20pcts，展现出较强的周期穿越能力。

图3：2022年初至今贵州茅台股价走势、飞天茅台批价同比变化和PE（FY+1）

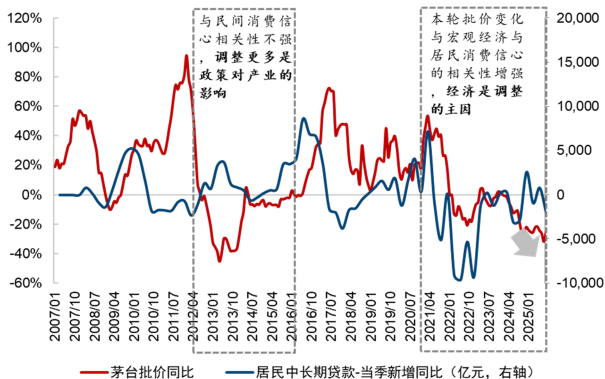


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；注：数据截至 2025/12/31

分阶段来看：

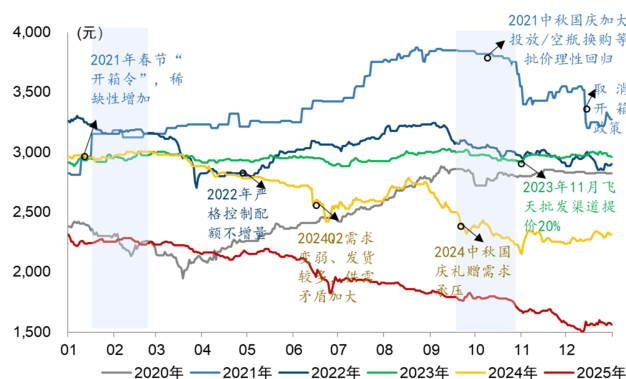
- ◆ 2022-2024年，随着宏观经济增速放缓，茅台酒金融属性逐步褪去，消费属性显著增强；需求结构中，投资和收藏需求占比由50%下降至30%左右，批价理性回归（该阶段主要体现为非开瓶投机需求下降）。**但此时仍处于供需紧平衡状态，该阶段主要表现为估值消化。**其中2022年和2024年，贵州茅台股价分别跑输白酒板块（剔除茅台）9pcts和3pcts，主要因当年飞天批价同比下跌较快（详见附录图）。

图4：飞天批价同比变动与居民贷款指标拟合度



资料来源：今日酒价、Wind，国信证券经济研究所整理

图5：2020-2025年箱装飞天批价变动



资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理；注：数据截至 2025/12/31

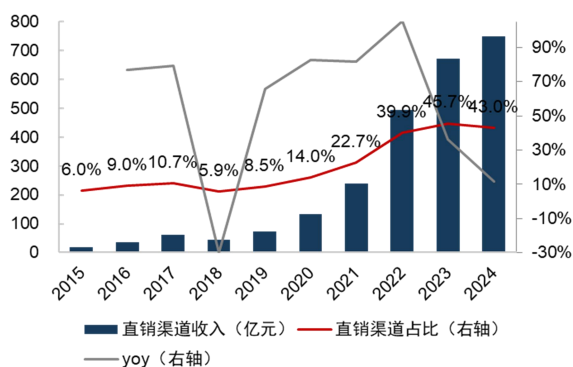
- ◆ 2025年，受公务饮酒政策影响，部分消费场景受限，需求进一步走弱，供需关系也从“紧平衡”过渡到“供需不适配”阶段，当年股价下跌7%，我们认为多为资本市场担心EPS下修，股价提前反映预期。具体而言：1) 2025年公司收入增速目标为9%，考虑到消费场景受限，预计全年收入达成目标的概率较小。2) 伴随飞天批价下跌，非标类产品价格逐步倒挂，渠道盈利能力减弱，公司通过结构升级和渠道直营化实现吨价持续提升的能力减弱。

表1：2017-2025年公司营收增速目标

收入增速目标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
报表目标	15.0%+	15.0%	14.0%	10.0%	10.5%	15.0%	15.0%	15.0%	9%
实际完成	52.0%	26.4%	15.1%	10.3%	11.7%	16.5%	18.0%	15.7%	预计5%

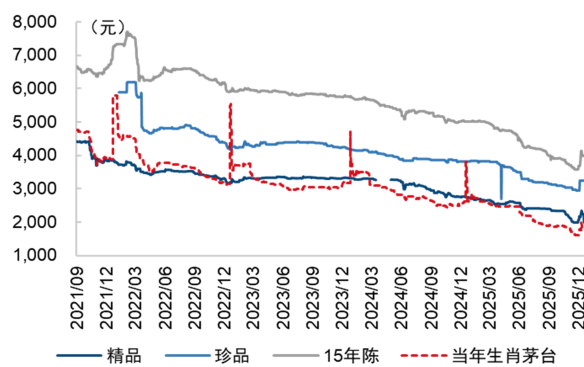
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理&预测

图6：2024年公司直销渠道收入占比同比略有下降



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：2022年以来主要茅台非标酒价格逐步下行



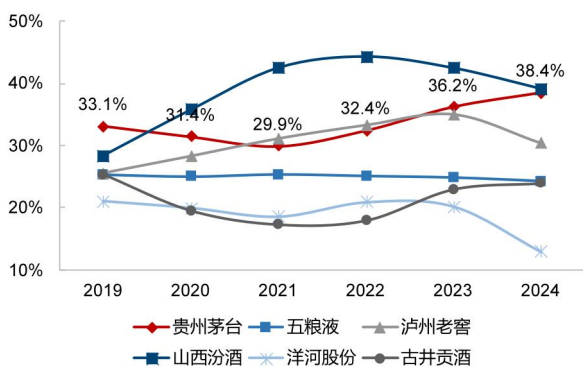
资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理；注：数据截至 2025/12/31

- ◆ 2026年，公司围绕消费者全面推进营销市场化改革，通过茅台酒产品结构调整、价格市场化调整、渠道结构转型等，解决供需适配问题。展望后续，飞天批价同比降幅有望筑底于-30%以内，估值进一步下行风险有限；若提振内需的相关政策适时加力，茅台估值有望迎来修复空间。

1.2 商业模式：高 ROE 的长久期资产，茅台酒仍具有不可替代性

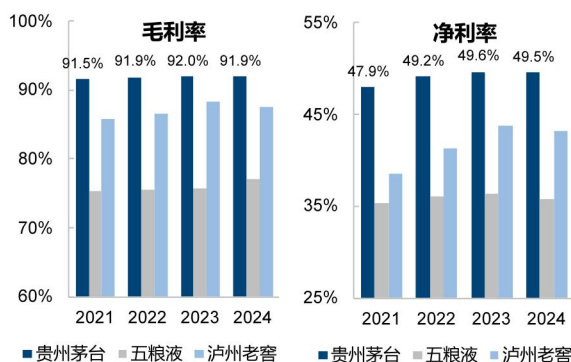
茅台酒 ROE 持续高于行业平均水平，盈利能力显著。2021-2024 年，贵州茅台 ROE 从 30% 稳步提升至 38.4%，呈现持续上升态势，并具备长期维持较高水平的能力。具体驱动因素如下：1) 盈利能力领先行业：占公司收入 85% 以上的茅台酒毛利率高达 94%，带动整体净利率接近 50%。2) 资产运营效率提升：总资产周转率升至 0.61 次，销售能力显著增强。3) 资本结构稳健：权益乘数稳定在 1.3 左右，且公司分红率指引积极。

图8：2021-2014 年贵州茅台 ROE 从 30% 提升至 38%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：贵州茅台毛利率、净利率高于其他白酒公司



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

品牌稀缺性突出，飞天茅台是高档商品和优质生活方式的载体。消费者端看，以当前 1600 元/瓶的成交价测算，城镇居民月可支配收入可购买约 3 瓶飞天茅台酒；飞天茅台作为高档商品和优质生活方式的载体，该价格已逐步进入居民重要场景消费能力范围，比如春节家人团聚、生日订婚等场景。渠道端看，飞天批价大幅回落后，经销商单品毛利率仍维持在 25% 左右；即使考虑其他倒挂产品，茅台酒经销商整体毛利率与周转率仍明显优于高端酒竞品。2025 年前三季度经销商实现盈利，第四季度略有亏损；2026 年在产品结构优化及价格市场化调整后，预计毛利率将回升至 10-20% 水平并回归正轨。

图10：测算当前城镇居民月可支配收入可购买 2.8 瓶茅台



资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理；注：其中茅台批价采用箱装飞天当年一批价平均值

图11：茅台酒主要单品经销商毛利率测算

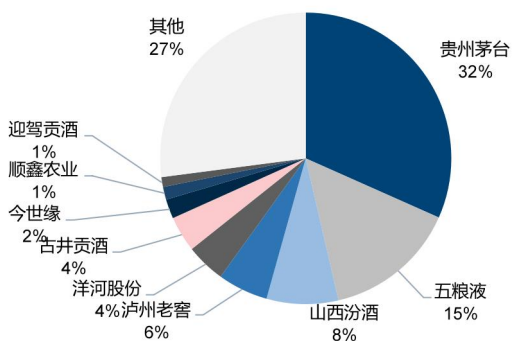
渠道毛利率	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4
飞天茅台	46.9%	41.6%	35.1%	25.1%
生肖-蛇年	12.7%	1.3%	-22.0%	-37.5%
精品	-10.0%	-18.8%	-23.7%	-48.5%
陈年-15年	-8.0%	-20.0%	-36.7%	-50.0%
1L装茅台	5.6%	2.9%	-4.6%	-13.3%
经销商综合毛利率测算	25.9%	15.6%	6.4%	-11.0%

资料来源：公司公告、今日酒价，国信证券经济研究所整理&预测

茅台酒仍具有不可替代性，大单品通货属性突出，在弱需求环境下品牌市场份额

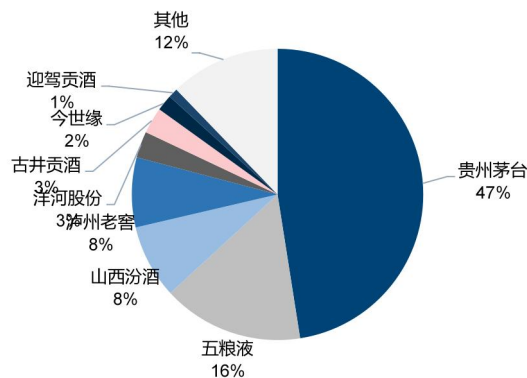
持续提升。我们测算，2025 年前三季度贵州茅台在白酒行业总收入中占比 32%，利润总额占比 47%；全年维度看，其收入和利润所占份额更高。在消费需求收缩的背景下，公司通过优化产品结构与渠道策略，主动贴近消费者，适度增加费用投入开拓市场，实现了各价位段市场份额的全面提升。具体驱动因素如下：1) 消费者品价比诉求显著提升，飞天茅台通货属性突出，成交价回落后需求仍展现较强韧性。2) 渠道资金压力加大，经销商现金进一步向头部品牌集中。

图 12: 2025Q1-3 白酒行业总收入格局



资料来源：公司公告、中国酒业协会，国信证券经济研究所整理；注：仅列示白酒上市公司中的前 9 名

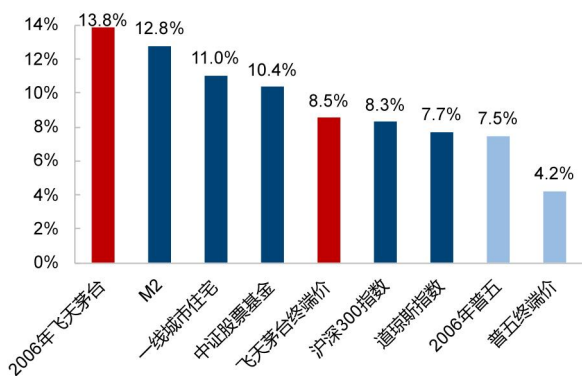
图 13: 2025Q1-3 白酒行业利润总额格局



资料来源：公司公告、中国酒业协会，国信证券经济研究所整理；注：仅列示白酒上市公司中的前 8 名

茅台老酒客观具有一定的金融与收藏属性。我们认为，过去几年高端优质老酒的消费属性占比虽有所提升，但其本身仍有一定的资产金融属性。**时间序列维度：**以 2006 年飞天茅台自当年至 2025 年底的价格表现测算，其复合年化增长率(CAGR)达 13.8%，显著高于同期 M2 增速、一线城市住宅价格涨幅以及中证股票指数等主要核心资产的年化收益率；同期 2006 年五粮液的年化收益率亦达到 7.5%。**截面维度：**截至 2025 年 12 月 31 日，历史各年份飞天茅台相较于次年份产品均呈现明显溢价，且酿造年份越早，年度溢价水平越高。

图 14: 飞天茅台及各项资产自 2006 年以来年化收益率比较



资料来源：Wind、今日酒价、京东，国信证券经济研究所整理；注：数据截至 2025/12/31

图 15: 不同年份飞天茅台批价截面数据及相对后一年增值额



资料来源：今日酒价、茅粉鲁智深、京东，国信证券经济研究所整理；注：数据截至 2025/12/31

2、以史为鉴：紧扣时代脉搏，市场化改革破局供需问题

引言：历史复盘显示，白酒行业先后经历了多次需求结构的重要转变。贵州茅台能够在历次行业危机中化危为机、实现逆势突围的核心在于：始终坚持尊重市场、尊重规律、尊重科学的经营理念。这一过程本质上是茅台消费场景从以政务公务为主逐步向商务和大众消费转型，并逐步融入居民日常生产与生活方式的演进轨迹。当前，随着产业结构优化和人口结构变迁，白酒行业需求格局正面临更为深刻、长远的调整。在此背景下，公司明确提出从“卖酒”向“卖生活方式”转变的战略方向，并全面推进营销体系市场化转型，以更好地适应消费升级趋势和新生代消费需求，实现高质量发展。

从长期维度来看，高端白酒需求周期与宏观经济运行呈现较强的正相关性。外部政策调控往往直接压缩政务公务及部分政商务消费场景，而产业结构优化与居民收入预期变化，进一步传导并影响商务宴请、婚庆宴席及大众日常等多元化消费需求，导致行业整体呈现周期性特征。

历史复盘显示，白酒行业先后经历了多次重大调整阶段（如1989年宏观政策与消费环境双重冲击、1998年亚洲金融危机、2012-2015年“限三公消费”等导致政务需求崩塌、2021年后地产行业承压与居民财富效应减弱等），贵州茅台在这些时期均出现过终端批价快速回落的现象，但其基本面与股价走势始终展现出较强的周期穿越能力。核心原因在于：1）公司始终坚守高端品牌定位，严格执行稀缺性供给策略，通过持续提升基酒品质、优化勾调工艺与科技赋能，确保产品核心竞争力经得起时间检验；2）公司积极推进营销体系改革，加快渠道多元化布局（如直销占比提升、i茅台等数字化平台建设），并主动培育新兴消费群体、拓展商务与大众消费场景，实现需求结构的动态优化与再平衡。

表2：白酒行业历史上重要调整阶段的复盘，及贵州茅台应对价格下跌的改革措施

时间	1998-2003年	2012-2015年	2022年至今	
时代特点	经济特点	经济从高速增长时期转型换挡：“四万亿”政策后大基建时代推动财富效应快速积累；人口红利仍在延续；物质需求基本满足，消费向品质升级跨越	经济进入高质量发展阶段：经济更多需要内需来拉动，更注重发展质量维度；人口红利结束、家庭小型化；居民消费分层，消费理念转向性价比、质价比，情绪消费升温	
	支柱产业转变	从家电、纺织等低端制造到 房地产、基建、中高端制造出口 等转型	从劳动密集型、资源密集型升级为 技术密集型 ；从低端制造业、房地产拉动转向 代表新质生产力的中高端制造 等	
	GDP增速	1996年10%→1999年7.7%	2010年10.6%→2015年7.0%	2021年8.6%→2024年5.0%
行业特点	白酒发展阶段	起步发展阶段	黄金发展十年结束	高质量发展阶段
	饮酒文化	酒桌文化兴起	劝酒文化昌盛	少喝酒、喝好酒
	消费特点	商务引领，政务跟随	政务引领，商务跟随	政务限制，商务趋势增加，婚宴、家宴等宴席用量逐步下降
	产业政策	1997年中央办公厅、国务院办公厅出台《党政机关厉行节约制止奢侈浪费行为的若干规定》，首次规定公务宴请标准，明确违规处理措施；2001年白酒行业实施 量价复合征收消费税	2012-13年《 中共中央八项规定 》及系列规定出台，开启 全面从严治党，反腐倡廉 ；间接限制公款购买高档白酒；要求“三公经费”公开	2025年中共中央办公厅印发《关于在全党开展深入贯彻中央八项规定精神学习教育的通知》； 修订《党政机关厉行节约反对浪费条例》 ；规定公务接待工作餐“不得提供高档菜肴、香烟及酒类”
	行业龙头	山西汾酒→五粮液	五粮液→贵州茅台	贵州茅台
贵州茅台	价格下跌	1997年320元→2000年185元	2012年1850元→2015年820元	2021年3500元→2025年1550元
	价格下跌幅度	-42%	-56%	-56%
需求结构转变	产业结构转变驱动需求结构转变，乡镇企业和私营企业消费场景减少，政务场景占比有所提升	政务公务消费需求大幅下降，商务（地产、资源相关）成为白酒消费升级的主要动力	政商务消费场景占比收缩，大众消费宴席/自饮场景、礼赠占比提升	



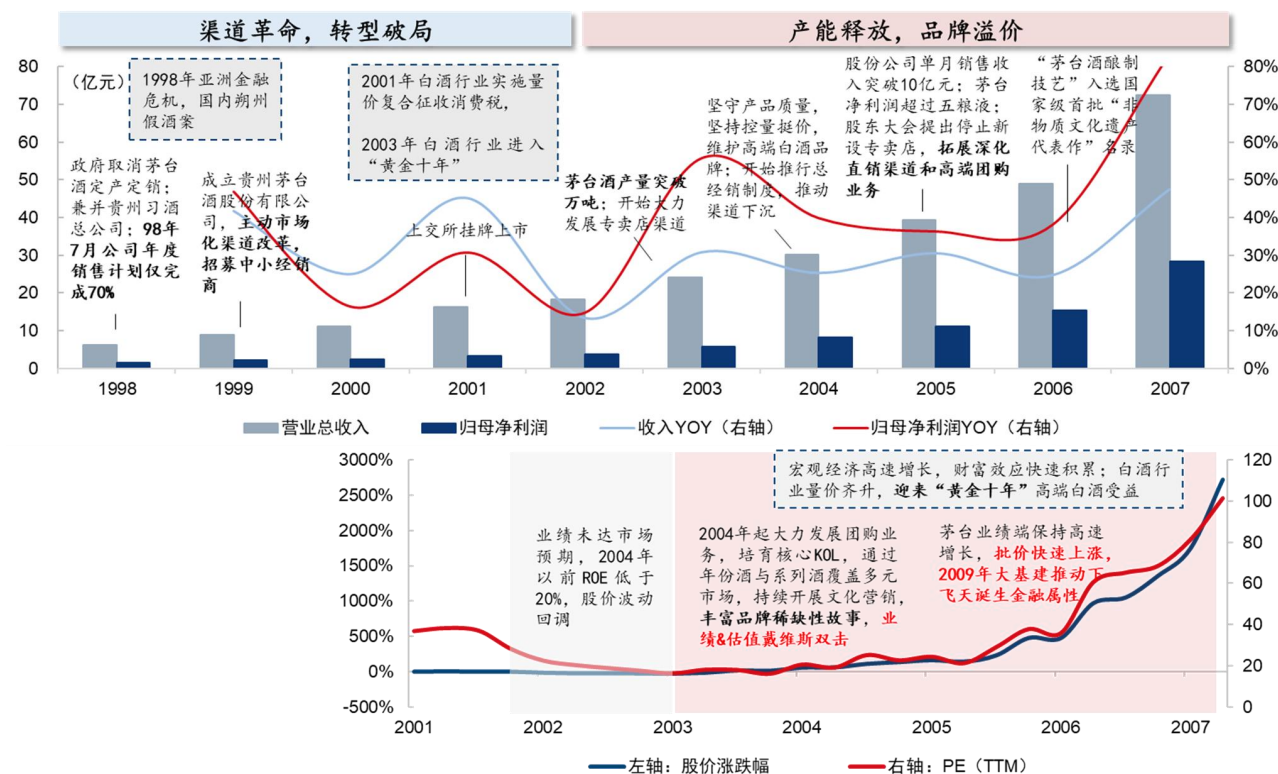
资料来源：Wind、今日酒价、酒业家、微酒、源流咨询、公司公告、中国政府网，国信证券经济研究所整理

2.1 1998 年：后来居上，补足产能短板，培育核心意见领袖

调整：1998 年，受亚洲金融危机、山西朔州特大假酒案及政务公务宴请标准进一步规范等多重冲击，白酒行业需求急剧萎缩，全国产量同比大幅下降（1998-2003 年累计降超 50%）。在此背景下，包括贵州茅台在内的多家酒企经营承压，当年公司销售任务未能如期完成。与此同时，五粮液率先创新渠道模式，首创总经销（大商制），通过授权大经销商买断包销并结合 OEM 授权贴牌生产，有效激活经销商资源、低成本实现全国化扩张，并在调整期显著提升市场份额与收入规模。

起势：贵州茅台长期坚守中高端产品定位，2001 年消费税从量征收政策出台后，公司受影响相对较小（高端产品从量税占比仅约 0.1%）；同年上市募集资金主要投向产能扩建与技改工程，实现基酒产量快速提升。2005 年起，公司积极拓展团购渠道、培育核心意见领袖（KOL），并持续强化品牌稀缺性叙事，驱动业绩高速增长与估值戴维斯双击，奠定行业龙头地位。

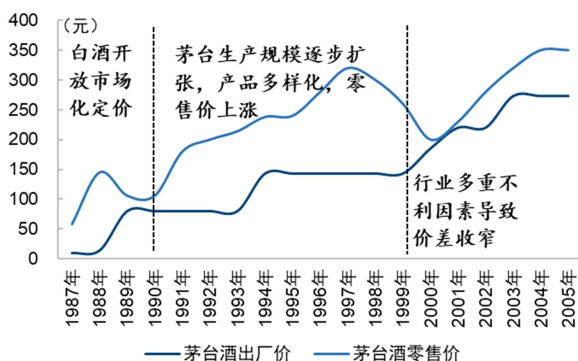
图 16：1998-2007 年贵州茅台基本面及股价复盘



资料来源：Wind、公司公告、微酒、中国酒业协会，国信证券经济研究所整理

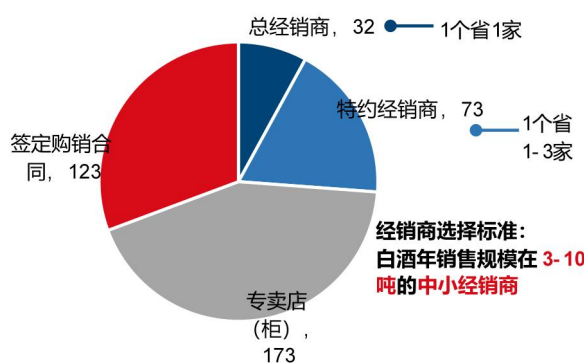
贵州茅台通过市场化渠道改革，不断强化对渠道与终端的掌控力。20世纪90年代，白酒价格逐步市场化，公司坚持高端定位，逐步摆脱对国有糖烟酒公司的渠道依赖，实现零售价较快上涨。1998年公司成立销售总公司，自建营销体系，引导经销商从“坐商”向“行商”转型：市场化引进私营经销商，并导入严格管控的终端系统，提升渠道运营能力。尽管当年茅台酒价格短期承压，但渠道利差仍维持在150元以上（出厂价约140元，零售价约300元左右）。2001年，面对从量税政策等多重外部压力，公司进一步拓展渠道并强化终端掌控：推动渠道扁平化，优先发展销售能力突出的3-10吨级专卖店与特约经销商，积极扩大团购渠道。至20世纪初，公司在全国建成近千家零售专卖店，对地级以上城市实现基本覆盖，终端价格得到有效管控，即使零售价低点至185元/瓶，渠道仍保持微利。

图17：1987-2005年茅台酒（五星牌）出厂价与零售价



资料来源：国酒财经、公司公告，国信证券经济研究所整理

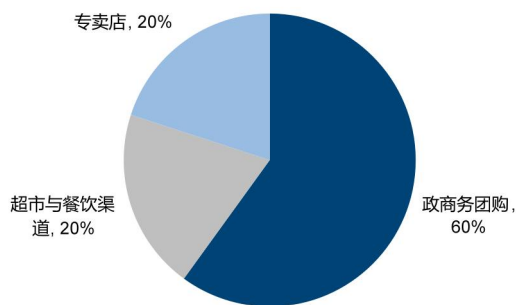
图18：预测2000-2001年贵州茅台渠道构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

贵州茅台通过工艺优化，形成“核心产区+12987坤沙工艺”的独特品质表达体系，并积极培育核心意见领袖，持续突出品牌稀缺性。伴随市场化改革，公司坚守高端品牌调性，在营销上围绕核心意见领袖展开，强化“国酒”形象，培育高端消费场景。同时，公司强化茅台酒酿造工艺的高标准与稀缺性，由季克良系统总结提炼的十大独特工艺（高温制曲、高温堆积、高温发酵、高温蒸馏等），进一步彰显高端品质与不可复制性。

图19：2008年茅台酒需求构成情况



资料来源：糖烟酒周刊，国信证券经济研究所整理

图20：季克良总结茅台酒十大独特工艺



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

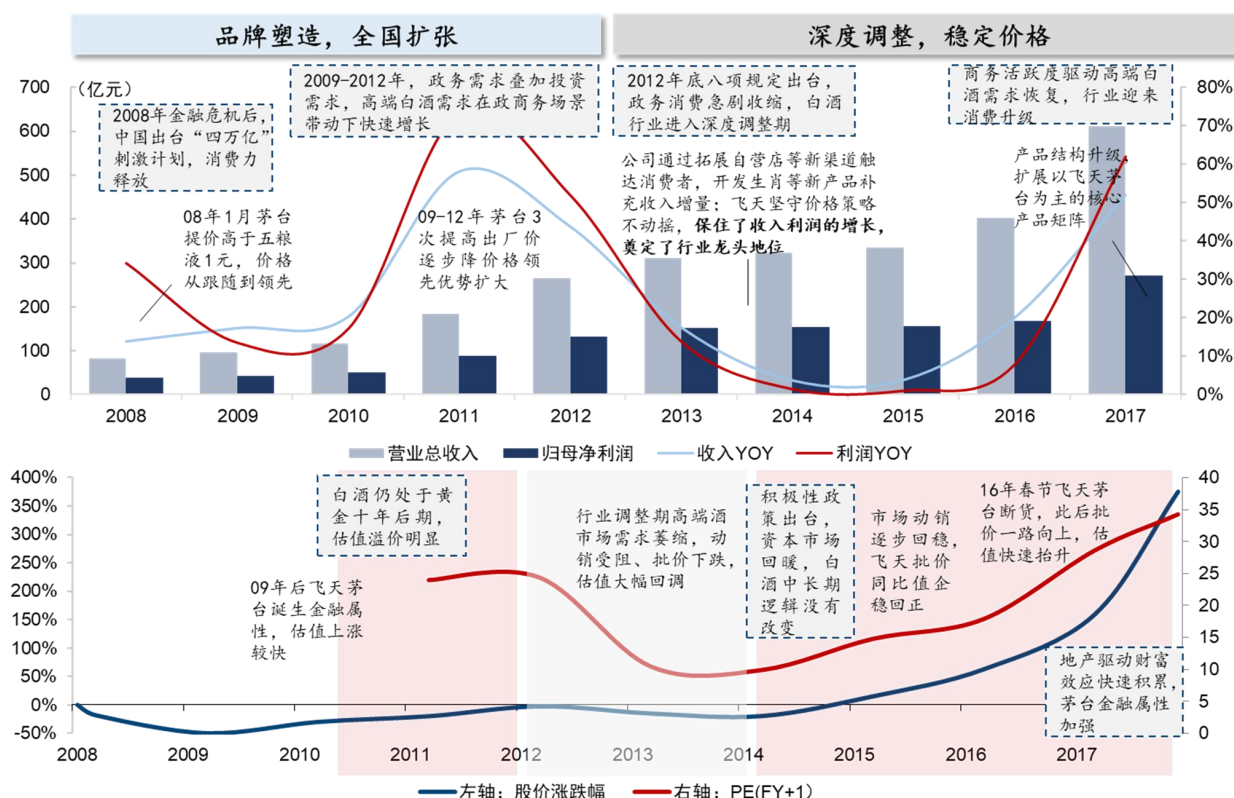
2.1 2014 年：试水直销渠道，打造文化类产品，坐稳行业龙头

调整：2012 年底限制“三公”消费政策出台，政务公务消费场景大幅萎缩（当时贵州茅台政务消费占比约 30%-40%），高端白酒需求整体承压，主要高端酒批价快速回落：飞天茅台批价从年初高点约 1850-2000 元降至 2015 年低点约 820-880 元（接近出厂价 819 元）。

主动应对：调整 2014-2015 年增长目标，坚持飞天茅台价格战略不动摇，通过计划外招商、拓展自营店等新渠道，推出生肖茅台等非标产品，积极培育新兴需求与大众消费场景。调整期内，公司年度收入保持正增长，展现显著周期穿越能力。

复苏：伴随商务活跃度逐步回暖，2015 年起贵州茅台市场动销持续改善，2016 年春节前后飞天茅台批价快速上行（从约 900-1000 元升至 1200 元以上），有效支撑估值修复。调整期内公司进一步夯实高端龙头地位，在复苏阶段财富效应累积的背景下，飞天茅台金融属性再度放大。公司顺势推动非标产品（生肖茅台、精品茅台等）放量增长，引领行业结构升级与整体提价，实现从需求恢复到高质量发展的平稳过渡。

图 21：2008-2017 年贵州茅台基本面及股价复盘



资料来源：Wind、公司公告、微酒、中国酒业协会，国信证券经济研究所整理

贵州茅台在调整周期中主动扩展渠道，引入新经销商并调动经销商资源，强化消费者触达与终端稳定，助力飞天茅台价格企稳。1) 2013-2014 年两次放开经销权：2013 年 7 月首次允许新经销商当年以 999 元/瓶进货 30 吨飞天（一次性打款约 6366 万元），次年即可获 819 元/瓶出厂价经销权；2014 年进一步降低门槛（1.5 吨 999 元/瓶+3 吨 819 元/瓶，总打款约 800 万元），快速吸引优质经销商下沉空白市场、拓展新兴消费群体。2) 联合省级经销商开发定制酒：允许按 1:1 比例将定

制量计入年度任务，产品涵盖年份酒、飞天、五星及小批量勾兑等，主要面向企业/个人等非市场流通渠道（如团购、定制礼品），有效激活经销商积极性、补充增量需求。

图22：2013-2014 年公司引入新的经销商



资料来源：公司公告、今日酒价，国信证券经济研究所整理

图23：2013-2015 年期间推出的部分总经销产品



资料来源：茅粉鲁智深，国信证券经济研究所整理

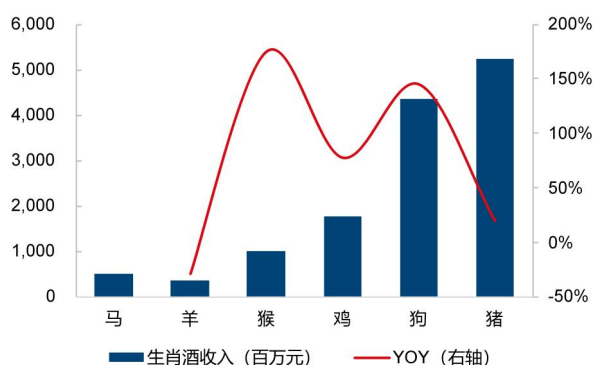
贵州茅台通过发展非标类产品，积极探索新的增长极。2014 年推出首款生肖茅台酒（甲午马年），作为非标产品市场化尝试：11 月上市，产量约 350 吨，进一步强化稀缺属性；发行价 849 元/瓶，略高于当时飞天茅台出厂价。后期伴随飞天批价持续上行，生肖茅台收藏与投资价值逐步凸显，其中马年、羊年、猴年三款涨幅最大（马茅高峰近 1.8 万元、羊茅超 2.5 万元、猴茅超 5000 元）。生肖系列成功运作，为后续非标产品（如精品、年份、定制酒）提供宝贵经验。2017 年后，非标系列放量增长，成为公司吨价提升的第二增长曲线，有效引领产品结构升级与盈利能力持续增强。

图24：2014 年茅台推出第一款生肖茅台酒——马年茅台



资料来源：茅粉鲁智深，国信证券经济研究所整理

图25：2014-2019 年茅台生肖酒收入及增速测算



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

3、对标爱马仕：匠心为核，与时俱进

“十五五”期间，贵州茅台茅台酒理论可供销售增量相对有限，供给稀缺性仍将维持较高水平。

- ◆ **从产能增量看，公司“十四五”技改建设项目规划新增茅台酒实际产能约 1.98 万吨/年。**“十四五”技改项目规划制酒厂房 68 栋、制曲厂房 10 栋、酒库 69 栋等，储酒能力约 8.47 万吨，项目建设周期 48 个月；2024 年重阳节起部分投产（制酒三十一车间率先启动），预计 2028 年全部建成。根据历史投产经验及工艺周期（基酒需 5 年释放），新增产能将逐步体现，预计每年实际基酒增量约 2000-2200 吨左右，至 2030 年前后全面贡献。
- ◆ **从可供销售量看，茅台酒当年销量一般占 4-5 年前基酒产量的 75%-85%。**季克良在《告诉你一个真实的陈年茅台酒》中指出：“每年出厂的茅台酒，只占五年前生产酒的 75%左右，剩下的 25%左右，有的在陈放过程中挥发一些，有的留作以后勾酒用。”综合考虑老酒勾兑比例（约 10%）及生产和报表错期，历史实际转化率基本稳定在 84%-85%左右（详见下表）。
- ◆ **公司正逐步从“以产定销”转向“以销定产”，以消费者需求为核心优化供给结构。**展望“十五五”，茅台酒理论可供销量与 4 年前基酒产量偏离度有限，预计 2030 年茅台酒产量约 5-5.2 万吨，占白酒行业整体比例 1.6%-1.8%。供给刚性约束下，高档品属性将进一步强化，稀缺性与品牌价值持续凸显。

表3：茅台酒销量释放节奏测算

年份	老厂区（吨）	中华片区（吨）	设计产能（吨）	实际产能（吨）	销量（吨）	与 4 年前基酒的关系
2000A	6,000		6,000			
2001A	2,000		8,000	7,317		
2002A	2,000		10,000	8,640	4,450	
2003A			10,000	9,257	5,034	
2004A			10,000	11,522	5,970	
2005A			10,000	12,540	7,265	99%
2006A	2,000		12,000	13,839	8,150	94%
2007A	2,000		14,000	16,865	9,000	97%
2008A	2,000		16,000	20,431	8,970	78%
2009A	2,000		18,000	23,004	10,194	81%
2010A	2,000		20,000	26,284	11,000	79%
2011A	2,600		22,600	30,026	13,000	77%
2012A	2,500		25,100	33,600	14,400	70%
2013A		5,800	30,900	38,599	17,000	74%
2014A			30,900	38,745	18,000	68%
2015A			30,900	32,179	19,798	66%
2016A			30,900	39,313	22,918	68%
2017A		7,600	38,500	42,829	30,206	78%
2018A			38,500	49,672	32,464	84%
2019A			38,500	49,923	34,562	107%
2020A		6,600	42,743	50,235	34,313	87%
2021A			42,743	56,472	36,261	85%
2022A			42,743	56,810	37,901	76%
2023A			42,795	57,204	42,110	84%
2024A			44,595	56,272	46,413	92%
2025E		2,200		58,472	47,791	85%
2026E		2,200		60,672	48,289	
2027E		2,200		62,872	48,623	
2028E		2,200		65,072	47,831	
2029E		2,200		67,272	49,701	
2030E		2,200		69,472	51,571	
2031E		2,200		71,672	53,441	
2032E		2,200		73,872	55,311	
2033E		2,200		76,072	57,181	

资料来源：公司公告、技改项目进展报告，国信证券经济研究所测算；注：其中 2015 年及以前的销量数据

为预测值

3.1 爱马仕：极致品质和极度稀缺打造品牌壁垒，不断贴近消费者

爱马仕从马具作坊演变为全球顶级奢侈品帝国的历程，始终以手工匠心为核心，体现出“传承与创新”的动态平衡。1837年Thierry Hermès于巴黎创立马具工坊，专注精湛手工技艺与贵族骑乘需求；伴随时代变迁，公司多次战略迭代，实现品类与市场的持续扩展。

- ◆ **早期转型（19世纪末—一战前后）**：汽车工业兴起，取代马匹出行，公司顺势推出箱包、皮衣、皮革配件等，标志性产品如1900年Haut à Courroies (HAC) 鞍袋，奠定皮具基础。
- ◆ **战后多元化（二战后—20世纪中叶）**：产品矩阵扩展至丝巾（1937年首款）、手袋（Kelly、Constance、Birkin相继问世）、香水（1951年首款）、成衣等，消费场景从专业骑乘转向日常生活与时尚表达。
- ◆ **当代加速（21世纪以来）**：推进全球化布局（全球精品店超300家）、数字化转型（2017年重塑hermes.com网站、加强线上体验），并通过美妆（2020年起独立美妆线）、家居等品类吸引年轻一代，消费人群从精英单一向多元年轻化演进。

爱马仕品类扩张的核心逻辑在于：手工匠心与家族传承（六代人坚守独立经营）贯穿始终，确保品牌稀缺性与不可复制性；消费场景从专业向生活转型，消费人群从贵族精英向全球多元扩展，产品设计从实用功能向艺术表达升华。在严格控制供给、维持高稀缺性的前提下，实现长期稳健增长与估值领先，成为奢侈品行业“穿越周期”的典范。

图26：爱马仕发展历程，马具起家-扩充品类-打造奢侈品帝国

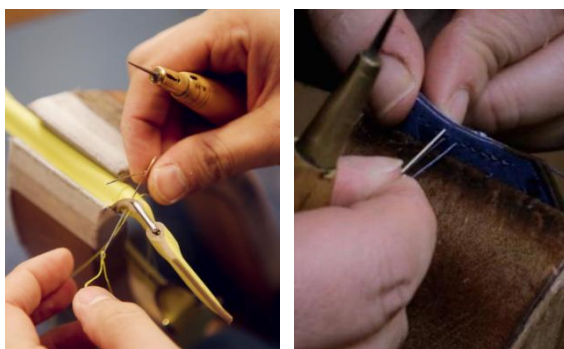


资料来源：公司官网、第二自然公众号，国信证券经济研究所整理

极致的产品品质是爱马仕品牌稀缺性的根本基石。公司通过严格供给控制与匠心传承，实现长期高毛利与稳健增长。1) 顶级皮革选材：公司以更高出价优先从法国HAAS、德国WEINHEIMER等全球顶尖鞣革厂采购头轮优质皮料，经多轮严苛筛选剔除瑕疵，最终使用比例仅约10%，确保每件产品材质无可挑剔。2) 纯手工匠人工艺：每只包袋从选皮、鞣制、染色、剪裁到缝合，全部由同一匠人手工完成，

保证细节统一与一致性。以 Kelly 包为例，包身涉及数十种顶级皮料、超过 200 种颜色选项；单只 Kelly 需匠人专注 18-25 小时手工制作，一个工坊每月产能仅约 15-20 只，极致限制产量。3) 工匠规模与技艺严控：2015-2024 年，公司营收 CAGR 约 13.5%，而全球匠人数从约 4100 人增至 7300 人（CAGR 约 6.5%），远低于营收增速。公司设立内部 Écoles Hermès 培训体系，严格选拔、长期培养匠人（平均培训期数年），确保技艺传承与供给刚性约束，支撑品牌长期稀缺性与定价权。

图 27: 爱马仕每只包从选皮到缝合全部以手工完成



资料来源：公司官网、第二自然公众号，国信证券经济研究所整理

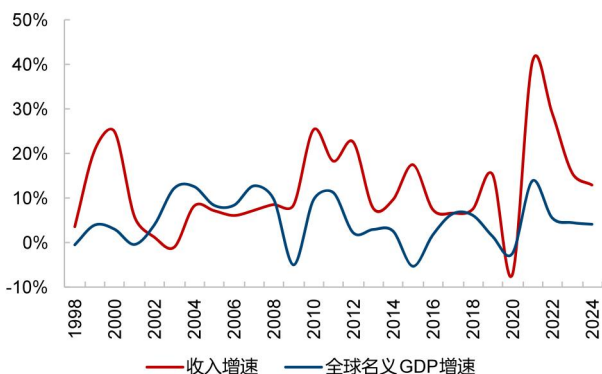
图 28: 公司使用上等皮料中最好的部分做出来一只好包



资料来源：小茅 i 茅台，国信证券经济研究所整理

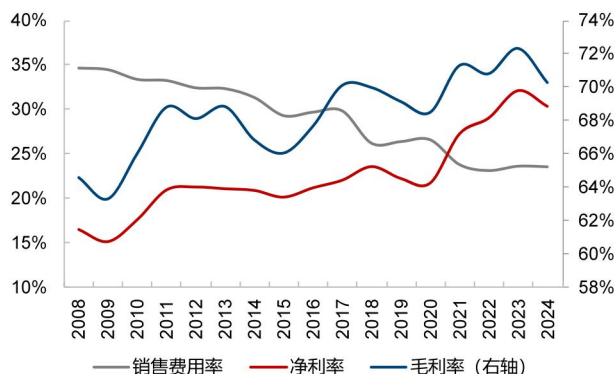
强大品牌力支撑下，爱马仕长期业绩表现显著优于全球通胀及奢侈品同业，展现卓越的穿越周期能力与价值创造。1) 持续提价能力与高效盈利：过去 15 年（约 2010-2024 年），公司营收 CAGR 约 13%-14%，显著跑赢全球名义 GDP 增速（约 4.5%-4.7%）；2008-2010 年全球金融危机期间，营收与利润仍实现正增长，受影响较小。得益于毛利率持续提升（皮革/手工稀缺性驱动）及销售费用率优化（低营销投放），净利率从 2009 年约 15%稳步升至 2024 年约 30%+，盈利质量显著增强。2) 穿越周期的稳定性：相比 LVMH、Kering 等同业，爱马仕在经济波动期表现更稳健：2010 年以来，除 2020 年疫情导致营收/净利润短期下滑外，其余年份均实现正增长；当前全球化布局下，即使全球经济增速放缓，公司仍维持个位数稳健增长。**核心在于强大品牌护城河（稀缺供给+匠心传承）支撑定价权与需求韧性，营销费用占比低（无需过度促销），净利润抗风险能力突出，实现长期稳健复合回报。**

图 29: 爱马仕收入增速高于全球名义 GDP 增速



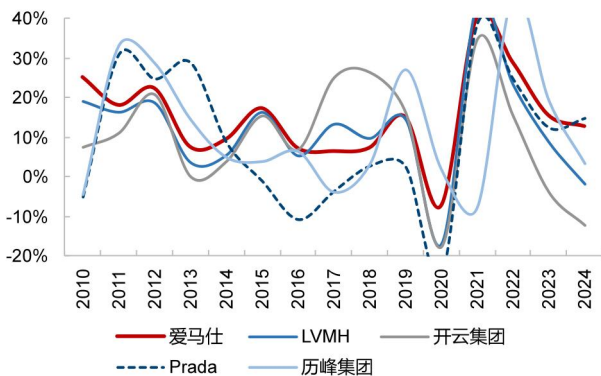
资料来源：公司公告、联合国，国信证券经济研究所整理

图 30: 爱马仕毛利率、销售费用率及净利率



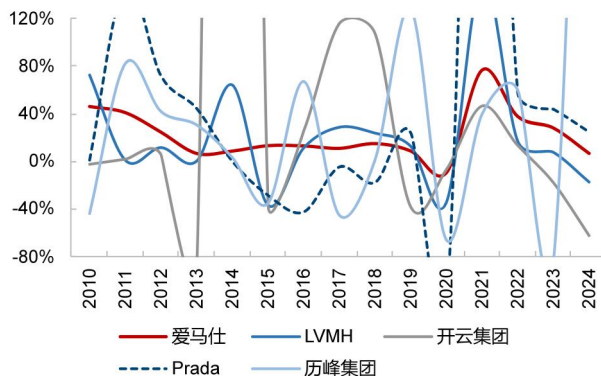
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31：爱马仕及其他奢侈品收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图32：爱马仕及其他奢侈品净利润增速

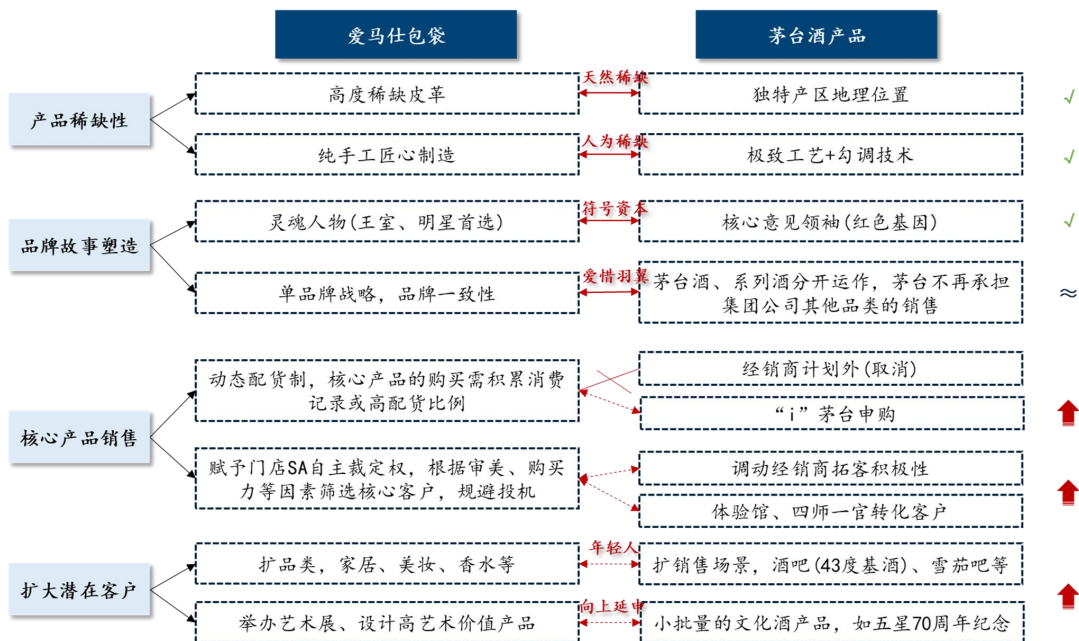


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

茅台酒与爱马仕品牌塑造对比分析显示，两者均以极致产品品质为核心支撑，构建高价值品牌护城河。但爱马仕在销售稀缺性上更趋极致（供需严重失衡），而茅台酒作为高端生活方式消费品，与顶级奢侈品存在本质差异。我们认为，爱马仕的“极度供需失衡”模式不完全适用于茅台酒，但其品牌文化塑造与消费者培育路径可为茅台提供有益借鉴，推动从“卖酒”向“卖生活方式”转型。

- ◆ 1) 产品稀缺性：两者均兼具天然稀缺性（茅台核心产区+12987 坤沙工艺；爱马仕手工匠心+顶级皮革 10%使用率）与人为稀缺性（限量供给、严格控产），支撑品牌高端定位与定价权。
- ◆ 2) 品牌故事与文化基因：两者历史底蕴深厚，长期与核心意见领袖绑定（茅台“国酒”形象+政商务精英；爱马仕贵族传承+时尚艺术圈）。爱马仕坚持单一品牌策略；茅台自 2024 年起取消集团公司其他产品联合销售，并严格管控联名等行为，强化核心品牌纯度与商誉保护。
- ◆ 3) 核心产品销售模式差异：爱马仕依托极致供需失衡，核心产品（如 Birkin、Kelly）的购买需积累消费记录或高配比，优先服务忠实客户。茅台酒此前通过非标类产品给经销商“配货”，尚未形成稳定消费场景；当前通过“i 茅台”限量申购机制强化稀缺感知，同时培育大众/年轻潜在消费者，实现需求端精准触达。
- ◆ 4) 消费者链接与服务能力：爱马仕赋予门店销售人员较高自主权，根据消费者对品牌的理解筛选核心客群，优先为非投机型客户提供优质服务，提升粘性。茅台过去渠道服务意识相对薄弱；2026 年通过渠道/价格市场化改革（取消分销、价格随行就市），激发经销商积极性，提升服务水平与转化能力；同时推进“三店一馆”建设，强化品牌美学、文化宣传与情绪价值输出。
- ◆ 5) 潜在客户拓展，爱马仕通过美妆、香水等补充品类吸引年轻消费者。茅台当前创新消费场景（如酒吧、雪茄吧等悦己体验）更优于以往“集团一盘棋”跨界（如冰淇淋联名），前者强化茅台作为酒的核心主体地位，更契合年轻一代个性化、悦己生活方式，助力消费群体年轻化与多元化。

图33：茅台酒产品和爱马仕包袋品牌塑造的异同对比



资料来源：贵州茅台公司官网、爱马仕公司官网、公司公告；国信证券经济研究所整理

3.2 茅台酒：产区+工艺构成独特的品质表达，有限供给量支撑稀缺性

品质是茅台酒定价的核心基础。公司产品体系以基酒年份与勾调工艺复杂度为一句，定价梯次向上，形成清晰的价格带与产品价值阶梯。2021年以来，公司逐步完善产品矩阵，将茅台酒细分为经典、精品、珍品（2026年已停产）、年份四大档次，以产品的主体基酒年份与调味酒比例/种类/数量为区分标准。

图 34：茅台酒主要产品矩阵及销量、收入、利润贡献情况

产品系列	基酒年份	产品	批价 (元/瓶)	销量占比	收入占比	利润占比	产品形象
经典	5年	500ml53度 飞天茅台	箱装1605 散装1560	62%	52%	51%	
		1L/375ml/ 100ml茅台	3010/1120/295	9%	9%	9%	
		生肖茅台	1940(蛇年)	9%	12%	12%	
		其他文化 /IP系列	/	2%	3%	3%	
精品	5-8年	精品茅台	2,310	6%	10%	10%	
珍品 (26年停产)	8-10年	彩釉珍品	3,460	1%	1%	1%	
尊品	15年	陈年茅台	4,260	2%	6%	7%	
	30年		13,000				
	50年		25,000				
		43度飞天茅台	845	4%	2%	2%	
		其他非标酒 (定制/开发酒、一带一路、24节气等)	/	5%	5%	5%	

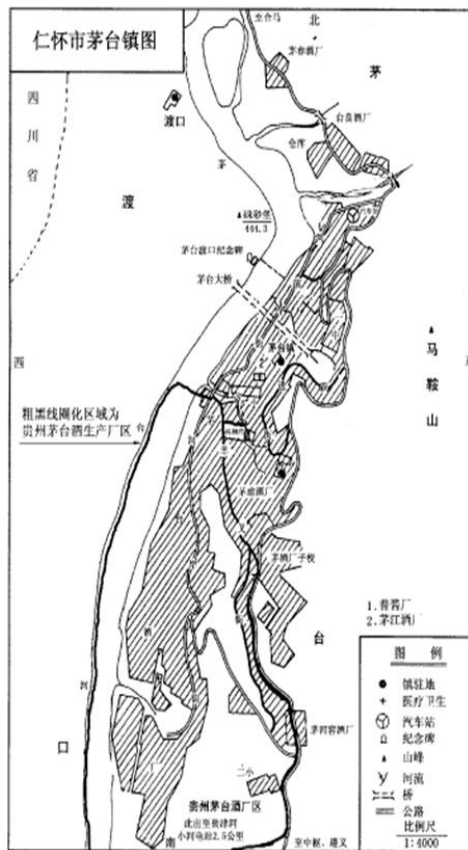
资料来源：百度百科，国信证券经济研究所整理

图 38：优质酱香型白酒工艺具有耗时耗料的特点

	浓香型白酒	清香型白酒	酱香型白酒
生产工艺	泥窖固态发酵、采用续糟（或渣）配料、混蒸混烧。全年投料，无季节性要求	清蒸清渣、地缸发酵、清蒸二次清。全年投料，无季节性要求	12987：按季节生产端午制曲、重阳下沙、9次蒸煮、8次发酵、7次取酒、1年为1个生产大周期、2次投料
主体香气	己酸乙酯	乙酸乙酯、乳酸乙酯	至今仍未确认
投粮比	3斤粮食产出1斤酒	2-3斤粮食产出1斤酒	5斤粮食产出1斤酒
制曲	曲粮比为1: 5 制曲温度通常在55-60度 制曲时间30天	曲粮比为1: 10 制曲温度在45度左右 制曲时间25-28天	曲粮比为1: 1 制曲温度高达60-65度 制曲时间40天
投料	1次投料	1次投料	2次投料
发酵	1轮发酵。原窖分层堆糟法（泸州老窖），跑窖分层堆糟法（五粮液）为60-90天	大渣发酵+二渣发酵2轮发酵：大渣发酵21-28天，二渣发酵期相同	8轮发酵，每次约40天
原酒入库率	65%-70%	68%-71%	52%-57%
陈酿		大渣酒和二渣酒分级入库，在陶瓷缸密封贮存一年以上	新酒按照7个轮次/3种典型体/不同年份陶瓷坛封装入库，陈酿3年以上
勾兑		由大渣酒和二渣酒勾兑，再加水降度而成	百余种不同年份、轮次、酒精度酒样来调配融合

资料来源：公司官网、酒业家，国信证券经济研究所整理

图 39：《地理标志产品质量要求 茅台酒（贵州茅台酒）》（GB/T 18356—2026）



注：茅台镇地理位置为东经 105°、北纬 27°。

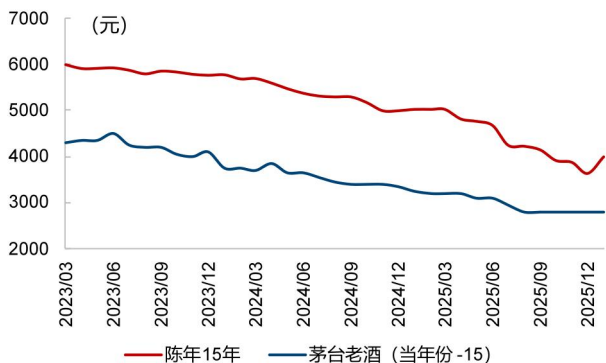
图 A.1 贵州茅台酒地理标志保护范围图

资料来源：全国标准信息公共服务平台，国信证券经济研究所整理

在产区与工艺稀缺性基础上，勾调技术是茅台酒品质表达与产品溢价的又一核心壁垒。公司采用独有的“连锅汤”勾调法（以老带新、边勾边存、以酒勾酒），将不同年份、轮次、风味的基酒科学融合，形成酸香、花香、水果香、坚果香、烟熏香等多层次复合香型与悠长回味，确保每一瓶茅台酒风味协调、醇厚细腻。

- ◆ **勾调复杂度梯次递增：**经典系列（如飞天茅台）以标准基酒勾调为主，风味稳定；高端非标产品（精品、珍品、生肖、年份等）基酒种类更多（调味酒 200+ 种以上）、年份跨度更大、勾调轮次与比例更精细复杂，生产的产品香型层次更丰富、口感更醇柔，因此同等陈年期（如 15 年基酒）的高端产品较普通老酒具备显著溢价（出厂价/终端价往往高出数倍，见下图 40）。
- ◆ **专业勾调师团队与传承：**公司拥有超 1000 名专业勾兑师团队，绝大多数具备国家/省级品酒师资格认证。勾调技艺代代传承，形成难以复制的无形资产；勾兑师凭借数十年经验与感官记忆主导调配，同时结合现代化数字化分析工具（风味成分谱图、相似度测定等），实现批次间品质高度一致性。这一“经验+科技”融合的勾调体系，不仅保障了茅台酒长期稳定的品质表达，更在高端产品中放大稀缺价值，推动吨价持续提升与结构升级。

图40：陈年贵州茅台酒(15)价格高于存放15年的飞天茅台



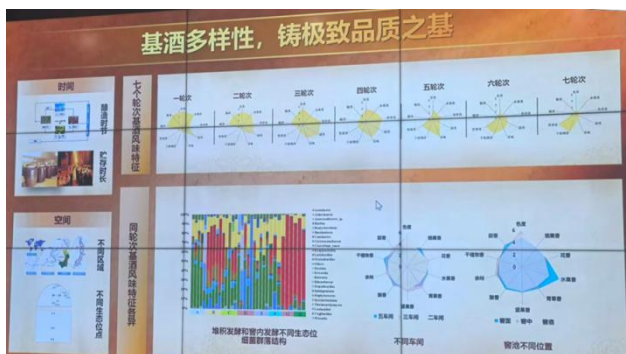
资料来源：茅粉鲁智深，国信证券经济研究所整理

图41：茅台酒使用基酒勾调技术的必要性

茅台酒勾兑所使用的基酒涵盖了不同轮次、不同典型体、不同等级。首先，使用不同时节酿制的大曲和不同时节生产所带来的微生物多样性，造就了基酒的多样性，从而形成了不同的典型风格。茅台酒一至七轮次基酒风格特征各有其典型性，例如：二次酒粮香、果香幽雅，四次酒酒体包容、中庸平衡等。其次，即便是同一轮次的基酒，由于所处的空间生态位不同，也会形成统一风格下的风味差异。此外，长时间的贮存又赋予了基酒资源在老熟维度方向的多样性。

资料来源：小茅 i 茅台，国信证券经济研究所整理

图42：不同产品的香味分析，勾调基酒越复杂、香味越多元



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图43：勾调过程需要“科技数据”和“勾兑师经验”的结合

茅台酒勾兑师张丽

上百种酒样可以有上亿种组合方式，那勾兑师该如何找到最佳组合方式来确保茅台酒的品质始终如一呢？

这就需要经验、技艺、灵感的碰撞，以及现代化的科学技术辅助！在勾兑过程中，每一批次的茅台酒都要经过“数据”与“经验”的双重检验，达到标准后才能出厂。“数据”是我们从基酒到勾兑样品开展全过程的基酒检测分析，建立了系统的茅台酒品质评价体系方法，利用科学技术手段为勾兑赋能，例如我们针对盘勾酒建立了色谱成分分析评价，针对勾兑酒样建立了相似度评价体系，对每个批次出厂茅台酒进行稳定性评价。

“经验”则是勾兑师经过系统训练形成的专业品评能力，代代传承下来的勾兑技艺，以及在不断的勾兑实践中积累的丰富经验，他们通过灵敏的感官去评判酒的色泽、香气、风格等，利用精湛的技艺将这些不同的基酒进行组合勾兑设计，形成茅台酒幽雅、丰满、平衡典型风格的同时，为产品赋予人文气息。

资料来源：小茅 i 茅台，国信证券经济研究所整理

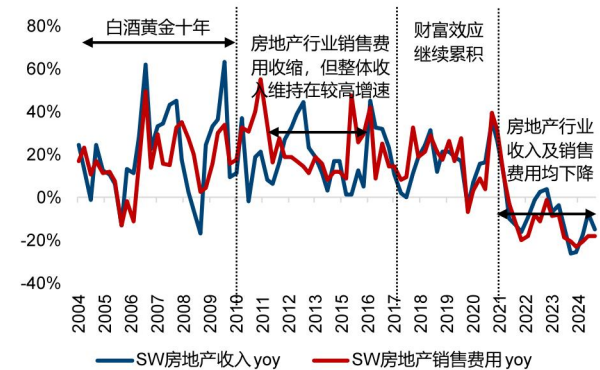
4、改革换取发展空间，再论茅台增长潜力

引言：我们认为公司改革的目的是为了换取长期的发展空间，此次市场化改革预计将产生三个影响：第一，激发渠道活力。第二，茅台酒产品形成“721”的供给结构，与消费者需求进行再匹配。第三，非标类产品与飞天茅台在渠道、人群及场景上实现相对分离，飞天逐步摆脱以往“集团一盘棋”捆绑、非标强制配售的模式，重新定位为培育大众高端场景、年轻群体、潜在客户的核心载体。通过“i茅台”限量申购、场景创新（雪茄吧等悦己体验）等举措，飞天茅台的消费群体持续扩大，在供需再平衡基础上，再次具备提价能力，支撑长期价值回归。

4.1 2026 年改革：以消费者为中心，改革解决供需适配问题

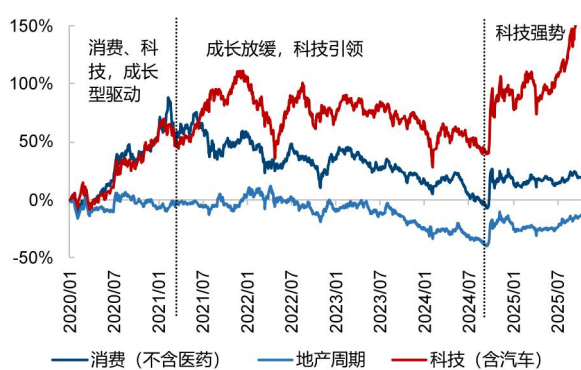
本轮白酒行业调整受产业结构优化与人口结构变迁双重影响更为深刻，未来消费场景与消费者习惯将发生显著转变。与 2013-2015 年调整周期相比，当时我国仍处于城镇化与投资驱动黄金期，虽政务消费场景大幅萎缩，但以房地产为代表的商务宴请及大众消费需求有效承接，推动 2016 年后行业进入消费升级通道，高端白酒实现逆势增长。2021 年以来产业逻辑发生转变，基建及地产行业式微，科技产业（半导体国产替代、新能源汽车、人工智能等）快速增长；同时宏观经济增速的放缓抑制了国内消费需求，白酒各消费场景需求量下降。伴随人口红利褪去和代际更迭，居民端消费习惯逐步发生变化，产品上诉求理性、健康、悦己和性价比，渠道上电商、即时零售等新兴渠道也在快速发展。

图 44：2021 年以来房地产板块营收和销售费用转降



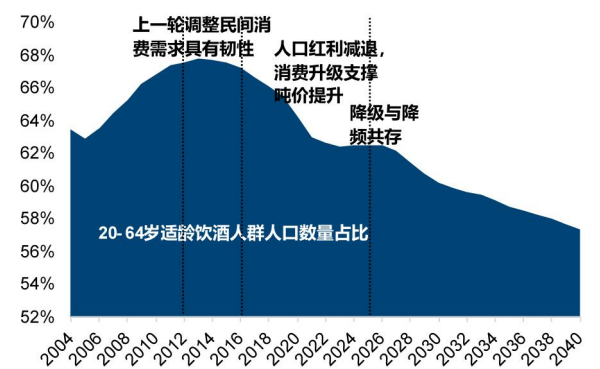
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 45：2021 年来行业走势分化反映市场对产业转型的预期



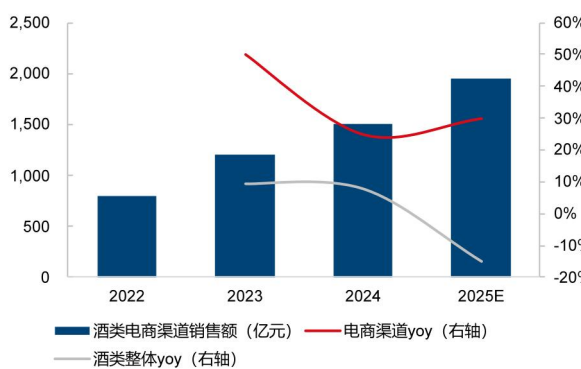
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 46：联合国预测 2027 年起我国 20-64 岁人口占比下滑



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图 47：2022-2025E 酒类线上渠道规模预计以较快增速扩容

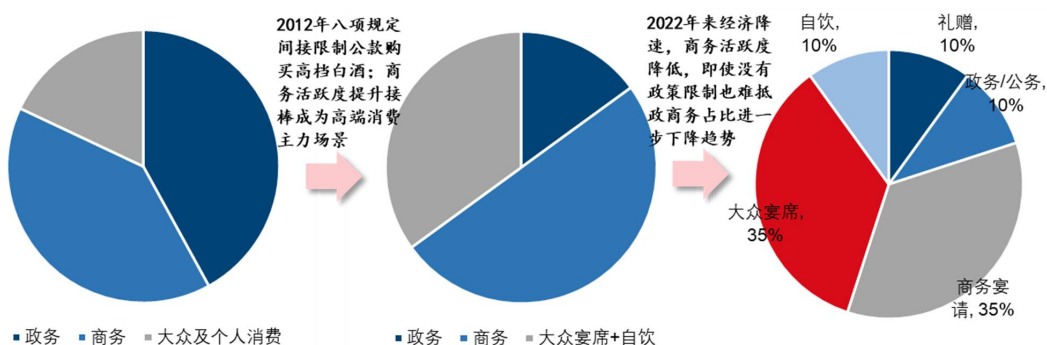


资料来源：国家统计局、联合国，国信证券经济研究所整理&测算

资料来源：艾媒咨询、魔镜洞察，国信证券经济研究所测算

政策影响下场景受到压制，倒逼酒企以消费者为中心进行市场化改革。历史上几次重大的产业政策均推动了白酒消费场景的变迁：90年代政策以廉洁作风为导向，政务消费场景占比收缩但仍占据主导位置；2012年八项规定限制公款购买高档白酒、但并未明文限制酒类消费，而后民间消费尤其是商务的复苏成为白酒消费主力军。2022年开始商务活跃度下降，2025年《厉行节约条例》禁止公务用餐中的任何酒类，白酒消费场景加速变化，旺季期间大众消费的表现明显优于政务商务场景。随着大众消费占白酒需求的占比逐步提升，消费者议价权也在不断提升，因此酒企必须扩大消费者基础、加强消费者链接来实现品牌份额的稳固。

图48：白酒各消费场景占比演变



资料来源：国务院、微酒、酒业家，国信证券经济研究所整理&测算

于贵州茅台而言，当前改革重心回到营销市场化改革和培育消费者。2024年以来公司深刻认识到“三期叠加”（宏观经济、白酒行业、茅台自身）带来的深远影响，消费者群体和消费习惯迎来较大的改变，茅台酒的金融属性、收藏属性也需要向消费属性、社交属性倾斜。2025年公司提出“卖酒向卖生活方式转变”，通过“4+6”的渠道结构触达消费者。2026年公司进一步以消费者为中心，全面推动产品、渠道、价格、激励机制市场化改革，扎实开展市场销售工作，巩固自身品牌和产品优势。

表4：2026年贵州茅台改革内容

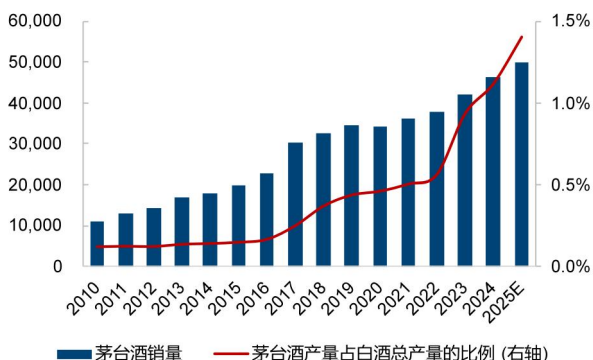
维度	主要内容	关键变化点
产品体系	打造“金字塔”型结构：	
	<ul style="list-style-type: none"> 塔基：飞天53%vol 500ml为主，其他规格（如1000ml、100ml）为辅，强化社交/收藏属性 塔腰：精品茅台（打造大单品）、生肖茅台 塔尖：陈年系列、文化系列（适度收缩）支撑； 43%vol 低度飞天，针对年轻群体/主力场景 	从散乱非标向清晰分层转型，夯实飞天塔基
	从“自售+经销”转向“自售+经销+代售+寄售”多维协同：	
运营模式	<ul style="list-style-type: none"> 自售：自营店+i 茅台销售全系，取消原分销模式 经销/代售/寄售：根据物权转移区分，代售针对飞天、寄售针对生肖等 	引入代售/寄售，灵活调控供给
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，“线上+线下”融合转型	直销比例大幅提升，数字化主导
价格形成机制	构建“随行就市、相对平稳”的自营零售价格动态调整机制：	
	<ul style="list-style-type: none"> 以自营零售价为基准测算渠道利润/合同价 部分产品合同价已下调（如精品等超千元） 	打破刚性出厂价，价格更市场化

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

4.1.1 供需再平衡：打造“721”的金字塔型产品结构

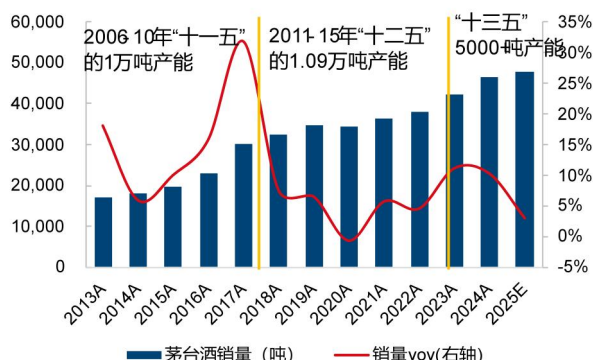
我们认为公司当前面临的是产品投放结构而非投放总量的问题。2025年茅台酒销量预计4.8万吨左右，在行业总产量的占比约1.5%，大单品飞天茅台韧性突出，旺季动销表现优于行业、渠道及终端库存状态良好。本次改革公司调整产品结构与消费需求更加匹配，适当减少消费需求较低的高价值非标类产品投放，增加飞天茅台酒的供给。

图49：茅台酒销量占白酒行业比例不到1.5%



资料来源：中国酒业协会、公司公告，国信证券经济研究所整理

图50：茅台酒销量和上阶段的产能建设有关



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

打造金字塔型产品结构，形成“飞天+精品”双大单品。按照价格和供给量，茅台酒产品覆盖从大众到高净值人群的需求。1) **夯实塔基：500ml 53度飞天茅台**为主，其他规格作为补充，聚焦大众宴席、商务宴请、自饮等场景。2) **做强塔腰：将精品茅台打造为2000+元价位带大单品**，生肖系列侧重民间消费和收藏需求，主做高端商务、礼赠场景。3) **维稳塔尖：控制投放量**，保持高端稀缺价值，聚焦高净值人群。同时，千元以下价位用43度茅台和茅台1935提升宴席场景和年轻消费者中的渗透率。

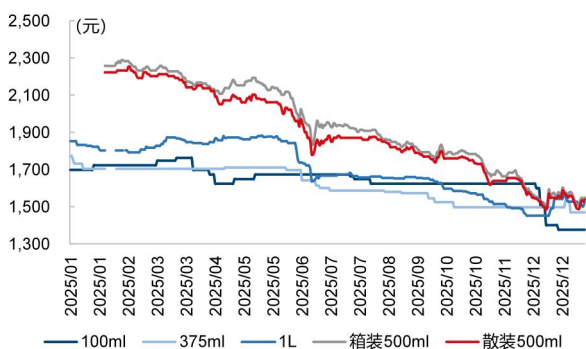
图51：茅台酒金字塔型产品结构



资料来源：公司公告、茅台时空、名酒研究所，国信证券经济研究所整理

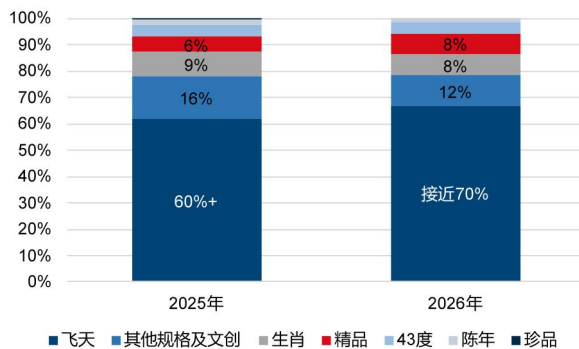
- ◆ **变化 1) 预计塔基/塔腰/塔尖投放量比例为 7:2:1，更加符合消费者真实需求结构。**53 度 500ml 飞天茅台需求韧性较强，在当前产品性价比突出后，社会真实开瓶需求提升，潜在消费需求被激发（2026 年春节普飞动销量同比增长验证，其中新增消费人群占比较大）。2026 年公司将适度增加普飞的投放量，减少其他规格、文创及非标类产品，预计普飞销量占比将提升至 70%左右。另一方面公司将通过多元化渠道运营来稳定总量增长带来的价格波动，预计飞天的经销商数量、合同量保持不变，“i 茅台”、餐饮渠道、私域客户、电商零售等渠道的投放量增加，以触达不同场景消费者需求。

图 52: 不同规格飞天产品折合成 500ml 后的批价



资料来源：今日酒价、茅粉鲁智深，国信证券经济研究所整理

图 53: 茅台酒分产品销量占比测算



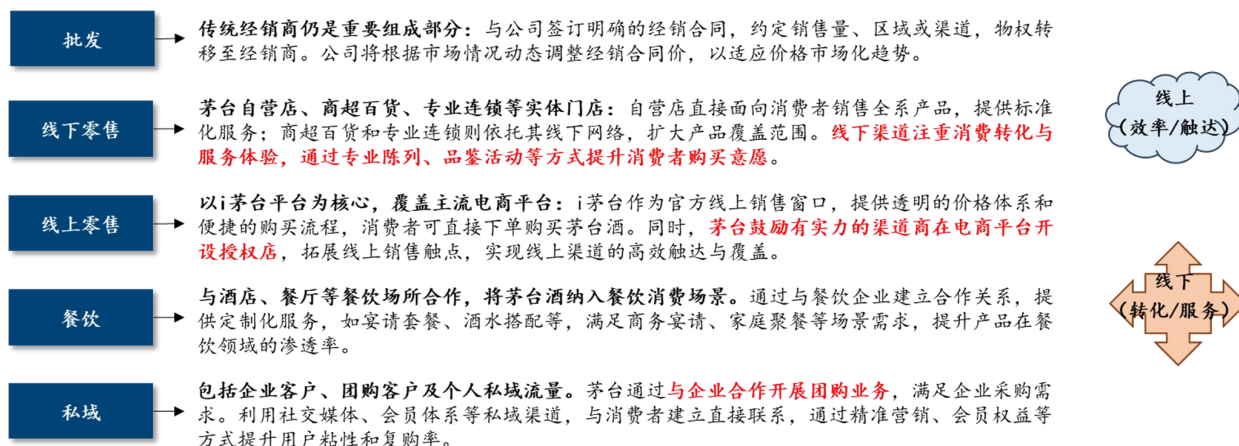
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

- ◆ **变化 2) 飞天与非标“脱钩”。**在非标酒缩量的同时培育其独立增长的能力，包括渠道、消费人群、场景等。飞天逐步从“集团一盘棋”和“与非标捆绑”中解放出来，承担更多培育潜在客户的作用，长期看再次具备了提价基础。

4.1.2 渠道再匹配：以消费者为中心，加强厂商协同

构建“五大渠道”并行的布局，形成以消费者为中心的良性渠道生态。2025 年茅台酒形成了自营和社会分销两大体系、共 10 个渠道。2026 年公司进一步以市场需求驱动，将渠道体系精简和协同，构建批发、线下零售、线上零售、餐饮、私域并行的五大渠道布局。本次渠道改革重点为：渠道模式与消费者需求更匹配，同时加强线上和线下渠道的协同。

图 54: 茅台酒构建“五大渠道”并行的渠道布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

本次渠道改革兼顾渠道利益和销售积极性。

- ◆ **变化1) 改革后渠道盈利预计有较大改善：**经销商销售部分取消高价值产品的分销模式（倒挂的非标为经销商亏损的主要来源），实施代售模式，即物权不转移，经销商销售产品后以5%的佣金月结，现金流得到改善；春节前部分经销商签约茅台陈年酒（15年），这部分正常经销，合同内打款价下降37%。商超电商等渠道也取消配比其他产品，降低飞天茅台酒的实际供货价。
- ◆ **变化2) 要求经销商提升“行商”能力：**合同内的精品茅台酒根据经销商销售能力匹配任务量（预计社会资源丰富的大商承担精品的主要销售），要求经销商调动资源培育2000+元白酒消费圈层；实施寄售、代售模式，开拓餐饮等弱勢渠道，并给予经销商销售佣金；公司和经销商联合耕耘产业私域，挖掘各产业链条上的客户，目前已合作顺丰等。

表5：茅台酒渠道模式拆分以及2026年预计改革方向

渠道模式	2025年运作情况	2026年渠道模式变化（截至26年3月）	报表口径
商超电商	普飞配比小金小白等，预计平均价格1400+元	预计取消配比，合同改为53度500ml飞天，供货价1399元	批发渠道 (2024年收入占比56%，销量占比22%)
省内经销商	普飞配比礼盒装，预计平均价格1300+元	预计减少配比	
酒店餐饮、产业私域、专业连锁		预计合同总量保持稳定，产品结构、价格不变	
经销商负责销售	总经销商合同：约40个SKU，13-15年时期增加较多，2025年开发了西湖十景、国香醉月等	预计合同总量保持稳定	直销渠道 (2024年收入占比44%，销量占比78%)
	经销合同：国内、国外的普茅类产品，以53度500ml飞天为主；陈年酒以15年为主，配比30、50年；部分43度500ml茅台	合同内的普茅类产品保持稳定，非标酒全面推进“代售”模式；陈年15合同价5399元→3409元/-37%，取消陈年30/50的配比；春节前部分大型经销商已执行合同；	
	分销：精品、生肖、1L/100ml茅台、珍品、年份等，经销商以零售价90%的价格从自营店提货，计入报表直营收入	取消非标类产品分销，形成“寄售+自售+代售”的渠道组合 1) 寄售（物权不转移）：自营渠道上线茅台酒产品，包含生肖/精品/陈年15/43度/1L/100ml/文化产品等以往分销的产品，零售指导价普遍下降20-30%；新增500ml53度飞天，预计为26年增量来源（但增量预计有限）； 2) 代售（物权不转移）：产品包括陈年茅台酒（15）、精品茅台酒、生肖（经典版、礼盒装）、鼓乐飞天、飞天53度1L/200ml/100ml/50ml、小金、小白等非标茅台酒；代售服务费暂按销售费用的5%按月结算；并监控货源流向及周转情况	
	申购：2025年珍品、43度市场化改革，预计量较少		
“i茅台”	生肖、彩釉珍品、笙乐、43度等		
巽风	375ml53度茅台、24节气等		
自营店	42家自营店 1499元飞天、精品/年份/生肖/其他规格产品	1) 自营零售；2) 大客户；3) 企业私域，大客户公司内的员工群体；4) “i茅台”平台上消费者下单，自营店也可配送（自售）	
大客户	企业客户定制化业务：如针对独角兽企业的商务需求提供定制化产品，结合科技从业者审美偏好开发年轻化产品		

资料来源：公司公告、微酒、酒业家；国信证券经济研究所整理；注：不同渠道的执行价格会根据市场情况动态调整

“i茅台”在渠道直营化和消费者触达方面扮演重要作用。2026年“i茅台”上线茅台酒系列产品，其中53度500ml茅台按1499元指导价销售，其他非标类产品价格下调普遍下调20-30%，同时保证了投放量的稀缺性。于消费者而言，此次改革解决了以公平、平价的方式买真酒的问题，伴随抢购的乐趣也激活了品牌热度。于经销商而言，“i茅台”平台投放量有限，理论上不会对线下价格产生较大扰动；随着2026年代售模式的落地，促进线上线下价格一盘棋；我们测算茅台酒销售量4.8-5万吨，经销商合同量占比仍在40%左右。于公司而言，“i茅台”提升各渠道的协同能力，将线上渠道和经销商、专卖店、体验店等有效连接；同时利用数字化的工具掌握消费者大数据，配称以定制化的服务，既提升现有消费者的粘性，又加强潜在消费者的培育。

图55：2026年i茅台上线金字塔结构的茅台酒产品系列

层次	产品名称	规格	零售价	下调	成交价
塔尖	贵州茅台酒（鼓乐飞天）	53%vol 500ml	2699	/	/
	陈年贵州茅台酒（15）	53%vol 500ml	4199	30%	4284
塔腰	贵州茅台酒（丙午马年）经典装	53%vol 500ml	1899	24%	2200
	贵州茅台酒（丙午马年）礼盒装	53%vol 500ml	3789	/	4300
	贵州茅台酒（丙午马年）珍享版	53%vol 500ml	2499	/	7000
	500ml精品茅台	53%vol 500ml	2299	30%	2290
塔基	飞天贵州茅台酒（2019年）	53%vol 500ml	2649	/	2349
	飞天贵州茅台酒（2020年）	53%vol 500ml	2459	/	2349
	飞天贵州茅台酒（2021年）	53%vol 500ml	2299	/	2289
	飞天贵州茅台酒（2022年）	53%vol 500ml	2139	/	2129
	飞天贵州茅台酒（2023年）	53%vol 500ml	2019	/	2009
	飞天贵州茅台酒（2024年）	53%vol 500ml	1909	/	1899
	飞天贵州茅台酒（2026年）	53%vol 500ml	1499	/	/
	飞天贵州茅台酒	53%vol 1000ml	2989	21%	3137
	飞天贵州茅台酒	53%vol 100ml	299	24%	331

资料来源：i茅台、茅粉鲁智深、京东，国信证券经济研究所整理

图56：茅台生肖酒具有日期定制功能



资料来源：i茅台 app，国信证券经济研究所整理

加强厂商协同，以消费者为中心，提升服务能力。1) 激励经销商开拓新兴经济领域从业者；自营渠道也降低企业准入门槛，年体量在5-10箱的小企业也可以积极建立联系，培育专精特新领域的KOL。2) 做精“四师一官”的高端服务体系，预计通过经销商与文化体验馆结合的方式落地，以专业化的服务宣传品牌文化。3) 细化消费场景，鼓励经销商举办高端品鉴会、年轻群体文创开发，触达不同圈层消费者。

图57：2025年7月某茅台经销商走进信息技术企业



资料来源：沪上MT，国信证券经济研究所整理

图58：茅台“四师一官”的高端服务体系

职位	职责
文化宣讲师	负责传播茅台品牌文化、酿酒工艺历史等知识，通过讲解、活动等形式让消费者了解茅台的文化内涵
品饮师	专注于指导消费者正确品鉴茅台酒，包括观色、闻香、品味等环节，帮助消费者更好地感受茅台酒的风味和品质
侍酒师	提供专业的侍酒服务，如酒温控制、酒具选择、搭配建议等，提升饮酒体验的仪式感和专业性
调酒师	在一些创新场景中，可能涉及对茅台酒进行创意调制或搭配其他饮品，探索新的饮用方式（但需符合品牌规范）
品鉴官	负责对茅台酒的质量和口感进行专业品鉴和评估，确保产品品质稳定，同时为消费者提供权威的品鉴意见

资料来源：茅台时空，国信证券经济研究所整理

4.1.3 产品再定位：打造精品成为第二大单品，43度飞天茅台酒和茅台1935酒开拓年轻群体

精品茅台与飞天茅台的价格差距回升，已逐步具备放量基础。精品茅台于2017年上市，定位介于飞天茅台与年份酒之间，200余之不同酒龄基酒勾调而成；既区别于飞天的基础定位，又避免年份酒门槛过高，精准契合高端商务宴请、高品质自饮等场景（正逐步成熟中），消费者认可度较高，已经具备可放量基础。2021

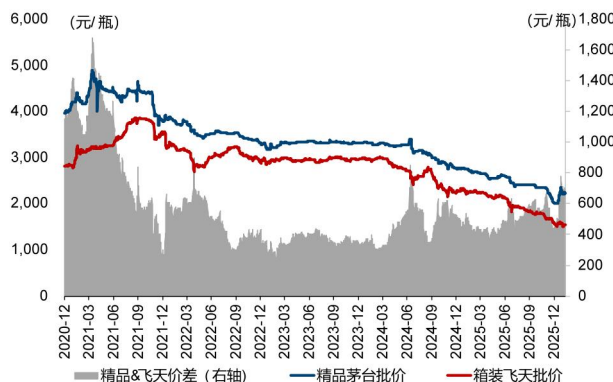
下半年以来，精品茅台在增量过程中，与飞天的价格差距缩小，2023 年价差降至 200-300 元（飞天可替代性较强）。但从 2024 年以来，伴随飞天价格下跌、逐步进入大众消费场景，精品与飞天的消费人群和消费场景再次具有区隔度，价差回升至 500-700 元。我们认为中长期白酒消费升级的趋势确定，相较于生肖酒的收藏属性和年份酒的品牌引领属性，精品的流通和品饮属性更强；具有足够的基酒保证产品品质，具备打造成为第二大单品的基础。

图 59: 2025 年酒博会上精品茅台焕新升级



资料来源：国酒时空，国信证券经济研究所整理

图 60: 精品与飞天的价格差在 500-700 元



资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所预测

茅台 1935 酒品质升级，迎合年轻人口感，渠道市场化运作提升经销商积极性，大众、宴席场景销售增长。产品端，公司在 2024、2025 年 2 次对茅台 1935 酒进行品质升级，24 年丰富了香气/口感、优化了舒适度等指标，25 年增加基酒品质和基酒多样性，消费者反馈饮用感受更贴近茅台酒品质。渠道端，2024 年下半年将茅台 1935 由配额制改成申购制，优化后，经销商数量从 1200+家减少到 300-400 家，公司集中倾斜费用及资源，代理商在负责片区内充分市场化运作。于经销商，渠道利润相比之前改善，我们测算毛利率在 10%左右，运作市场积极性提升；于消费者，价格回落之后性价比突出，刺激高端宴席、日常饮用等民间需求释放。我们认为当前 1935 批价真实反映市场供需，稳定在 650-700 元区间，说明开瓶需求具有较强韧性。

表 6: 茅台 1935 酒进行了 2 次酒体升级

升级时间	升级内容	影响
2024 年 6 月	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 优化基酒结构。升级后的酒体香气更为优雅细腻，口味更加丰富醇厚。 ➢ 磨炼勾兑技艺。酒体在保持原有风格特点的基础上，在水果香、花香、甜香、坚果香等风味维度表现更加突出。 ➢ 提升饮后舒适度。优化建构酒体关键理化指标，将影响饮后舒适度的关键指标控制在科学合理的范围。 	聚焦香气优雅度、口感丰满度、香味平衡度三个方面，满足消费者的多元化诉求。
2025 年 7 月	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 基酒多样性增加。在原有酒体方案的基础上增加了 20 多支不同产区、不同酒龄、不同等级的基酒。 ➢ 酒龄实质性增长。在保证基酒风格平衡的前提下，精选贮存时间更长、品质更优的老酒资源，并适当提高用量，进一步提升了酒体酒龄。 ➢ 勾兑技术实现突破。通过“感官+数据”双评价体系，借助现代风味分析技术解析每支基酒特性，反复测试配比，实现基酒融合的精准可控。 	1、茅台 1935 酒体丰满度、圆润度增加，整体质感明显提升。 2、2025 年 8 月以来复购率稳步提升，多地市场开瓶率超 50% 并持续走高。

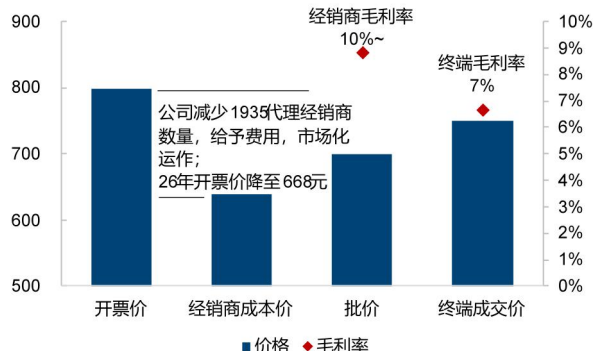
资料来源：公司公告，酒业家，云酒头条，国信证券经济研究所整理

图61：2024年10月以来茅台1935批价表现平稳



资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理

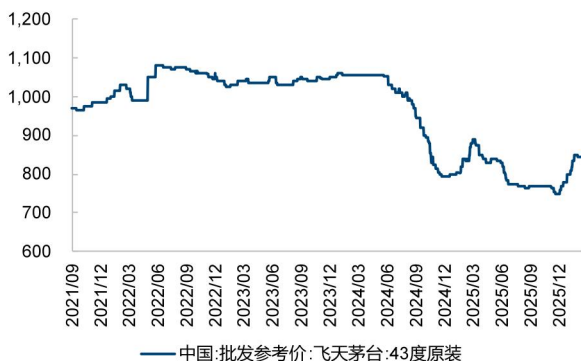
图62：茅台1935渠道价值链拆分



资料来源：公司公告、今日酒价、微酒，国信证券经济研究所测算

43度飞天茅台定位差异化消费场景、区域，培育年轻消费群体。过去43度飞天茅台酒销售表现与53度差距较大，我们认为主因1) 降度后产品的口感厚度和香气丰富度有所欠缺；2) 没有明确的消费场景、区域、人群，导致43度茅台不具备53度的社交流通属性。2026年公司改革将43度定位于金字塔产品结构下的重要支撑，和茅台1935酒共同培育年轻消费群体，其优势在于保留贵州茅台酒典型风格的前提下，酒精度数与国际烈酒接轨，满足年轻群体多样化、时尚化、个性化的消费需求，预计在餐后、酒吧、调酒等场景具有突破。在中度主流区域如苏州，43度茅台酒在文化体验馆举办系列品鉴会，将品饮融入“家”“冬至”等生活场景，通过服务和文化转化更多潜在消费者。

图63：43度飞天茅台批价走势



资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理

图64：苏州文化体验馆43度茅台酒品鉴会



资料来源：苏州绝世风华酒业有限公司，国信证券经济研究所测算

4.2 对标 Apple：构建立体服务体系，提升品牌运营能力

4.2.1 Apple：强大的直营体系配称高质量服务，形成“商品+服务”闭环

Apple 作为全球电子产品零售龙头，渠道战略经历了早期依赖合作伙伴到构建强

大的直营体系。1) 上世纪 90 年代 Apple 公司依赖外部零售商，出现了产品形象不统一、费用投放低效、价盘混乱等问题，乔布斯回归公司后开始直营化改革。2) iPod 推出后绑定直销渠道，在 2001 年开出第一家 Apple Store；同时公司保留了经销模式以扩大市场份额，但通过减少分销商、独家合作等方式提高管理效率；随后在公司在全球范围内以“直营店+优质运营商”的结构扩张。3) 2016 年后公司进一步将 Apple Online Store 作为直营重要部分，推动线上线下渠道融合；通过在直销渠道配称以高质量的购买体验和售后服务提升消费者对直营店的粘性。

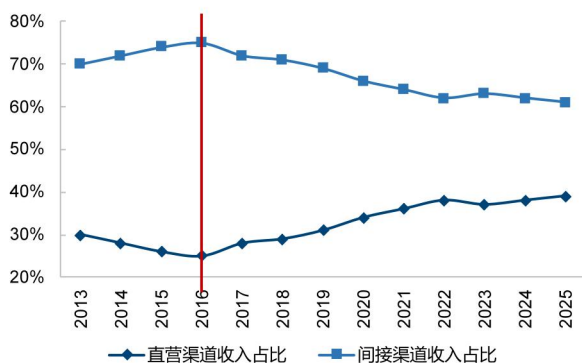
图 65: Apple 渠道发展史，直营渠道+高质量服务保持品牌力



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

Apple Retail Store 和 Apple Online Store 分别为公司线下、线上两大重要直营渠道。1) 2001 年 Apple 在美国开设首批零售店，除了作为商品销售渠道外，门店设计符合品牌极简的调性，销售成效很快显现；截至 2003 财年末公司在美国开设 65 家零售店，也逐步将直营店模式复制出海。2) 2016 年起公司大力推动线上商店的发展，Apple Online Store 由公司自营背书，增加消费者购买正品的便捷性；同时通过线下+线上联动（既可以线上下单、线下提货，也可以线下体验、线上配送），最大化各渠道的协同效应。2016 年公司直营收入占比不断提升，2025 财年达到 40%。

图 66: Apple 直营渠道收入占比提升到 40%左右



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 67: Apple Retail Store (左)+Apple Online Store (右)



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

Apple 持续加强直营渠道的服务和体验的功能，将品牌文化和技术迭代融入“果

粉”生活，发展增值服务。1)公司将门店打造为“服务和体验中心”，其中①Genius Bar 提供面对面的技术支持和维修，②生活方式空间提供摄影工作坊、编程课程、AR 体验等，③培训员工不仅看重专业能力、也要求对品牌高度认同感；全方位高质量的服务增强消费者对 Apple Store 的粘性。2) 高客流量和用户粘性也得以让公司**发展增值服务**，如线下提货或购买时推广 AppleCare（类保险）和云储存，音乐、摄影、剪辑等体验也促进了消费者购买数字内容的可能性。2025 年 Apple 服务收入 1092 亿美元，过去 10 年 CAGR 达 18.5%，超过公司总收入 CAGR 11.9%，服务收入占比提升至 26.3%。另一方面增值服务的毛利率约 70%+(显著高于 iPhone 毛利率 30%左右)，也推动公司盈利能力稳步提升。

图 68: Genius Bar 提供一对一技术支持和维修服务



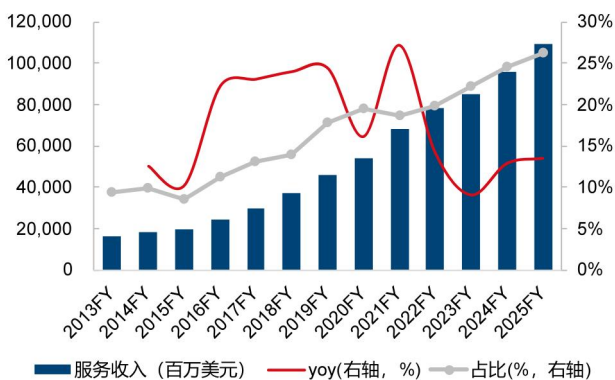
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 69: Today at Apple 线下课程——长沙摄影课程



资料来源：少数派，国信证券经济研究所整理

图 70: Apple 服务收入及增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 71: Apple 服务收入具体包含

服务项目	具体服务
广告	第三方许可安排和公司自己的广告平台
AppleCare	提供优先获得苹果技术支持的机会，获得全球苹果授权服务网络的维修和更换服务
云服务	云服务存储并保持客户的内容最新，可在多个苹果设备和Windows个人电脑上使用
数字内容	包括App Store，允许客户发现和下载应用程序和数字内容，也包括Apple Arcade, Apple Fitness, Apple Music, Apple News
支付服务	包括Apple Card、联名信用卡以及Apple Pay

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

Apple 的渠道发展给贵州茅台渠道转型提供了可借鉴路径。Apple 通过 Online Store 触达新客，线下零售店转化服务，各种社区活动提升粘性，形成完整的渠道生态体系。茅台酒目标打造“线上效率+线下体验+数字精准+文化情感+增值信任”，让茅台自身从过去“渠道驱动”转向“消费+品牌服务双轮驱动”；另一方面，社会分销体系作为触达消费者的毛细血管仍将发挥重要作用，通过价格体系、运营模式、费用政策改革，促进其向“卖货商”向“服务商”转变。

图72: Apple 的渠道发展模式为茅台酒提供可借鉴路径

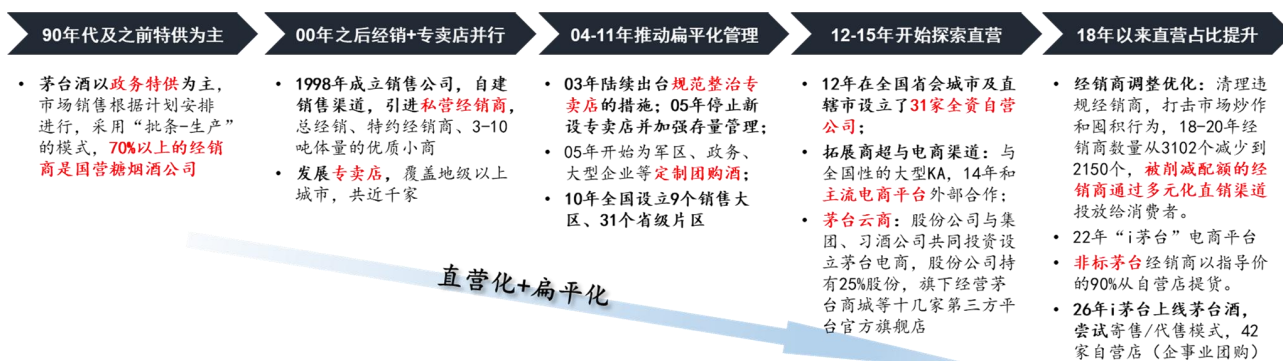
	Apple	茅台酒	
线上	Apple Online Store, 消费者线上下单产品, 和线下体验联动, 提升渠道协同	超7600万用户、月活1500万+; 云购、申购等购买产品, 线上预约线下提货/品鉴	✓
线下	Apple Store具有销售、服务、体验功能, 和线上销售联动 保留但优化授权经销商, 合作优质运营商, 公司强管理价格等, 保证合作利润	42家自营店、67家文化体验馆, 具有销售、品鉴、文化体验功能 2020年前梳理到位, 当前经销商仍是渠道主要力量, 开设专卖店等与线上联动	↑
文化体验 & 生活方式	生活方式空间开设“Today at Apple”线下课程, 将Apple品牌和技术融入生活	文化体验馆有品鉴/美食/DIY调酒等; 茅台镇历史文化街区有沉浸表演/老酒展陈等; 另有黄小西音乐盛典等跨界IP活动	↑
增值保障	Genius Bar提供面对面的 技术支持和维修服务 (正品背书)	茅台品鉴馆专属服务(首批10家); 综合 防伪溯源体系 (区块链+全链路溯源)	✓
会员忠诚 & 生态体系	高质量的服务、生活方式活动等, 形成粘性较高的“果粉”圈	i茅台会员体系, 积分、专场申购优先、定制活动, 把一次性购酒者变成长期“茅粉”	↑

资料来源: 公司公告、公司官网, 国信证券经济研究所整理

4.2.2 茅台酒渠道发展: 以直营化和扁平化为主旋律, 呼应“卖酒向卖生活方式”的转型

回顾贵州茅台渠道结构发展历史, 具有与时俱进和前瞻于行业的特点, 直营化和扁平化是改革主旋律。1) 上世纪90年代公司率先于行业进行市场化渠道转型, 摆脱对国营糖烟酒公司的依赖, 在2000年前后形成“特约经销商+专卖店”并行的结构; 2) 2004-2011年在行业粗放式发展期间, 公司开始推进渠道扁平化管理, 包括发展团购客户、管理已有专卖店、经销商分级管理、设立销售大区等; 3) 2012-2017年公司开始探索直营化, 在全国设立自营店, 并试水电商业务; 4) 2018年以来渠道直营化+扁平化进一步加强, 首先清理和整治了经销商团队, 营销上裂变成省区制推进渠道精耕, 电商方面自营渠道建设和平台合伙模式齐发展; 5) 预计未来公司渠道模式中直营占比仍将持续提升, 公司将持续加强对终端和消费者的掌控能力, 形成直营和批发相互促进的“类直营”渠道结构。

图73: 贵州茅台渠道发展史, 以直营化和扁平化为主旋律



资料来源: 公司公告、酒业家; 国信证券经济研究所整理

传统批发渠道方面，加强结构优化和扁平化管理。一方面，白酒行业渠道发展从粗放式走向精细化的过程中，贵州茅台与时俱进、加强对渠道的掌控能力；另一方面，由于飞天茅台价格对宏观经济敏感度较高，价格上涨阶段容易导致寻租风险等，公司通过对经销商的梳理、优化，维护市场秩序稳定。

- ◆ **白酒黄金十年间开始市场秩序管理。**当时行业处于渠道粗放式发展阶段，快速上涨的价格使得酒企容易用渠道杠杆快速销货，但也导致了经销商囤货居奇、抛货乱价等现象。贵州茅台意识到市场秩序的重要性，对营销体系进行梳理、优化、丰富，成立9个销售大区，着重加强专卖店数量和质量的管理，对经销商实施分级管理；也为2012年调整期间的渠道维稳奠定基础。

图74：2003-2005年公司加强专卖店管理

时间	具体措施
2003年	专卖店建设提出“八个统一”（包括店面装修、商品陈列等方面），对全国400多家专卖店重新资格确认（通过263家），2003年取消了3家不合格专卖店
2004年	专卖店稳步向有条件的县级市场延伸， 具体操作是老客户优先，鼓励重点客户办 ，其次是发展新客户，无人办而必须办的市场公司自己开
2005年	当年新增36家特约经销商、96个专卖店和48个销售专柜， 同年宣布停止新设专卖店，加强现有专卖店管理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图75：2010年以前五粮液和泸州老窖渠道模式简介

公司	渠道模式
五粮液	大商为主的“经销商+专卖店”结构。2005-2007年公司通过开设旗舰店、组建VIP客户部（服务重点客户）、增设团购业务等加强渠道管控，但改革力度不够大， 销售上对大商的依赖度仍较高，当时前五大客户集中度超过70%
泸州老窖	创新的“柒泉”模式绑定经销商利益，但酒厂对渠道的管控力较弱。各销售大区由厂家和经销商共同出资设立销售公司， 经销商负责市场销售和费用投放，促进了经销商积极性 。但该模式对渠道管控较弱，属于顺周期模型，在深度调整阶段中经销商主导抛货乱价。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- ◆ **2018-2020年整顿渠道体系，收回渠道利润。**2017年伴随飞天茅台价格快速上涨，渠道利润大幅增厚，出现权力寻租、贪腐等现象。2018年起公司开始整顿经销商，清理违规经销商（2018-2020年期间减少近1000个经销商），把违规部分的配额转移到直销渠道和省内经销商。

表7：贵州茅台历史经销商数量变动情况梳理

经销商数量 (个)	1990年代	2000年前后	2001	2010	2011	2013	2014	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
国内区域	80~	总经销 32家，特约经销 73家，签订购销合同的 123家，专卖店（柜） 173家	394	开始实行销售大区制度，全国成立9个大区，31个省级片区	2000+	减少		2331	2979	2987	2377	2046	2089	2084	2080	2143
增减							新增 343家经销商和专卖店		648	8	-610	-331	43	-5	-4	63
国外区域								85	104	115	105	104	104	105	106	104
增减									19	11	-10	-1	0	1	1	-2
合计								2416	3083	3102	2482	2150	2193	2189	2186	2247
增减									667	19	-620	-332	43	-4	-3	61
yoy									27.6%	0.6%	-20.0%	-13.4%	2.0%	-0.2%	-0.1%	2.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

直营渠道方面，多元化发展，“i茅台”作为重要窗口。公司自2012年行业深度调整阶段期间开始推动直营渠道建设，2019年以来直销收入占比快速提升。伴随公司自身渠道管理能力逐步加强，直销环节对经销商的依赖逐步降低，各细分渠道的资源分配更加合理，未来直销收入占比仍将继续提升。

- ◆ **行业深度调整阶段中初步探索直营化。**一方面，公司在全国省会城市及副省级城市设立全资直营店（12年31家、17年35家、当前42家）；一方面，公司试水电商业务，从入驻天猫等第三方平台到推出“茅台云商”，但由于公司彼时缺乏配称的直营体系管理能力和制度建设，直营收入整体贡献有限。

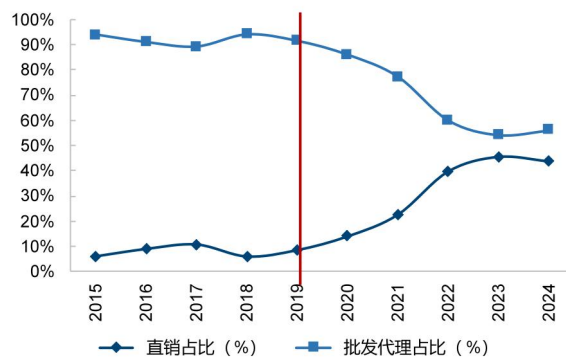
◆ **2018 年以来大力发展直营化，“i 茅台”重新出发。**2018 年传统经销商飞天配额不再增量，茅台酒增量部分用于扩展直销渠道和提高非标酒占比。2019 年 5 月集团营销公司成立，布局商超、团购等销售渠道。截至 2020 年底公司先后将超过 60 家电商&商超 KA、烟草连锁等纳入渠道生态中（后续将这部分渠道从直销体系调入社会分销体系）。2022 年“i 茅台”数字营销 APP 推出运行，旨在培育消费群体和贡献直销收入。2026 年改革再度激发了 i 茅台获取消费者流量的能力，春节期间平台在线活跃用户数量超过 1400 万，日活用户 90 万以上，2026 年以来已有超 200 万用户成功购得产品。

图 76：贵州茅台在电商渠道的发展

时间	主要平台	主要举措
2010-13年	入驻天猫等第三方平台	作为传统渠道补充，未投入过多资源
2014年	成立茅台集团电子商务股份有限公司	更加聚焦， 天猫茅台官方旗舰店等多个第三方平台 都归属该公司运作
2015-16年	推出“茅台云商”平台	16年12月已覆盖700+网点，注册会员超过18万， 年交易额突破26亿元 ； 17年平台强制经销商将30%以上销量通过云商完成 (1299元指导价)；但出现管理混乱问题，19年关停
2022年	推出“i 茅台”	22年3月试运行，5月正式上线，旨在扩大消费群体和贡献直销收入，2024年i茅台平台收入超过200亿元

资料来源：公司公告、百度百科，国信证券经济研究所整理

图 77：公司直销收入占比从 2018 年的 6% 提升到 2024 年的 44%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

当前，公司融合线上+线下渠道打造 O2O 服务体系，以渠道为载体、实现“卖酒”向“卖生活方式”的全面转型。1) “i 茅台”不仅是购酒渠道，提供畅享云购、享约申购、每周欢乐购、小茅好运专场等；同时也具有社区功能，i 茅台 π 社区提供了用户互动的窗口，专卖店也可以在社区发布动态推送给附近的消费者。以 i 茅台为核心，实现了线上触达新客（过去传统渠道难以覆盖的真实消费者）→线上预约/购买线下提货/配送→线下门店/体验馆通过服务转化消费者的有效闭环。2) 茅台酒当前正通过数字化工具和不同渠道建设，全面推进渠道 2C，如文化体验馆售卖美好生活、会员活动激活长期茅粉、增值保障提供高端信任背书。

表 8：公司通过不同的渠道和配称服务，将渠道呼应“卖酒向卖生活方式”的转型

方面	具体模式
文化体验与生活方式延伸	1、茅台文化体验馆（当前已开设 67 家）：集文化展示、品牌形象、品饮体验和客户服务为一体。如北京 62 号馆设有节气互动区、京味/本地品鉴会、酱香与美食碰撞、DIY 调酒、匠心工艺展示 2、茅台镇/历史文化街区深度项目（正在打造中）：预计将集合沉浸表演、老酒展陈、调酒体验、文创空间（小茅 IP 玩偶、盲盒、茶酒具等 120+款文创，已创收近 20 亿） 3、跨界活动与 IP 服务：飞天之夜·黄小西音乐盛典、茅友嘉年华、非遗+潮流音乐节、黄小西数字人传播、冰雪经济联名等活动
增值保障与收藏服务体系	1、茅台品藏馆专属服务（首批 10 家已授牌，后续持续扩）：老酒鉴定、品鉴、售后（防伪鉴定、飞行检查）、收藏咨询、品藏家联谊会。解决老酒市场万亿规模的信任痛点 2、综合防伪溯源体系：区块链+芯片+新标签（凹凸触感、AI 智能风控），全链路可溯源，打假拦截超 12 亿次。消费者购酒“放心”服务升级 3、潜在延伸（已布局方向）：老酒存储/养护建议、限量文化茅台定制化服务、投资收藏指导（非官方炒作，而是规范引导）
场景化与生态协同服务体系	1、餐饮+私域+即时零售：深度嵌入家宴、私聚、商务场景，渠道商主动挖掘需求、做品鉴转化 2、数字化赋能全链路：大数据/AI 精准投放、库存共享、客服升级（虽仍有高峰期优化空间，但整体向“数据驱动营销”转型） 3、国际/高端延伸（正在推进）：海外体验中心、文化输出，类似 Apple 全球零售网络
会员忠诚与社区服务体系	1、i 茅台会员体系：注册即享积分、专场申购优先、定制活动、私域维护。渠道商被要求从“坐商”变“行商”，通过会员运营做品鉴会、维护私域、拓展企业/餐饮场景 2、“消费者+渠道商”双维度服务：消费者端——购酒更公平、保真、便捷；渠道商端——绩效考核加入“服务评分”，培养“四师”（专业服务人才），构建健康生态 3、社区活动转化：把一次性购酒者变成长期“茅粉”，类似 Apple 的社区活动与忠诚计划

资料来源：小茅 i 茅台、茅台时空、首席酒评、公司官网，国信证券经济研究所整理

4.3 发展新起点，再论茅台增长潜力

4.3.1 茅台酒：产能稳步释放，提价和结构升级为主要增长动力

超高端白酒市场空间扩容，预计茅台酒享受绝大部分增量份额，同时供给端仍有较强约束。超高端酒市场容量与宏观经济具有较强相关性，我们将过去 20 年名义 GDP 增量和超高端酒增加销量进行拟合，GDP 每增长 10 万亿元、超高端销量增加约 2500-3000 吨。考虑到 1-2 年内白酒行业仍处于调整阶段，我们测算 2030-2032 年全国超高端市场容量将达到 5.7-5.8 万吨左右。茅台酒销量释放节奏看，我们预计到 2030-32 年茅台酒可供销售的量在 5.4-5.5 万吨左右（详见第三章表 3），占超高端白酒销量整体大约 95-96%。因此未来 3-5 年茅台酒整体供给端仍有约束；同时有 3000-4000 吨左右的外溢需求，五粮液、国窖等超高端产品也有机会。

图 78：宏观经济和超高档酒市场量的测算

项目	2005	2010	2015	2020	2025	2030E
名义GDP (万亿)	18.2	41.9	70.3	103.5	140.2	174.9
5年GDP增量 (万亿)		24	28	33	37	35
超高档酒容量 (万吨)	1.58	2.37	2.95	3.69	4.80	5.71
5年超高档酒增量 (万吨)		0.8	0.6	0.7	1.1	0.9
茅台酒销量 (万吨)	0.78	1.09	2.41	3.43	4.80	5.43
茅台酒占高端比例	49%	46%	82%	93%	100%	95%
城镇居民人均月可支配收入(元)	874	1,592	2,600	3,653	4,709	5,952
当年飞天平均批价 (元)	350	894	839	2,538	1,900	2,634
收入/飞天价格	2.5	1.8	3.1	1.4	2.5	2.3

资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所测算；注：其中超高档酒包含茅台酒及小部分五粮液的超高端产品

图 79：茅台酒销量释放能力测算

年份	茅台酒产量 (吨)	茅台酒销量 (吨)	占4年前产量的比例
2023	57204	42110	84%
2024	56272	46413	92%
2025E	58472	47791	85%
2026E	60672	48289	85%
2028E	65072	47831	85%
2030E	69472	51571	85%
2032E	73872	55311	85%

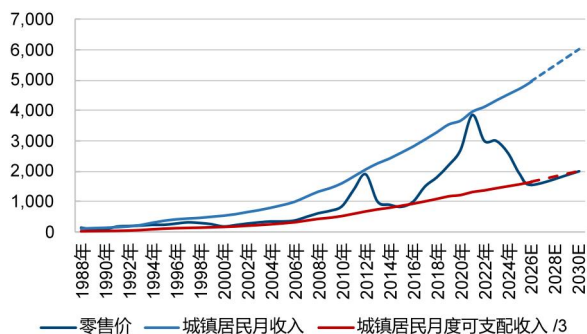
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

(1) 大单品 53 度 500ml 飞天茅台仍具备提价期权。零售价看，2018 年以来飞天茅台零售价始终在 1499 元，伴随居民收入增长具有提价空间；出厂价看，当前经销商单飞天产品的利润垫仍然较厚，有逐步收回利润的空间。

- ◆ **零售价定位在城镇居民月收入 1/3 水平具有支撑。**长期看飞天茅台作为塔基产品，在产能允许的情况下预计逐步扩大消费者覆盖面，其金融属性、收藏属性占比将持续减小，因此预计成交价和居民收入水平相关性将逐步加强。2025-2026 年飞天放量的过程中，其成交价已接近城镇居民月可支配收入 1/3 水平（2026 年预测 1650 元），较建议零售价 1499 元的价差也在持续收缩。因此长期看城镇居民月可支配收入的 1/3 对于零售价具有指导意义，假设居民收入以略高于 GDP 的增速提升，2030 年飞天零售价有望提升至 2000 元左右。
- ◆ **飞天出厂价也有合理的提升空间。**当前飞天出厂价 1169 元、批价 1600 元左右，经销商单产品毛利率在 25%+。历史上飞天价格较热时，经销商毛利率超过 60%，强烈的赚钱效应下渠道“坐商思维”较重，也导致部分潜在利润留存在渠道中。我们认为长期健康的生态是：既保持茅台酒经销商略好于行业平均的利润率，又处于合理水平促进其加强销售能力。假设中长期维度公司保证经销商 20%的

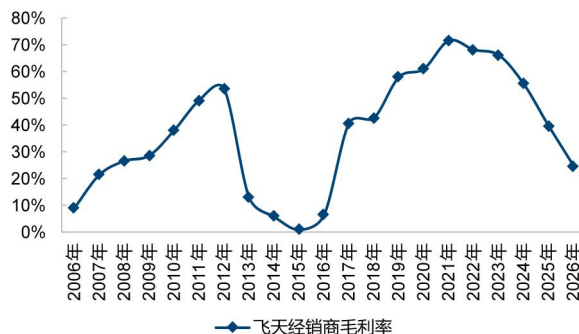
毛利率，城镇居民月收入 1/3 作为批价中枢，预计 5 年出厂价 CAGR 约为 8%。

图80：长期飞天零售价定位在城镇居民月收入 1/3 具有支撑



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图81：2006-2026年飞天茅台的经销商毛利率情况

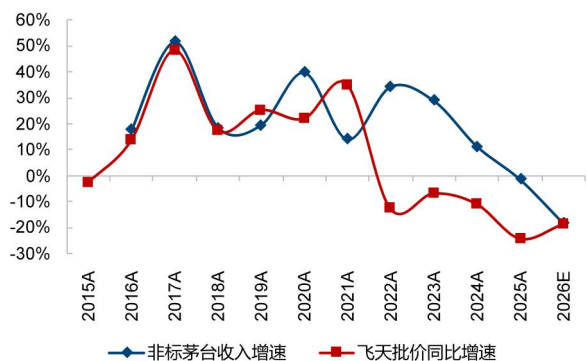


资料来源：公司公告、今日酒价，国信证券经济研究所测算

(2) 非标酒具有量价齐升的能力。2026 年公司不同非标类产品将通过不同渠道的运作，加强培育自身独立的消费群体和消费场景；今年春节期间 i 茅台上高价之类的产品销售亦超市场预期。我们认为长期伴随高端消费复苏，非标茅台将充分承接飞天消费升级和需求外溢的增量。

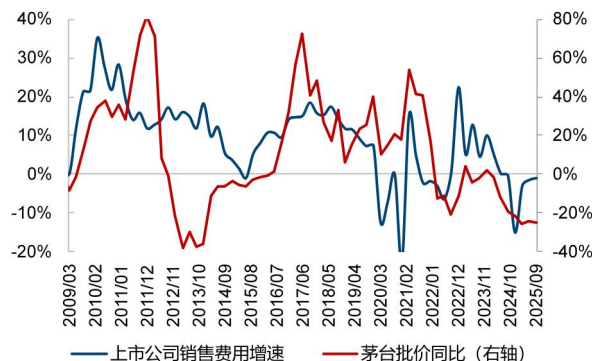
- ◆ 我们认为非标茅台具有量价齐升的能力，量增空间预计更大。过去几年非标酒的量价表现和飞天价格同比具有较强相关性，主因 1) 非标类产品销售与飞天绑定，因此其价格充分以飞天价格为锚；2) 公司在飞天茅台提价的约束下，通过非标放量提升吨价。未来几年飞天承担培育潜在消费群体的作用，公司要求各渠道主动培育非标酒自身的消费场景、消费群体，切实承担结构升级的作用；价格端则仍将遵循公司以消费者为中心、更加市场化的原则。
- ◆ 高端消费仍是经济的函数，伴随通胀修复、商务活跃度提升，非标需求量增长更加坚实。过去 20 年飞天批价同比和经济活跃度相关性突出，2015 年之后商务交流成为高端白酒消费的主力场景，3-5 年维度看，商务活跃度的修复仍是高端销量提升的重要变量。在飞天茅台定位转型的背景下，非标茅台品牌、品质突出，预计成为承接飞天需求外溢、消费能力升级的增量主力军。

图82：非标类的量价表现和飞天价格同比具有较强相关性



资料来源：公司公告、今日酒价，国信证券经济研究所整理

图83：飞天价格和商务活动活跃度具有较强相关性



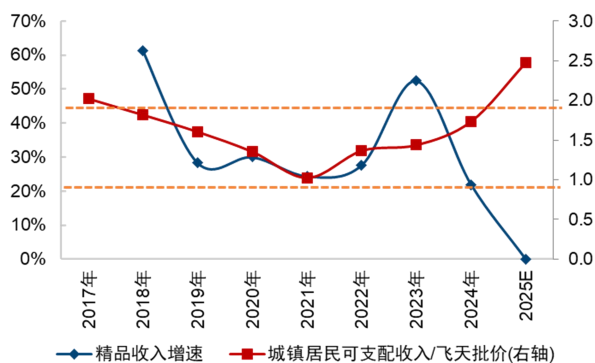
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所测算

(3) 精品茅台作为茅台酒第二大单品，长期替代飞天需求，在茅台酒结构中的

占比预计较大提升。精品茅台品质口碑突出，当前已逐步在形成高端商务宴请等消费场景，一线城市开瓶表现更好。长期看，我们预计在价格合理区间内，精品茅台有望放量，成为茅台酒收入占比仅次于飞天的单品。

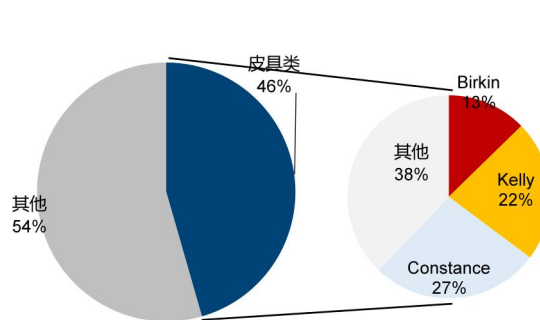
- ◆ **精品茅台价格与飞天价格比值在 1.3-1.5 区间**，处于既能够与飞天拉开消费场景区隔度、又能合理承接升级需求的范围。城镇居民月可支配收入购买飞天 1-2 瓶时（飞天价格上涨得较快），精品茅台收入增速预计在 20% 以上，验证精品具备替代飞天的效应。假设长期居民购买力对应 3 瓶飞天茅台，但飞天供给量有限，则消费升级和需求外溢能比较顺利地过渡给精品茅台。
- ◆ **参考爱马仕产品销售结构测算精品替代比例**：1) 三大金刚（Birkin、Kelly、Constance）在皮具类收入中占比 62%，我们将其作为大单品合理的收入占比，3-5 年维度预计普飞在茅台酒收入占比 60% 左右，考虑到飞天吨价低于平均，计算普飞销量占比在 65% 左右；2) 取爱马仕皮具：非皮具收入比为 1:1.3 作为平均配货比例，精品若是作为飞天的配货产品，合理收入对应飞天收入的 0.3 左右，销量对应飞天销量的 0.2 左右。

图84：城镇居民飞天购买力在 1-2 瓶时精品增速较快



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

图85：爱马仕 BKC 收入约占皮具类业务收入的 60-65%



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理；根据 2021 年财报数据和工厂产能、零售价等信息测算

展望看，2030 年茅台酒整体收入规模有望达到 2000-2200 亿元，2026-2030 年 CAGR 在 8-10%，主要来自飞天提价期权、精品扩容、非标价增等，因此茅台酒利润端的增速预计更快。

- ◆ **价增空间**：1) 伴随经济复苏、居民收入增长，飞天茅台批价企稳回升，零售价、成交价稳定在城镇居民月收入 1/3 水平，给予经销商 20% 合理毛利率，预计到 2030 年飞天价格 CAGR 在 7-8%。2) 精品茅台主要以高端商务为主要场景，非标类产品消费占比中也有资产属性，因此和宏观经济相关度仍较高，预计吨价 CAGR 略高于 GDP。

表9：2026-2030 年茅台酒分产品价格增长测算

	2026-30ECAGR	核心假设
飞天-批发	8.1%	城镇居民人均月可支配收入的 1/3 作为稳态批价水平
		逐步收回渠道潜在利润，保证经销商 20% 的渠道毛利率，倒推出厂价
飞天-直销	7.5%	城镇居民人均月可支配收入的 1/3 作为建议零售价的核心依据，后者可以略低于收入水平
		居民收入增速略高于 GDP
其他普茅类	1.4%	以其他规格茅台和经销开发产品为主，吨价稳中有升
精品	5.1%	宏观经济为主要自变量，假设价增速度略高于 GDP 增速水平
其他非标	5.1%	

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所测算

◆ **产品结构：**1) 伴随未来“i 茅台”、自营店链接消费者的作用加强，飞天在直营渠道的投放量预计持续提升，参考 Apple 的渠道结构，预计大单品飞天茅台在批发和直销渠道的销量占比为 60%:40%，收入占比 55%:45%。2) 精品逐步成为第二大单品，投放量稳态预计为飞天的 1/5，收入为飞天的 1/3。3) 其他非标品为“金字塔”产品结构的上半部分，2026 年减量后稳健培育，占比预计稳中有升、到 15%左右。

表 10: 2026-2030E 茅台酒分产品销量及收入占比测算

产品	分产品销量占比						分产品收入占比					
	飞天-批发	飞天-直销	飞天-合计	其他普茅类	精品	其他非标	飞天-批发	飞天-直销	飞天-合计	其他普茅类	精品	其他非标
2025E	88%	12%	64%	14%	6%	16%	85%	15%	54%	15%	11%	21%
2026E	83%	17%	70%	10%	8%	12%	79%	21%	63%	11%	12%	14%
2030E	60%	40%	66%	4%	16%	14%	55%	45%	60%	4%	20%	16%
26-30CAGR			-4pcts	-6pcts	7pcts	3pcts			-2pcts	-7pcts	8pcts	2pcts

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

4.3.2 系列酒：大众酱酒市场理性发展，茅台 1935 酒势能向上

酱香酒次高端市场：渠道热潮水褪去，优质产能和产品仍有竞争力。2022 年来酱酒热理性退潮，主因白酒行业需求减少、前期渠道粗放式发展导致库存高企。近两年伴随行业去库调整，酱酒主要大单品价格下降较多；中小酒企停产退市或被收并购，市场份额进一步向具有产区和产品优势的头部梯队集中。2025 年酱酒行业（剔除茅台酒）收入预计下滑 30%左右，茅台系列酒、习酒、郎酒份额分别在 37%、26%、24%左右，格局梯队已非常稳固。

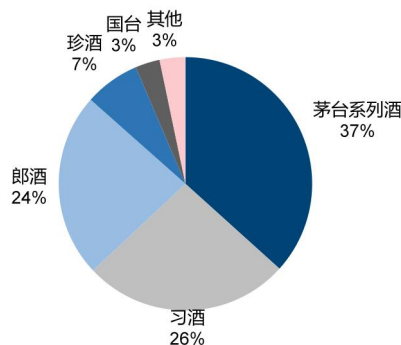
当前看，酱酒行业已逐步回归理性竞争，在头部酒企调整策略和聚焦消费者后，拳头单品仍获得较好销售表现。600 元以上价位中，茅台 1935 酒性价比凸显后抢夺市场份额，习酒、郎酒等则聚焦 100-500 元大众消费场景的培育，通过加大宴席投入、精耕下沉市场渠道等实现开瓶同比增长。**展望未来大众酱酒仍有扩容驱动力。**1) 需求端看，酱酒酒体品质支撑，具有核心消费场景（宴席、自饮、酱酒主流区域等）和消费群体；伴随经济复苏，酱酒需求仍有扩容和升级的空间；2) 供给端看，酱酒核心产区产能提质，老酒储备增加，产品竞争力有望不断提升。

图 86: 2010-2025E 酱酒收入(剔除茅台酒)及同比增速



资料来源：公司公告、权图工作室，国信证券经济研究所整理

图 87: 2025 年酱酒行业(剔除茅台酒)收入竞争格局



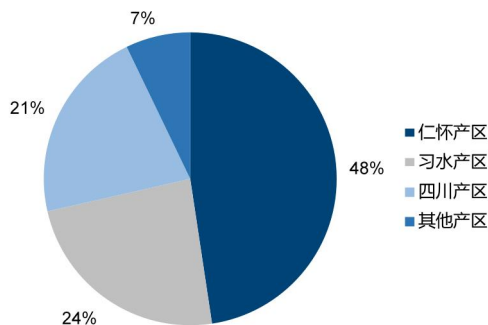
资料来源：公司公告、权图工作室，国信证券经济研究所整理

图88：赤水河流域酱酒企业分布



资料来源：酱酒王，国信证券经济研究所整理

图89：2024 年酱酒行业产能分布

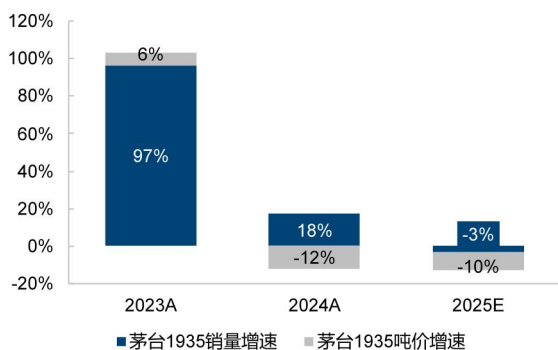


资料来源：酒业家，国信证券经济研究所整理

茅台 1935 酒：品价比突出，有望成为高线次高端宴席场景第一单品。5 年维度看，白酒 600 元价位伴随消费升级仍能实现略高于 GDP 增速的扩容趋势，假设 1935 市场份额维持在 25% 左右（大单品在某价位中销售状态较好的格局份额在 20-30%），对应 5 年维度 7% 左右的复合增速。

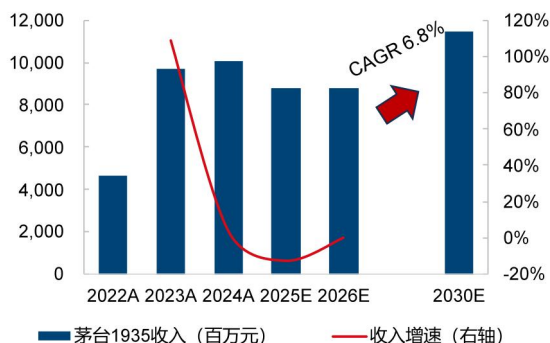
- ◆ **茅台 1935 酒自 2022 年上市后，从前期的市场热度驱动的压货式增长，到市场化为主的真实开瓶导向。**1) 产品端，在公司 2 次对茅台 1935 进行品质升级后，消费者反馈饮用感受更贴近茅台酒品质；随着优质酒储备的提升，预计后续会持续提升品质。2) 价格端，公司降低渠道实际成本价，推出消费者端宴席反瓶盖、婚宴蜜月活动等，市场化的价格模式极大促进了库存去化和实际开瓶。3) 渠道端，充分调动大商的客户、分销体系、场景资源，巩固在高端宴席市场的份额。2025 年行业整体需求受损情况下，茅台 1935 酒动销同比录得增长，且旺季开瓶率保持在较高水平。
- ◆ **展望未来，茅台 1935 酒同样具备量价增长的空间。**销量层面，当前茅台 1935 在河南、山东、广东、广西等酱酒主流市场已经形成了较高的自点率和大单品效应；预计伴随未来消费升级，能够迎来非线性增长阶段。价格层面，过去 1-2 年茅台 1935 酒聚焦商务宴请、家庭欢聚等实际饮用场景，流行度已逐步具备，叠加“i 茅台”渠道强化直达消费者的能力，1935 有望引领系列酒整体从依赖渠道逐步向 C 端驱动过渡，打开长期提价空间。

图90：2023-2025 年茅台 1935 销量增速和吨价增速拆分



资料来源：公司公告、酒业家，国信证券经济研究所测算

图91：茅台 1935 收入及同比增速预测

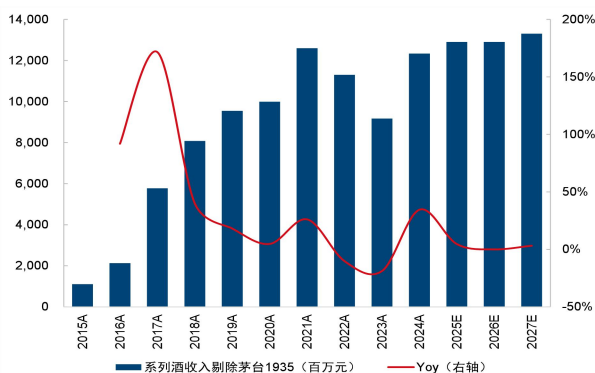


资料来源：公司公告、酒业家，国信证券经济研究所测算

其他系列酒：茅台王子酒等系列酒稳健发展，大众价格带市场份额有望持续提升。新一轮行业调整中，部分中小酱香酒企退市或被并购，茅台酱香系列酒有望依托品牌力和性价比进一步提升市场份额。2025 年行业整体需求承压，茅台其他系列酒通过促进开瓶、去化库存等措施释放需求压力，目前已逐步取得成效：2026 年春节金王子、贵州大曲等产品开瓶增长较快、渠道信心逐步回归。长期看，虽然行业步入存量竞争，但伴随三四线城市消费升级，叠加系列酒自身调整到位，预计未来系列酒收入增速仍能持平 GDP 增速。

- ◆ **从产品端看，其他系列酒调整到位性价比进一步凸显，聚焦核心单品构建大单品集群。**1) 从产品品质看，其他系列酒通过增加老酒比例以及勾调工艺升级，进一步提升产品性价比；茅台王子酒 2017 年推出升级版酱香经典、王子生肖酒，在酒质和勾兑技艺上均有升级。2) 从产品结构看，系列酒砍掉部分销量不佳的 SKU, 集中资源培育核心单品; 汉酱 2024 年后主推汉酱 3.0 和匠心传承, 2025 年减少匠心传承市场投放量, 批价和动销均有改善。3) 从消费场景看, 针对宴席等重点场景, 公司通过开瓶返盖、推介费、赠酒等形式投放费用; 其他系列酒在宴席、轻商务以及农村礼赠场景表现较好, 如在山东等区域的县乡茅台王子酒已成为“硬通货”。
- ◆ **从渠道端看，其他系列酒深耕即时零售渠道布局，贴近年轻消费群体。**2023 年起茅台酱香酒公司陆续与京东到家、美团闪购、淘宝闪购开展战略合作, 通过“线上下单-门店发货-商品小时达”的履约模式融入本地即时消费体系, 目前已上线 6493 家终端。依托“万家共享”网点网络, 未来茅台将持续推进即时配送系列酒产品扩容和 30 分钟配送履约能力升级, 并加速向三四线及下沉市场复制前置仓式门店网络, 推动茅台酱香酒更精准、高效触达多元化年轻化消费场景。

图 92: 酱香系列酒收入剔除茅台 1935 及同比增速预测



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 93: 茅台酱香酒与各大平台签订“即时零售”战略合作



资料来源：搜狐新闻、酒业家，国信证券经济研究所整理

5、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

收入预测：预计 2025-2027 年公司收入 1812/1818/1845 亿元，同比 +4.0%/+0.3%/+1.5%。核心假设为：不考虑飞天茅台提升出厂价，2026 年茅台酒产品、渠道、价格市场化改革，更加贴近消费者真实需求，公司整体吨价端预计拖累较多；但伴随基本盘逐步企稳，消费需求逐步复苏，公司仍有销量稳健增长、吨价持续提升的能力。

- ◆ **茅台酒：预计 2025-27 年收入 1554/1557/1570 亿元，同比+6.5%/+0.2%/+0.8%。**2025 年受政策对需求的影响，预计通过计划外、开发类产品补充收入缺口，飞天发货节奏加快、非标类产品占比前高后低，2025Q4 预计增速下降。2026 年茅台酒开启全面市场化改革，销量同比+8.6%/吨价同比-7.7%，主因 1) 产品结构中飞天茅台占比上升；2) 非标类产品减量并下调价格。2027 年伴随需求逐步复苏，茅台酒各产品价格企稳，公司能够根据市场情况提升零售指导价。
- ◆ **系列酒及其他业务收入：预计 2025-27 年收入 225/225/239 亿元，同比 -9.0%/+0.4%/+5.9%。**2025 年行业需求影响，系列酒抗风险能力较弱，预计下滑幅度较大。2026 年预计大单品茅台 1935 消费者开瓶需求企稳回升，但吨价仍有小幅承压，其他产品也预计收入持平（动销增长但库存去化）。2027 年伴随需求复苏系列酒有望回归 GDP 增速附近的成长能力。

表 11: 贵州茅台 2022-2027E 收入预测表

项目	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	127,554	150,560	174,144	181,159	181,782	184,548
yoy	16.5%	18.0%	15.7%	4.0%	0.3%	1.5%
(1) 茅台酒收入 (百万元)	107,834	126,589	145,928	155,350	155,716	156,972
yoy	15.4%	17.4%	15.3%	6.5%	0.2%	0.8%
销量 (吨)	37,901	42,110	46,413	49,843	54,154	50,628
yoy	4.5%	11.1%	10.2%	7.4%	8.6%	-6.5%
吨价 (万元/吨)	285	301	314	312	288	310
yoy	10.4%	5.7%	4.6%	-0.9%	-7.7%	7.8%
收入占比	84.5%	84.1%	83.8%	85.8%	85.7%	85.1%
(2) 系列酒收入 (百万元)	15,939	20,630	24,684	22,453	22,542	23,876
yoy	26.5%	29.4%	19.7%	-9.0%	0.4%	5.9%
销量 (吨)	30,275	31,165	36,920	32,856	34,674	36,257
yoy	0.3%	2.9%	18.5%	-11.0%	5.5%	4.6%
吨价 (万元/吨)	53	66	67	68	65	66
yoy	26.1%	25.7%	1.0%	2.2%	-4.9%	1.3%
收入占比	12.5%	13.7%	14.2%	12.4%	12.4%	12.9%
(3) 其他业务收入 (百万元)	3,782	3,341	3,532	3,356	3,523	3,700
yoy	11.1%	-11.7%	5.7%	-5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

净利润预测：预计 2025-2027 年公司归母净利润 895/895/914 亿元，同比 +3.8%/0.0%/+2.1%。核心假设项为茅台酒吨价下降、系列酒增投费用等影响 2026 年盈利能力，但长期伴随结构升级和提价期权，看好公司利润率持续提升趋势。

- ◆ **毛利率：2026 年预计略有承压。**虽然产品结构影响不大，但考虑到茅台酒吨价下降而成本端保持平稳，系列酒加大宴席场景买赠等促进开瓶，2026 年毛利

率预计下降 1+pcts, 2027 年逐步企稳。

- ◆ **费用率: 阶段性加大销售费用率, 其他费率预计平稳。** 1) 销售费用率看, 2025-26 年行业缩量竞争加剧, 公司保持积极的市场费用投入拓宽消费场景和覆盖长尾客户, 中长期仍有规模效应; 2) 管理费用率预计波动不大, 受收入微增影响先升后降; 3) 税金及附加率、研发费用率、所得税率端保持平稳。

表 12: 贵州茅台 2022-2027E 费用率及利润预测表

项目	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	91.8%	92.1%	92.1%	92.2%	91.1%	90.9%
-茅台酒毛利率	94.2%	94.1%	94.1%	93.8%	92.8%	92.8%
-系列酒毛利率	77.2%	79.8%	79.9%	81.1%	78.7%	78.1%
税金及附加率	14.5%	14.8%	15.5%	15.7%	15.7%	15.6%
销售费用率	2.6%	3.1%	3.2%	4.2%	4.4%	4.2%
管理费用率	7.1%	6.5%	5.3%	5.2%	5.1%	5.0%
研发费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
所得税税率	25.5%	25.2%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
归母净利润(百万元)	62,716	74,734	86,228	89,543	89,512	91,425
yoy	19.5%	19.2%	15.4%	3.8%	0.0%	2.1%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

表 13: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)		调整幅度	
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	174,144	183,305	184,293	181,159	181,782	-1.2%	-1.4%
收入同比增速%	15.66%	5.26%	0.54%	4.03%	0.34%	-1.23pcts	-0.19pcts
毛利率%	92.08%	92.43%	91.42%	92.23%	91.09%	-0.2pcts	-0.33pcts
销售费用率%	3.24%	4.50%	4.70%	4.20%	4.40%	-0.3pcts	-0.3pcts
归母净利润(百万元)	86,228	90,453	90,497	89,543	89,512	-1.0%	-1.1%
归母净利润同比增速%	15.38%	4.90%	0.05%	3.84%	-0.03%	-1.06pcts	-0.08pcts
归母净利率%	49.52%	49.35%	49.11%	49.43%	49.24%	0.08pcts	0.14pcts
EPS(元)	68.64	72.01	72.04	71.28	71.26	-1.0%	-1.1%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

5.2 估值测算

5.2.1 绝对估值: FCFF 法市值中值为 21181 亿元

成长能力: 根据上文收入及盈利预测, 显性期 (2025-2027 年) 公司收入同比 +4.0%/+0.3%/+1.5%, 盈利能力先降后升; 半显性期 (2028-2034E) 中公司仍有销量稳健增长、吨价提升的能力, 中性假设保持高个位数的复合增速, 且自身盈利能力也持续提升; 永续期 (2035 年起) 能够保持略高于宏观经济增速的能力。

资本成本假设: 无风险利率我们选取 10 年期国债利率 1.86%, 股票市场风险溢价 7.0%。由于公司不存在债务, 因此这里不考虑债务成本的影响。基于以上假设, 贵州茅台综合 WACC 约 8.3%。

FCFF 估值结果: 按照 WACC 为 8.3%, 永续增长率按 2.5% 计算, 预计公司的内在每

股价值中值约 1686.1 元，对应市值中值为 21181 亿元，现金流合理估值对应当前也仍有 15.5% 上升空间。

表 14: 贵州茅台 2025-2031E 中性情况盈利预测核心假设项目

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	16.53%	18.04%	15.66%	4.03%	0.34%	1.52%	8.00%	9.00%	10.00%	8.00%	7.00%	6.00%	6.00%
营业成本/营业收入	7.91%	7.88%	7.92%	7.77%	8.91%	9.07%	8.87%	8.67%	8.47%	8.37%	8.27%	8.17%	8.07%
管理费用/营业收入	6.94%	6.33%	5.21%	5.20%	5.10%	5.00%	5.00%	5.20%	5.10%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
研发费用/营业收入	0.11%	0.10%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.14%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
销售费用/销售收入	2.59%	3.09%	3.24%	4.20%	4.40%	4.20%	4.00%	4.00%	4.00%	3.90%	3.90%	3.80%	3.80%
营业税及附加/营业收入	14.50%	14.77%	15.46%	15.70%	15.65%	15.60%	15.50%	15.50%	15.50%	15.50%	15.50%	15.50%	15.50%
所得税税率	25.46%	25.22%	25.33%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	91.48%	78.62%	82.28%	75.00%	75.00%	75.00%	80.00%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测及整理

表 15: 贵州茅台 WACC 假设

无杠杆 Beta	0.92	T	25.00%
无风险利率	1.86%	Ka	8.30%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	0.92
公司股价(元)	1515.01	Ke	8.30%
发行在外股数(百万)	1256	E/(D+E)	100.00%
股票市值(E, 百万元)	1903152	D/(D+E)	0.00%
债务总额(D, 百万元)	0	WACC	8.30%
Kd	5.00%	永续增长率(10年后)	2.5%

资料来源: 国信证券经济研究所预测及整理

表 16: 贵州茅台 FCFE 估值法敏感性分析

敏感性分析	WACC 变化				
	7.3%	7.8%	8.30%	8.8%	9.3%
4.0%	2666.85	2318.91	2052.20	1841.33	1670.48
3.5%	2403.01	2124.72	1904.74	1726.55	1579.34
3.0%	2200.53	1970.99	1785.10	1631.56	1502.65
2.5%	2040.23	1846.27	1686.09	1551.65	1437.25
2.0%	1910.18	1743.05	1602.80	1483.49	1380.81
1.5%	1802.55	1656.21	1531.75	1424.67	1331.60
1.0%	1712.00	1582.14	1470.44	1373.39	1288.32

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测及整理

5.2.2 相对估值: 市盈率中枢 2026 年 25.6X 和总市值中枢 23426 亿元

结合白酒板块可比公司和海外消费龙头估值水平, 给予贵州茅台 2026 年 22-30XP/E (中枢 25.6X), 对应总市值 19998-26854 亿元 (中枢 23426 亿元), 合理估值 1865 元/股和股价 28% 上行空间。

白酒板块可比公司看, 截至 2026/3/16, 五粮液、山西汾酒、泸州老窖、古井贡酒 2026 年 P/E 均值和中位数 14.7x; 考虑到当前白酒行业仍处于调整阶段, 市场担忧动销、库存等风险, 整体估值均处于较低水位。由于贵州茅台品牌力突出, 在超高端白酒市场处于绝对龙头地位, 改革后进一步获取潜在/长尾消费者份额, 长期对渠道议价权突出、ROE 提升趋势确定性高, 给予相对于五粮液 30% 左右的溢价, 对应 2026 年 22.3X 估值水平。

表 17: 贵州茅台可比公司估值表——白酒板块

股票代码	公司名称	总市值 亿元	归母净利润 (亿元)				归母净利润 yoy			PE			分红率			股息率		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
000858.SZ	五粮液	4,058	318.5	256.7	236.1	254.9	-19.4%	-8.0%	8.0%	15.8	17.2	15.9	78%	85%	85%	4.9%	4.9%	5.3%
600809.SH	山西汾酒	1,961	122.4	122.6	129.2	147.3	0.1%	5.4%	14.0%	16.0	15.2	13.3	65%	65%	65%	4.1%	4.3%	4.9%
000568.SZ	泸州老窖	1,599	134.7	110.0	112.0	130.1	-18.4%	1.8%	16.1%	14.5	14.3	12.3	73%	75%	80%	5.0%	5.3%	6.5%
000596.SZ	古井贡酒	604	55.2	47.4	49.3	54.3	-14.0%	4.0%	10.0%	12.7	12.2	11.1	60%	60%	60%	4.7%	4.9%	5.4%
	均值									14.8	14.7	13.2				4.7%	4.8%	5.5%
	中位数									15.2	14.7	12.8						

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测及整理; 注: 数据截至 2026/3/16

海外消费龙头看, 选取可口可乐、Apple、爱马仕作为可比公司, 2026 年 P/E 均值为 32.9x, 中位数为 35.9x。成长能力看, 贵州茅台 3-5 年净利润复合增速大个位数-接近 10%, 与三家海外龙头相当; 盈利能力看, 贵州茅台受益于白酒行业独特商业模式和自身定价权, 净利率领先; 品牌力看, 虽然茅台在国内白酒市场占据品牌力绝对优势, 但全球化能力弱于其他三家海外消费龙头。综合给予公司 30x2026 年 P/E。

表 18: 贵州茅台可比公司估值表——海外消费龙头

股票代码	公司名称	总市值 亿美元	归母净利润 (亿美元)				归母净利润 yoy			PE		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
KO.N	可口可乐(COCA COLA)	3,347	106.31	131.07	138.2	154.3	23.3%	5.4%	11.7%	25.5	24.2	21.7
AAPL.O	苹果(APPLE)	37,117	789.05	942.9	1,033.3	1,124.8	19.5%	9.6%	8.9%	39.4	35.9	33.0
RMS.PA	爱马仕国际	2,268	48.19	50.6	58.5	63.0	4.9%	15.6%	7.8%	44.9	38.8	36.0
	均值									36.5	32.9	30.2
	中位数									39.4	35.9	33.0

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测及整理; 注: 数据截至 2026/3/16, 采用 WIND 一致预期

5.3 投资建议

2026 年贵州茅台全面市场化改革, 产品、渠道、价格调整以消费者真实需求为主, 短期吨价下降和增投费用预计影响收入及业绩表现, 中长期伴随公司培育长尾客户收效, 仍具有对渠道和消费者的议价能力和 ROE 持续提升的趋势。盈利预测方面, 不考虑飞天茅台提升出厂价, 预计 2025-2027 年公司收入 1812/1818/1845 亿元, 同比+4.0%/+0.3%/+1.5%; 公司归母净利润 895/895/914 亿元, 同比+3.8%/0.0%/+2.1%。

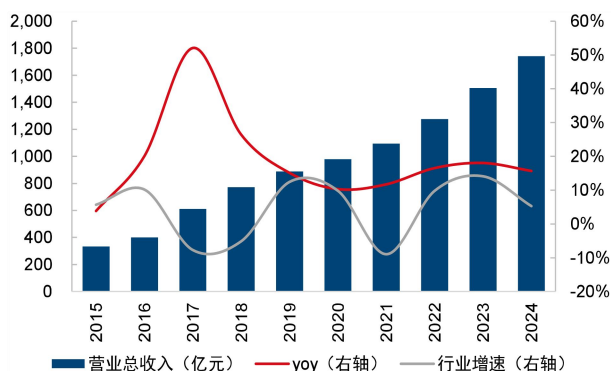
我们采用多种估值方法测算公司空间, 给予合理市值 21181-23426 亿元, 合理估值 1686-1865 元/股, 当前股价具有 15-28%上行空间: 1) FCFF 假设公司未来 5 年收入复合增速 8-9%左右, 10 年 CAGR 下降至 5-6%左右, 永续增长率收敛至 2.5%, 盈利能力稳步提升, 资本投入匹配收入规模, WACC 约 8.3%, 计算市值中枢 21181 亿元; 2) 根据白酒板块可比公司和海外消费龙头估值情况, 给予相对估值中枢 25.6x2026 年 P/E 和市值 23426 亿元。

5.4 财务分析

过去五年公司营收复合增速 14.0%，高于行业平均收入增速 6.7%。2016 年茅台公司凭借自身势能率先穿越行业调整周期，引领开启新一轮消费升级趋势，飞天茅台批价突破 2000 元打开高端酒空间，量价齐升推动公司收入高速增长。2020 年以来，公司受内外部环境扰动，收入增幅放缓，2023/2024 年公司营业收入同比增速分别为 18.0%/15.7%。

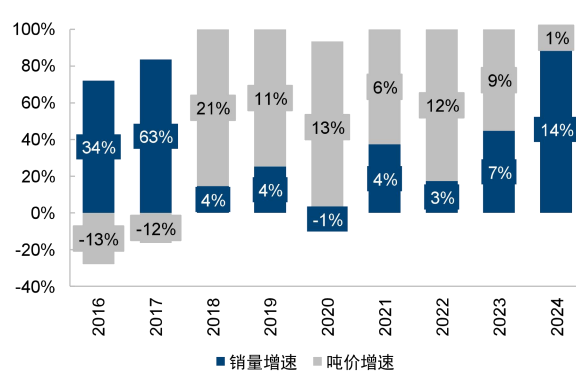
非标拉动吨价提升，系列酒稳健发展。整体看，2018 年后贵州茅台整体收入增长引擎由量价齐升换挡至以价增为主。其中 2020 年整体销量负增长，受疫情扰动、陈年基酒产能约束影响；2024 年销量增速超过吨价增速，主要是非标茅台酒批价下滑、系列酒放量导致。1) 茅台酒看，销售收入仍保持每年 10% 以上增速；2018 年后吨价增速长期高于销量，源于非标销量占比提升，拉动吨价增长。其中 2021 年，销量增速高于吨价，主因直销渠道销量同比增长 47.9%；2023 年后非标酒长期以来未形成主导消费场景与客群、批价倒挂严重，茅台酒吨价增速放缓。2) 系列酒看，销售收入占比逐年提升，2018 年后销量和吨价提升步入稳健发展阶段。其中 2024 年公司集中资源培育茅台 1935，拉动销量增速表现较好。

图94：2015-2024 年公司营业收入高于白酒行业



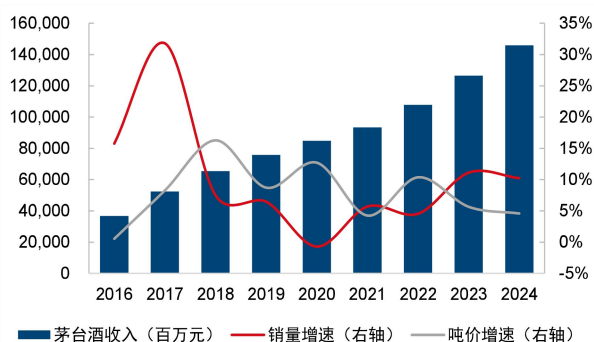
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图95：2015-2024 年公司量/价增速拆分



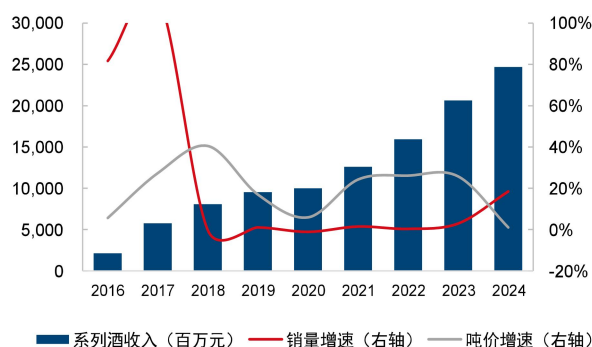
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图96：2016-2024 年茅台酒销售收入、销量及吨价增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

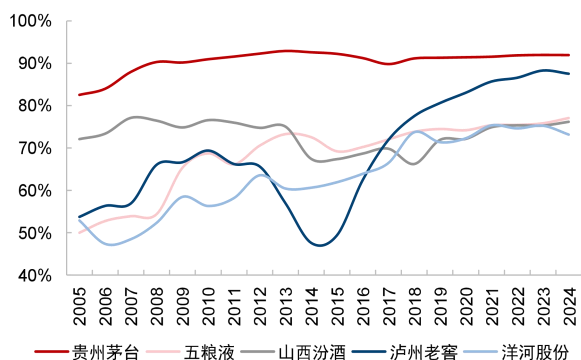
图97：2016-2024 年系列酒销售收入、销量及吨价增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

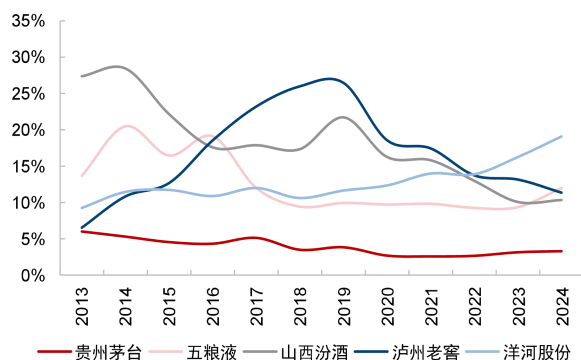
利润端增速高于收入端。产品结构升级及吨价稳步提升下，公司整体毛利率自2008年起维持在90%以上，为行业内最高；同时公司品牌实力赋能动销势能，2018年以来公司销售费用率始终维持在5%以下，远低于同业公司水平。公司整体净利率自2018年后长期维持在45%以上，归母净利润增速维持在10%以上，高于公司营收增速。贵州茅台毛利率、销售费用率均已达到行业第一水平，伴随产品结构继续升级，未来净利率仍有窄幅提升空间。

图98：2005年以来贵州茅台及其他酒企销售毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

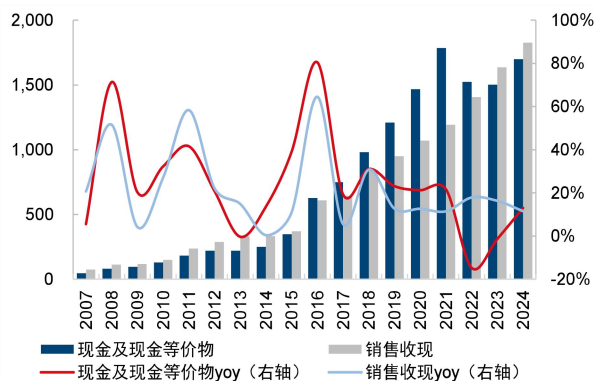
图99：2013年以来贵州茅台及其他酒企销售费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

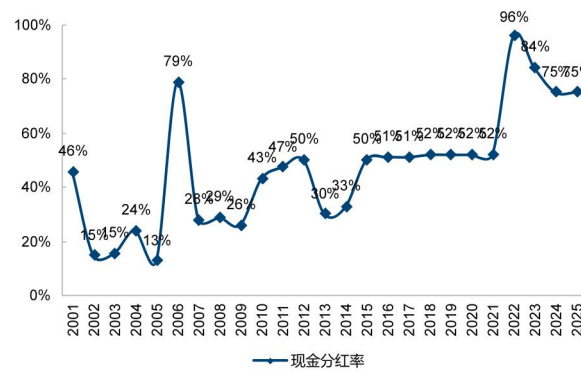
公司现金流情况健康，分红持续能力强。截至2024年底，公司现金及现金等价余额1700亿元，同比增长13.0%，账上现金较为充足，为公司生产经营活动、派发股利提供良好的保障。公司现金流大部分产生自经营活动，2024年销售商品、提供劳务收到现金1826亿元，同比增长11.6%，现金流表现健康。贵州茅台十四五技改项目即将收官，后续新增资本开支的压力不大。投资者回报方面，贵州茅台2013年以来公司年度现金分红率稳步提升，2022、23年两次实施特别分红，2024-2026年指引年度现金分红率不低于归母净利润的75%；预计公司未来将进一步提升现金分红比例，预计也会持续加强回购等其他回馈股东的形式。

图100：2007-2024年公司销售商品、提供劳务收到的现金



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图101：2001-2025E 贵州茅台现金分红率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

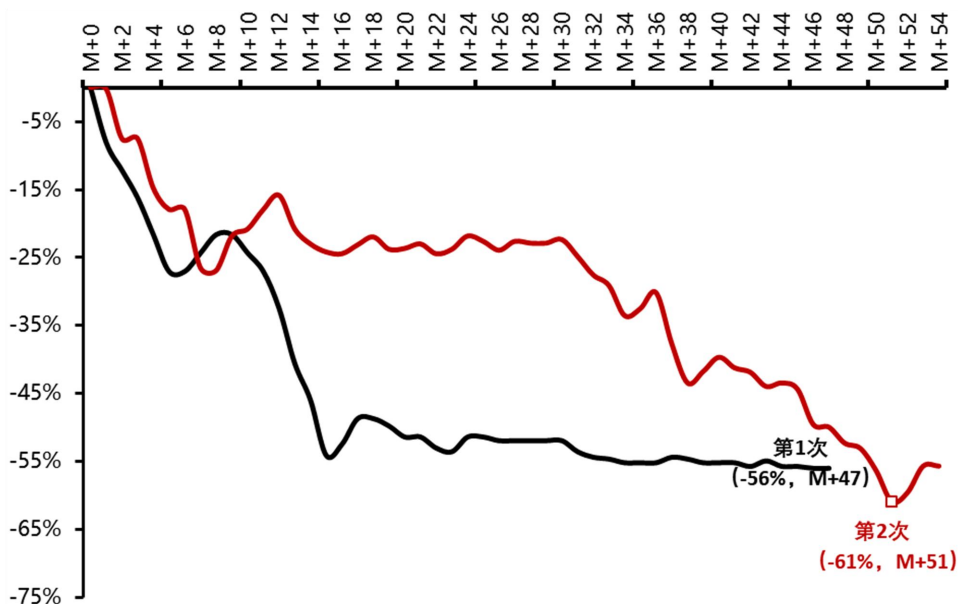
6 附录图表

图 102：飞天茅台批价下跌路径演绎



资料来源：公司公告、今日酒价，国信证券经济研究所整理

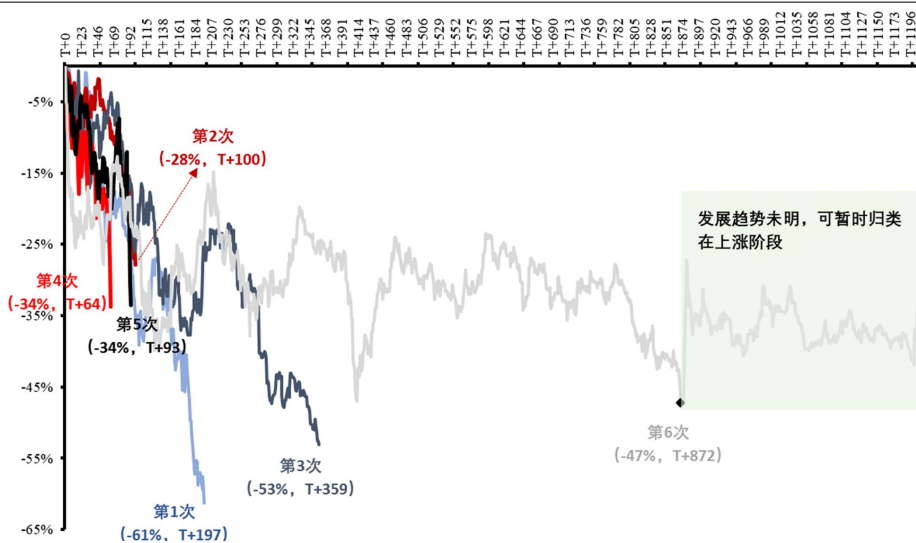
图 103：上轮（2012M1）和本轮（2022M8）调整周期飞天批价下跌对比



资料来源：公司公告、今日酒价，国信证券经济研究所整理；第 1 次以 2012 年 1 月为基准月，第 2 次以 2022 年 8 月为基准月

贵州茅台历史股价下跌阶段：

图 104：贵州茅台历史股价下跌复盘

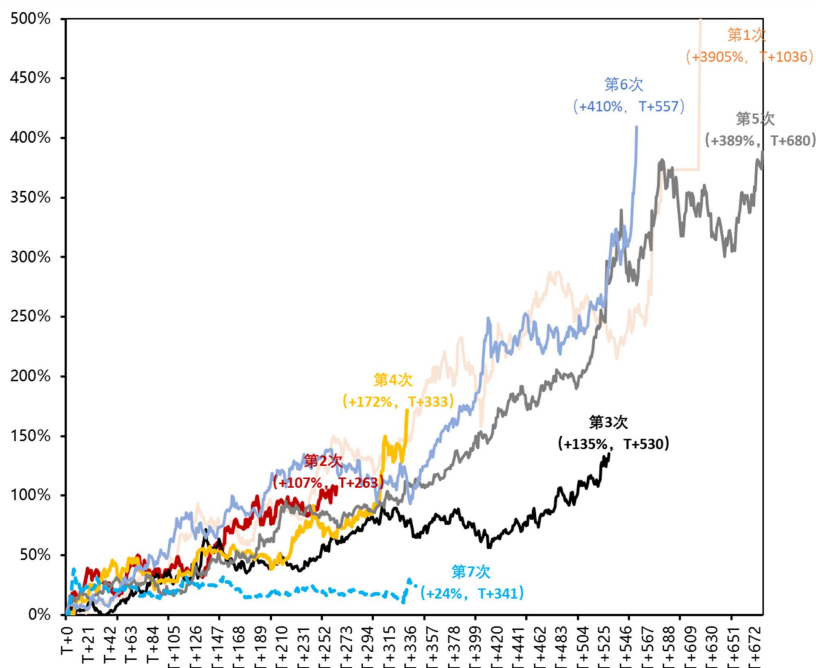


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；各阶段下跌情况：

- 1) 2008/1/16-2008/11/7：跌幅 61%，金融危机影响，批价下跌；
 - 2) 2009/12/7-2010/5/6：跌幅 28%，宏观政策偏紧，跟随大盘回调；
 - 3) 2012/7/13-2014/1/8：跌幅 53%，限三公消费政策出台，高度白酒需求下降；
 - 4) 2015/5/25-2015/8/24：跌幅 34%，股灾回调；
 - 5) 2018/6/12-2018/10/30：跌幅 34%，中美贸易摩擦，季度业绩下挫；
 - 6) 2021/2/10-2026/2/13：跌幅 47%，白酒行业需求、场景压制，飞天批价开始下跌。
- 当前发展趋势尚未明朗，暂时可归为上涨阶段（见后上涨阶段复盘）。

贵州茅台历史股价上涨阶段：

图 105：贵州茅台历史股价上涨复盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；各阶段下跌情况：

- 1) 2003/9/22-2008/1/15：涨幅 3905%，白酒行业黄金发展阶段，批价、利润超越五粮液；
- 2) 2008/11/7-2009/12/7：涨幅 107%，金融危机后低基数反弹，四万亿政策驱动飞天诞生金融属性；
- 3) 2010/5/6-2012-7/13：涨幅 135%，财富效应驱动，飞天批价快速上行；
- 4) 2014/1/8-2015/5/25：涨幅 172%，行业调整接近尾声，国内改革契机显现；
- 5) 2015/8/24-2018/6/12：涨幅 389%，行业走出阴霾，批价快速升温；
- 6) 2018/10/30-2021/2/10：涨幅 410%，批价持续上行，业绩保持较快增长，疫情避险资金抱团；
- 7) 2024/9/19-2026/2/13：涨幅 24%，国内政策稳步释放，茅台市场化改革。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在1686-1865元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，如对长期收入增长率和利润率估计偏乐观、导致长期自由现金流偏高，WACC偏低、导致估值高估，可比公司估值本身偏高带来的高估风险等。

盈利预测的风险

我们假设公司未来三年收入同比+4.0%/+0.3%/+1.5%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来三年业绩的风险。

我们预计公司未来毛利率和费用率均有改善空间，可能存在对公司提价能力高估、成本估计偏低、市场费用投入估计偏低等问题，从而导致对公司未来三年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

茅台酒提价能力受到宏观经济、市场供需、渠道盈利能力、外部舆情监管等的影响，不确定因素较多；茅台酒结构升级速度也受到消费能力及信心、白酒需求量恢复速度的影响，除飞天以外的非标单品并未形成坚实的消费基础；综合看，后续可能存在吨价提升不及预期的风险。

若消费者培育进程较慢，公司仍需保持积极的市场费用投入水平扩大份额，进一步影响盈利能力和现金流。

贵州茅台作为贵州省重要的国资企业，业绩端也受到较强约束，若目标制定过高而需求复苏较慢，后续存在社会库存高企、核心单品价格波动等风险。

市场风险

宏观经济增速不及预期；产业政策调整影响消费场景及需求下滑；白酒行业竞争加剧，茅台酒结构升级不及预期，系列酒被动进入价格战等风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	174624	186483	209839	233693	257389	营业收入	150560	174144	181159	181782	184548
应收款项	102	2033	2115	2123	2155	营业成本	11867	13789	14077	16198	16743
存货净额	46435	54343	56986	59519	60316	营业税金及附加	22234	26926	28442	28449	28790
其他流动资产	3611	7407	7706	7732	7850	销售费用	4649	5639	7609	7998	7751
流动资产合计	225173	251727	278106	304527	329169	管理费用	9729	9316	9774	9625	9581
固定资产	22047	24021	24686	24123	23968	研发费用	157	218	227	228	231
无形资产及其他	8572	8850	8496	8142	7788	财务费用	(1790)	(1470)	(2689)	(4435)	(4911)
投资性房地产	16908	14347	14347	14347	14347	投资收益	34	9	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	3	61	3	0	0
资产总计	272700	298945	325634	351138	375272	其他收入	(199)	(325)	(227)	(228)	(231)
短期借款及交易性金融负债	57	112	0	0	0	营业利润	103709	119689	123722	123719	126362
应付款项	3093	3515	3672	3884	3908	营业外净收支	(46)	(50)	(50)	(90)	(90)
其他流动负债	45547	52889	56345	58457	58891	利润总额	103663	119639	123672	123629	126272
流动负债合计	48698	56516	60017	62341	62799	所得税费用	26141	30304	30918	30907	31568
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2787	3107	3211	3210	3279
其他长期负债	346	417	417	417	417	归属于母公司净利润	74734	86228	89543	89512	91425
长期负债合计	346	417	417	417	417	现金流量表（百万元）					
负债合计	49043	56933	60434	62758	63216	净利润	74734	86228	89543	89512	91425
少数股东权益	7988	8905	9708	10511	11330	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	215669	233106	255492	277870	300726	折旧摊销	1848	1970	2693	2917	3071
负债和股东权益总计	272700	298945	325634	351138	375272	公允价值变动损失	(3)	(61)	(3)	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(1790)	(1470)	(2689)	(4435)	(4911)
每股收益	59.49	68.64	71.28	71.26	72.78	营运资本变动	(18601)	(3240)	590	(243)	(488)
每股红利	46.77	56.48	53.46	53.44	54.58	其它	596	550	803	803	820
每股净资产	171.68	185.56	203.38	221.20	239.39	经营活动现金流	58574	85448	93625	92988	94828
ROIC	76.0%	77.5%	74.8%	68.8%	70.1%	资本开支	0	(3756)	(3000)	(2000)	(2563)
ROE	34.7%	37.0%	35.0%	32.2%	30.4%	其它投资现金流	12342	(22692)	127187	0	0
毛利率	92.1%	92.1%	92.2%	91.1%	90.9%	投资活动现金流	12342	(26449)	124187	(2000)	(2563)
EBIT Margin	67.7%	67.9%	66.8%	65.6%	65.8%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBITDA Margin	68.9%	69.0%	68.3%	67.2%	67.5%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	18.0%	15.7%	4.0%	0.3%	1.5%	支付股利、利息	(58755)	(70951)	(67157)	(67134)	(68569)
净利润增长率	19.2%	15.4%	3.8%	-0.0%	2.1%	其它融资现金流	57387	73128	(112)	0	0
资产负债率	20.9%	22.0%	21.5%	20.9%	19.9%	融资活动现金流	(60120)	(68774)	(67269)	(67134)	(68569)
股息率	3.2%	3.9%	3.7%	3.7%	3.7%	现金净变动	10796	(9774)	150543	23854	23696
P/E	24.5	21.3	20.5	20.5	20.1	货币资金的期初余额	58274	69070	59296	209839	233693
P/B	8.5	7.9	7.2	6.6	6.1	货币资金的期末余额	69070	59296	209839	233693	257389
EV/EBITDA	18.1	15.7	15.3	15.5	15.2	企业自由现金流	0	83276	91055	90137	91109
						权益自由现金流	0	156404	92959	93463	94792

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032