

证券研究报告

公司研究

点评报告

贵州茅台 (600519.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

贵州茅台 (600519): 务实降速, 坚韧前行 2025.10.30

贵州茅台 (600519): 迎难而上求变, 完成既定任务 2025.08.13

贵州茅台 (600519): 抢抓开门红, 同心谋转型 2025.04.30

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

市场化改革下的价格体系重构

2026年03月31日

事件: 公司公告, 自2026年3月31日起, 将飞天53%vol 500ml 贵州茅台酒(2026)销售合同价由1169元/瓶调整为1269元/瓶、自营体系零售价由1499元/瓶调整为1539元/瓶。

点评:

- **以消费者为中心, 价格体系更符合实际消费意愿。**今年初, 公司为更好顺应市场和消费变化趋势, 切实推进以消费者为中心、以市场需求为驱动的营销体系市场化转型, 发布《2026年贵州茅台酒市场化运营方案》, 调整了多款茅台酒的零售价格。其中, 精品由3299元/瓶降至2299元/瓶, 生肖经典版由2499元/瓶降至1899元/瓶, 陈年(15)由5999元/瓶降至4199元/瓶, 打破倒挂的价格体系, 参考当前消费者可接受的成交价格来定价, 彰显市场化转型的决心。此次飞天提价虽然幅度不大, 但进一步体现出公司对价格体系的强掌控意愿, 摒弃过去简单交由市场决定的粗放式路径。
- **淡季提价预留控量空间, 降低市场价格波动。**自年初i茅台上线1499元/瓶的飞天茅台以来, 平台月活及成交订单量大幅提升, 我们预计直销端将为一季度贡献显著的收入增量。由于i茅台抢购存在随机性, 其触达的消费群体多为非及时性需求的个人消费者, 且该类群体也存在季节性消费特征, 因此我们认为, 为调节市场的供需平衡关系, i茅台在淡季的投放量或相比旺季有所降低。而此次飞天提价带来的收入增长部分可对冲控量的影响, 既保持公司业绩的稳定, 又在控量调节上更具主动权, 实现市场价格的平稳。在此基础上, 我们认为今年飞天破价的风险进一步降低, 价格或已提前筑底。
- **经销商需同步转型, 为消费者提供更优服务。**在《2026年贵州茅台酒市场化运营方案》中, 公司也明确提出, 由“自售+经销”的传统销售模式向“自售+经销+代售+寄售”多维协同的营销体系转变, 以更好适配、触达、转化消费需求。在此基础上, 传统渠道囤货套利的盈利逻辑将被打破, 经销商将从“靠价差获利”转变为“靠服务获利”, 进一步夯实to C转型, 重塑利润分配、价格管控的模式。我们认为, 公司正在拉近品牌与消费者之间的距离, 让品牌价值回归真实消费, 本次对经销合同的提价也在情理之中, 不排除未来进一步收缩渠道利润的可能。
- **盈利预测与投资评级:** 我们认为, 此次飞天提价符合适度通胀、物价合理回升的大方向。在市场化运营基础上, 茅台中长期价格有望与通胀保持同步提升, 由此实现公司收入及利润的可持续平稳增长。我们预计, 公司**2025-2027年摊薄每股收益分别为72.26元、75.52元、78.71元, 维持对公司的“买入”评级。**
- **风险因素:** 宏观经济不确定性风险; 消费环境变化; 茅台酒技改建设项目进度不及预期风险

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	150,560	174,144	182,950	191,468	199,279
增长率 YoY %	18.0%	15.7%	5.1%	4.7%	4.1%
归属母公司净利润 (百万元)	74,734	86,228	90,487	94,566	98,564
增长率 YoY%	19.2%	15.4%	4.9%	4.5%	4.2%
毛利率%	92.0%	91.9%	91.6%	91.4%	91.4%
净资产收益率ROE%	34.7%	37.0%	38.2%	40.2%	42.1%
EPS(摊薄)(元)	59.68	68.86	72.26	75.52	78.71
市盈率 P/E(倍)	24.30	21.06	20.07	19.20	18.42
市净率 P/B(倍)	8.42	7.79	7.66	7.71	7.76

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 03 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	225,173	251,727	259,458	262,557	265,632	
货币资金	69,070	59,296	58,298	59,492	62,178	
应收票据	14	1,984	4,996	5,233	5,450	
应收账款	60	19	0	-24	-48	
预付账款	35	27	30	32	34	
存货	46,435	54,343	56,849	58,538	58,731	
其他	109,558	136,057	139,284	139,286	139,287	
非流动资产	47,527	47,218	47,597	47,718	47,735	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	19,909	21,871	21,945	21,908	21,762	
无形资产	8,572	8,850	9,090	9,330	9,570	
其他	19,046	16,496	16,562	16,480	16,403	
资产总计	272,700	298,945	307,055	310,276	313,367	
流动负债	48,698	56,516	57,388	58,814	59,767	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	3,093	3,515	3,790	4,053	4,229	
其他	45,605	53,001	53,598	54,762	55,538	
非流动负债	346	417	379	379	379	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	346	417	379	379	379	
负债合计	49,043	56,933	57,767	59,193	60,146	
少数股东权益	7,988	8,905	12,187	15,617	19,192	
归属母公司股东权益	215,669	233,106	237,101	235,466	234,029	
负债和股东权益	272,700	298,945	307,055	310,276	313,367	
重要财务指标	单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	150,560	174,144	182,950	191,468	199,279	
同比(%)	18.0%	15.7%	5.1%	4.7%	4.1%	
归属母公司净利润	74,734	86,228	90,487	94,566	98,564	
同比(%)	19.2%	15.4%	4.9%	4.5%	4.2%	
毛利率(%)	92.0%	91.9%	91.6%	91.4%	91.4%	
ROE%	34.7%	37.0%	38.2%	40.2%	42.1%	
EPS(摊薄)(元)	59.68	68.86	72.26	75.52	78.71	
P/E	24.30	21.06	20.07	19.20	18.42	
P/B	8.42	7.79	7.66	7.71	7.76	
EV/EBITDA	20.22	15.43	13.91	13.29	12.73	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	150,560	174,144	182,950	191,468	199,279	
营业成本	11,981	13,895	15,270	16,326	17,036	
营业税金及附加	22,234	26,926	28,059	29,388	30,607	
销售费用	4,649	5,639	6,115	6,593	7,063	
管理费用	9,729	9,316	9,173	9,137	9,025	
研发费用	157	218	234	245	255	
财务费用	-1,790	-1,470	-1,470	-1,445	-1,475	
减值损失合计	38	-23	-25	-25	-25	
投资净收益	34	9	18	19	20	
其他	37	83	27	28	29	
营业利润	103,709	119,689	125,588	131,245	136,792	
营业外收支	-46	-50	-60	-60	-60	
利润总额	103,663	119,639	125,528	131,185	136,732	
所得税	26,141	30,304	31,759	33,190	34,593	
净利润	77,521	89,335	93,769	97,995	102,139	
少数股东损益	2,787	3,107	3,282	3,430	3,575	
归属母公司净利润	74,734	86,228	90,487	94,566	98,564	
EBITDA	103,820	120,233	126,412	132,199	137,821	
EPS(当年)(元)	59.49	68.64	72.26	75.52	78.71	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	66,593	92,464	91,272	100,029	105,319	
净利润	77,521	89,335	93,769	97,995	102,139	
折旧摊销	1,937	2,085	2,354	2,459	2,564	
财务费用	13	14	13	13	13	
投资损失	-34	-9	-18	-19	-20	
营运资金变动	-11,667	1,919	-4,600	-504	539	
其它	-1,177	-881	-246	85	85	
投资活动现金流	-9,724	-1,785	-5,711	-2,621	-2,620	
资本支出	-2,595	-4,678	-2,727	-2,660	-2,660	
长期投资	-7,268	2,805	754	0	0	
其他	138	88	-3,737	39	40	
筹资活动现金流	-58,889	-71,068	-76,562	-76,214	-80,013	
吸收投资	0	0	-6,004	-801	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-58,755	-70,951	-70,513	-75,413	-80,013	
现金流净增加额	-2,019	19,610	9,002	21,194	22,686	

研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，4 年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究卫龙美味、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、绝味食品、周黑鸭、煌上煌等），深度研究零食量贩业态（万辰集团等）和折扣零售。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，4 年食品饮料研究经验。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、全国性次高端酒、苏酒、酱酒板块）及社区店型扩品类机会（立高食品、百果园等）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。3 年食品饮料行业研究经验，覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多和天润乳业等）和食品添加剂（深度研究安琪酵母、百龙创园、嘉必优、晨光生物和保龄宝等）。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。