

600519.SH

买入

原评级: 买入

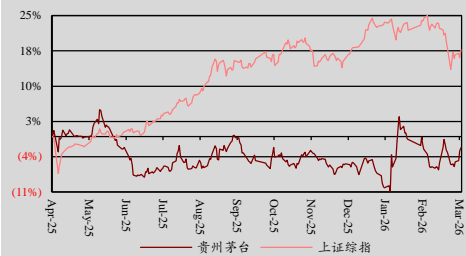
市场价格: 人民币 1,459.44

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 贵州茅台提价点评: 公司公告重大事项, 于2026年3月31日起上调53%vol贵州茅台酒(2026)出厂价格, 公司淡季提价, 渠道结构持续调整, 市场化导向明确, 维持买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2.3	0.3	6.0	(6.2)
相对上证综指	4.2	5.5	6.5	(24.1)

发行股数(百万)	1,252.27
流通股(百万)	1,252.27
总市值(人民币 百万)	1,827,613.24
3个月日均交易额(人民币 百万)	7,000.57
主要股东	
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	54.4038%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以2026年4月1日收市价为标准

相关研究报告

- 《贵州茅台》20251209
- 《贵州茅台》20250819
- 《贵州茅台》20250410

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒II

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

# 贵州茅台

## 淡季提价, 渠道结构持续调整, 市场化导向明确

贵州茅台公告重大事项, 自2026年3月31日起上调公司53%vol贵州茅台酒(2026)出厂价格, 其中经销渠道由1169元调整至1269元, 自营渠道由1499元调整至1539元。根据我们测算, 此次提价将增厚2026年报表业绩。公司淡季提价, 营销体系市场化导向明确, 经营拐点已现, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司淡季逆势提价, 短期增厚报表业绩, 中长期来看, 营销体系市场化导向明确。公司公告自2026年3月31日起上调公司53%vol贵州茅台酒(2026)出厂价格, 其中传统经销渠道合同价由1169元/瓶调整至1269元/瓶, 涨幅100元/瓶, 涨价幅度8.6%; 自营渠道零售价由1499元/瓶调整至1539元, 涨幅40元/瓶, 涨价幅度约2.7%。参考26年3月同花顺散飞终端成交价, 经销商进销差价约在300-400元。根据普茅经销商渠道及自营渠道销售占比推算, 我们判断此次提价有望增厚2026年报表净利润, 对应2%左右的增量。
- 此次茅台提价逻辑相比此前略有不同, 渠道生态发生变化。(1) 回顾茅台历史提价动作, 白酒黄金十年(2003-2012年)茅台酒合计提价6次, 2016年开始的新一轮景气周期中, 茅台酒于2017年底提价1次, 提价幅度为18%。2023年11月, 经销商渠道出厂价由969元提升至1169元, 而当时的进销价差达1800元, 提价主要目的是稳定普茅价格, 避免终端价过热, 同时减轻报表端增长压力。(2) 从历史提价背景来看, 茅台均在景气周期内进行提价动作, 主要围绕传统经销渠道进行价格调整。而此次逆势调价是在内需疲软, 行业以价换量特征明显的背景下进行, 且公司同时对建议零售价进行调整, 我们认为主要与茅台的营销策略及渠道体系变化有关, 渠道从此前的重B端逐渐转向C端化。根据i茅台官网信息, i茅台于2026年1月1日起销售53%vol 500ml贵州茅台酒, 1月成交订单超143万笔, 推算单月销量约为2693吨, 如果平滑淡旺季, 且大众需求持续, 全年维度来看, i茅台有望对公司报表业绩形成较强支撑。
- 龙头率先转型, 重塑渠道平衡, 价格随行就市, 改革路径清晰。近日, 公司公告《2026年贵州茅台酒市场化运营方案》, 在产品、运营、渠道、价格等方面进行多维度改革。公司强调, 茅台将回归“金字塔”型产品结构, 飞天定位“塔基”产品, 强化大众消费的社交属性。运营模式由此前的“自售+经销”转变为“自售+经销+代售+寄售”模式, 同时推动经销商由“坐商”向“服务商”转型。我们认为, i茅台有效激活了大众需求, 同时承接了因产业转型、场景受损丢失的部分销量。在基本盘逐渐稳固且行业环境转好的背景下, 优化产品结构, 提升飞天以上其他产品的销量。价格方面, 公司将以市场为导向, 构建价格动态调整机制, 即零售渠道及经销渠道合同价格将根据批价变化, 随行就市, 同步调整。以消费者为中心的改革路径清晰。

估值

■ 作为消费品的龙头公司, 茅台拥有强大的品牌护城河。本轮行业调整期, 公司量价节奏把握得当, 战略转型坚定。我们认为, 公司率先于行业迎来经营拐点。根据我们测算, 公司25至27年归母净利分别为905.5、949.3、1013.5亿元, 同比增速分别为5.0%、4.8%、6.8%, EPS分别为72.3、75.8、80.9元/股, 当前市值对应PE分别为20.2X、19.3X、18.0X, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 经济恢复不及预期。渠道库存超预期, 终端销售价格波动较大。

投资摘要

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	147,694	170,899	178,932	187,541	198,284
增长率(%)	19.0	15.7	4.7	4.8	5.7
EBITDA(人民币 百万)	101,032	117,072	124,483	130,198	138,707
归母净利润(人民币 百万)	74,734	86,228	90,549	94,925	101,345
增长率(%)	19.2	15.4	5.0	4.8	6.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	59.68	68.86	72.31	75.80	80.93
市盈率(倍)	24.5	21.2	20.2	19.3	18.0
市净率(倍)	8.5	7.8	7.1	6.5	6.0
EV/EBITDA(倍)	20.7	15.8	13.9	13.1	12.0
每股股息(人民币)	50.0	51.5	54.2	56.9	60.7
股息率(%)	2.9	3.4	3.7	3.9	4.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	150,560	174,144	181,203	189,812	200,555
营业收入	147,694	170,899	178,932	187,541	198,284
营业成本	11,867	13,789	13,652	14,152	14,795
营业税金及附加	22,234	26,926	27,083	28,412	29,743
销售费用	4,649	5,639	5,867	6,151	6,345
管理费用	9,729	9,316	9,841	10,785	10,925
研发费用	157	218	197	122	113
财务费用	(1,790)	(1,470)	(1,140)	(1,589)	(2,055)
其他收益	35	21	25	22	20
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	38	(23)	(10)	(10)	(5)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	61	60	60	60
投资收益	34	9	15	20	20
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	103,709	119,689	125,794	131,870	140,784
营业外收入	87	71	71	71	71
营业外支出	133	121	121	120	120
利润总额	103,663	119,639	125,744	131,821	140,735
所得税	26,141	30,304	31,813	33,351	35,606
净利润	77,521	89,335	93,930	98,470	105,129
少数股东损益	2,787	3,107	3,381	3,545	3,785
归母净利润	74,734	86,228	90,549	94,925	101,345
EBITDA	101,032	117,072	124,483	130,198	138,707
EPS(最新股本摊薄, 元)	59.68	68.86	72.31	75.80	80.93

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>225,173</b>	<b>251,727</b>	<b>281,669</b>	<b>307,229</b>	<b>344,846</b>
货币资金	69,070	59,296	93,708	119,085	155,855
应收账款	60	19	64	23	69
应收票据	14	1,984	4	184	14
存货	46,435	54,343	64,732	58,313	62,515
预付账款	35	27	34	29	28
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	109,558	136,057	123,128	129,595	126,364
<b>非流动资产</b>	<b>47,527</b>	<b>47,218</b>	<b>44,688</b>	<b>43,204</b>	<b>41,094</b>
长期投资	9,325	5,544	5,544	5,544	5,544
固定资产	19,909	21,871	20,996	19,778	18,220
无形资产	8,572	8,850	8,693	8,525	8,346
其他长期资产	9,720	10,952	9,454	9,357	8,984
<b>资产合计</b>	<b>272,700</b>	<b>298,945</b>	<b>326,356</b>	<b>350,433</b>	<b>385,939</b>
<b>流动负债</b>	<b>48,698</b>	<b>56,516</b>	<b>57,953</b>	<b>54,735</b>	<b>61,130</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,093	3,515	3,083	3,364	3,048
其他流动负债	45,605	53,001	54,869	51,372	58,082
<b>非流动负债</b>	<b>346</b>	<b>417</b>	<b>381</b>	<b>399</b>	<b>390</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	346	417	381	399	390
<b>负债合计</b>	<b>49,043</b>	<b>56,933</b>	<b>58,334</b>	<b>55,135</b>	<b>61,520</b>
股本	1,256	1,256	1,252	1,252	1,252
少数股东权益	7,988	8,905	12,287	15,832	19,616
归属母公司股东权益	215,669	233,106	255,735	279,467	304,803
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>272,700</b>	<b>298,945</b>	<b>326,356</b>	<b>350,433</b>	<b>385,939</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	77,521	89,335	93,930	98,470	105,129
折旧摊销	1,937	2,085	2,202	2,291	2,349
营运资金变动	196	(27,506)	5,708	(3,290)	5,500
其他	(13,062)	28,550	(393)	(2,080)	(1,930)
<b>经营活动现金流</b>	<b>66,593</b>	<b>92,464</b>	<b>101,447</b>	<b>95,390</b>	<b>111,049</b>
资本支出	(2,620)	(4,679)	(205)	(405)	(305)
投资变动	(9,341)	3,991	(30)	(30)	(30)
其他	2,236	(1,097)	15	20	20
<b>投资活动现金流</b>	<b>(9,724)</b>	<b>(1,785)</b>	<b>(220)</b>	<b>(415)</b>	<b>(315)</b>
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(60,558)	(72,640)	(67,920)	(71,194)	(76,008)
其他	1,669	1,572	1,105	1,596	2,044
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(58,889)</b>	<b>(71,068)</b>	<b>(66,815)</b>	<b>(69,598)</b>	<b>(73,964)</b>
<b>净现金流</b>	<b>(2,020)</b>	<b>19,611</b>	<b>34,412</b>	<b>25,377</b>	<b>36,770</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	19.0	15.7	4.7	4.8	5.7
营业利润增长率(%)	18.0	15.4	5.1	4.8	6.8
归属于母公司净利润增长率(%)	19.2	15.4	5.0	4.8	6.8
息税前利润增长率(%)	19.3	16.0	6.3	4.6	6.6
息税折旧前利润增长率(%)	19.2	15.9	6.3	4.6	6.5
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	19.2	15.4	5.0	4.8	6.8
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	67.1	67.3	68.3	68.2	68.8
营业利润率(%)	68.9	68.7	69.4	69.5	70.2
毛利率(%)	92.0	91.9	92.4	92.5	92.5
归母净利润率(%)	49.6	49.5	50.0	50.0	50.5
ROE(%)	34.7	37.0	35.4	34.0	33.2
ROIC(%)	51.7	49.4	43.0	42.1	42.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
流动比率	4.6	4.5	4.9	5.6	5.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	3,632.8	4,307.6	4,307.6	4,307.6	4,307.6
应付账款周转率	53.7	51.7	54.2	58.2	61.9
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	3.1	3.3	3.3	3.3	3.2
管理费用率(%)	6.6	5.5	5.5	5.8	5.5
研发费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
财务费用率(%)	(1.2)	(0.9)	(0.6)	(0.8)	(1.0)
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	59.7	68.9	72.3	75.8	80.9
每股经营现金流(最新摊薄)	53.2	73.8	81.0	76.2	88.7
每股净资产(最新摊薄)	172.2	186.1	204.2	223.2	243.4
每股股息	50.0	51.5	54.2	56.9	60.7
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	24.5	21.2	20.2	19.3	18.0
P/B(最新摊薄)	8.5	7.8	7.1	6.5	6.0
EV/EBITDA	20.7	15.8	13.9	13.1	12.0
价格/现金流(倍)	27.4	19.8	18.0	19.2	16.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371