

小步慢跑式提价，顺应市场化改革

贵州茅台(600519)

评级:	买入	股票代码:	600519
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	1645.0/1322.01
目标价格:		总市值(亿)	18,276.13
最新收盘价:	1459.44	自由流通市值(亿)	18,276.13
		自由流通股数(百万)	1,252.27

事件概述

3月30日，公司发布公告，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。

分析判断：

► 销售合同价与零售指导价同步小幅上调，顺应市场化改革。

公司此次提价是时隔2年5个月后的又一次价格调整。2023年10月31日晚，贵州茅台发布公告称，自2023年11月1日起上调53%vol贵州茅台酒（飞天、五星）出厂价，平均上调幅度约为20%，彼时飞天茅台已有近六年未调整出厂价。与上一次提价相比，此次提价同步上调了销售合同价和零售指导价，其中销售合同单价提价100元/瓶，提价幅度约8.55%，零售指导价提价40元/瓶，提价幅度约2.67%，本次提价间隔时间缩短、提价幅度更小。

我们认为，过去飞天茅台提价受多方面因素约束，零售指导价自2018年后一直保持在1499，而今茅台的战略正在转变，消费群体由高端圈层向中产家庭与真实饮用者转变，属性定位上回归高频消费品，价格随行就市，因此，主力单品飞天茅台的零售指导价，也应跟随经济发展、物价上涨相应调整，我们推测未来零售指导价保持逐年小幅上涨可能成为常态，符合公司市场化改革的方向。

同时，根据长江酒道，公司的渠道模式由经销商主导转向直营与经销协同，经销商从“躺着赚钱”的中间商转变为凭服务吃饭的服务商，我们认为渠道关系的转变意味着未来茅台酒经销商将不再躺赚暴利，而是赚取一定的合理利润，同时承担配合品牌方共同培育消费群体的责任。

► 淡季飞天行情价坚挺，提价随行就市，符合渠道转向真实消费者的改革初衷。

春节后3月进入白酒传统淡季，26年飞天茅台的批价表现仍较为坚挺，根据茅粉鲁智深，原箱批价基本维持1600元以上，散瓶批价维持1550元以上，我们认为飞天茅台的价格通过了需求淡季的压力测试，打破了前期市场对节后淡季批价明显下跌的担忧。

结合市场行情价来看，本次提价贴近了批价但未超过批价，我们认为与行情价的进一步贴近，既挤压了黄牛等流通炒作环节的利润及生存空间，又保持住了消费者在i茅台上抢购飞天的动力，符合公司本轮渠道战略转型，直面消费者端的改革初衷。

► 非标启用代售制，稳定市价、渠道减负，为培育消费者夯实基础。

根据南方周末和卖酒狼圈子，2026年3月13日，茅台各省区召开了非标产品代售工作会，对陈年茅台15年、精品茅台、生肖茅台及公斤茅台等非标产品将实行代售制，这些产品必须通过i茅台按官方统一价格对外销售，经销商则提取5%的销售佣金。具体而言，代售模式下货物归属权仍为厂家，经销商为销售方，需引导用户将酒款打入i茅台账户，经销商可以得到5%服务费。

我们认为非标启用代售制，一方面厂家收回了非标产品的定价权，渠道各环节对非标的售价均不再具有影响力，非标产品的市场价得以稳定，解决了去年以来非标产品价格倒挂的问题，另一方面帮助经销商减少了资金周转、库存的压力，对市场秩序、渠道健康度均有好处。此外，公司还可通过代售制，更清晰掌握非标产品的真实销售信息，为接下来的消费者培育夯实基础、明确方向。我们推测，若后续非标产品需求旺盛，公司或针对非标同样采取价格随行就市的经营方式，适度调节价格以达到供需平衡。

投资建议

考虑到提价自 3 月 31 日开始，我们根据公司发货节奏、产品结构，大致测算此次提价增厚营业总收入约 22 亿元，对营收的提振约为 1.2pcts，增厚归母净利润约 12 亿元，对业绩的提振约为 1.3pcts。但考虑到行业需求尚未完全恢复，且 26 年行业仍具有较大不确定性，出于谨慎性，我们小幅调整公司盈利预测，25-27 年营业收入由 1829.08/1895.87/1940.77 亿元小幅下调至 1827.74/1853.71/1924.63 亿元，25-27 年归母净利润由 907.78/949.78/978.00 亿元小幅下调至 907.69/919.41/960.14 亿元，EPS 由 72.49/75.84/78.10 元下调至 72.48/73.42/76.67 元，2026 年 4 月 1 日收盘价为 1459.44 元，对应 25-27 年 PE 分别为 20.1/19.9/19.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示

i 茅台申购热度不及预期，普飞批价走势不及预期等

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	150,560	174,144	182,774	185,371	192,463
YoY (%)	18.0%	15.7%	5.0%	1.4%	3.8%
归母净利润(百万元)	74,734	86,228	90,769	91,941	96,014
YoY (%)	19.2%	15.4%	5.3%	1.3%	4.4%
毛利率 (%)	92.0%	91.9%	91.9%	91.0%	90.9%
每股收益 (元)	59.49	68.64	72.48	73.42	76.67
ROE	34.7%	37.0%	31.5%	24.3%	20.2%
市盈率	24.53	21.26	20.13	19.88	19.03

资料来源：iFind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：沈嘉雯

邮箱：shenjw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524070001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	174,144	182,774	185,371	192,463	净利润	89,335	94,270	95,370	99,595
YoY (%)	15.7%	5.0%	1.4%	3.8%	折旧和摊销	2,085	2,371	2,512	2,705
营业成本	13,895	14,621	16,398	17,265	营运资金变动	1,919	15,966	-18,113	14,097
营业税金及附加	26,926	27,332	27,904	29,151	经营活动现金流	92,464	112,561	79,736	116,367
销售费用	5,639	6,368	6,635	6,982	资本开支	-4,678	-4,054	-3,880	-4,086
管理费用	9,316	8,968	8,635	8,680	投资	2,805	-5	-7	-7
财务费用	-1,470	-889	-1,978	-3,104	投资活动现金流	-1,785	-4,012	-3,854	-4,062
研发费用	218	197	182	189	股权募资	0	-6,000	-801	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	9	47	33	31	筹资活动现金流	-71,068	-36,001	-801	0
营业利润	119,689	126,256	127,659	133,361	现金净流量	19,610	72,548	75,081	112,304
营业外收支	-50	0	0	0					
利润总额	119,639	126,256	127,659	133,361	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	30,304	31,986	32,290	33,766	成长能力				
净利润	89,335	94,270	95,370	99,595	营业收入增长率	15.7%	5.0%	1.4%	3.8%
归属于母公司净利润	86,228	90,769	91,941	96,014	净利润增长率	15.4%	5.3%	1.3%	4.4%
YoY (%)	15.4%	5.3%	1.3%	4.4%	盈利能力				
每股收益	68.64	72.48	73.42	76.67	毛利率	91.9%	91.9%	91.0%	90.9%
					净利率	50.5%	50.6%	50.6%	50.9%
					总资产收益率 ROA	28.8%	24.8%	19.9%	17.1%
					净资产收益率 ROE	37.0%	31.5%	24.3%	20.2%
					偿债能力				
					流动比率	4.45	4.83	6.08	7.54
					速动比率	1.09	1.99	3.09	4.69
					现金比率	1.05	2.01	3.05	4.71
					资产负债率	19.0%	18.0%	14.8%	12.1%
					经营效率				
					总资产周转率	0.60	0.54	0.44	0.37
					每股指标 (元)				
					每股收益	68.64	72.48	73.42	76.67
					每股净资产	185.56	229.88	302.66	379.33
					每股经营现金流	73.61	89.89	63.67	92.92
					每股股利	51.56	23.96	0.00	0.00
					估值分析				
					PE	21.26	20.13	19.88	19.03
					PB	8.21	6.35	4.82	3.85

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。