

贵州茅台（600519）

步入 2C 新时代，降维竞争持续成长

买入（维持）

2026 年 03 月 17 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	150,560	174,144	183,022	185,125	194,493
同比（%）	18.04	15.66	5.10	1.15	5.06
归母净利润（百万元）	74,734	86,228	90,107	90,139	93,980
同比（%）	19.16	15.38	4.50	0.04	4.26
EPS-最新摊薄（元/股）	59.68	68.86	71.96	71.98	75.05
P/E（现价&最新摊薄）	24.47	21.21	20.29	20.29	19.46

投资要点

- **事件：**近日，贵州茅台明确自 3 月起，包括陈年茅台酒（15）、精品、生肖、公斤茅台、100ml 小茅台在内的多款非标产品，都采用代售模式。
- **改革力度空前，全面向 C 而行。**代售模式下，客户须通过扫描专卖店专属的 i 茅台二维码按统一零售价进行购酒，专卖店经销商可相应获得 5% 佣金。非标产品销售模式的全面调整，是公司彻底转向 2C 营销思维的又一体现。此前茅台酒的强品牌力，主要来自党政军企（主要是传统行业企业）等体系的 KOL 认可（本质上是 to B 团购生意）。而本次改革公司以 i 茅台平台广泛对接 C 端消费者，以便更全面、更深入触达民间消费客群；同时借助 i 茅台丰富产品定制、直播互动、即时零售等新业态，可以更好实现从“卖酒”到“卖生活方式”的充分转型。
- **渠道端，缩短 2C 链条，精确按需供货。**代售模式下，产品物权不发生转移，直接根据 C 端客户下单出货，既减轻经销商库存压力，也便于公司更好掌握各类渠道的真实销售。公司要求“当经销商库存低于初始库存的 30% 时，可以申请补货”，“连续 2 个月未申请补货、刷单造假、产品外流的，将终止该产品的代售合作”，黄牛党、二批商空间将大为压缩，专卖店经销商的客群对接能力将得到直观体现，实现“能者多卖、平者少卖、庸者不卖”。
- **商家端，固定佣金模式下，厂商关系发生根本性转变。**此前顺价经销模式下，茅台的强渠道议价权，来自其渠道价差的快速放大，经销商注意力更多放在价差波动上。固定佣金模式下，公司转向以稳定的渠道利润及库存预期，驱动经销商着眼长期客户培育及资源对接，提供更优质的品牌服务，多卖才可多得。
- **价格端，强化 C 端价格掌控，长期意义深远。**短期来看，公司以零售指导价（高于原定经销商打款价）对外销售非标产品，报表吨价预计好于此前预期，一定程度上或可帮助公司缓解稳业绩、放销量的压力。长期来看，公司以统一零售价进行 2C 销售，便于未来可实时调节消费者到手价格，从而建立相对平稳、随行就市、动态调整的价格机制。
- **盈利预测与投资评级：**非标代售模式的推行，意味着茅台全面向 C 更进一步，为公司加强价格掌控及营销转型打好基础，也将倒逼经销商经营模式跟随转型，商业模式变化意义深远。我们维持 2025~2027 年归母净利润预测为 901、901、940 亿元，同比+4.5%、+0.0%、+4.3%，当前市值对应 PE 为 20、20、19x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**高档消费不及预期，场景企稳不及预期，白酒价格波动过大。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,460.18
一年最低/最高价	1,322.01/1,652.00
市净率(倍)	7.11
流通 A 股市值(百万元)	1,828,539.92
总市值(百万元)	1,828,539.92

基础数据

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

相关研究

《贵州茅台(600519)：营销改革复盘专题：笃行不怠，臻于至善》

2026-03-03

《贵州茅台(600519)：2026 加速营销转型，多元渠道构建更进一步》

2025-12-31

贵州茅台三大财务预测表

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

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	92,464	89,528	46,508	94,249	每股净资产(元)	185.56	197.54	211.71	230.47
投资活动现金流	(1,785)	(5,278)	(5,168)	(5,351)	最新发行在外股份(百万股)	1,252	1,252	1,252	1,252
筹资活动现金流	(71,068)	(75,862)	(72,419)	(70,484)	ROIC(%)	37.83	36.71	34.05	32.69
现金净增加额	19,610	8,387	(31,079)	18,414	ROE-摊薄(%)	36.99	36.42	34.00	32.56
折旧和摊销	2,085	2,500	2,666	2,861	资产负债率(%)	19.04	17.77	17.58	16.33
资本开支	(4,678)	(5,796)	(4,420)	(4,529)	P/E (现价&最新股本摊薄)	21.21	20.29	20.29	19.46
营运资本变动	1,919	(7,364)	(49,287)	(5,973)	P/B (现价)	7.87	7.39	6.90	6.34

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

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>