

贵州茅台价格市场化改革专题研究报告

从外溢依赖到独立生态，构建消费者导向的价格形成机制

优于大市

核心观点

前言：2026年初，贵州茅台进行市场化转型，并发布了《2026年贵州茅台酒市场化运营方案》，明确产品、运营、渠道、价格等方面的改革细则。我们认为其中的关键在于**价格机制改革**：一是打破了过去出厂价刚性，根据不同产品、渠道的特性形成“多价态并存”的生态；二是更贴近消费者真实需求，倒逼渠道通过服务赚取利润。本次价格体系重塑类似于1988年价格改革，由宏观经济转型驱动，顺应“计划经济”到“商品经济”再到“商品+服务经济”转变的趋势，中长期或改变行业竞争生态和价格形成机制。

1988年价格市场化改革：从计划统一定价转向市场调节，彻底激活企业活力。彼时价格改革的核心驱动力源于中国经济从计划向市场化转轨，国家放开13种名酒的定价权；茅台被动卷入市场化的洪流，选择高端品牌定位，塑造“工艺+产区”品质表达体系，并通过根据需求市场化大幅提价、初步建立市场化渠道体系（专卖店、小商等），奠定了此后品牌力龙头的地位。但彼时渠道超额利润来自产品的稀缺性和渠道的封闭性，经销商、黄牛、终端门店等会通过预测市场的需求趋势，采用囤货居奇、恐慌抛售等行为，放大价格波动，影响消费者正常购买，也导致经销商形成坐商思维。

2026年重塑价格体系：以消费者为中心，从商品到服务经济的“质价齐稳”红利。当下中国经济正步入高质量发展阶段，消费行业向“商品+服务”时代跃迁；白酒行业供需关系改变，消费者为稀缺性资产等。茅台主动进行营销市场化改革，解决供需匹配的问题：1）产品端打造“飞天+精品”两大单品，并加强勾调技术的品质表达，筑牢自身产品力的核心壁垒；2）销售模式在“自售+经销”基础上，引入“代售+寄售”，同步下调自营体系零售价、经销商合同内打款价，引入考核机制，制定市场化的佣金机制。于渠道，改善经销商利润水平，并激发销售积极性；于消费者，降低了购买成本；于公司，通过产品+优质服务获取更多份额，夯实长期增长基础。

于白酒行业，从外溢依赖到独立生态，行业将进入差异化发展阶段。过去30年白酒行业（尤其高端/次高端）的价格上行高度依赖“茅台需求外溢”，而2026年茅台市场化改革将显著削弱这一传导机制，迫使大多数公司逐步摆脱对茅台的路径依赖，转向构建独立的客户基础、基地市场和消费场景。这不仅是渠道与定价逻辑的变革，更是行业从“跟随式增长”向“差异化竞争”的结构性转向。从竞争格局看，或进一步强化“茅台+”的竞争形态。

投资建议：短期看，大单品飞天多渠道触达消费者，精准调控下批价有望保持相对平稳，我们预计春节动销同比增长。中期看，伴随需求逐步复苏和经销商培育精品，产品结构仍有升级空间。长期看，公司以消费者为中心，提升自身和渠道服务能力，仍具有提价期权，品牌溢价或持续提升。维持收入及盈利预测，2025-2027年公司营业总收入1833.0/1842.9/1861.4亿元，同比+5.3%/+0.5%/+1.0%；预计归母净利润904.5/905.0/917.9亿元，同比+4.9%/0.0%/+1.4%；当前股价对应19.2/18.9倍26/27年PE，75%分红率对应2026年4%股息率，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济及需求复苏不及预期，核心产品价格持续下降；加大费用投入开拓市场，产品结构升级进程放缓，利润率继续下降。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,382.0	17,306	904.5	905.0	19.1	19.1
000858.SZ	五粮液	优于大市	105.2	4,082	256.7	243.5	15.9	16.8
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	114.3	1,682	113.4	118.3	14.8	14.2
600809.SH	山西汾酒	优于大市	172.4	2,103	118.7	124.7	17.7	16.9
600702.SH	舍得酒业	优于大市	56.3	187	5.8	6.7	32.3	28.0
002304.SZ	洋河股份	中性	62.0	934	39.8	40.5	23.4	23.1
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	134.0	708	45.1	45.6	15.7	15.5

资料来源：Wind一致预期、国信证券经济研究所整理

行业研究 · 行业专题

食品饮料 · 白酒 II

优于大市 · 维持

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

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

- 《食品饮料行业2026年度投资策略报告（二）-白酒：底部信号夯实，重视优质酒企配置机会》——2025-12-25
- 《食品饮料行业专题报告：数说食饮（一）-宏观经济指标如何指引白酒行业投资？》——2025-11-14
- 《白酒行业周期专题2-以史为鉴，当前时点为什么我们认为白酒进入布局阶段？》——2025-10-28
- 《食品饮料行业2025年度策略报告（二）-白酒：积极因素增加，曙光渐现》——2024-12-14
- 《白酒板块事件点评报告-积极性政策持续加码，板块底部信号增多》——2024-09-29

贵州茅台两次价格改革复盘：1988 年 VS 2026 年

长期看，白酒行业的价格体系受到宏观经济、产业结构、消费场景及人群变化的影响。1) 1988 年 7 月国家放开 13 种名酒的市场定价权，符合国家推动经济体制从计划向市场化转轨的方向，白酒行业进入价格围绕产品价值、受市场供需关系影响的阶段。2) 当前白酒需求受到产业、人口结构转变的影响，消费者议价权提升、渠道多元化发展，茅台全面推进产品、运营、渠道、价格四大体系市场化转型，顺应中国经济从“商品经济”向“商品+服务经济”转变的趋势。

表 1：贵州茅台历史上两次具有重大转变的价格体系调整对比

发展阶段	1988 年价格市场化改革：计划价格→商品经济	2026 年重塑价格体系：商品经济→商品+服务
宏观背景	改革开放、计划经济向市场经济转轨：物质财富快速增加，大量生产、大量消费；轻工业主导，乡镇企业快速发展；消费对经济增长的贡献一直保持 60%+；温饱问题基本解决	经济增长降速，进入高质量发展阶段：经济从过去资源驱动转向效率和创新驱动；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
政策环境	1988 年 8 月实施《关于价格、工资改革的初步方案》：除少数重要商品和劳务价格由国家管理外，绝大多数商品价格放开，由市场调节。但后续出现大幅涨价和抢购风潮，国务院发布了《物价工作和稳定市场通知》，将工作重点转向治理经济环境、整顿经济秩序，1989 年名烟名酒消费限制。	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”
GDP 增速	1988 年 11%→1990 年 4%→1992 年 14%	2022 年 3%→2025 年 5%
年出生人口	2200-2500 万人	下降至 1000 万人以内
老龄化率	约 7%	2024 年 22%
支柱性产业	以纺织业、家电等轻工业为主	从劳动密集型、资源密集型升级为 资本技术密集型 ；从低端制造业、房地产拉动转向 代表新质生产力的高端制造 等
白酒市场	起步发展阶段，卖方市场，核心竞争要素为产能初步繁荣阶段， 卖方市场，放开 13 种名酒价格管制后，定价权从政府转向企业 ，白酒企业开始增加产能，但仍然供不应求。	高质量发展阶段，信息对称的买方市场 。2016 年行业产量见顶逐步回落，增长主要以价格驱动。一二线酒企优质产能已有较大提升，产品供应充足。消费者诉求更具质价比的产品。
白酒文化	白酒稀缺性，留给客人	少喝酒、喝好酒
消费特点	原先政务场景为主，价格闯关后消费分层：茅台、五粮液、剑南春提价，整体消费以政务需求为主，民间消费力有限；老窖、汾酒、古井等走低价格路线，迎合大众需求	政务消费进一步限制；商务趋势增加，但受经济增速放缓的影响持续低迷；人口下降、家庭小型化，宴席用酒量也在下降； 同时年轻消费者、女性等进入饮酒市场，悦己消费提升
渠道模式	统销统购模式：国营糖酒公司为销售主体，通过各层级供销社等渠道销售产品 个体/流通渠道逐步开放 ：民营大商市场化销售能力高，具备雏形，个体户、烟酒店（夫妻老婆店）、商超、酒店、餐饮渠道也快速增长	传统渠道进一步深度分销和扁平化 ：经销模式仍是行业主导，厂商合作加强，重视对终端的掌控和对消费者的触达；有销售能力的经销商获取更多份额 酒企加强自身直营渠道的发展 ；电商、新零售渠道、互联网平台等也加入销售
行业龙头	山西汾酒（产量破万吨，收入行业第一），价格闯关后茅台、五粮液开始提价，五粮液开始扩产	贵州茅台（2012 年以后成为龙头）仍掌握行业定价权
供需关系	1988 年茅台产量 1300 吨左右，价格放开后国内市场完全由工厂自主销售；1989 年茅台酒零售价下降，邹厂长全国周游推销产品，在全国建立 20 家专卖店	2025 年茅台酒产量预计 6 万吨左右，占行业总产量 1.5%左右，社会对飞天仍有消化能力。中长期茅台酒产能仍具有较强约束
渠道策略	1988 年茅台与糖烟酒公司专销的“包办婚姻”结束， 开始发展市场化渠道，先于行业尝试建立专卖店 ；同时继续维护传统封闭渠道，保持对特定圈层的品牌影响力	2025 年茅台酒形成 4 个自营渠道+6 个社会分销渠道的渠道体系； 2026 年渠道模式与消费者需求更匹配，取消分销、推出零售/代售，推动直营 ，改善渠道利润，调动经销商积极性
产品策略	专注高端酒，不断向上开发，飞天规模最大，年份酒+定制酒的品牌定位均在飞天以上，品牌力不断提升	2021 年以来茅台酒+系列酒双线发展 ，茅台酒通过发展直营和非标酒提升吨价，系列酒加强大众价位的布局； 2026 年产品定位更加符合消费者真实需求，茅台酒形成金字塔型结构 ，以飞天和精品为两大单品，提升飞天茅台酒的占比；系列酒聚焦茅台 1935 和王子酒
价格策略	1988 年零售价从 20 元提升至 295 元，位于白酒行业之首，89 年回落到 100 元以内， 彼时的价格变化充分反映市场供需关系变化 。90 年底专注高端，产能扩张克制，价格逐年上涨	飞天批价从 2022 年 3000 元下降至目前 1500 元左右， 公司提出价格随行就市，分渠道、分产品动态调整 ，保证渠道利润，降低消费者购买成本

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

1988 年价格市场化改革：经济转型驱动，茅台选择高端品牌定位

背景：市场化经济转型驱动，产品和渠道为稀缺性资产。1988 年价格改革的核心驱动力源于中国经济改革的深化，彼时国内实行价格双轨制¹，一定程度上导致了寻租空间、资源错配和市场失灵。但由于白酒行业生产端具有较强稀缺性（1988 年白酒行业产量 467 万吨，茅台仅 1300 吨左右），市场对价格形成非理性预期，导致价格闯关失败，十三种名酒价格先过热后迅速回调。

图1：1988 年前后十三种名酒价格行情

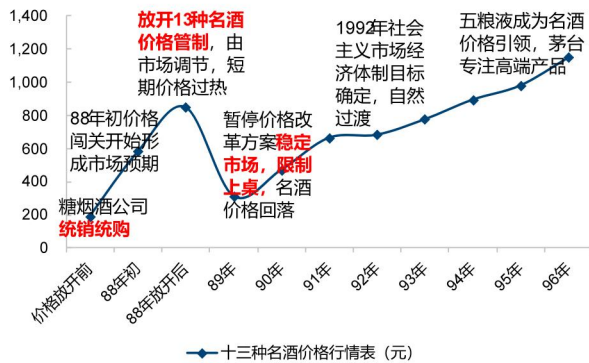
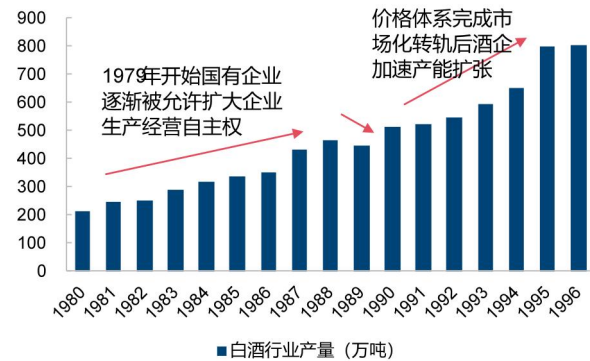


图2：1988 年后白酒行业产量



资料来源：茅台密钥，国信证券经济研究所整理及测算；注：13 种名酒为茅台、五粮液、郎酒、泸州特曲、古井贡酒、洋河大曲、双沟大曲、全兴大曲、剑南春、董酒、汾酒、西凤酒、黄鹤楼

资料来源：中国酒业协会，国信证券经济研究所整理

贵州茅台：被动卷入市场化的洪流，塑造高端品牌形象。价格放开后，各家酒企应对策略发生分化：贵州茅台、五粮液、剑南春通过提价树立高端品牌形象，泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份等选择“民酒”路线抢占大众消费市场。其中，相比于五粮液“扩产+发展子品牌”的份额扩张模式，茅台坚持聚焦飞天及以上高端产品，围绕核心意见领袖进行公关，品牌稀缺性得到呵护。

表2：1988 年放开酒类价格后不同酒企的策略

酒企	价格策略	产品策略	渠道策略	影响与后续调整
五粮液	多次提价。 价格起点低于茅台，公大量扩大产能，首创“OEM 品牌开借助全国经销网络快速扩张市场OEM 模式后期稀释品牌，随后经历司通过数次提价，在 90 年代中期 发模式” （买断经营），与经销商份额，90 年代中后成为行业龙头；多轮“瘦身”改革，清理子品牌；反超茅台，成为当时最贵的名酒 合作开发大量子品牌			五粮液品牌力仍然突出
贵州茅台	坚持高端。 1988 年市场零售价最聚焦大单品， 长期将核心资源集中 1998 年渠道市场化改革，自建营销通过 公关核心消费群体，营销工艺高 ，后虽被五粮液短期超越，但始于“ 飞天茅台 ”，并向上开发年份队伍，渠道上引入小商制，发展 专和产量稀缺性，站稳高端品牌形象。后续价格、收入逐步成为龙头	酒、定制酒等	卖店，加强对终端的控制	
剑南春	提升酒质。 通过技术创新提升酒注重酒体设计和技术创新，根据消区域大商模式，以四川为核心辐射凭借稳定的品质和“茅五剑”的品质，推动价格在 90 年代初突破 100 消费者口感变化调整产品，提升品质华北华东重点市场，搭建全国化初牌认知，长期稳居高端白酒主流阵营，在宴席场景流行度高	和附加值	步框架	
泸州老窖	亲民降价。 选择了降价，走亲民路产品策略随之调整，一度以中低端依托 糖酒公司等传统渠道五级分直到 1999 年推出国窖 1573，才重 线，错失了抢占高端品牌的机会 市场为主		销；加强餐饮渠道渗透	新构建高端品牌，回归高端竞争
山西汾酒	坚持民酒路线。 与泸州老窖类似，致力于扩大产量，以高性价比占领大商资源快速铺货；1998 年朔州毒凭凭产量优势，在 80 年代成为行选择了大众化定价策略 大众市场		酒案后加强窜货管理与终端控制	业份额第一，但错失高端化机遇
古井贡酒	逆向降价。 价格放开初期定价每瓶为规避名酒计税基准价政策，开发在 1989 年黄山全国订货会上宣布90 年代初跻身行业利税前三。但依45 元，1989 年市场遇冷时降度降55 度新产品替代原产品，实现形式降价， 迅速签订大额合同 ，初步实赖中低价位，导致品牌被稀释，后价，55 度古井贡酒降价 60%以上 上的降价		现了全国化的市场拓展	推出“年份原浆”重回中高端

资料来源：中国酒业协会、酒业家，国信证券经济研究所整理

¹ 价格双轨制：同一商品同时存在国家统一定价（平价）和市场调节价（高价）

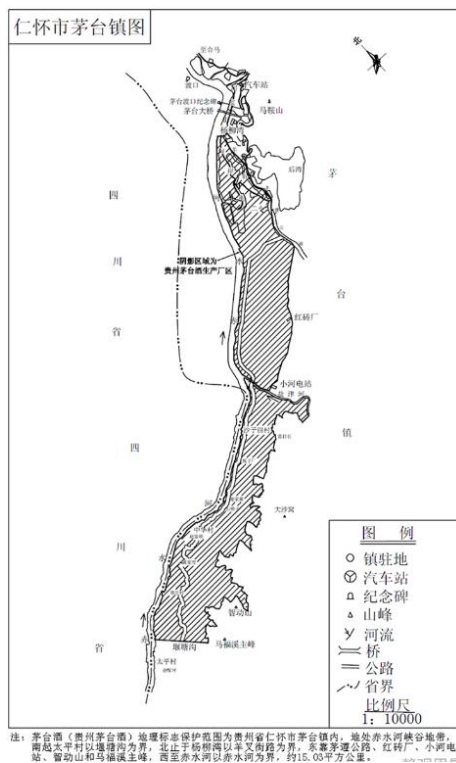
稀缺性：突出工艺、产区稀缺性，支撑高端化发展路径。季克良 1979 年总结茅台酒的生产经验为“12987”，说明优质酱酒的工艺稀缺性；1991 年提出“离开茅台镇就不能生产茅台酒”，分析原地特性的微生物生态系统，论述茅台酒的产区稀缺性；2001 年国家质检总局公告茅台镇 7.5 平方公里的范围为酱香酒核心产区，认可其产区价值。1988-2000 年，茅台酒产能从 1300 吨增加到 5397 吨，扩产速度显著慢于其他酒企（五粮液从 4500 吨增加 9~10 万吨），产品的极致稀缺性在市场化经济环境下为公司提价提供支撑。

表3：季克良提出茅台酒的 12987 工艺和产区独特性

发表时间	文章名称	主要内容
1979 年	《增产酱香酒的十条经验》	总结出茅台酒不同于其他名白酒的十大工艺特点：1 年 1 个生产周期、2 次投料、3 种典型体、制曲 40 天、6 个月存曲、7 次取酒、8 次摊凉加曲堆积发酵、9 次蒸煮、三高工艺以及三低三多。
1991 年	《把贵州建成名酒之乡》	提出“离开茅台镇就酿造不出茅台酒”观点：体系化诠释茅台镇独特的地理条件、土壤特质、水质特点以及微生物系统共同塑造了“拟青霉”酵母，通过固态法生产白酒可形成独特的“花香”风味。实践上酱香型在长江以南、浓香在长江和黄河之间，清香在黄河以北；70 年代全国仿制名酒，茅台最多时有 40 余家学习仿制无一成功。

资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

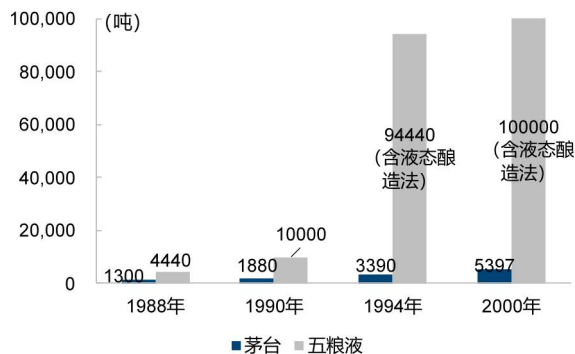
图3：2001 年国家公告酱酒核心产区茅台镇 7.5km²



资料来源：中国酒业协会，国信证券经济研究所整理；以上为贵州茅台酒地理标志保护范围图

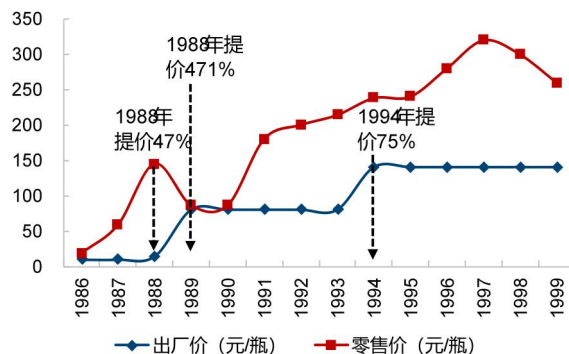
价格策略：大幅提价并坚守高端定位，渠道、营销配称发力。1988 年茅台酒出厂价从 9.54 元提升 47%至 14 元，1989 年再次大幅提升 471%至 80 元，确立高端白酒定位。但国家为治理经济秩序，出台了包括限制公款消费在内的系列稳价政策，茅台销量骤降、价格收缩。公司坚守高端价格策略，多措并举促进销售：管理层全国周游推销产品，在全国 20 个城市设立专卖店，同时保持对核心意见领袖的培育。90 年代初国内多数产品价格成功市场化，茅台高端品牌和产品稀缺性得到消费者认可，1994 年茅台再次提价 75%且这次成功传导至终端。

图4：茅台酒扩产速度较慢，宣传工艺和产区稀缺性



资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：90年代初渠道价格理顺后 1994 年茅台再次提价



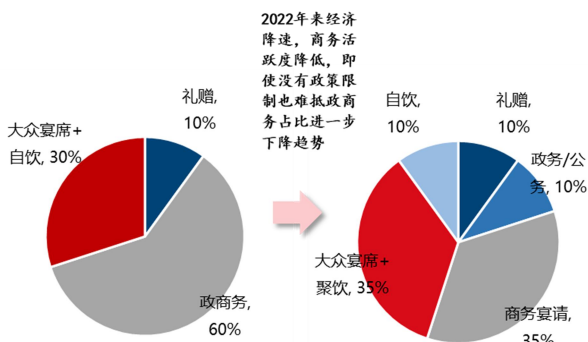
资料来源：茅台密钥，国信证券经济研究所整理

总结看，1988 年后贵州茅台的市场化提价也经历波折，但由于公司 1) 高端产品定位清晰；2) 打造产品稀缺性的故事，把握核心意见领袖中的品牌；3) 提前于行业发展专卖店、中小经销商，加强对渠道的管控；虽然在 90 年代中后期-2012 年并未取得行业份额的第一，但中长期提价能力更扎实，也为 2012-2015 年调整周期中成为高端白酒龙头奠定基础。

2026 年重塑价格体系：以消费者为中心，向高质量产品+服务转型

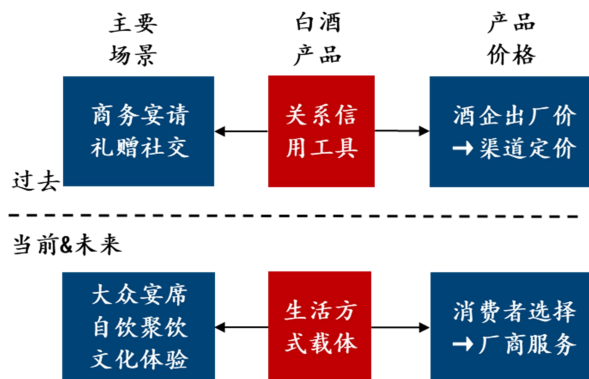
背景：经济高质量发展时代的诉求，消费者稀缺性资产。中国经济处于新旧动能切换的阶段，消费行业从简单的“商品经济”向“商品+服务经济”跃迁。白酒作为典型的传统消费品，供需关系正面临更大的转变：1) 供给端，一二线白酒企业经历产能扩张，产品布局较为完善，当前主要酒企产能总和 215 万吨，占行业总产量超过 65%；2) 渠道端，电商、新零售等快速发展，多元化、扁平化结构推动信息平权，传统经销商的超额利润式微，过去囤货、炒作模式不再奏效；3) 需求端，政策进一步规范饮酒场景，传统产业、大众宴席用酒需求逐步减少，新场景、新人群仍处于萌芽期。因此，白酒作为“关系信用工具”粗放增长的阶段已经过去，未来将作为“优质生活载体”融入消费场景，价格将充分反映消费者对产品和服务的认可度。

图6：白酒大众消费场景占比预计提升



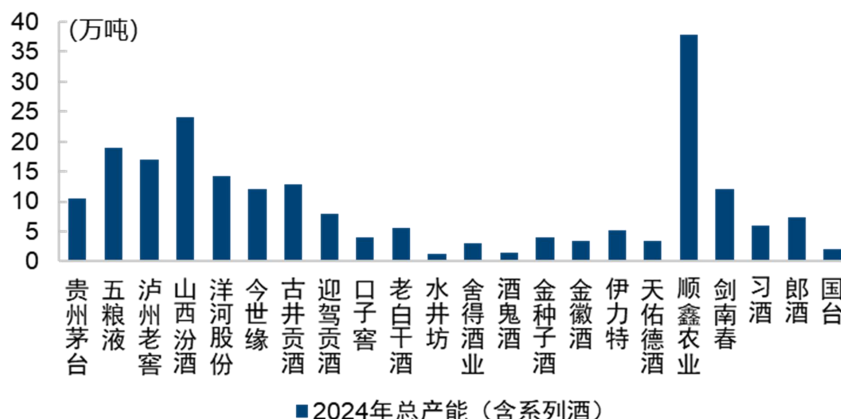
资料来源：酒业家，国信证券经济研究所整理

图7：白酒供需关系及产品价格发生较大的转变



资料来源：酒业家、茅粉事务所，国信证券经济研究所整理

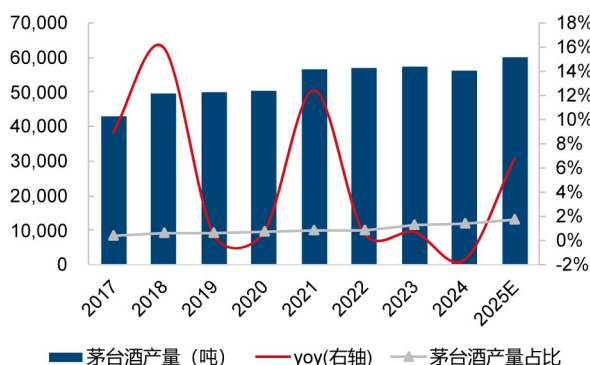
图8：一二线名酒企业产能建设已较为完善，以下酒企产能总和占 2025 年行业总产量 65%+



资料来源：公司公告、国家统计局，国信证券经济研究所整理；注：采用 2024 年报表披露产能数据

贵州茅台：主动进行营销市场化改革，解决供需错配的问题。于茅台而言，过去依靠增加非标产品来提升吨价，但对消费人群和场景培育不足，导致产品结构在一定程度上偏离了消费者真实需求。于渠道而言，飞天及非标批价快速回落，2025Q4 经销商首次出现亏损，倒挂幅度大的非标酒是亏钱的主因。于消费者而言，对 500ml 飞天仍具有需求韧性（25 年双节期间动销增长和当前渠道低库存可以验证），但也面临了“买酒难、买真酒”的问题。为了更好顺应市场和消费变化趋势，公司以消费者为中心、以市场需求为驱动，全面推进营销体系市场化转型。

图9：茅台酒产能释放仍具有较强约束，仅占行业产量 1.5%



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

图10：2025Q4 经销渠道毛利率出现亏损

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、茅粉鲁智深，国信证券经济研究所整理&测算

产品端：茅台酒打造金字塔型产品结构，勾调工艺支撑品质稀缺性。塔基的 500ml 飞天茅台和塔腰的精品将作为两个核心大单品，满足大众消费/商务宴请和高端商务/高品质自饮的消费场景，目前的价格已形成区隔；生肖、陈年酒具有收藏、金融属性；低度、1935 聚焦宴席和其他场景。我们认为茅台酒品质表达的核心壁垒并没有改变，在工艺和产区稀缺性上，勾调技术的稀缺性进一步支撑溢价：公司采用以老带新、边勾边存、以酒勾酒的技术，产品具有酸、花香、水果香、坚果香、烟熏香等丰富回味，且高端产品的勾调技术更复杂，因此陈年 15 年相比于 15 年的茅台老酒具有溢价。

图 11：2026 年公司回归茅台酒“金字塔”型的产品结构



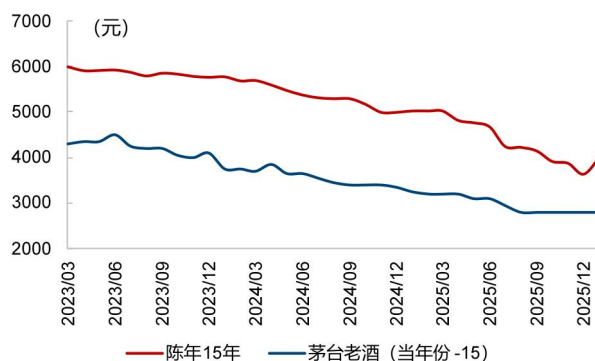
资料来源：名酒研究所，国信证券经济研究所整理

图 12：茅台酒基酒勾调技术



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 13：茅台陈年酒 15 年价格高于存放 15 年的飞天老酒



资料来源：今日酒价、茅粉鲁智深，国信证券经济研究所整理

运营模式&渠道体系：“自售+经销+代售+寄售”多维协同，形成以消费者为中心的良性渠道生态体系。核心变化点：1）自售取消分销模式，自营店+i 茅台销售茅台酒所有产品并下调零售价；2）经销商合同内产品结构进行调整，聚焦大单品，下调打款价，渠道利润得到显著改善；3）寄售和代售通过灵活运营，调控分区域分产品投放，同时弥补弱势渠道；4）批发、线下/线上零售、餐饮、私域“五大渠道”并行，线上管效率、管触达，线下管转化、管服务；5）考核机制动态评估，优胜劣汰，推动投放精准化、科学化，保持市场供需稳定。

价格机制：打破出厂价刚性，价格更加市场化。自营体系构建“随行就市、相对平稳”的零售价格动态调整机制，其他渠道以自营零售价为基准，科学合理测算渠道利润率，确定销售合同价和佣金。此次价格机制的调整实质上是市场化的更上一个台阶，体现在：1）打破酒企出厂价刚性模式，根据供需关系和市场价格动态调整；2）根据产品、渠道、运营模式的不同，形成“多价态并存”的局面，符合消费者对产品和服务的综合预期价格；3）保证渠道利润率的同时激发渠道活力，我们测算当前经销商毛利率 15-20%左右，同时需要主动拓客、培育圈层、提供高质量服务等获取超额利润。

表4: 茅台自售+经销+代售+寄售运营模式解析和对应渠道价格机制

运营模式	具体内容	核心转变	价格机制
自售	通过自营店、i 茅台，销售贵州茅台酒全系列产品，主力聚焦 C 端、B 端消费群体，取消自营体系原分销模式（原经销商承担）	1) 取消分销模式、改善经销商利润水平； 2) i 茅台上线茅台酒产品，降低零售价，降低消费者购买成本； 3) 发挥 42 家自营店对消费者培育和转化能力； 4) 聚焦更多科技企业客户	构建“随行就市、相对平稳”的自营体系零售价格动态调整机制，当前 i 茅台和自营店执行。其他渠道以自营体系零售价为基准，科学合理测算渠道利润率，以确定销售合同价和佣金
经销	明确销售量、约定销售区域或渠道、物权转移至经销商	1) 取消陈年 30、50 年的配比，完全以 15 年为主，打款价降低 37%； 2) 精品转入合同内，打款价降低 37%，增量，加强销售质量的考核； 3) 43 度打款价降低 7%，增量	将根据不同产品、不同渠道的经营成本、经营难度、经营风险、服务能力等，科学合理测算确定相应的销售合同价并动态调整
代售	物权不转移，依托线上零售、线下零售、餐饮、私域等渠道资源，提升区域覆盖和渠道触达能力	激励经销商帮助公司发展商超、电商、餐饮、私域等弱势渠道，并给予经销商佣金	将根据经营成本、运营能力、资源价值、服务能力等，科学合理测算确定佣金
寄售	物权不转移，依托寄售商渠道、客户资源	对直营渠道在售产品，如生肖、多规格、文化酒等产品结合线下渠道进行销售，挖掘消费需求，调节区域供给量，也可以帮助经销商转化到店客户	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 14: 自营体系零售价

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%	2699
	贵州茅台酒（丙午马年）礼盒装	53%vol 500ml	3789	/	/
	贵州茅台酒（丙午马年）珍享版	53%vol 500ml	2499	/	/
	500ml 精品茅台	53%vol 500ml	2299	30%	2349
塔基	飞天贵州茅台酒（2019年）	53%vol 500ml	2649	/	2248
	飞天贵州茅台酒（2020年）	53%vol 500ml	2459	/	2318
	飞天贵州茅台酒（2021年）	53%vol 500ml	2299	/	2288
	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%	3299
	飞天贵州茅台酒	53%vol 100ml	299	24%	315
	飞天贵州茅台酒	43%vol 500ml	829	25%	839

资料来源：i 茅台、公司公告、茅粉鲁智深，国信证券经济研究所整理

表5: 经销合同和价格调整后，经销商利润得到保证

产品名称 单位：元	2025 年 出厂价	2026 年 出厂价	下调	批价	经销商毛 利率	2026 年渠道变化
53%vol 500ml 飞天贵州茅台酒（当年）	1169	1169	/	1540	24.09%	普茅量保持基本稳定
53%vol 500ml 陈年贵州茅台酒（15）	5399	3409	-36.86%	3890	12.37%	取消配比 30 年、50 年
43%vol 500ml 飞天贵州茅台酒	798	739	-7.39%	805	8.20%	25 年部分申购转化为合同内， 26 年合同增量

53%vol 500ml 2969 1859 -37.39% 2260 17.74% 转入合同内，预计为 26 年主要增量；对经销商进行销售考核

资料来源：公司公告、今日酒价，国信证券经济研究所整理

2026 年价格市场化改革的影响：公司以消费者为中心，主动调整；以价格杠杆倒逼渠道转型服务商；中长期重塑行业竞争生态。

- ◆ **对比 1988 年价格改革，2026 年是公司主动进行精准调控**，匹配消费者对优质产品和服务的需求。因此我们认为本轮调整价格走势将更加平稳，在需求和供给的动态变化中迎来新的供需平衡。
- ◆ **改革明确鼓励经销商提升“行商”能力**。价格随行就市的机制降低了渠道可获得的利润，未来或不再具有炒货空间；经销商若固守原有模式，将面临库存积压、资金周转压力或利润持续收缩；因此必须提升销售和服务能力（如开设体验店、提供定制化服务、数字化运营等）赚取服务溢价。
- ◆ **对白酒行业而言，重塑竞争生态**。过去 30 年白酒行业（尤其是高端/次高端酒）的价格上行高度依赖“茅台需求外溢”，形成了“贵州茅台+五粮液+其他”的竞争格局。而 2026 年茅台市场化改革将显著削弱这一传导机制，迫使大多数公司逐步摆脱对茅台的路径依赖，转向构建独立的客户基础、基地市场和消费场景。这不仅是渠道与定价逻辑的变革，更是行业从“跟随式增长”向“差异化竞争”的结构性转向；从竞争格局上看，或进一步强化“贵州茅台+其他”的竞争格局。
- ◆ **中长期公司仍将延续 ROE 提升趋势，给予品牌溢价**。本次茅台推动改革后，1 是加强直营化和直接服务消费者的能力，2 是在保留了对优质经销商的激励、通过考核机制形成类似合作伙伴的生态；产品品质支撑、服务给予更高价格，长期将获取全国各区域更多的市场份额，也有望获得更高的 ROE。

表 6：2026 年茅台价格市场化改革，具有“放开但可控”的特点

维度	1988 年价格放开	2026 年市场化改革	相似性	差异性
背景	计划经济向市场经济转型 ，激发产业和人口结构加速转型， 商品 企业生产效率。虽然短期引起通胀压力，平稳过渡后经济迎来高行业缩量调整，进入酒企-渠道-价格机制上突破原有模式速增长	经济向商品+服务经济转型 。白酒均为时代跃迁切入点，公司在和其他名酒一起被市场化驱动； 2026 年公司是主动调整 ，先于行业进行价格转型		
内容	国家 放开 13 种名酒定价权 ，从 国茅台公司主导 ，四大维度渐进市家统购统销、计划定价转向市场化（产品/运营/渠道/价格），升，反映供需关系	价格市场化程度均进一步提过热，89 年价格又快速下跌； 2026 年公司放开价格但可动态调整，价格走势预计平稳过渡		
影响	短期价格暴涨 ，治理整顿低谷；短期渠道阵痛（经销商超额利润顺利过渡后经销商活力被激发，收缩）， 批价逐步趋稳 ；中长期均重塑行业 20-30 年周期的格份额涌向具有超额利润的茅五；2026 年消费者为稀缺资源，份额将集中于产品+服务更强的茅台及其他酒企	目的是更好匹配供需关系		

资料来源：公司公告、茅台密钥、酒业家、名酒研究所，国信证券经济研究所整理

投资建议

维持“优于大市”评级。短期看，大单品飞天多渠道触达消费者，精准调控下批价有望保持相对平稳，我们预计春节动销同比增长。中期看，伴随需求逐步复苏和经销商培育精品，产品结构仍有升级空间。长期看，公司以消费者为中心，提升自身和渠道服务能力，仍具有提价期权，品牌溢价或继续提升。维持收入及盈利预测，2025-2027 年公司营业总收入 1833.0/1842.9/1861.4 亿元，同比 +5.3%/+0.5%/+1.0%；预计归母净利润 904.5/905.0/917.9 亿元，同比

+4.9%/0.0%/+1.4%；当前股价对应 19.2/18.9 倍 26/27 年 PE, 75%分红率对应 2026 年 4%股息率，维持“优于大市”评级。

风险提示

宏观经济及需求复苏不及预期，核心产品价格持续下降；加大费用投入开拓市场，产品结构升级进程放缓，利润率继续下降，影响 ROE；各消费场景及消费人群减少，中长期增速放缓。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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