下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告•行业深度

白酒全新叙事：茅台全面向C，重构估值逻辑

分析师：杨骥
yangji@csc.com.cn
SAC编号：S1440525110001

分析师：刘瑞宇
liuruiyu@csc.com.cn
SAC编号：S1440521100003

发布日期：2026年8月13日

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

核心摘要与投资建议

- **核心观点：我们以价格-直营比例构建消费品四象限模型，剖析全球高端消费品渠道迭代规律，并结合苹果、爱马仕两大国际标杆，论证高端品类从B端多级分销向C端直连（DTC）转型的必然趋势，进而聚焦国内高端白酒行业，拆解渠道变革、估值重构逻辑、头部企业差异化路径，并以贵州茅台为核心案例，深度解析其市场化改革举措、增长模型与转型价值，提出茅台在一路向C催化下，估值有望向国际高端消费品靠近，回归20-25倍区间。**

- **从渠道演变来看，消费品可划分为高价格高直营、高价格低直营、低价格高直营、低价格低直营四大象限。**苹果、爱马仕均通过缩减中间经销商、大力布局直营体系，实现品牌与消费者直接对接，牢牢掌握定价权、品牌形象与用户数据，这一发展逻辑同样适用于高端白酒。国内白酒行业历经计划统销、盘中盘、深度分销多个阶段，长期依赖经销商渠道，处于高价低直营区间；进入经济新常态后，行业全面开启C端转型，叠加存量竞争加剧、消费场景迭代、数字化技术成熟等因素，头部酒企主动精简渠道、加码直营，向高价高直营模式迈进：

- **商业模式的转变推动估值体系重构。**传统B端渠道驱动模式下，企业业绩受库存周期、宏观环境影响剧烈，呈现强周期属性、估值波动大；DTC直连C端后，盈利依托用户真实复购与高粘性经常性收入，周期波动被熨平，盈利质量与经营确定性显著提升。苹果、爱马仕凭借成熟直营生态，估值远超依赖分销的同行。对应到白酒行业，高端品牌完成C端转型后，将逐步摆脱周期股标签，向高端消费成长股转变，估值中枢具备显著上行空间。

- **国内头部酒企结合自身禀赋走出差异化转型路径：**泸州老窖主打数字化运营与IP打造，郎酒依托庄园体验深耕高净值私域，五粮液以数智化手段穿透全渠道，山西汾酒凭借数字化管控实现全价位市场渗透。

下载日志已记录，仅供内部参考

核心摘要与投资建议

- 作为行业龙头，贵州茅台直面渠道价格双轨制、客群结构固化、竞品冲击等发展瓶颈，**于2026年全面落地市场化改革，创新打造飞天iPhone化扩客、非标爱马仕化增值、D2C数字化私域运营三维增长模型。**公司从产品、价格、渠道、数字化四大维度落地改革，搭建金字塔产品矩阵，推行分层市场化定价，直营渠道占比突破50%，依托i茅台沉淀近亿级私域用户资产，并推动经销商从分销商转型为服务商。

- **本轮转型成效显著，茅台营收结构、价格体系、消费结构持续优化，私域用户规模快速扩张。**长远来看，C端深度运营将进一步夯实客群基础、强化品牌壁垒，推动茅台从传统白酒周期品升级为具备文化属性的全球高端消费品，估值有望持续向国际顶级奢侈品看齐。整体而言，**全面拥抱DTC模式已是高端白酒行业长期发展的核心趋势**，将带动整个行业完成商业模式、经营逻辑与价值体系的系统性升级。

- **投资视角：茅台估值修复引领板块估值重塑。1）分红端：**25年白酒企业分红率普遍提升，茅台、五粮液、老窖、汾酒、古井、迎驾、今世缘7家酒企股息率大于等于4%。**2）估值端：**伴随茅台全面向C市场化改革成效显现，26年下半年茅台批价或超预期、茅台中长期业绩增长的置信度有望提升，叠加高分红下的高股息，茅台估值有望向25x以上修复，带动白酒板块整体估值重塑。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01 渠道演变：从B端垄断到C端直连，高端消费品渠道范式迭代

02 C端转型的估值逻辑：从周期波动到成长拔升，高端品估值重构

03 白酒头部企业向C端转型的差异化路径深度解析

04 茅台深度市场化改革：C端转型标杆实践与三维增长模型

05 风险分析

下载日志已记录，仅供内部参考

五大核心洞察

01. 渠道范式迭代是必然趋势

高单价、重体验、强品牌的高端消费品，其渠道终局必然是摆脱传统中间商层级，实现品牌与消费者的直接对话，重构价值传递链路。

02. C端转型重塑估值逻辑

成功的C端转型将企业从依赖渠道的“周期股”，重估为具备稳定现金流、高用户粘性与可预测增长的“高端消费成长股”，打开长期价值空间。

03. 茅台的转型是行业标杆

贵州茅台通过“飞天iPhone化扩客、非标爱马仕化增值、D2C数字化沉淀”的三维增长模型，成功实现从“渠道压货”到“消费拉动”的根本性转变。

04. 转型路径呈现差异化特征

不同企业基于资源禀赋与品牌定位，演化出数据驱动、体验驱动、全渠道穿透、全价位渗透等多元路径。没有统一的标准模式，唯有适配自身基因的转型策略才能持续创造价值。

05. 展望：价值与估值的双重跃升

在存量竞争时代，C端运营能力成为核心护城河。谁能更高效地直连、洞察并深度服务消费者，谁就能实现品牌价值与资本市场估值的双重跃升，引领行业发展新方向。

下载日志已记录，仅供内部参考

核心洞察①：渠道范式迭代是必然趋势

对于高单价、重体验、强品牌的高端消费品而言，其渠道终局必然是摆脱层层中间商的割裂，打破信息不对称的壁垒，实现品牌与消费者之间最直接、最纯粹的价值对话与情感连接。

掌控定价权，守住利润

直营模式是品牌牢牢掌控市场定价权、避免渠道乱价与恶性价格战的唯一路径，从源头切断价格体系崩塌的风险，为品牌长期发展保障稳定且充足的利润空间。

直面用户，兑现高端承诺

直接服务消费者，能够将品牌承诺的极致服务与高端体验完整、精准地在终端落地，消除中间环节的体验损耗，确保每一次交互都符合品牌的高端定位与价值主张。

沉淀数据，构筑品牌护城河

直接获取一手用户数据，深度洞察消费行为与潜在需求，为产品创新、服务优化和精准营销提供科学依据，将用户关系转化为品牌最核心、最不可替代的长期资产。

经营哲学的根本跃迁：这不仅是销售模式从“分销”到“直营”的表层变革，更是企业从“经营产品”转向“经营用户”、从“赚取差价”转向“创造价值”的深层次、根本性经营哲学转变。

下载日志已记录，仅供内部参考

核心洞察②：C端转型重塑估值逻辑

成功的C端转型，能将企业从依赖渠道周期的“周期股”，重估为具备稳定现金流和高用户粘性的“高端消费成长股”，实现资本市场价值的根本性跃升。

摆脱周期束缚

突破对渠道扩张的单一依赖，通过C端真实、持续的复购行为获得稳定收入，有效熨平宏观经济与行业周期带来的业绩剧烈波动。

提升盈利质量

减少中间流通环节的利润损耗，直销渠道带来更高的产品毛利率；同时用户直接付费的模式，让企业获得更充沛、可预测的经营性现金流。

升级成长逻辑

从规模扩张转向价值深耕，深度挖掘单客全生命周期价值（LTV），通过用户运营与服务增值，构建可持续的长期增长动力。

估值实证：苹果与爱马仕之所以享有极高的估值溢价，本质上正是资本市场对其沉淀了海量高价值C端用户资产，以及盈利确定性的高度认可。

下载日志已记录，仅供内部参考

估值跃迁逻辑①：盈利模式转变

从传统的“渠道压货”模式彻底转向“C端真实复购”模式，重构了企业的收入来源逻辑，是实现整体估值体系跃迁的根本基石。

报表透明度显著提升

C端直连让收入与真实消费需求直接挂钩，剔除了渠道库存积压造成的虚假营收泡沫，财报数据更能真实反映企业的健康状况与市场认可度。

盈利确定性大幅增强

真实的C端复购行为构成了稳定的经常性收入（RecurringRevenue），有效熨平了渠道波动带来的业绩起伏，让企业的增长轨迹更平滑、更具可预测性。

摆脱渠道绑架与依赖

通过减少对经销商体系的过度依赖，企业得以掌握定价主动权，降低渠道库存周期对现金流的占用，规避渠道博弈带来的经营风险，实现自主可控的发展节奏。

核心结论：这种转变让企业的增长动力回归商业本质——由真实用户需求驱动，而非依赖渠道的短期压货行为，从而构建起可持续、高质量的价值增长模型。

下载日志已记录，仅供内部参考

估值跃迁逻辑②：成长逻辑升级

从传统的“物理渠道扩张”模式转向以用户为核心的“用户价值深度挖掘”模式，突破了物理网点与边际成本的限制，从而打开了企业长期成长的天花板。

从增量到存量深耕

存量竞争时代，新客获取成本高昂。企业战略重心转向深度挖掘现有用户的ARPU值，通过精细化运营与服务，实现更高效、更可持续的内生性增长。

用户全生命周期价值(LTV)

建立完善的会员体系与增值服务矩阵，持续延长用户生命周期，最大化挖掘单客终身价值。这不仅提升了营收质量，更构筑了稳固的用户留存壁垒。

基于信任的生态构建

依托沉淀的用户数据与品牌信任，横向拓展相关产品与服务边界，构建跨界融合的品牌生态。这种模式打破了单一业务的局限，创造了无限的价值延伸空间。

核心洞察：这种全新的成长逻辑彻底摆脱了对物理网点数量的依赖，将企业的增长动力建立在用户心智与价值深耕之上，为未来的发展赋予了极具想象力的天花板。

下载日志已记录，仅供内部参考

PART1

渠道演变：从B端垄断到C端直连，高端消费品渠道范式迭代

下载日志已记录，仅供内部参考

1.1 消费品市场的四象限模型：定位高端消费品的战略坐标



资料来源：新浪财经，中信建投

高端消费品的战略演进方向，正是从右下象限向右上象限迁移，最终在右上象限找到自己的战略定位。

01. 战略划分的双核心维度

•价格维度：决定了品牌的价值定位与目标客群层级。
•直营比例维度：反映品牌对渠道、价格、服务和用户数据的掌控力。

02. 高端化的战略迁移路径

•核心趋势：随品牌力提升，企业倾向提高直营比例，向消费者端靠拢，最终实现“高价格”与“高直营”的完美结合。

03. 四象限详解：理解模式差异

右上(高/高)：强掌控重体验(LV/Apple)；
右下(高/低)：风险共担(BMW)；
左上(低/高)：快流转规模(优衣库/喜茶)；
左下(低/低)：广分销薄利(P&G/可口可乐)。

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 全球标杆启示：苹果（Apple）的C端直连之路



资料来源：网易新闻，中信建投

品牌塑造

以AppleStore为核心载体，将零售店打造为品牌体验的核心窗口，通过统一、高端的设计和服务，极大地提升了品牌形象和用户忠诚度。

利润把控

通过直营体系，规避了渠道压价和利润瓜分，有效守住了高毛利。直营店成为高利润产品和服务的重要销售渠道，保障了公司的利润底线。

数据沉淀

直营体系让苹果直接掌握了海量的用户数据，这些数据成为驱动产品迭代、服务升级和精准营销的核心燃料，最终构建了强大的iOS生态系统。

40%

转型前：依赖运营商和第三方经销商，利润被瓜分，无法掌控终端价格和用户数据，品牌体验参差不齐。

530+

转型与成果：2001年起自建直营体系，截至2025财年直销营收占比达40%，全球直营店超530+家。

下载日志已记录，仅供内部参考

1.3 全球标杆启示：爱马仕（Hermès）的极致品牌之路



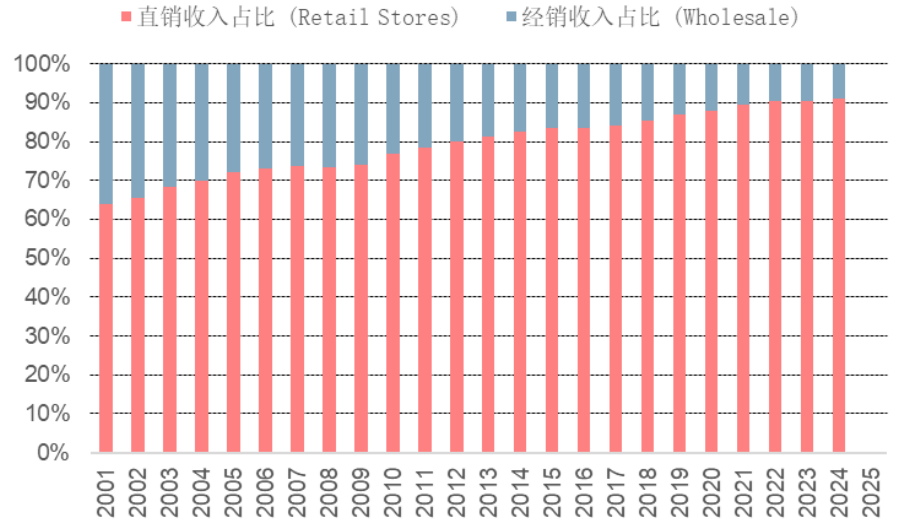
资料来源：网易新闻，中信建投

01. 掌控定价权，遏制乱象

彻底转向全球直营精品店路线，严格压缩合作渠道，牢牢握住品牌主导权，有效遏制了假货流通、价格混乱等损害品牌稀缺性的市场乱象。

02. 直面VIC，深耕核心客群

通过精品店直接服务和运营高净值客户（VIC），建立深度的情感连接和身份认同，将卖产品升维为经营圈层关系。



资料来源：爱马仕财报，中信建投

转型前：依赖经销商和百货专柜，导致货品管控混乱，假货流通，严重损害品牌稀缺性。

转型路径：坚守直营精品店路线，并搭建私域会员体系。

成果：截至2025年底，直营门店占比突破92%，贡献90%+的营收，直营体系成为品牌价值的坚固护城河。

下载日志已记录，仅供内部参考

1.4 中国白酒行业的路径演变：从B端垄断到C端直连



从作坊到现代化产业，白酒行业的渠道演变历经四次重大迭代。每一次变革都深刻影响着行业的商业模式、竞争格局与价值创造方式，而C端直连已成为行业发展的核心方向。

01. 计划统销与大商制(1949-2000)

模式：国营糖酒公司统购统销，后演变为多级总代理制。
特征：酒企仅对接B端，完全脱离终端消费者，利润被层层截留，无法把控价格与真实需求。

02. 盘中盘模式(2000-2010)

模式：依托核心餐饮终端（小盘）来撬动团购和零售市场（大盘）。
特征：经营重心仍在渠道端，通过掌控核心终端来影响消费，未真正接触个人消费者。

03. 深度分销模式(2010-2020)

模式：厂家组织销售团队下沉，直控终端网点，追求高覆盖率。
特征：侧重铺货动销，但缺少用户数据沉淀和精细化运营，依然是B端思维。

04. 全面C端转型(2020年至今)

背景：市场增长放缓，存量竞争加剧，数字化技术成熟。
模式：精简低效经销商，大力开拓直营门店、线上渠道（如i茅台）。
特征：经营思路从“给渠道压货”转变为“维护消费用户”，品牌直连C端成为行业共识。

下载日志已记录，仅供内部参考

PART2

C端转型的估值逻辑：从周期波动到成长拔升，高端品估值重构

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 从“周期股”到“成长股”：估值体系的跃迁

企业从“B端渠道驱动”向“C端用户直连（DTC）”转型，本质是商业底层逻辑的重构。这一转变能帮助企业摆脱渠道库存周期的束缚，提升盈利的确定性与成长性，从而推动其在资本市场的估值体系实现从“周期股”向“高端消费成长股”的跨越式跃升。

摆脱周期束缚：盈利确定性显著增强

在存量竞争时代，只有直连C端，才能摸清真实需求、保障实际销量、提升盈利质量，并满足消费者对真伪、便捷和体验的更高要求，从而摆脱对渠道周期的依赖。

盈利模式转变：真实复购驱动增长

从“渠道压货”转变为“C端真实复购”，报表透明度与确定性显著提升，盈利波动大幅收窄，增长由真实需求驱动。

盈利质量提升：毛利率与现金流优化

直销渠道剔除中间环节，毛利率更高。

成长逻辑升级：从“渠道扩张”到“用户价值挖掘”

成长逻辑从依赖“物理渠道扩张”转向“用户价值深度挖掘”，通过提升单用户价值（ARPU）和用户生命周期价值（LTV）打开长期成长空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

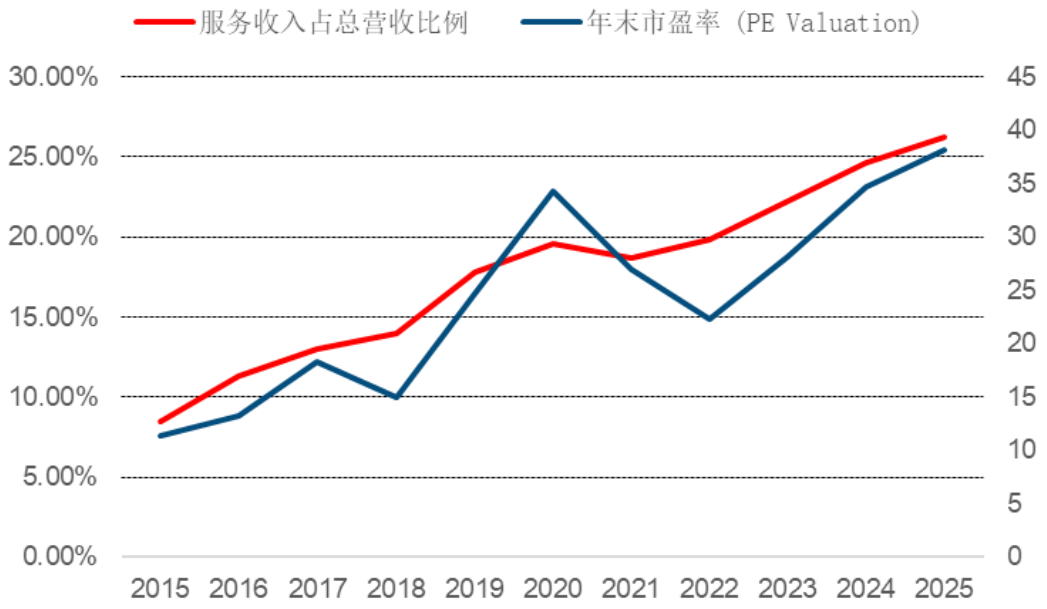
2.2 苹果：从“硬件组装厂”到“全球科技消费帝国”

01.业务结构重构：从硬件到服务生态

通过C端直连，苹果大力发展高毛利的服务业务（AppStore,AppleMusic,iCloud等）。这些服务业务收入占比从不足8%提升至26.2%（2025年）。服务业务成为稳定的经常性收入（RecurringRevenue），有效熨平了iPhone等硬件销售的周期性波动，极大地增强了公司的抗周期能力。

02.资本市场重估：估值中枢的历史性跃升

市场对苹果的认知从单纯的“硬件组装厂”转变为拥有高粘性用户生态和稳定现金流的“科技消费帝国”。其PE估值中枢也因此从过去的11x-15x的低位，历史性地跃升并稳定在28x-38x的全球顶级科技消费品估值区间。



资料来源：苹果财报，wind，中信建投

图表显示，随着服务收入占比（红线）的持续攀升，苹果的年末市盈率（蓝线）也呈现同步上升趋势，验证了业务结构优化对估值提升的直接驱动作用。

下载日志已记录，仅供内部参考

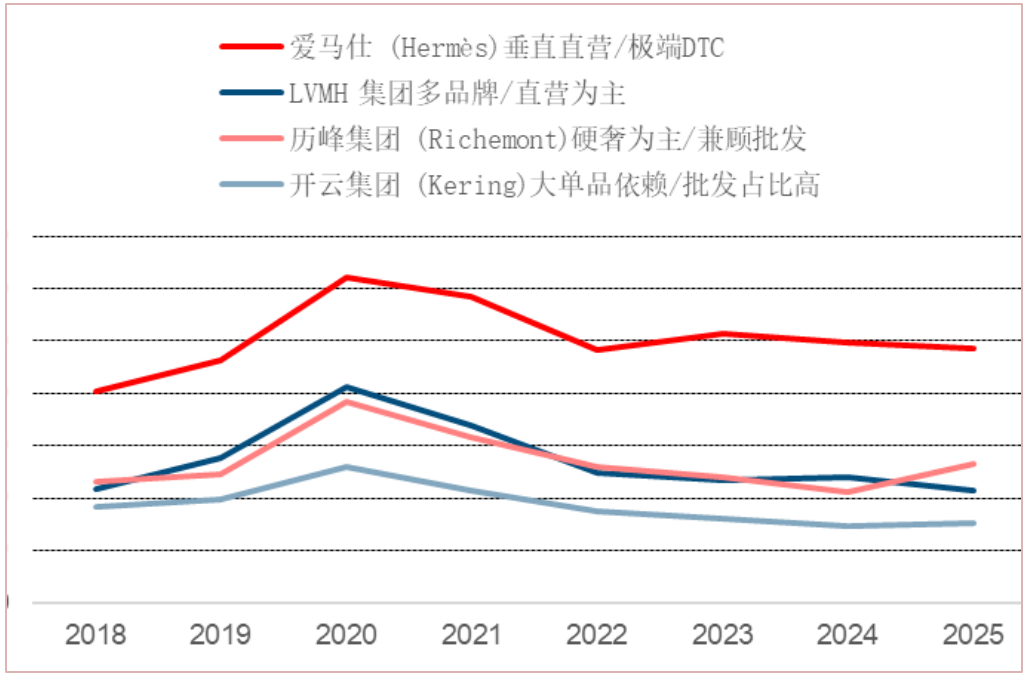
2.3 爱马仕：极致品牌与直营造就市场机制认可

极端DTC模式构建品牌壁垒

爱马仕坚守“直营精品店+配货制+私域会员运营”的极端DTC模式，直接掌控核心高净值客户。这使其经营利润率长期锁定在**40%以上**，远超同行。在行业下行周期中，依然能实现逆势增长，与“渠道压货-降价损毛利”的周期循环彻底解耦。

资本市场估值逻辑的根本性重构

资本市场已将其评估逻辑从传统的“资产重订货周期”转变为对“用户生命周期价值（LTV）”的认可。其历史动态PE长期维持在45x-55x的高位，远高于依赖批发渠道的LVMH（约22x-28x）和开云集团（约15x-20x）。

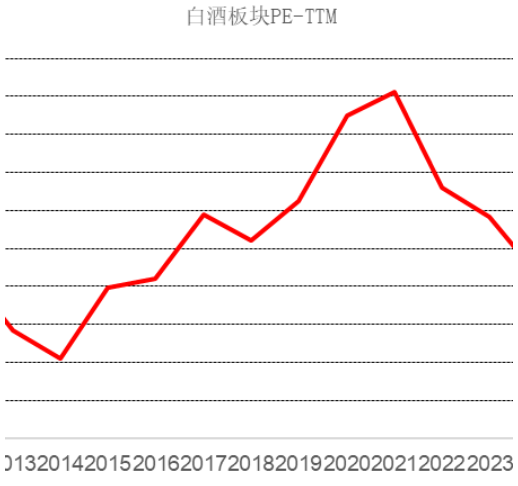


资料来源：各公司财报，中信建投

图表：主要奢侈品集团长期估值中枢对比。红线代表爱马仕，其估值曲线始终大幅领先于同业，反映了市场对其商业模式可持续性和用户资产稀缺性的高度溢价。

下载日志已记录，仅供内部参考

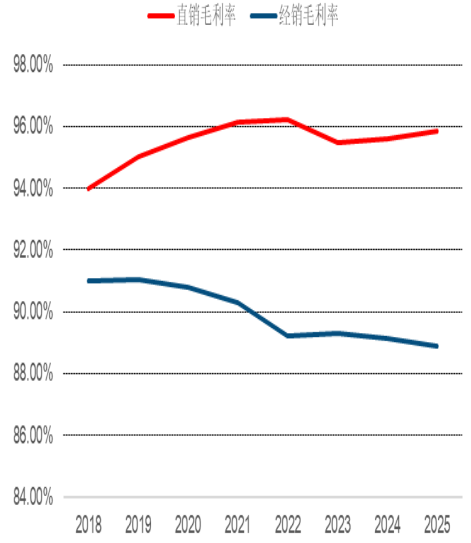
2.4 白酒行业的估值重构空间



01.传统模式：周期股估值困境

传统高端白酒深度依赖多级分销体系，业绩极易受渠道库存积压与宏观经济波动的双重冲击。其PE估值在10x至50x区间剧烈震荡，市场长期将其归为强周期性资产，估值逻辑缺乏稳定性。

资料来源：wind，中信建投



02.C端转型：锚定奢侈品估值中枢

C端转型直接拉升盈利质量，以茅台为例，直销毛利率显著高于经销模式。随着用户资产沉淀与品牌价值深化，高端白酒有望摆脱周期束缚，向全球顶级奢侈品35x-45x的稳定溢价估值区间靠拢。

资料来源：贵州茅台财报，中信建投

核心洞察：从“渠道驱动”转向“用户驱动”，不仅是商业模式的升级，更是估值逻辑的根本性重塑。当市场确认企业拥有稳定的用户基本盘与可持续的盈利质量，其估值将从跟随周期波动，转向享受确定性的品牌溢价。

下载日志已记录，仅供内部参考

PART3

白酒头部企业向C端转型的差异化路径深度解析

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 战略路径：泸州老窖·数据驱动型



资料来源：泸州老窖官网，中信建投

目标客群：全维精准锁定核心消费者

覆盖全系列产品核心消费群体，依托数字化工具沉淀用户画像，通过深度数据洞察实现千人千面的精准营销与服务触达。

核心模式：数字化赋能+窖主IP运营

以“数字孪生”为核心思路，通过“窖主节”IP运营与全链路扫码溯源体系，将消费者行为数据化，构建从生产到消费的完整数据闭环。

数据驱动

利用数字化工具追踪全链路流向，以终端消费者的开瓶率数据为核心，反哺前端产品研发、市场投放与渠道库存管控，实现精准决策。

IP运营

打造“窖主节”等沉浸式互动活动，强化用户情感联结与品牌粘性；打通线下活动与线上数据，沉淀私域流量，构建可持续的用户生态。

渠道扁平

通过数字化手段穿透传统渠道层级，实现对终端网点的直接、精准掌控；减少中间环节损耗，提升流通效率与市场响应速度。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1.1 数字化赋能：重塑厂商关系与利润模式

对厂家的核心价值

实时全链路监控
后台实时追踪终端进货、开瓶及业务员轨迹，打破信息孤岛，实现从生产到终端动销的全流程数据透明化管理。

智能激励精准投放
通过“等级开瓶奖+消费者反向激励”组合拳，精准触达终端与消费者，减少资源浪费，显著提升营销投入ROI。

维护价格体系稳定
将奖励与终端陈列、动销行为深度绑定，替代传统直接返点，有效遏制终端为冲量而乱价倾销的风险。

费比精细核算与决策
系统自动统计各区域、各终端投入产出数据，实时计算费比，为营销资源的动态优化配置提供科学依据。

对终端的核心价值

创造非价差的额外利润
在“平进平出”模式下，终端通过小程序扫码入库、参与开瓶竞赛及抽奖，将日常销售行为转化为实实在在的现金收益，成为门店新的利润增长点。

即时激励引爆销售热情
奖励实时到账无账期，结合“固定收益+随机惊喜”的双重机制，利用不确定性带来的心理激励，极大提升终端老板主动推销的意愿与积极性。

极简操作，零门槛上手
小程序界面贴合商户使用习惯，流程清晰直观，无需复杂培训，老板或店员可快速完成扫码、查奖与提现，不增加门店运营负担。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1.2 业务管理中枢：企业微信工作台功能概览

企业微信工作台不仅是通讯工具，更是数字化战略落地的核心枢纽。它将分散的业务功能聚合，实现对终端的可视化监控与精细化管理，为业务团队提供强有力的数字化支撑。

核心操作路径

登录企微 →工作台→ 内部管理 →融营销服务（业务总入口）

01 内部管理 • 办公协同基石

集成打卡、审批流、KPI绩效及防伪物流查询，构建标准化的办公与终端管理闭环，夯实运营基础。

02 效率工具 • 打破沟通壁垒

支持会议一键发起、微盘文件云端共享，消除部门间信息孤岛，大幅提升跨团队协作与决策效率。

03 客户联系 • 资产安全沉淀

无缝衔接客户联系、离职继承与客户群运营，将个人资源转化为企业资产，保障客情关系持续稳定。



资料来源：泸州老窖微信公众号，中信建投

图示：企业微信工作台界面，清晰展示了“融营销服务”作为核心业务入口的便捷性与集成性。

界面直观 • 便捷易用

工作台采用模块化设计，功能入口一目了然。业务人员无需复杂培训，即可快速上手操作。

通过“融营销服务”入口，可直达各类业务场景，实现从信息查询到业务办理的无缝切换，真正做到业务随身、管理随行。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1.3 数据驱动决策：终端信息可视化管理

通过数字化工具打破信息孤岛，业务人员可随时随地查询终端进销存与动销详情，为精准营销、客户服务及市场决策提供实时、可靠的数据支撑，实现管理透明化与高效化。

查询路径：融营销服务 → 终端模块 → 选定终端 → 客户详情页

01 关键数据指标全景聚合

整合终端基础档案（资质/等级/历史销量）、进销存动态（动销/库存/配额）及奖励收益（返利余额/抢盘进度），实现“一户一档”的数据全景展示，消除数据盲区。

02 多维筛选与精准核算口径

支持按产品品项、时间范围灵活筛选；动销数据采用“期初库存+进货-期末库存”标准核算，T+1自动更新，返利余额实时同步，确保数据真实、口径统一。





资料来源：泸州老窖微信公众号，中信建投

终端全景视图

清晰呈现终端列表与功能入口，支持快速检索与分类查看，实现对目标终端的一键触达与信息调取。

客户详情透视

可视化展示进销存明细、返利余额及动销趋势，数据实时同步更新，为业务现场的快速决策提供精准依据。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1.4 终端老板的掌中宝：“窖友汇”小程序功能解析

“窖友汇”是终端老板日常运营与收益获取的核心抓手，集信息总览、业务操作、奖励核销于一体，构建起一站式数字化管理平台，让门店经营更高效、收益更清晰。

01 首页 • 核心看板：聚合店铺关键数据、待办任务与收益概览，开瓶进度与奖励余额实时更新，经营状态一眼掌握。

02 活动中心 • 权益一览：同步展示全周期市场活动，从预热到结算清晰呈现，精准捕捉政策红利，不错过任何增收机会。

03 扫一扫 • 动销关键：扫码即完成产品入库与动销记录，自动触发奖励核算，操作极简，让每一笔交易都快速转化。

04 我的业务 • 经营管家：集成员工管理、拜访轨迹、订单处理及返利提现，全链路数字化管控，让门店管理更规范高效。

05 多品牌切换 • 便捷管理：国窖、窖龄、特曲等多品牌账户一键切换，无需重复登录，实现多品类业务的统一平台管理。



资料来源：泸州老窖微信公众号，中信建投

极简界面设计，操作一目了然，真正做到让终端老板轻松上手。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1.5 利润新引擎：终端收益构成详解

数字化工具重构了终端的利润结构，使其从传统的进销差价模式，转变为以数字化活动奖励为核心的多元化收益模式，通过多维度的即时激励机制，直接激活终端门店的经营活力与销售动力。

01 出入库扫码奖

终端完成商品入库或出库扫码动作即可获得固定现金奖励，操作简单无门槛，实现双向收益叠加。

示例：入库10元/瓶 + 出库10元/瓶，扫码即得。

02 开瓶达成等级奖

根据终端累计开瓶数量评定等级，等级越高奖励系数越高，收益呈阶梯式增长，多销多得。

案例：开55瓶奖2010元 | 开80瓶奖3018元。



03 常规开瓶抽奖

消费者每开一瓶酒，终端即可自动获得一次随机抽奖机会，实现高频次的即时激励反馈。

特点：单瓶奖励10-20元，小额高频刺激销售热情。

04 进货配额抽奖

完成阶段性进货目标后，系统自动赠送大转盘抽奖次数，有机会赢取高额现金或实物大奖。

示例：完成40件配额赠56次抽奖，赢取惊喜奖励。



激励机制的核心价值

通过“扫码即奖、开瓶有奖、达标有奖”的组合机制，将终端收益与动销深度绑定。这种即时、透明、可预期的奖励模式，彻底改变了传统渠道依赖价差的单一盈利方式，让终端从“被动铺货”转向“主动推销”，形成厂商共赢的良性循环。

资料来源：泸州老窖微信公众号，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1.6 数字化转型成果斐然，未来可期

01 核心成果总结

厂商关系重塑

打破信息壁垒，构建厂商一体、数据实时共享的新型协同合作生态。

利润模式创新

盈利点向数字化奖励转移，有效维护价格体系稳定，保障渠道长效收益。

营销效率跃升

实现终端精准洞察与资源高效投放，大幅提升ROI，营销效果全程可追溯。

终端活力迸发

即时激励与多元活动并行，极大调动终端销售热情与主动参与度。

02 未来应用展望

深化用户运营

基于用户画像，开展千人千面的精准营销与深度互动。

数据智能决策

强化驾驶舱能力，以数据洞察驱动市场策略精准制定。

全链数字闭环

打通生产流通消费全链路，实现端到端的高效协同。



资料来源：泸州老窖微信公众号，中信建投

数据可视化决策中枢

通过业务驾驶舱，实时掌握终端动态与市场趋势，让每一项决策都有据可依，真正实现从“经验驱动”向“数据驱动”的跨越。

- 赋能业务增长

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1.7 深化消费者运营：画像与培育

01 消费者建档

通过业务驾驶舱为每位消费者建立全维数字档案，整合基础信息、消费轨迹、偏好标签等核心数据，构建360度精准用户画像。这不仅是数据的沉淀，更是打通用户需求与品牌供给的桥梁，为后续千人千面的个性化营销与服务提供坚实的数据支撑。



资料来源：泸州老窖微信公众号，中信建投

全维数字档案视图　　智能互动运营看板　　精细化权益配置页

02 互动培育与价值转化

基于精准画像，系统赋能多元化互动培育工具，涵盖智能精准推送、专属活动邀约、定制化权益体系等。通过高频次、高匹配度的互动触达，持续深化品牌与用户的情感联结，有效提升用户粘性与品牌忠诚度，最终实现从“流量获取”到“用户留存”再到“价值裂变”的闭环转化。

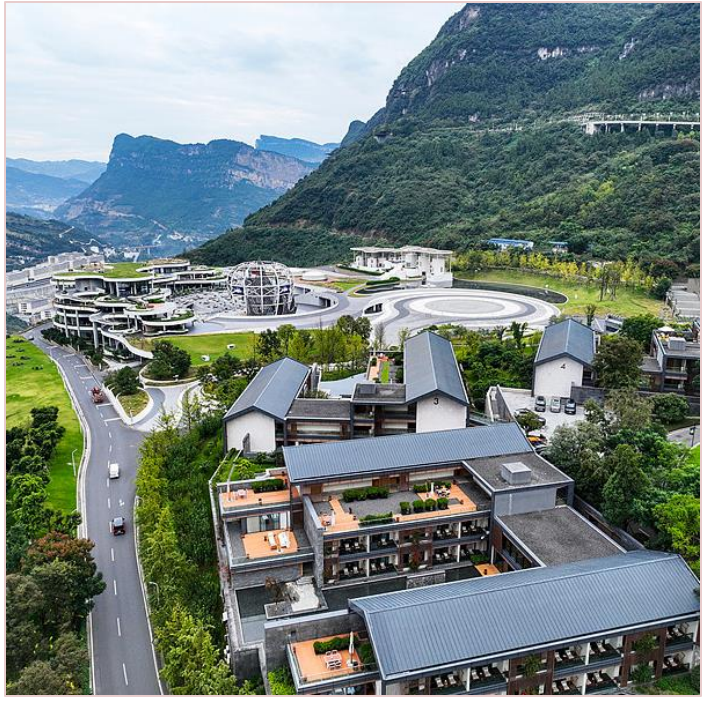
以数字化手段重塑消费者运营路径，将“人、货、场”数据深度融合。从数据沉淀到价值激活，打造全生命周期的消费者运营体系，让每一次营销都更具温度与精准度。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 战略路径：郎酒·体验驱动型

核心模式：庄园化体验+私域深耕

郎酒以巨资打造的郎酒庄园为核心载体，颠覆传统酒业逻辑，将酿酒的生产全过程景观化、高端化。通过构建“生长养藏”全链路的沉浸式体验空间，把单纯的产品交易转化为深度的情感连接与价值认同，实现从卖酒到输出生活方式的根本性转型。



资料来源：郎酒微信公众号，中信建投

体验为王：定义高端生活方式

邀请核心客户深度参与酿酒、储存全过程，创造独一无二的沉浸式品牌体验，完成从产品消费到精神享受的升华。

私域深耕：锁定核心高净值人群

聚焦高端政商圈层，通过庄园体验建立强信任关系，以私域直连实现精准服务与长期价值绑定，构筑品牌护城河。

价值输出：强化稀缺与品牌溢价

将庄园打造为超级文化符号，持续输出品牌精神内涵，不断强化产品的稀缺属性，从而稳固并提升高端市场的品牌溢价能力。

目标客群定位：精准锚定极高净值人群与高端政商人群，以极致的庄园体验和稀缺价值，成为这一核心圈层的身份标识与社交货币。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2.1 庄园概览——世界级白酒庄园的诞生

郎酒庄园坐落于中国酱酒黄金产区的赤水河左岸，是集酿酒、储存、体验、度假于一体的世界级白酒庄园。它不仅是郎酒极致品质与品牌的核心引擎，更是承载品牌历史、情怀与理想的精神圣地。

黄金产区

地处四川泸州古蔺二郎镇，赤水河左岸酱酒核心腹地，得天时地利之独厚。

万亩疆域

规划总面积达10平方公里，依山就势，构建起庞大的生态酿酒与度假集群。

匠心雕琢

历时15载光阴，斥资超200亿元，以时间沉淀品质，铸就传世庄园基业。

全链生态

涵盖六大生态酿酒区、五大形态贮酒区，打造集生产、储存、体验于一体的闭环。

以「品质、品牌、品味」为核心，打造白酒文化的极致体验地，构建品牌与用户价值共创的共享乐园，成就郎酒长期主义的价值基石。



资料来源：郎酒微信公众号，中信建投

郎酒庄园依山傍水，将自然生态与酿酒工艺完美融合。这里不仅是酿造顶级酱酒的天然工坊，更是展现中国白酒美学的沉浸式艺术空间，让每一位访客都能领略到白酒酿造的独特魅力与文化底蕴。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2.2 核心体验区——探秘郎酒的匠心与传奇



资料来源：郎酒微信公众号，中信建投

01 生在赤水河 • 天选之地

地处中国酱酒黄金产区，坐拥温热静风的天然微气候。恪守“端午制曲、重阳下沙”的千年古法，遵循一年一个生产周期的严苛规律。这份传承千年的酿造技艺，于2008年正式入选国家级非物质文化遗产，是郎酒卓越品质的源头与根基。



资料来源：郎酒微信公众号，中信建投

02 藏在天宝洞 • 时光秘境

天宝洞、地宝洞与仁和洞共同构成了全球规模最大的天然储酒洞群。洞内常年恒温恒湿，是美酒陈化老熟的绝佳秘境。唯有经室内陶坛库静养10年以上的顶级原酒，方有资格入洞修炼，在时光的雕琢中完成风味与醇厚的极致升华。



资料来源：郎酒微信公众号，中信建投

03 匠心体验 • 沉浸共鸣

在这里，宾客可化身调酒师，亲手勾调专属的定制佳酿；亦可在资深品酒师的专业指引下，品鉴不同年份的珍贵老酒。夜幕降临，更有以金樽堡与壮阔山谷为天然幕布的“山谷光影秀”，将美酒文化与视听艺术完美交融，带来独一无二的沉浸式品味之旅。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2.3 匠心酿造与品牌价值——品质主义的极致追求

01 酿造哲学：生 • 长 • 养 • 藏



资料来源：郎酒微信公众号，中信建投

生 • 应天孕酒

赤水左岸生态酿酒区，取甘泉、选红粱，顺应天时，孕育新酒基源，尽显自然之灵。

长 • 露天驯化

天宝峰陶坛阵列，承阳光雨露、沐四季风霜，让酒体自然呼吸，完成风味的初步积淀。

养 • 静室陈化

金樽堡恒温恒湿陶坛库，隔绝尘嚣凝神静养，在静谧中让酒分子缔合，酒体更显绵柔。

藏 • 洞藏升华

天宝洞天然溶洞群，独特的微生物环境与岁月交融，让酒液历久弥香，风味层次丰富。

02 品质承诺：严于国标，时间铸就

郎酒制定《酱香产品企业内控准则》，以“正心正德、敬畏自然”为核心，对基酒贮存年限、感官指标等执行严苛标准。每一瓶郎酒的诞生，都经过时间的检验与沉淀，从基酒酿造到成品出厂，每一步都彰显着对品质主义的极致追求与坚守。



红运郎

经典酱香 • 岁月凝练

主体基酒贮存12年以上，精心勾调洞藏30年以上的珍稀陈年酒，酱香浓郁，醇厚丰满。



青云郎

高端臻藏 • 极致陈香

主体基酒贮存17年以上，调和洞藏50年以上的传世老酒，陈香典雅，回味悠长，尽显尊贵。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 战略路径：山西汾酒·全价位渗透型

核心模式：C端渗透驱动+用户价值共创

推行“汾享礼遇”数字化管控模式，将渠道激励与C端真实开瓶数据深度绑定，重构厂商关系，引导经销商从传统的“囤货套利”转向以用户为核心的“服务动销”，实现渠道价值的根本性重塑。

01激励机制转型

摒弃传统销量返点，将利益与终端扫码开瓶数据强关联，倒逼渠道聚焦市场动销与用户服务，杜绝库存积压。

02全价位全域渗透

打通线上线下全渠道，实现产品在全价格带的覆盖。重点突破年轻化消费场景与大众中产市场，构建无死角的市场布局。

03深度用户共创

搭建用户参与平台，鼓励消费者加入品牌活动与产品传播，强化用户的归属感与认同感，将用户转化为品牌的忠实拥护者。

精准定位：锁定全价位消费群体，重点深耕年轻化消费圈层与大众中产阶层，通过场景化营销实现品牌价值的广泛触达。



资料来源：京东，中信建投

以青花系列为核心高端产品标杆，通过数字化手段打通全价格带，构建“高端引领、大众基础”的稳健产品矩阵，夯实市场根基。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3.1 模式定义与背景

01 狭义定义：后置模糊返利机制

核心本质
以“钱”为核心，非事前约定的固定政策，而是基于市场表现的事后弹性补偿。

操作逻辑
销售完成后核算，不定期、不定额通过销售费用对渠道商进行补贴与奖励。

兑现形式
经销商以“上账”形式抵扣货款，终端商直接给予现金“返现”，灵活高效。

02 广义定义：综合营销管理体系

体系内核：营销之“筐”
不仅是返利，更是与销售费用深度绑定的管理系统。通过费用的杠杆作用，规范渠道秩序，提升品牌掌控力。

多维运营内涵
涵盖市场分级管理、客户动态评级、数字化过程管控及品牌IP化建设，实现从渠道到终端的全链路赋能。

推出背景：解决渠道深层顽疾

价格倒挂危机
核心单品经销商打款价高于市场批发价，导致渠道商利润受损、动销停滞，严重挫伤渠道信心与积极性。

传统模式失效
原有返利缺乏系统性，多为临时决策，流程冗长、效率低下，难以应对瞬息万变的市场竞争节奏。

资料来源：中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3.2 核心玩法与用户旅程

01 核心玩法拆解

01 返利对象精准化：直击渠道末梢

精准聚焦渠道关键环节，覆盖**一级经销商**与**二级终端商**两大核心群体，剔除中间环节的政策损耗，确保激励资源直达销售一线，让每一份红利都转化为终端动销的源动力。

02 返利方式差异化：锁客与激励并重

- **经销商端：**采用“上账”模式，返利计入账户作为后续进货的“后折扣”，有效锁定渠道资金，增强长期合作粘性；
- **终端商端：**实行“返现”模式，现金即时兑付，快速撬动终端店主的动销积极性。

03 返利类型组合化：明暗结合提效

- **明返：**以常规促销活动落地，搭配赠酒、京东卡等实物福利，形成常态化激励；
- **暗返：**作为“汾享礼遇”的核心，采用不定期、不定额的灵活机制，最大化激励弹性，适配市场动态需求。



终端动销实景

依托线下密集的烟酒终端网点，构建“扫码采集+即时激励”的落地场景。通过终端数字化触点，实现从销售执行、数据回传到政策激励的无缝衔接，确保渠道政策精准落地，真实反映市场动销情况。

02 渠道商用户旅程闭环

01 销售执行

按既定价格体系完成产品铺货，确保终端市场覆盖。

02 数据采集

终端扫码记录流向，实现全链路数据实时采集留存。

03 业绩评估

结合铺货率、动销率等维度，数据部综合评估表现。

04 返利核算：

依据评估结果与政策标准，系统精准核算各级渠道应得返利金额。

05 返利兑付：

经销商享账户“后折扣”，终端商获现金返现，完成激励闭环。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3.3 运营策略与战略价值

01 组织化：专业化职能升级
成立专属“数据部”，将模糊返利从临时性工作升级为标准化职能，建立专业流程与考核体系，提升运营效率与决策科学性。

02 IP化：打造行业标杆品牌
通过宣贯会与新媒体矩阵传播，将“汾享礼遇”塑造成行业专有名词，强化品牌领导力与影响力，深化渠道与消费者认知。

03 数字化：数据驱动精准决策
应用终端扫码数据洞察市场动销，量化评估渠道商表现，让返利政策有据可依，实现从经验驱动向数据驱动的营销转型。

04 固定化：传递长期合作信心
将“汾享礼遇”确立为常态化营销机制，向渠道释放长期稳定的合作信号，稳定市场预期，增强合作伙伴的归属感与信心。



01 支撑“125核心战略”

作为实现“五个聚焦突破”的关键抓手，精准锚定战略重点市场与核心渠道，确保营销资源向战略高地倾斜，为集团战略目标的达成提供强有力的资源保障与执行支撑。



02 构建核心竞争优势

创新性解决行业价格倒挂痛点，强化对终端渠道的掌控力与市场话语权。打造差异化竞争壁垒，形成难以被竞品复制的品牌护城河，夯实企业长期发展的市场根基。

资料来源：汾酒微信公众号，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

PART4

茅台深度市场化改革：C端转型标杆实践与三维增长模型

下载日志已记录，仅供内部参考

4.1 茅台改革背景与战略

01.改革背景：破局传统发展瓶颈

渠道依赖过重，定价权旁落

长期依赖经销商致出厂价与市场价价差巨大，诱发假货、囤积和中间商套利，品牌利润外流，失去价格体系主导权。

客群结构固化，增长受限

核心客群固化于政务、商务圈层，对中产和年轻群体渗透不足，品牌形象老化，面临消费基座断档风险。

行业竞争加剧，竞品紧逼

五粮液、泸州老窖等竞品加速数字化和直营化转型，抢夺核心客群，市场竞争日益激烈。



资料来源：茅台微信公众号，中信建投

贵州茅台：以战略转型为核心引擎，重构品牌价值体系，通过全维度的改革创新，引领中国白酒行业的高质量发展方向。

飞天茅台：iPhone化高端大众化

从政务商务拓展至中产、年轻群体。以i茅台APP为核心，构建全渠道直营体系，实现100%保真直连C端。

非标茅台：爱马仕化顶级稀缺化

构建金字塔产品体系。大幅削减配额，修复价格倒挂，强化奢侈品定位，挖掘高端C端价值。

D2C数字化：私域用户运营

以i茅台APP为中枢，集销售、会员、数据洞察于一体，构建千万级私域资产，数据反哺决策。

下载日志已记录，仅供内部参考

4.1 市场化改革全景梳理：从战略定调到机制落地的关键步伐

时间	核心事件	关键内容	战略解读
2025.12	战略定调：吹响改革号角	1. 经销商大会：明确 “以消费者为中心，全面推进市场化转型” 为 2026 年首要任务。 2. 年底渠道调控：宣布年内停止向经销商供货，削减非标产品配额，清理渠道库存。	为 2026 年全面改革奠定基调，标志经营哲学从 “渠道导向” 向 “用户导向” 的根本性转变。
2026.01	渠道革命：飞天茅台上线 i 茅台	1.1 月 1 日：53% vol500ml 飞天茅台正式在 i 茅台 APP 以 1499 元指导价销售。 2.1 月 3 日：迅速将单人每日限购量从 12 瓶调整至 6 瓶。	核心大单品首次大规模线上直售，打破传统经销商模式，为消费者提供官方、保真的购买渠道。
2026.01	价格破冰：重构价格体系	1. 公布零售价：将 “指导价” 重新定义为 “零售价”。 2. 非标产品调价：大幅降低精品 / 陈年茅台 (15) 等合同价，贴近市场。 3. 取消分销：自营体系取消分销，强化直面消费者功能。	主动收回并主导终端定价权，建立 “随行就市” 的动态调整机制，告别价格脱节局面。
2026.03	机制落地：试点 “代售制”	1. 覆盖产品：对陈年茅台 (15)、精品茅台、生肖酒等多款非标产品推行 “代售制”。 2. 核心模式：物权归茅台，统一线上销售，渠道商按销售额获约 5% 佣金。	将经销商从 “中间商” 转变为 “服务商”，重塑厂商关系，实现线上线下联动。
2026.03	机制落地：飞天价格调整	1. 出厂价：由 1169 元上调至 1269 元 / 瓶 (+8.6%)。 2. 零售价：由 1499 元上调至 1539 元 / 瓶 (+2.7%)。	动态调价机制首次正式落地，标志价格管理进入新阶段，能更灵活应对市场变化。
2026.05	巩固优化：统一思想	1. 市场工作会：肯定改革成效，坚持 “以消费者为中心”，构建 “立体协同的渠道生态”。 2. 业绩说明会：详解改革逻辑，明确代售模式属直销，向资本市场传递信心。	总结成果，凝聚共识，稳定渠道商信心，为改革纵深推进统一思想。
2026.05	巩固优化：运营协同	将 i 茅台 APP 线上开售时间推迟至晚上 8 点，与线下自营门店营业时间错峰，形成直营体系协同闭环。	优化消费者体验，提升整体运营效率，避免内部流量竞争，形成 “线上 + 线下” 合力。
2026.07.13	阶段复盘：半年市场工作会	1. 召开茅台酒销售公司半年市场工作会，肯定上半年市场化改革成效； 2. 明确下半年四大工作方向：持续深化市场化改革、强化供应链协同、推进 i 茅台数字化升级、夯实运营保障； 3. 坚守 “以消费者为中心”，持续搭建立体协同渠道生态。	为下半年改革深化定调，渠道、价格、数字化三条主线持续推进，市场化改革延续常态化推进趋势。
2026.07.17	机制深化：飞天茅台第二轮调价	1.7 月 18 日零时正式执行调价：i 茅台飞天零售价自 1539 元上调至 1639 元 / 瓶；经销商出厂价由 1269 元上调至 1369 元 / 瓶； 2. 调价遵循市场化方案 “随行就市、平衡供需” 核心原则。	价格动态调整机制走向常态化；持续理顺厂商、渠道、终端价格梯度，收窄批价与官方定价价差，延续 3 月市场化定价改革思路。
2026.07. 下旬	运营分层：自营线上线下双零售价落地	1. 线下茅台自营门店飞天零售定价 1719 元 / 瓶，与 i 茅台 1639 元形成价差分层； 2. 现货库存优先倾斜 i 茅台平台，线下自营现货收紧，引导普通消费者线上申购。	构建自营渠道差异化运营体系：i 茅台作为普惠 C 端核心阵地，线下自营主打高端服务场景；规避内部渠道流量竞争，打造线上线下协同格局。
2026.08.08	渠道深化：自营店再调价 + 向普通散客开放	1. 全国42家自营店飞天茅台零售价由1719元上调至1753元/瓶（+34元，+2.0%），距上次调价不足半月。 2. 同期上调：五星茅台1743元、经典版马年生肖1951元、精品茅台2410元。 3. i茅台平台1639元/瓶维持不变，线上线下价差拉大至114元，创今年自营双渠道最大价差。 4. 自营店首次对普通散客开放直接购买，此前仅限特定客户/预约；部分门店补货中，现货紧张。	2026年以来第四次调价，半月内自营店连涨两次；线下自营店定位从"渠道补充"转向"价格锚+高端服务窗口"，通过价差引导普通消费者线上申购；向散客开放标志直营渠道真正触达C端，"以消费者为中心"改革实质性落地；加速回收渠道利润，压缩黄牛/二批商套利空间。

资料来源：贵州茅台官方公众号，茅台时空公众号，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 茅台增长模型：产品金字塔与数字化运营

01产品金字塔：分层驱动，构建健康利润结构



资料来源：贵州茅台官网，中信建投

构建“塔基飞天走量、塔腰非标利润、塔尖稀缺溢价”的金字塔产品体系。以飞天茅台为基座稳固市场流量，非标酒品为腰支撑利润超长板，精品/系列酒为尖刀创造极致溢价，形成了立体化“量价利”均衡发展的产品矩阵。

塔基·飞天

面向大众消费市场，承担品牌流量入口功能，是企业规模与营收的核心基本盘。

塔腰·精品

面向核心爱好者，以精品、生肖系列为代表，承接消费升级需求，平衡量价关系。

塔尖·稀缺

面向高净值藏家，年份酒与文化酒系列，极致稀缺性创造顶级溢价，是品牌高度与尊贵地位的象征。

02数字化核心：D2C数字化沉淀C端资产



资料来源：贵州茅台官网，中信建投

以i茅台APP为数字中枢，集销售、会员、文化传播、数据洞察于一体。截至2026年Q1，累计注册用户达9344.96万，构建起千万级私域用户资产。基于C端数据反哺生产、产品、定价和渠道决策，实现精准运营，并推行“代售制”，倒逼经销商转型。

- **全链路价值平台：**整合销售、会员、文化、数据等功能，重构渠道，打通数据链路。

酿造高品质生活

9344.96万

截至2026年Q1累计注册用户

千万级私域资产沉淀

建立用户画像与行为数据库，实现精准运营与服务，为品牌长期价值提供数据支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 产品金字塔：i茅台平台产品价格体系(2026年)

i茅台平台作为茅台价格体系市场化改革的核心窗口，其产品定价直接映射公司战略导向。2026年一系列官方提价动作，标志着茅台正式建立起更加灵活、贴合市场供需的动态价格调整机制。

核心单品：飞天茅台酒(500ml)

1639元/瓶

（线下自营门店定价 1753 元 / 瓶，形成线上线下自营价差分层运营）

自2026年3月31日起正式上调自营零售价，这是茅台八年来首次对该核心单品进行官方提价，夯实了其价格标杆地位。

精品茅台酒

2359元/瓶
2026年5月16日起执行上调

陈年茅台酒（15）

4279元/瓶
2026年5月16日起执行上调

丙午马年生肖酒珍享版

2699元/瓶
同步于5月价格调整窗口上调

战略系列酒产品

茅台1935:738元
茅台王子酒:258元

资料来源：茅台微信公众号，茅台时空，微酒，酒业家，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 产品金字塔：茅台酒核心单品定位与定价



01. 飞天茅台酒|品牌基石

面向最广泛消费群体，2026 年完成两轮调价：3 月出厂价上调至 1269 元、i 茅台零售价上调至 1539 元；7 月 i 茅台零售价进一步上调至 1639 元、同步上调经销商出厂价至 1369 元，直营店价格上涨至1753元并向消费者开放购买。持续缩小批价与官方定价价差，落地 “随行就市” 动态定价机制，牢牢掌握终端价格主导权。

02. 精品茅台酒|战略核心

定位： 承上启下的战略单品，连接飞天与年份酒，精准面向核心爱好者与资深饮家，构建产品矩阵的中坚力量。

定价与策略： 2026年5月提价至2359元/瓶。作为高毛利标杆产品，通过结构性提价拉升品牌整体盈利水平，巩固高端市场的价值锚点。

03. 生肖茅台酒|文化收藏

定位： 兼具饮用与收藏属性的文化IP产品，锁定高端礼品市场与资深收藏家，以生肖文化赋能实现产品价值的情感升华。

定价与策略： 丙午马年珍享版提价至2699元/瓶。利用“一年一生肖”的稀缺性营造高溢价空间，以文化附加值带动品牌资产长期增值。

核心逻辑：通过差异化单品的阶梯式提价与精准定位，构建从大众消费到文化收藏的完整价值闭环，实现品牌资产与商业利润的双重增长。

资料来源：茅台微信公众号，茅台时空，微酒，酒业家，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 产品金字塔：系列酒产品结构详解：「2+N」

在稳固茅台酒基本盘的同时，贵州茅台正着力构建清晰、强大的系列酒产品矩阵，以开拓更广阔的市场空间，打造增长第二曲线，形成层次分明、覆盖全面的产品布局体系。

“2”：两大全国性战略单品，筑牢增长根基

茅台1935：承接消费升级的次高端核心

定位500-1000元次高端价位段，目标是成为继飞天茅台后的又一全国性大单品。2026年公司将强化费用投入，使其成为新的业绩增长极，精准承接向上升级的消费需求。

茅台王子酒：深耕大众市场的品牌基石

扎根100-300元大众消费市场，作为茅台品牌的入门级标杆产品，持续巩固大众份额，扩大品牌影响力与市场覆盖面，夯实品牌的群众基础与市场基本盘。

“N”：特色化布局，完善细分矩阵

围绕汉酱、贵州大曲、茅台迎宾酒等优势产品进行差异化定位，填补各细分价位与场景空白，形成“高端有标杆、大众有覆盖、细分有特色”的完整产品生态，满足多元消费需求。

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 数字化运营：i茅台年初至今动作不断，加速向C

发布时间	数据节点	关键数据	数据来源
2026年1月1日	飞天茅台正式上线i茅台	53% vol500ml飞天茅台酒以1499元/瓶官方指导价登陆i茅台平台	i茅台官方公告
2026年1月3日	限购规则优化	单人单日限购从12瓶下调至6瓶；申购成功率由约6%提升至12%	i茅台官方公告
2026年1月	1月投放量数据	53度飞天茅台投放约572万瓶（2860吨）；日均投放约21.4万瓶	i茅台官方数据
2026年2月2日	2026年1月运营成绩单	月活跃用户（MAU）突破1531万；新注册用户达628万；平台成交订单数超过212万笔；飞天茅台成交订单超过143万笔	i茅台官方发布
2026年2月2日	1月风控数据	平台系统成功拦截各类异常抢购行为5.4亿次	小茅i茅台微信公众号
2026年3月28日	一季度运营快报	一季度新增用户近1400万；成交用户超398万	i茅台官微发布
2026年3月31日	飞天茅台价格调整	53% vol500ml飞天茅台酒售价由1499元/瓶上调至1539元/瓶	i茅台App同步调整
2026年4月25日	2026年一季度财报	i茅台实现销售收入215.53亿元，同比增长267.16%	贵州茅台一季报
2026年4月25日	Q1产品销售明细	茅台酒营收460.05亿元，销量1.68万吨，吨价同比上涨约4%	贵州茅台一季报
2026年4月25日	Q1渠道占比精确数据	直销渠道营收占比达54.75%，首次超过批发渠道	贵州茅台一季报
2026年4月25日	渠道结构变革	Q1直销营收占比超越批发渠道；一季度净减255家经销商	贵州茅台一季报
2026年5月19日	i茅台上线四周年	平台运营四周年纪念	i茅台品牌节活动
2026年5月19日	i茅台四周年品牌节	上线四款新品（含12999元30年陈年茅台）；开售即全线秒空；开启18天品牌狂欢活动	i茅台官方活动
2026年6月11日	截至5月31日运营数据（股东大会）	2026年新增注册用户约1667万人；累计注册用户达9615万人；平均月活约956万人；成交订单约713万笔	贵州茅台2025年度股东大会 - 王莉披露
2026年6月11日	截至6月最新运营数据	累计注册用户达9643万人；2026年累计新增用户1696万人；累计成交订单超过700万笔	贵州茅台2025年度股东大会 - 陈华披露
2026年7月17日	飞天茅台第二轮调价	7月18日零时起执行：i茅台53% vol500ml飞天零售价由1539元上调至1639元；经销商出厂价上调至1369元	i茅台官方调价公告
2026年8月8日	自营店再调价 + 向普通散客开放	全国42家自营店飞天茅台零售价由1719元上调至1753元/瓶（+34元，距上次调价不足半月）；五星茅台1743元、经典版马年生肖1951元、精品茅台2410元同步上调；i茅台维持1639元不变，线上线下价差扩至114元（创今年自营双渠道最大价差）；自营店首次对普通散客开放直接购买，部分门店补货中、现货紧张	线下门店挂牌、媒体调研（中国商报、澎湃新闻、钱江晚报等）

资料来源：详见表格最后一列，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 数字化运营：i茅台APP2026年核心数据披露

i茅台已从单一的线上预约平台，成功转型为贵州茅台最重要的数字化资产，更成为驱动公司业绩高速增长的核心引擎，展现出强大的商业价值。



i茅台APP界面示意：构建线上一体化服务生态

01/核心财务贡献(2026Q1)

215.53亿元
酒类不含税收入，营收规模创新高

39.4%
占公司总营收比重，跃升第一大渠道

267%+
同比增速，展现强劲的销售爆发力

02/用户规模与活跃度(截至2026.05.31)

9615万
累计注册用户，构筑庞大私域流量池

1667万
年内新增用户，用户粘性持续增强

956万
月活跃用户(MAU)，活跃度稳居高位

资料来源：茅台微信公众号，茅台时空，微酒，酒业家，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

4.3 茅台改革成效：期待业绩与估值的双重提升



54.7%

营收结构优化：2026年Q1直销收入占比达54.7%，历史性超越经销渠道，标志着C端驱动格局正式确立。

01/经营数据持续向好，基本面稳健夯实

私域用户池爆发

i茅台累计注册用户近亿，成为白酒行业最大私域用户池，为精准营销和用户运营奠定坚实基础。

定价权强势回归

通过直营体系和市场化调节，飞天批价稳定回升，渠道乱象得到遏制，定价权彻底回归品牌方。

真实消费需求激活

C端直连有效激活了真实消费需求，开瓶率显著提高，企业发展摆脱了对渠道囤货的依赖，增长更加健康。

渠道结构持续优化

大力发展直营渠道，同时推动传统经销商向品牌服务商转型，构建了更加健康、高效的渠道生态。

价值与估值重构：形成“大众消费打底、高端需求托底”的金字塔客群结构，需求韧性增强。品牌从“白酒周期品”向“文化符号+生活方式”的全球高端消费品定位迈进，估值逻辑从“周期股”切换为“全球顶级高端消费成长股”，估值中枢稳步上移。

资料来源：茅台微信公众号，茅台时空，微酒，酒业家，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

4.3 茅台改革成效①：经营数据持续向好

茅台的C端转型带来了经营层面的显著改善，成功构建了以用户为核心的增长模式，企业基本面变得空前扎实，发展动能实现根本性转换。



营收结构根本性优化

2026年Q1直销收入占比达54.7%，历史性超越经销渠道。这标志着茅台从“渠道驱动”正式转向“C端驱动”，利润空间与抗风险能力大幅提升。

构建行业最大私域池

i茅台平台累计注册用户逼近亿级规模，沉淀了海量真实消费数据。这为精准营销、用户生命周期运营及新品推广提供了坚实的数字资产支撑。

品牌定价权彻底回归

通过直营体系主导与市场化调节机制，飞天茅台批价企稳回升，终端渠道乱象得到有效遏制。品牌方重新掌握了价格主导权，市场秩序更加规范。

真实消费需求全面激活

C端直连模式有效穿透了中间流通环节，产品直接到达消费者手中，开瓶率显著提高。企业发展摆脱了对渠道囤货的依赖，增长根基更加健康可持续。

资料来源：茅台微信公众号，茅台时空，微酒，酒业家，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

4.3 茅台改革成效②：价值与估值重构

C端转型不仅改善了短期经营数据，更从根本上重构了茅台的品牌内核与市场估值逻辑，使其从传统的周期型资产，蜕变为具备长期成长性的全球顶级消费品牌资产。

01. 客群价值扩容：构建金字塔式稳固结构

成功形成“大众消费打底、高端需求托底”的客群格局，极大增强了需求韧性，摆脱了对单一政务消费的依赖，为业绩增长提供了可持续的底层支撑。

02. 品牌价值升级：迈向全球高端文化符号

品牌形象完成从单纯“白酒周期品”到“文化符号+生活方式”的跃迁，以国潮与高端社交属性切入全球奢侈品赛道，打开了品牌溢价的全新空间。

核心逻辑：市场估值逻辑正从传统的“周期股”，逐步切换为拥有高价值用户资产的“全球顶级高端消费成长股”，估值中枢具备稳步上移的坚实基础。

下载日志已记录，仅供内部参考

PART5

投资建议：首推茅台，估值向国际核心消费品品牌靠近

下载日志已记录，仅供内部参考

5.1 分红端：25年白酒企业分红率普遍提升，部分头部酒企股息率大于等于4%

- **25年大多数白酒企业提升分红率，部分头部酒企股息率高于4%。**25年共有11家酒企提升年度分红率，共有9家酒企的分红率高于60%、14家酒企分红率高于40%，目前泸州老窖、五粮液股息率高于6%，山西汾酒股息率约5%，古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、贵州茅台股息率大于等于4%，头部酒企股息率具性价比。此外，以五粮液为代表的酒企推出大额回购方案，五粮液拟回购股份80-100亿元，若考虑分红+回购，五粮液的股息率+回购收益率达9%。

图表：25年11家白酒企业现金分红比例提升（亿元，yoy单位为%）

证券简称	2025年度现金分红比例(已宣告)	2024年度现金分红比例(已宣告)	yoy
五粮液	223.51	70.01	153.50
伊力特	94.03	74.50	19.53
迎驾贡酒	60.43	46.35	14.09
今世缘	57.46	43.85	13.61
泸州老窖	78.48	65.00	13.48
古井贡酒	65.53	57.49	8.05
金徽酒	70.10	64.00	6.10
天佑德酒	55.73	50.33	5.40
山西汾酒	65.35	60.39	4.96
舍得酒业	45.67	40.91	4.77
贵州茅台	79.00	75.00	4.00
口子窖	44.31	47.01	-2.70
洋河股份	100.38	104.90	-4.52
水井坊	30.45	35.06	-4.61
老白干酒	42.57	63.92	-21.35
酒鬼酒	-287.11	1,560.50	-1,847.61

图表：部分酒企股息率大于等于4%（亿元）

证券代码	证券简称	2025年度累计分红总额(已宣告)	总市值2	股息率
000568.SZ	泸州老窖	85.00	1,330.64	6.4%
000858.SZ	五粮液	200.14	3,237.65	6.2%
600809.SH	山西汾酒	80.03	1,563.14	5.1%
000596.SZ	古井贡酒	23.26	501.59	4.6%
603198.SH	迎驾贡酒	12.00	300.40	4.0%
603369.SH	今世缘	14.96	373.54	4.0%
600519.SH	贵州茅台	650.33	16,371.07	4.0%
600197.SH	伊力特	2.03	60.42	3.4%
002304.SZ	洋河股份	22.14	686.79	3.2%
603919.SH	金徽酒	2.48	109.62	2.3%
603589.SH	口子窖	2.98	132.30	2.3%
600559.SH	老白干酒	1.83	120.20	1.5%
600779.SH	水井坊	1.24	164.39	0.8%
600702.SH	舍得酒业	1.02	147.48	0.7%
000799.SZ	酒鬼酒	0.97	147.19	0.7%
002646.SZ	天佑德酒	0.02	37.51	0.1%

资料来源：公司公告，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

5.2 估值端：茅台有望向20-25x以上修复，引领白酒板块估值重塑

- **25年6月至今茅台PE估值稳定在20x上下，我们认为主要系市场对茅台有以下担忧：1）批价担忧：**受禁酒令影响，25年6月后高端酒需求大幅减少，茅台批价自2000元跌至1500元，市场对批价仍存担忧。**2）业绩担忧：**由于外部环境承压，市场对高端白酒消费需求持续性存疑，担忧茅台的业绩增长不可持续。**3）政策风险担忧：**长期以来，针对“三公消费”、“禁酒令”等相关政策的讨论，始终影响资本市场对行业的整体估值预期。
- **我们认为伴随茅台全面向C端市场化改革成效显现，26年下半年茅台批价或超预期、茅台中长期业绩增长的置信度有望提升，叠加高分红下的高股息，茅台估值有望向25x以上修复，带动白酒板块整体估值重塑。**茅台25x以上估值合理性分析伴随下半年茅台全面向C成效显现，凭借强品牌力，茅台估值有望向上进行修复。

图表：25年6月以来茅台PE稳定在20x



资料来源：wind，中信建投

茅台的估值提升路径

1. **深化品牌叙事：**从“酒文化”向“高端生活方式”延展，丰富溢价逻辑。
2. **强化DTC能力：**扩大直营渠道占比，掌握消费者数据与关系。
3. **稳步推进国际化：**加速从“中国的国酒”向“世界的茅台”转型。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

需求复苏不及预期，近年受宏观环境等因素影响经济增长有所降速，国民收入增长亦受到影响，未来中短期居民收入增速恢复节奏和消费力的提升节奏可能不及预期；

白酒库存去化不及预期，当下白酒正处于去库存阶段，酒企业绩下滑以提升渠道健康度，若动销复苏不及预期，库存见底时间将延后，行业周期拐点延长。

高端需求持续不景气，高端价格将会承压。

食品安全风险，近年来食品安全问题始终是消费者的关注热点，产业链企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险；

政策风险，白酒消费税、监管政策或调整，或将压制行业盈利水平，另外政策对于官员饮酒有较强限制，或影响白酒消费基础。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

杨骥

中信建投证券大消费组长兼食饮行业首席分析师，13年产业工作经验、6年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024年带队荣获9项最佳分析师大奖，2022—2024年连续三年新财富入围团队，Wind金牌分析师2023年第一名、2024年第二名，22、23、24新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024年金牛奖第三名、2024年21世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024上证报最佳分析师、2022—2024年东方choice最佳分析师等。

刘瑞宇

香港大学硕士，2022年2月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒等。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：(8610)8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：(8621)6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk

中信建投证券 CHINA SECURITIES