仅供内部参考，请勿外传！

贵州茅台：双锚定价筑稳价体系，渠道再平衡提盈利

贵州茅台（600519.SH）
白酒Ⅱ

证券研究报告/公司研究简报

2026 年 08 月 14 日

评级：　买入（维持）

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email：hect@zts.com.cn

分析师：田海川

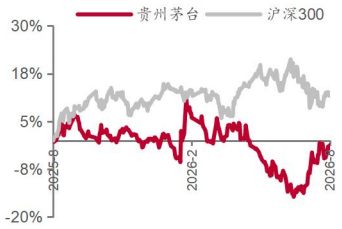
执业证书编号：S0740524120002

Email：tianhc@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,250.08
流通股本(百万股)	1,250.08
市价(元)	1,355.29
市值(百万元)	1,694,223.09
流通市值(百万元)	1,694,223.09

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1、《贵州茅台：飞天再度提价，强化市场信心》2026-07-19
2、《贵州茅台：一季度业绩符合预期，渠道改革打开新局面》2026-04-26
3、《贵州茅台：四季度主动出清，全年韧性依旧》2026-04-20

公司盈利预测及估值

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	174,144	172,054	183,702	188,744	194,897
增长率 yoy%	18%	-1%	7%	3%	3%
归母净利润（百万元）	86,228	82,320	88,721	93,302	95,767
增长率 yoy%	15%	-5%	8%	5%	3%
每股收益（元）	68.98	65.85	70.97	74.64	76.61
每股现金流量	73.97	49.21	63.23	70.78	72.38
净资产收益率	37%	34%	31%	29%	28%
P/E	19.6	20.6	17.7	16.8	16.4
P/B	7.3	6.9	5.7	5.2	4.8

备注：股价截止自2026 年 08 月 13 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- **双锚点定价机制带来更强的稳价预期。**2026 年 8 月 8 日，茅台线下自营门店完成新一轮调价，飞天、五星、马年生肖、精品茅台自营零售价分别上调至 1753 元/瓶、1743 元/瓶、1951 元/瓶、2410 元/瓶，正式形成 i 茅台线上、线下自营店双价格体系，并落地批价与终端成交价双锚点定价机制。本次调价并非简单终端涨价，而是公司稳价管理、渠道结构优化、旺季需求刺激多重战略协同举措，短期拉动旺季动销，中长期强化价格管控、提升盈利与渠道话语权。
- **双价格体系通过分层匹配消费需求，区分差异化价值与服务。**i 茅台 1639 元定价面向价格敏感、可接受抢购等待与不确定性的客群；自营店溢价对应即时提货、保真、线下体验等增值服务，承接宴请、送礼等时效要求高的消费场景，解决单一指导价无法适配多元消费的痛点。配套的双锚点机制构建长效稳价框架：一是 i 茅台价格直接挂钩流通批价，2026 年平台售价随市场供需动态调整，持续收窄官方价与批发价剪刀差，成为反映市场流通行情的“温度计”；二是自营店 1753 元锚定终端真实成交价，充当市场价格“稳定器”，双向夹持流通批价，平抑价格波动效果显著优于过往单一指导价模式。
- **淡季尾声主动提价，依托“买涨不买跌”心理前置释放旺季需求。**白酒批价与市场情绪高度相关，价格下行预期易引发经销商与消费者观望，压制节前备货。本次官方涨价向市场传递价格底部确认信号，消除悲观预期，刺激观望客群集中采购。中秋、国庆礼赠需求存在刚性时间窗口，涨价制造短期采购紧迫感，推动潜在需求提前落地，无需大幅放量即可改善终端动销，形成预期回暖、成交增长、批价走强的正向循环。
- **调价核心目标之一是推动直销渠道再平衡。**2026 年一季度公司直营收入 295.04 亿元，同比增 27.06%；其中 i 茅台收入 215.53 亿元，同比大涨 267.16%，占直营总收入 73.05%，线下自营渠道占比仅 26.95%，直营增量高度依赖线上。飞天线上线下 114 元价差，自然引导消费者流向 i 茅台，持续提升平台活跃度与直营销售占比。扩大直营规模可直接沉淀终端消费数据、减少分销环节增厚吨酒利润，同时依托真实成交数据打破传统渠道信息壁垒，巩固公司终端管控主动权。自营提价是表层信号，引导 i 茅台放量、提升直营占比才是长期战略核心。
- 盈利预测及投资建议：维持“买入”评级。考虑到公司对于飞天茅台的销售合同价及自营体系零售价进行提价，对于 26 年收入及利润均有影响，同时考虑到公司 26 年一季报表现，我们维持盈利预测。预计公司 2026-2028 年营收分别为 1837.02/1887.44/1948.97 亿元，同比增长 7%/3%/3%；净利润分别为 887.21/933.02/957.67 亿元，同比增长 8%/5%/3%；对应 EPS 分别为 70.97/74.64/76.61 元，对应 2026-2028 年 PE 分别为 18/17/16 倍，重点推荐。
- 风险提示：白酒行业竞争加剧、食品品质事故、研报信息更新不及时的风险。

仅供内部参考，请勿外传！

内容目录

双锚点定价机制带来更强的稳价预期 3
双价格体系本质为不同级别的“价值与服务”组合 3
双锚点定价机制：批价与成交价的双重锚定 3
市场指引为 i 茅台引流，直销渠道战略再平衡 4
市场指引效应与“买涨不买跌”的心理博弈 4
为 i 茅台渠道引流，直销渠道战略再平衡 4
盈利预测与投资建议 5

图表目录

图表 1： 茅台自营渠道双价格提质（元/瓶） 3
图表 2： 26 年以来飞天批价与官方指导价格走势 4
图表 3： 26Q1 直营渠道结构占比（%） 5

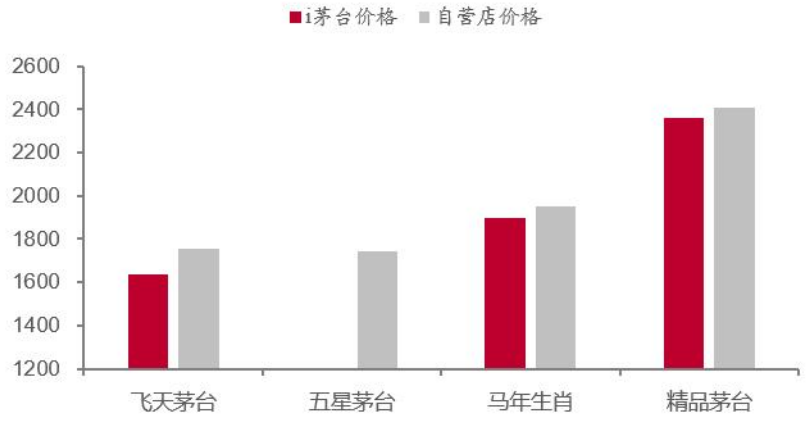
仅供内部参考，请勿外传！

双锚点定价机制带来更强的稳价预期

双价格体系本质为不同级别的“价值与服务”组合

- 8 月 8 日茅台线下自营体系正式落地新一轮提价，其中飞天茅台零售价上调至 1753 元/瓶，五星茅台 1743 元/瓶，马年生肖 1951 元/瓶，精品茅台 2410 元/瓶，提价后茅台自营体系正式实行双价格体系。

图表 1：茅台自营渠道双价格提质（元/瓶）



来源：茅粉圈，中泰证券研究所

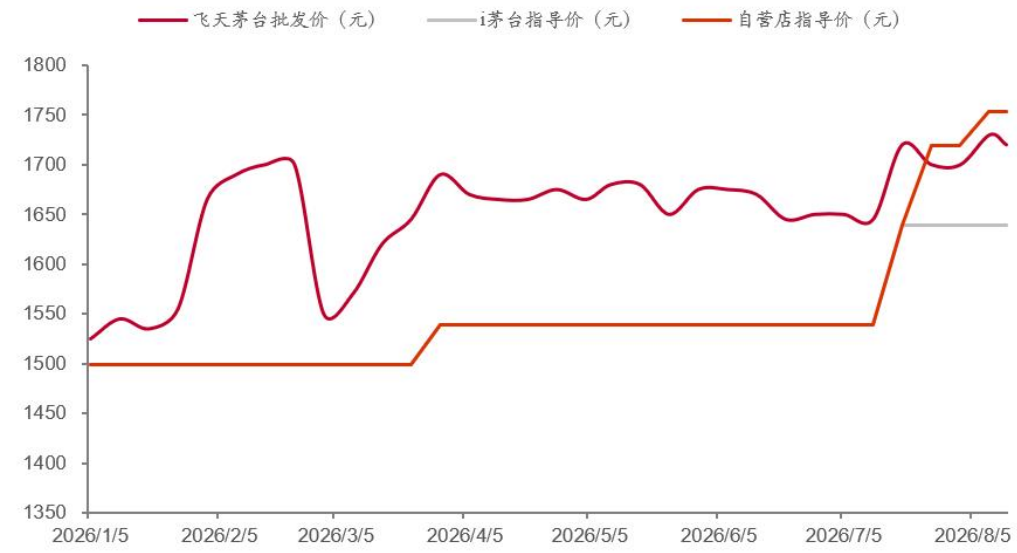
- 我们认为此次的提价主要系将原本被“单一指导价”模糊掉的渠道服务价值和消费者偏好显性分级，针对不同消费群体的偏好设定两层不同级别的“价值与服务”组合。
- 对于 i 茅台渠道而言，消费者以更低的价格获得官方正品，代价是参与抢购的时间成本与能否购买的不确定性，对应的更多是以时间换价格的置换，而对于消费客群而言，更适合承接价格敏感、时间充沛、可接受不确定性的客群。
- 自营店渠道中，消费者用更高的价格购买了“随时能买、买到即真、线下即取”的服务溢价，承接对于便利性、确定性、保真要求度更高的客群，满足宴请、送礼、应急等时效性敏感场景。

双锚点定价机制：批价与成交价的双重锚定

- 锚点一：i 茅台 1639 元与渠道批价直接挂钩。
  - 过去来看，飞天茅台的指导价长期偏离实际批发价，官方指导价格的意义不大，渠道利润提升带来的渠道不透明化。而随着 26 年以来 i 茅台官方渠道上线飞天茅台，以及指导价格的不断调整，飞天茅台的指导价格逐渐贴近于真实市场，指导价与批价之间的“剪刀差”被显著收窄，官方价格的指引力与公信力随之加强。
  - i 茅台作为官方数字平台，其定价直接挂钩渠道批价，26 年以来 i 茅台渠道多次提价，说明茅台酒价格动态调整机制已经深入运行，未来价格调整或将更贴近于市场供需变化。截止到 8 月 7 日线下自营体系调价前，根据今日酒价数据，飞天茅台的散瓶批发价为 1700 元/瓶，我们认为 i 茅台价格随批价浮动，灵敏反应供需，让官方电商价实时映射真实流通价，成为批价的“温度计/影子指标”。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 2：26 年以来飞天批价与官方指导价格走势



来源：今日酒价，中泰证券研究所

- 锚点二：自营店 1753 元与消费者真实成交价格挂钩。
  - 我们认为当前无论是 i 茅台指导价格与自营店指导价格均与真实市场行为挂钩，i 茅台平台负责灵敏反应，而自营店负责托底承接。茅台自营店作为高端体验终端，定价锚定消费者真实成交价，充当价格的“稳定器”。让官方价格体系重新成为价格发现与预期管理的核心。
  - 而双锚点定价体系背后对于批价则是有更强的管理作用，通过双锚点“夹”住批价，显著收窄指导价与批价之间的剪刀差，稳价效果预计将强于单一指导价。

市场指引为 i 茅台引流，直销渠道战略再平衡

市场指引效应与“买涨不买跌”的心理博弈

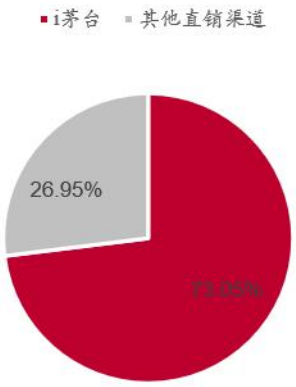
- 对于白酒消费而言，批价与市场情绪长期保持一致。当批价回落时市场情绪一度偏谨慎，部分消费者与经销商采取“观望”策略，在消费旺季反而压制了节前备货的动销。
- 消费者在备货前存在典型的“买涨不买跌”的心理，价格上涨预期会催化即时购买与囤货需求，而价格下跌预期将诱发延迟消费。站在当前时间点来看，二季度与三季度初作为传统白酒消费淡季尾声，以及三季度末为传统消费旺季的前夕，公司在当前时间点主动提价，有助于把持币观望的需求转换为真实成交，尤其是能够激活对于价格敏感、但受预期驱动的中高端自饮和礼赠人群。
- 当官方释放涨价信号，市场会将其解读为“底部确认”，进而提前入场，买盘涌入又反过来支撑批价，使预期兑现。茅台的礼品属性进一步放大了这一效应—中秋、国庆的礼赠需求具有刚性时间窗口，收礼方与送礼方都更关心“到时候是否买得到、是否更贵”，官方提价等于为旺季礼赠需求提供了“现在买更划算”的紧迫感。换言之，涨价本身未必带来多少增量投放，但它制造的价格预期，足以撬动原本观望的确定性需求在旺季前集中释放。

为 i 茅台渠道引流，直销渠道战略再平衡

- 从直营渠道结构来看，2026 年一季度，公司直营渠道销售收入 295.04 亿元，同比提升 27.06%，其中 i 茅台渠道实现收入 215.53 亿元，同比提升 267.16%，i 茅台渠道收入占据公司整体直营渠道的 73.05%，整体来看我们认为目前 i 茅台渠道已经承接公司直营渠道中绝大多数增量。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 3：26Q1 直营渠道结构占比（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

- 而对比 i 茅台渠道与自营店渠道中飞天茅台 114 元的价差，在客观上形成对于 i 茅台的引流效应，理性消费者会优先选择价格更低、同为官方正品的 i 茅台平台购买，从而提升 i 茅台的活跃客户、订单量与直营比例。
- 而提升直营比例对于公司而言具备多重战略价值：(1) 掌握终端消费者数据与复购行为，强化用户运营；(2) 减少中间环节、提升吨酒利润；(3) 以平台真实成交价反哺批价管理，削弱传统渠道的信息不对称。
- 考虑到公司一季度 i 茅台渠道占比，自营店提价目的在于在“增量有限”的背景下，把需求引导至 i 茅台，既稳价又增利，是性价比极高的渠道再平衡。总体而言，我们认为自营店提价是“前台信号”，i 茅台放量才是“后台目的”，共同服务与直销占比提升与渠道主动权回收的长期战略。

盈利预测与投资建议

- 盈利预测及投资建议：维持“买入”评级。考虑到公司对于飞天茅台的销售合同价及自营体系零售价进行提价，对于 26 年收入及利润均有影响，同时考虑到公司 26 年一季报表现，我们维持盈利预测。预计公司 2026-2028 年营收分别为 1837.02/1887.44/1948.97 亿元，同比增长 7%/3%/3%；净利润分别为 887.21/933.02/957.67 亿元，同比增长 8%/5%/3%；对应 EPS 分别为 70.97/74.64/76.61 元，对应 2026-2028 年 PE 分别为 18/17/16 倍，重点推荐。
- 风险提示：白酒行业竞争加剧、食品品质事故、研报信息更新不及时的风险。

仅供内部参考，请勿外传！

盈利预测表

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	51,691	76,321	100,425	122,899
应收票据	0	0	0	0
应收账款	3	3	3	3
预付账款	7	7	8	9
存货	61,427	69,098	73,874	78,985
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	139,391	148,828	152,913	157,898
流动资产合计	252,519	294,257	327,223	359,793
其他长期投资	3	3	3	3
长期股权投资	147	147	147	147
固定资产	22,488	20,979	19,658	18,510
在建工程	2,472	2,572	2,572	2,472
无形资产	8,686	7,942	7,273	6,671
其他非流动资产	17,520	17,497	17,478	17,464
非流动资产合计	51,316	49,140	47,131	45,266
资产合计	**303,835**	**343,397**	**374,354**	**405,060**
短期借款	0	97	226	335
应付票据	0	0	0	0
应付账款	4,007	4,508	4,819	5,153
预收款项	0	0	0	0
合同负债	8,007	8,549	8,783	9,070
其他应付款	5,298	5,298	5,298	5,298
一年内到期的非流动负债	44	44	44	44
其他流动负债	32,254	35,205	36,351	38,122
流动负债合计	49,610	53,700	55,522	58,022
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	265	265	265	265
非流动负债合计	265	265	265	265
负债合计	**49,876**	**53,966**	**55,787**	**58,287**
归属母公司所有者权益	244,638	277,009	302,882	327,739
少数股东权益	9,321	12,423	15,685	19,033
所有者权益合计	**253,959**	**289,432**	**318,567**	**346,772**
负债和股东权益	**303,835**	**343,397**	**374,354**	**405,060**

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**61,522**	**79,039**	**88,480**	**90,485**
现金收益	86,875	90,405	94,938	97,306
存货影响	-7,084	-7,670	-4,776	-5,111
经营性应收影响	2,021	-1	-1	-1
经营性应付影响	362	500	312	333
其他影响	-20,651	-4,195	-1,993	-2,043
投资活动现金流	**-31,642**	**-2,381**	**-1,310**	**-1,443**
资本支出	-2,978	-662	-618	-574
股权投资	-147	0	0	0
其他长期资产变化	-28,51	-1,719	-692	-869

利润表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**172,054**	**183,702**	**188,744**	**194,897**
营业成本	14,892	16,752	17,910	19,149
税金及附加	27,354	30,311	29,633	30,599
销售费用	7,253	9,185	7,927	8,186
管理费用	8,320	9,185	8,682	8,965
研发费用	190	203	209	215
财务费用	-3,855	-4,233	-4,233	-4,233
信用减值损失	17	11	11	11
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	76	76	76	76
投资收益	1	1	1	1
其他收益	29	29	29	29
营业利润	**118,025**	**122,418**	**128,735**	**132,135**
营业外收入	75	75	76	75
营业外支出	129	129	129	129
利润总额	**117,971**	**122,364**	**128,682**	**132,081**
所得税	29,445	30,541	32,119	32,967
净利润	**88,526**	**91,823**	**96,563**	**99,114**
少数股东损益	2,990	3,102	3,262	3,348
归属母公司净利润	**82,320**	**88,721**	**93,302**	**95,767**
NOPLAT	85,633	88,646	93,387	95,938
EPS（摊薄）	65.85	70.97	74.64	76.61

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	-1.2%	6.8%	2.7%	3.3%
EBIT 增长率	-3.5%	3.5%	5.3%	2.7%
归母公司净利润增长率	-4.5%	7.8%	5.2%	2.6%
获利能力				
毛利率	91.3%	90.9%	90.5%	90.2%
净利率	51.5%	50.0%	51.2%	50.9%
ROE	33.7%	30.7%	29.3%	27.6%
ROIC	54.4%	48.5%	45.8%	42.7%
偿债能力				
资产负债率	16.4%	15.7%	14.9%	14.4%
债务权益比	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
流动比率	5	5.5	5.9	6.2
速动比率	3.9	4.2	4.6	4.8
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	0	0	0	0
应付账款周转天数	91	91	94	94
存货周转天数	1,399	1,403	1,437	1,437
每股指标（元）				
每股收益	65.85	70.97	74.64	76.61
每股经营现金流	49.21	63.23	70.78	72.38

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传！

	7								
融资活动现金流	**-73,427**	**-52,027**	**-63,066**	**-66,568**	每股净资产	195.70	221.59	242.29	262.17
借款增加	-68	97	129	109	**估值比率**				
股利及利息支付	-67,242	-69,814	-73,417	-75,356	P/E	21	18	17	16
股东融资	0	0	0	0	P/B	7	6	5	5
其他影响	-6,117	17,690	10,222	8,679	EV/EBITDA	25	24	23	23

来源：WIND，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。