

贵州茅台(600519)

报告日期: 2026年04月25日

## 业绩符合预期, Q1 正增或有效提振市场信心

### ——贵州茅台 26Q1 财报点评

#### 投资要点

- **事件:** 26Q1 公司收入/归母净利润/扣非净利润分别 547.03/272.43/272.40 亿元 (同比 +6.34%/+1.47%/+1.45%), 业绩基本符合预期。茅台 Q1 业绩正增为积极信号, 或有效提振板块信心。
- 飞天放量贡献业绩, 系列酒收入占比整体略增
- 26Q1 茅台酒/系列酒营收 460.05/78.81 亿元 (同比+5.62%/+12.22%), 茅台酒收入占比同比-0.74pct 至 85.37%。茅台酒: 26Q1 茅台酒量/价同比+21.82%/-13.30%。茅台酒内部产品结构下行影响盈利端表现。①量增主因飞天放量: 预计 26Q1 i 茅台新增销售>5000-6000t 飞天(i 茅台 Q1 收入同比+267.2%至 215.5 亿元), 同时经销渠道(主为飞天)发货进度同比快, 预计飞天同比增幅超 50%+; ②价同比下降主因: 26Q1 非标因渠道模式调整大幅缩量&降价。系列酒: 26Q1 系列酒量/价同比+26.61%/-11.36%。受益于 25Q4 调整去库存, 1935 等春节动销双位数增长推动系列酒量增, 出厂价下行使得价降。③当前批价: 目前飞天散装/原箱/精品批价 1620/1670/2315 元, 近期批价小幅回升。
- **直销占比达 55%, i 茅台表现符合预期。**  
26Q1 直销/批发营收同比+27.06%/-10.88%至 295.04/243.82 亿元, 直销占比同比+8.84pct 突破 54.7%: ①批发占比下降主因非标配额取消; ②“i 茅台”不含税收入 215.53 亿元 (同比+267.16%), 表现符合预期; ③非 i 茅台直营部分收入同比-54%, 主因计划外非标配额减少等。分区域看, 26Q1 国内/国外营收 537.34/1.52 亿元 (同比+8.64%/-86.41%), 报告期内国内净-255 个系列酒经销商。
- **结构调整叠加税金拖累盈利, 现金流表现亮眼**  
26Q1 毛利率/净利率同比-2.21/-2.67pct 至 89.76%/52.22%: ①毛利率下滑主因飞天占茅台酒比例提升叠加系列酒收入占比提升; ②净利率下滑幅度略大主因费率提升: 税金及附加率/销售费用/管理费用/财务费用率同比+1.11/+0.03/-0.34/+0.34pct 至 15.04%/2.94%/3.39%/-0.21%, 其中税金提升主因去年同期低基数。另外, 26Q1 经营现金流净额 269.10 亿元 (同比+205.48%), 主因茅台集团财务公司不可随时支取的同业存款净增加额减少; 销售回款 563.93 亿元 (同比+0.44%); 合同负债 30.27 亿元 (同比/环比-57.61/-49.80 亿元)。
- **投资建议**  
3.30 公司官宣飞天出厂/零售价分别较此前+8.9/+2.7%+当前经销渠道发货进度顺利(已回款 40-45%)+4.9 非标代售全面开启后非标加速出货等均直接利好 26Q2 业绩(包括利润率表现), 茅台营销改革仍在进行, 全年业绩确定性较强。我们预计 2026-2028 年收入分别为 1721/1806/1897 亿元, 同比增长 5%/5%/5%;实现归母净利润 864/908/953 亿元, 同比增长 5%/5%/5%, 对应 PE 为 21/20/19 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 消费恢复不及预期; 市场竞争加剧; 市场拓展不及预期等。

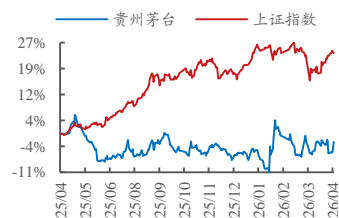
#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 张潇倩  
 执业证书号: S1230526010001  
 zhangxiaolian01@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价 ¥1,458.49  
 总市值(百万元) 1,826,423.59  
 总股本(百万股) 1,252.27

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《轻装上阵, 营销改革下看好 26 年》 2026.04.19
- 2 《市场化改革破局, 真实需求重估》 2026.04.04
- 3 《公布市场化运营方案, 构建随行就市价格调整机制》 2026.01.14

#### 财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	172054.17	172054.17	180623.09	189675.81
(+/-) (%)	-1.20%	4.98%	5.01%	5.09%
归母净利润	82320.07	86433.15	90760.91	95305.76
(+/-) (%)	-4.53%	5.00%	5.01%	5.01%
每股收益(元)	65.74	69.02	72.48	76.11
P/E	22.19	21.13	20.12	19.16

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>252,519</b>	<b>345,467</b>	<b>438,443</b>	<b>533,210</b>
现金	51,691	135,558	222,367	318,035
交易性金融资产	0	216	155	124
应收账款	3	32	19	19
其它应收款	36	34	36	39
预付账款	7	27	23	21
存货	61,427	64,001	67,046	70,389
其他	139,355	145,598	148,797	144,584
<b>非流动资产</b>	<b>51,316</b>	<b>49,394</b>	<b>48,254</b>	<b>47,817</b>
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	147	49	65	87
固定资产	22,488	22,159	21,668	21,040
无形资产	8,686	8,975	8,929	8,859
在建工程	2,472	1,978	1,582	1,266
其他	17,523	16,234	16,009	16,565
<b>资产总计</b>	<b>303,835</b>	<b>394,861</b>	<b>486,697</b>	<b>581,028</b>
<b>流动负债</b>	<b>49,610</b>	<b>53,622</b>	<b>54,781</b>	<b>54,252</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	4,007	4,175	4,374	4,592
预收账款	0	0	0	0
其他	45,603	49,446	50,407	49,660
<b>非流动负债</b>	<b>265</b>	<b>343</b>	<b>342</b>	<b>316</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	265	343	342	316
<b>负债合计</b>	<b>49,876</b>	<b>53,964</b>	<b>55,123</b>	<b>54,568</b>
少数股东权益	9,321	12,461	15,758	19,220
归属母公司股东权益	<b>244,638</b>	<b>328,436</b>	<b>415,816</b>	<b>507,240</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>303,835</b>	<b>394,861</b>	<b>486,697</b>	<b>581,028</b>

### 利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>172,054</b>	<b>172,054</b>	<b>180,623</b>	<b>189,676</b>
营业成本	14,892	15,516	16,254	17,065
营业税金及附加	27,354	28,359	29,967	32,079
营业费用	7,253	6,204	6,701	7,433
管理费用	8,320	9,749	10,609	11,540
研发费用	190	205	221	226
财务费用	(815)	(1,402)	(1,582)	(1,650)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	76	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
其他经营收益	32	60	60	60
<b>营业利润</b>	<b>114,809</b>	<b>118,689</b>	<b>125,123</b>	<b>131,382</b>
营业外收支	(54)	(50)	(46)	(42)
<b>利润总额</b>	<b>114,755</b>	<b>118,639</b>	<b>125,077</b>	<b>131,340</b>
所得税	29,445	29,067	31,019	32,572
<b>净利润</b>	<b>85,310</b>	<b>89,573</b>	<b>94,058</b>	<b>98,768</b>
少数股东损益	2,990	3,140	3,297	3,462
<b>归属母公司净利润</b>	<b>82,320</b>	<b>86,433</b>	<b>90,761</b>	<b>95,306</b>
EBITDA	116,183	118,942	124,179	129,136
EPS (最新摊薄)	65.74	69.02	72.48	76.11

### 主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-1.20%	4.98%	5.01%	5.09%
营业利润	-4.08%	3.38%	5.42%	5.00%
归属母公司净利润	-4.53%	5.00%	5.01%	5.01%
<b>获利能力</b>				
毛利率	91.18%	91.25%	91.27%	91.28%
净利率	50.53%	50.54%	50.53%	50.49%
ROE	33.20%	29.06%	23.50%	19.90%
ROIC	34.60%	26.92%	22.12%	18.86%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	16.42%	13.67%	11.33%	9.39%
净负债比率	0.09%	0.13%	0.14%	0.12%
流动比率	5.09	6.44	8.00	9.83
速动比率	3.85	5.25	6.78	8.53
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.56	0.51	0.42	0.37
应收账款周转率	15645.30	10355.31	7365.55	10245.27
应付账款周转率	3.96	3.79	3.80	3.81
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	65.74	69.02	72.48	76.11
每股经营现金	49.13	68.99	71.38	78.85
每股净资产	195.36	262.27	332.05	405.06
<b>估值比率</b>				
P/E	22.19	21.13	20.12	19.16
P/B	7.47	5.56	4.39	3.60
EV/EBITDA	14.48	14.32	13.05	11.83

### 现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>61,522</b>	<b>86,391</b>	<b>89,386</b>	<b>98,740</b>
净利润	85,310	89,573	94,058	98,768
折旧摊销	2,204	1,705	1,784	1,846
财务费用	(815)	(1,402)	(1,582)	(1,650)
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	17,261	(2,307)	(2,029)	3,695
其它	(42,437)	(1,177)	(2,845)	(3,918)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(31,642)</b>	<b>(1,317)</b>	<b>(783)</b>	<b>(828)</b>
资本支出	(939)	(617)	(617)	(617)
长期投资	(143)	96	(17)	(21)
其他	(30,560)	(797)	(149)	(190)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(73,427)</b>	<b>(1,206)</b>	<b>(1,795)</b>	<b>(2,244)</b>
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(73,427)	(1,206)	(1,795)	(2,244)
<b>现金净增加额</b>	<b>(43,547)</b>	<b>83,868</b>	<b>86,809</b>	<b>95,668</b>

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>