

## 食品饮料

2026年04月26日

# 贵州茅台 (600519)

## —— 26Q1 点评：利润小幅增长 改革大步前行

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (维持)

**市场数据：** 2026年04月24日

收盘价(元)	1,458.49
一年内最高/最低(元)	1,645.00/1,322.01
市净率	7.5
股息率%(分红/股价)	3.54
流通A股市值(百万元)	1,826,424
上证指数/深证成指	4,079.90/14,940.30

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2026年03月31日

每股净资产(元)	216.32
资产负债率%	12.12
总股本/流通A股(百万)	1,252/1,252
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

《贵州茅台(600519)点评：25Q4释放压力，26年全面推进市场化转型》  
2026/04/17

《贵州茅台(600519)点评：代售政策落地 市场化改革持续推进》  
2026/03/16

### 证券分析师

吕昌 A0230516010001  
lvchang@swsresearch.com  
周缘 A0230519090004  
zhouyuan@swsresearch.com  
王子昂 A0230525040003  
wangza@swsresearch.com

### 联系人

王子昂 A0230525040003  
wangza@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

### 投资要点：

- **事件：**公司发布26年一季报，26Q1实现营业总收入547.0亿，同比增长6.3%，归母净利润272.4亿，同比增长1.5%，公司收入业绩基本符合预期。
- **投资评级与估值：**基本维持盈利预测，预计公司26-28年归母净利润分别855、938、1041亿，同比增长4%、10%、11%，当前市值对应PE估值分别为21x、19x、18x，维持“买入”评级。**2026年茅台的核心工作是市场化改革**，年初以来上线i茅台、落地代售政策、3月底500ml飞天提价。经过4个多月的推进，公司构建了清晰的金字塔形产品结构，销售渠道全面向C，动销和价格表现超年初预期。4月以来市场供求关系偏紧，价格稳步上行，目前飞天茅台散瓶批价1620元，整箱1670元，精品2315元，15年4240元，生肖1950元，次新酒批价亦明显上行。一季度公司收入增速接近我们预期，利润增速慢于收入，预计主要受个性化产品收入明显下降影响。一是个性化产品价格直接下调，二是Q1个性化产品通过i茅台和线下直营销售，销量少于去年同期。但需要看到，**1、个性化产品的价格下调是对今年的一次性影响**，预计个性化产品的价格长期将根据市场供需关系逐步回升；**2、一季度代售模式没有落地**，经销渠道没有个性化产品销售，这是公司为改革做准备，主动调整的结果，4月代售模式落地后，经销渠道个性化产品需求旺盛；**3、春节期间茅台需求供不应求**，需求未被完全满足，例如i茅台1月的月活用户超1531万，购买到的用户仅为145万，很多活跃用户未买到产品，线下部分经销商在春节前2周即申请提前执行3月配额，包装车间春节假期连续生产；**4、从行业周期角度，年初以来社会库存得到进一步去化**。因此，我们认为一季度报表增速只反应了供需关系的一部分，在目前的价格和产品定位下，真实的消费潜力和消费需求尚未被充分挖掘和满足。改革是不断探索和落地的过程，随着公司市场化改革的不断深入，在产品、渠道、场景、时间多维度实现供需适配后，相信未来的发展将逐步提速。
- **26Q1公司酒类营收538.9亿，同比增长6.5%**。26Q1茅台酒收入460亿，同比增长5.6%，预计26Q1伴随市场化改革，飞天提供主要增长动能。26Q1系列酒收入78.8亿，同比增长12.2%，系列酒增速快于茅台酒增速。26Q1批发渠道收入243.8亿，同比下降10.9%。26Q1直销渠道收入295.0亿，同比增长27.1%，占比为54.8%，同比提高8.8pct，其中，“i茅台”实现酒类不含税收入215.5亿，同比增长267.16%，占有销售比重比由25Q1的11.6%提升至26Q1的40%，非i茅台类直销下滑54.2%至80亿。渠道变革效果凸显。我们认为26Q1公司全面向C战略稳步推进，根据i茅台数据，26Q1i茅台新用户近1400万人，超过398万人进行了购买，如按照人均4瓶测算，销售量近7500吨（含茅台酒和系列酒）。i茅台通过高效运营提升了渠道效率，同时倒逼线下渠道改革，提升拓客能力和营销能力。

### 财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	172,054	54,703	180,647	195,144	214,627
同比增长率(%)	-1.2	6.3	5.0	8.0	10.0
归母净利润(百万元)	82,320	27,243	85,458	93,804	104,068
同比增长率(%)	-4.5	1.5	3.8	9.8	10.9
每股收益(元/股)	65.66	21.76	68.24	74.91	83.10
毛利率(%)	91.2	89.8	90.2	90.8	90.9
ROE(%)	33.6	10.1	32.2	32.2	33.0
市盈率	22		21	19	18

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

- 26Q1 归母净利率 49.8%，同比下降 2.4pct，净利率下降主因毛利率下滑所致。26Q1 毛利率 89.9%，同比下降 2.2pct；营业税金率 15%，同比提高 1.1pct；销售费用率 2.9%，同比提升 0.03pct；管理费用（含研发费用）率 3.5%，同比下降 0.29pct。
- 26Q1 公司经营性现金流净额（剔除金融业务）208.5 亿，同比下降 19.2%，25 年销售商品提供劳务收到的现金 563.9 亿，同比增长 0.4%，慢于营收增速，26Q1 未预收账款 34 亿，环比减少 56 亿，25Q1 未预收账款 98.8 亿，环比减少 9.37 亿，主因 i 茅台放量带来直营占比提高，线下经销商 26Q1 个性化产品未供货，销售模式与 25Q1 发生较大变化。
- **股价表现的催化剂：**需求改善超预期，产品提价。
- **核心假设风险：**经济下行影响白酒需求，食品安全事件。

## 财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	174,144	172,054	180,647	195,144	214,627
其中：营业收入	170,899	168,838	177,271	191,598	210,904
减：营业成本	13,789	14,892	17,408	17,701	19,121
减：税金及附加	26,926	27,354	28,720	30,833	33,911
主营业务利润	130,184	126,592	131,143	143,064	157,872
减：销售费用	5,639	7,253	6,955	7,415	7,834
减：管理费用	9,316	8,320	8,852	9,016	9,444
减：研发费用	218	190	205	227	244
减：财务费用	-1,470	-815	-819	-1,030	-1,232
经营性利润	116,481	111,644	115,950	127,436	141,582
加：信用减值损失 (损失以“-”填列)	-23	17	0	0	0
加：资产减值损失 (损失以“-”填列)	0	0	0	0	0
加：投资收益及其他	30	30	29	27	29
营业利润	119,689	114,809	119,177	130,816	145,123
加：营业外净收入	-50	-54	-47	-52	-50
利润总额	119,639	114,755	119,130	130,764	145,073
减：所得税	30,304	29,445	30,567	33,553	37,224
净利润	89,335	85,310	88,563	97,211	107,849
少数股东损益	3,107	2,990	3,104	3,407	3,780
归属于母公司所有者的净利润	86,228	82,320	85,458	93,804	104,068

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。