



贵州茅台 (600519.SH)

买入 (维持评级)

新篇已至，价值新生

投资要点:

► **事件:** 公司发布 2026 年一季度报告, 2026 年一季度公司实现营业总收入 547.03 亿元, 同比+6.34%; 营业收入 539.09 亿元, 同比+6.54%; 实现归母净利润 272.43 亿元, 同比+1.47%; 实现扣非归母净利润 272.40 亿元, 同比+1.45%; 经营性现金流净额 269.10 亿元, 同比+205.48%。

► **新篇已至, 不失本色。** 26Q1 是公司开启市场化改革的第一个完整季度, 在非标品未导入传统渠道的背景下, 茅台酒依然实现了正增长: 收入 460.05 亿元, 同比+5.62%, 预计 53 度飞天茅台量增明显, 与春节期间的渠道反馈相对应。系列酒也止滑、实现增长: 收入 78.81 亿元, 同比+12.22%, 预计系 1935 大单品动销加速、起到带动作用。总体上看, 26Q1 表现不失茅台过去稳健向上的本色。

► **价值新生, “i 茅台”表现亮眼。** 2026 年 Q1, 公司批发代理渠道收入 243.82 亿元, 同比-10.88%; 直销渠道收入 295.04 亿元, 同比+27.06%; 其中, “i 茅台”数字营销平台收入 215.53 亿元, 同比大幅增加 267.16%。批发代理渠道收入下降, 预计主要是因为非标产品模式转型、Q1 未投放传统渠道所致; i 茅台大幅增长, 与之前平台发布的“Q1 新增用户超 1400 万, 超 398 万用户成功购酒”的情况相对应, 总体反应出公司推动渠道改革的成效很好, 体现出了公司市场化改革的带来的新的价值。

► **盈利预测与投资建议:** 综合考虑白酒消费场景修复节奏及公司自身的经营战略, 我们预计公司 2026 至 2028 年归母净利润分别为 851.85 亿元、906.60 亿元、952.64 亿元 (原 26-28 年值为 851.85/906.60/952.67 亿元), 当前股价对应 PE 分别为 21.4 倍、20.1 倍、19.2 倍, 维持“买入”评级。

► 风险提示

宏观经济恢复不及预期; 政策风险; 食品质量安全风险等

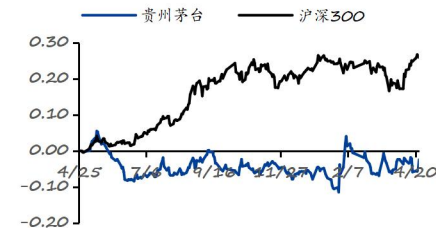
财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	170,899	168,838	174,863	183,086	191,548
增长率	16%	-1%	4%	5%	5%
净利润 (百万元)	86,228	82,320	85,185	90,660	95,264
增长率	15%	-5%	3%	6%	5%
EPS (元/股)	68.86	65.74	68.02	72.40	76.07
市盈率 (P/E)	21.2	22.2	21.4	20.1	19.2
市净率 (P/B)	7.8	7.5	6.2	5.2	4.5

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2026-04-24
收盘价:	1,458.49 元
总股本/流通股本(百万股)	1,252.27/1,252.27
流通 A 股市值(百万元)	1,826,423.59
每股净资产(元)	216.32
资产负债率(%)	12.12
一年内最高/最低价(元)	1,645.00/1,322.01

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 龚源月(S0210526030001)

分析师: 杨良俊(S0210525040010)
ylj30774@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、韧性犹在, 勇拓新篇——2026.04.17
- 2、品牌优势充分显现, 市场化改革打开新局面——2026.04.16
- 3、保持定力, 2024 年顺利收官——2025.01.03



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	51,691	106,264	166,394	220,777	营业收入	168,838	174,863	183,086	191,548
应收票据及账款	3	579	711	907	营业成本	14,892	15,567	14,856	15,044
预付账款	7	367	107	125	税金及附加	27,354	28,328	29,660	31,031
存货	61,427	61,588	59,182	60,196	销售费用	7,253	7,519	7,507	7,662
合同资产	0	0	0	0	管理费用	8,320	8,568	8,605	8,811
其他流动资产	139,391	145,042	146,117	155,583	研发费用	190	210	220	230
流动资产合计	252,519	313,840	372,512	437,588	财务费用	-3,855	-4,534	-4,849	-5,057
长期股权投资	147	37	46	57	信用减值损失	17	-20	3	-6
固定资产	22,488	22,668	22,883	23,130	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	2,472	1,872	1,222	522	公允价值变动收益	76	35	44	54
无形资产	8,686	9,175	9,347	9,496	投资收益	1	12	15	15
商誉	0	0	0	0	其他收益	29	25	25	25
其他非流动资产	17,523	14,350	15,754	15,466	营业利润	114,809	119,258	127,176	133,917
非流动资产合计	51,316	48,103	49,252	48,671	营业外收入	75	71	76	75
资产合计	303,835	361,943	421,764	486,259	营业外支出	129	150	150	156
短期借款	0	0	0	0	利润总额	114,755	119,179	127,102	133,836
应付票据及账款	4,007	3,982	3,864	3,911	所得税	29,445	30,629	32,665	34,396
预收款项	0	0	0	0	净利润	85,310	88,550	94,437	99,440
合同负债	8,007	10,317	11,818	10,875	少数股东损益	2,990	3,365	3,777	4,177
其他应付款	5,298	5,121	5,265	5,278	归属母公司净利润	82,320	85,185	90,660	95,264
其他流动负债	32,298	34,734	33,683	35,404	EPS (按最新股本摊薄)	65.74	68.02	72.40	76.07
流动负债合计	49,610	54,154	54,631	55,469					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	265	341	342	341					
非流动负债合计	265	341	342	341					
负债合计	49,876	54,494	54,973	55,810					
归属母公司所有者权益	244,638	294,762	350,327	409,809					
少数股东权益	9,321	12,686	16,464	20,640					
所有者权益合计	253,959	307,448	366,791	430,449					
负债和股东权益	303,835	361,943	421,764	486,259					

现金流量表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	61,522	66,803	95,088	89,478
现金收益	83,658	86,253	91,853	96,671
存货影响	-7,084	-160	2,406	-1,014
经营性应收影响	2,021	-937	127	-213
经营性应付影响	362	-202	26	60
其他影响	-17,435	-18,150	674	-6,026
投资活动现金流	-31,642	18,172	-4,689	-4,373
资本支出	-2,978	-2,306	-2,002	-1,984
股权投资	-147	110	-9	-11
其他长期资产变化	-28,517	20,368	-2,678	-2,378
融资活动现金流	-73,427	-30,402	-30,267	-30,722
借款增加	-68	36	-7	4
股利及利息支付	-67,242	-36,481	-37,273	-36,630
股东融资	0	-4	0	0
其他影响	-6,118	6,047	7,013	5,904

主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	-1.2%	3.6%	4.7%	4.6%
EBIT 增长率	-3.6%	3.4%	6.6%	5.3%
归母公司净利润增长率	-4.5%	3.5%	6.4%	5.1%
获利能力				
毛利率	91.2%	91.1%	91.9%	92.1%
净利率	50.5%	50.6%	51.6%	51.9%
ROE	32.4%	27.7%	24.7%	22.1%
ROIC	52.9%	40.2%	35.8%	32.0%
偿债能力				
资产负债率	16.4%	15.1%	13.0%	11.5%
流动比率	5.1	5.8	6.8	7.9
速动比率	3.9	4.7	5.7	6.8
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4
应收账款周转天数	0	0	0	0
存货周转天数	1,399	1,422	1,463	1,428
每股指标 (元)				
每股收益	65.74	68.02	72.40	76.07
每股经营现金流	49.13	53.35	75.93	71.45
每股净资产	195.36	235.38	279.75	327.25
估值比率				
P/E	22	21	20	19
P/B	7	6	5	4
EV/EBITDA	14	14	13	12

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

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；香港市场以恒生指数为基准，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）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn