

贵州茅台 (600519.SH)

强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料
 目标估值: NA
 当前股价: 1458.49 元

Q1 收入稳健增长，市场化改革成效验证

公司发布 2026 年一季报，2026 年 Q1 公司实现营业总收入 547.0 亿元，同比 +6.3%；归母净利润 272.4 亿元，同比 +1.5%；扣非净利润 272.4 亿元，同比 +1.5%，符合预期、Q1 收入端保持稳健增长，环比 Q4 明显改善，改革成效逐步体现。i 茅台单季度 216 亿营收成为销售重要一极，打开用户基本盘。非标未发货及税金扰动影响毛利率，费用管控良好。改革取得良好开局，链接消费者能力增强，市场化提价路径打通。

基础数据

总股本 (百万股)	1252
已上市流通股 (百万股)	1252
总市值 (十亿元)	1826.4
流通市值 (十亿元)	1826.4
每股净资产 (MRQ)	216.3
ROE (TTM)	30.5
资产负债率	12.1%
主要股东	贵州省国有资本运营有限责
主要股东持股比例	4.55%

Q1 收入 +6% 环比改善明显，改革成效逐步体现。2026 年 Q1 公司实现营业总收入 547.0 亿元，同比 +6.3%；归母净利润 272.4 亿元，同比 +1.5%；扣非净利润 272.4 亿元，同比 +1.5%，符合预期、Q1 收入端保持稳健增长，环比 Q4 明显改善，改革成效逐步体现。Q1 营业成本 55.2 亿，同比 +35.9%，假设吨成本变动不大、预计销量双位数以上增长（2025 年茅台酒吨价 313 万，i 茅台销售飞天吨价预计 282 万，价差 11%）。Q1 销售收现 563.9 亿元，同比 +0.4%，i 茅台销售不需经销商预付款、现金流与收入更为匹配；经营性现金流净额 269.1 亿元，同比 +205.5%，主要系财务公司不可随时支取的同业存款净增加额减少。期末合同负债 30.3 亿，同比 -65.6%，代售模式下经销商不再提前预支款项、公司主动缓解渠道资金压力。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	1	-3
相对表现	-3	-1	-29



资料来源: 公司数据、招商证券

i 茅台单季度 216 亿营收成为销售重要一极，打开用户基本盘。分产品看，Q1 茅台酒/系列酒收入分别 460.0/78.8 亿元，同比 +5.6%/+12.3%，飞天和茅台 1935 保持较快增速。分渠道看，直销/批发代理收入分别 295.0/243.8 亿元，直销收入占比约 54.8%。i 茅台数字营销平台实现酒类不含税收入 215.5 亿元，同比 +267.1%，与我们此前预期基本一致，i 茅台贡献了单季度 39.4% 营收，成为了公司重要的渠道一极，DTC 转型成效显著。此外用户基本盘也大幅拓宽，i 茅台 Q1 新增注册用户 1400 万人，其中 398 万用户成功购买到产品，年轻化趋势明显，25-40 岁用户占比超过一半，为品牌注入年轻活力。经销商方面，报告期末国内经销商 2098 个，较年初净减少 255 个，主要为系列酒经销商调整；国外经销商 124 个，较年初增加 2 个。

相关报告

- 《贵州茅台 (600519) —Q4 报表出清，市场化改革坚定推行》 2026-04-17
- 《贵州茅台 (600519) —提价释放信心，供求关系转变》 2026-03-31
- 《贵州茅台 (600519) —i 茅台强化消费者触达，市场化改革加速》 2026-01-12

非标未发货及税金扰动影响毛利率，费用管控良好。Q1 毛利率 89.8%，同比 -2.2pct，主要系 Q1 主要销售飞天而非标未发货、预计 Q2 非标代售模式正常发货后有望回升；税金及附加率 15.0%，同比 +1.1pct，预计与生产节奏及消费税缴纳时点有关。销售费用率 2.9%，同比持平；管理费用率 3.4%，同比 -0.3pct。净利率 52.2%，同比 -2.7pct，盈利能力下降主要受毛利率和税金及附加率上升拖累。费用端控制良好，管理费用率同比下降。

陈书慧 S1090523010003
 ✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
 刘成 S1090523070012
 ✉ liucheng5@cmschina.com.cn

改革取得良好开局，链接消费者能力增强，市场化提价路径打通。从数字看，是公司 Q1 符合预期的稳健增长，但深层次来看，在公司能够深度市场化改革的阶段取得这样的成绩实属不易。i 茅台的畅销也验证了公司多维度的渠道运作的的能力，渠道韧性更足。Q2 公司持续推动代售模式，改革有望继续推进，链接消费者的能力持续提升。中期视角看，飞天重新进入供不应求阶段、3 月 31 日提价打通路径，市场化改革后出厂价有望小步快跑上调、持续贡献业绩增长，投资逻辑更顺。

投资建议：股东回报托底，经营见底回升，维持“强烈推荐”评级。公司在经历了四季度调整后，一季报重返增长，经营见底回升。此外，公司重视投资者回报，持续推进回购，截至报告期末已累计回购股份 96.2 万股，

支付总金额 13.5 亿元。略调整 26-28 年 EPS 预测为 67.91、72.01、75.76 元，预计分红+回购对应 4.0% 股东回报，考虑公司市场化改革加速走出调整，中长周期潜在海外资金流入和估值修复，重申“强烈推荐”评级。

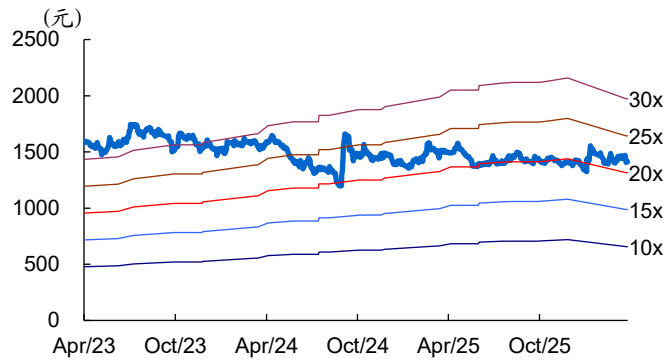
□ 风险提示：政策影响超预期、外资流出、税率上升、宏观经济影响、提价传导不畅通等

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	174144	172054	178887	188529	198007
同比增长	16%	-1%	4%	5%	5%
营业利润(百万元)	119689	114809	118445	125091	131595
同比增长	15%	-4%	3%	6%	5%
归母净利润(百万元)	86228	82320	85042	90178	94869
同比增长	15%	-5%	3%	6%	5%
每股收益(元)	68.86	65.74	67.91	72.01	75.76
PE	21.2	22.2	21.5	20.3	19.3
PB	7.8	7.5	6.9	6.3	5.7

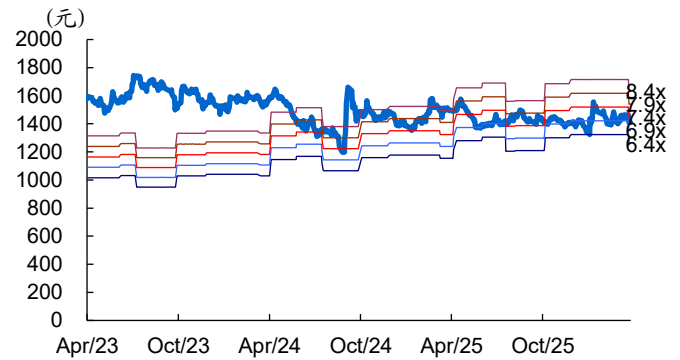
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 贵州茅台历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 贵州茅台历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《贵州茅台（600519）—Q4 报表出清，市场化改革坚定推行》2026-04-17
- 2、《贵州茅台（600519）—提价释放信心，供求关系转变》2026-03-31
- 3、《贵州茅台（600519）—i 茅台强化消费者触达，市场化改革加速》2026-01-12

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	251727	252519	278794	310834	343586
现金	59296	51691	66693	86829	108320
交易性投资	249	0	0	0	0
应收票据	1984	0	0	0	0
应收款项	19	3	3	3	3
其它应收款	30	36	38	40	42
存货	54343	61427	67165	71255	74838
其他	135806	139362	144896	152707	160384
非流动资产	47218	51316	50972	50673	50412
长期股权投资	0	147	147	147	147
固定资产	21871	22488	23051	23566	24036
无形资产商誉	8949	8803	7922	7130	6417
其他	16398	19878	19851	19830	19812
资产总计	298945	303835	329767	361506	393998
流动负债	56516	49610	52466	54534	56344
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3515	4007	4382	4648	4882
预收账款	9592	8007	8755	9288	9755
其他	43409	37596	39330	40597	41707
长期负债	417	265	265	265	265
长期借款	0	0	0	0	0
其他	417	265	265	265	265
负债合计	56933	49876	52731	54799	56609
股本	1256	1252	1252	1252	1252
资本公积金	1375	(119)	(119)	(119)	(119)
留存收益	230475	243504	263491	289888	317123
少数股东权益	8905	9321	12411	15686	19132
归属于母公司所有者权益	233106	244638	264625	291021	318257
负债及权益合计	298945	303835	329767	361506	393998

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	92464	61522	81738	85325	90261
净利润	89335	85310	88131	93454	98315
折旧摊销	1991	2204	2854	2809	2770
财务费用	14	29	(768)	(998)	(1268)
投资收益	(9)	(1)	(105)	(105)	(105)
营运资金变动	1983	(24910)	(8374)	(9835)	(9451)
其它	(850)	(1110)	0	0	0
投资活动现金流	(1785)	(31642)	(2405)	(2405)	(2405)
资本支出	(4679)	(3128)	(2510)	(2510)	(2510)
其他投资	2894	(28514)	105	105	105
筹资活动现金流	(71068)	(73427)	(64331)	(62784)	(66365)
借款变动	20203	22143	(44)	0	0
普通股增加	0	(4)	0	0	0
资本公积增加	0	(1493)	0	0	0
股利分配	(92788)	(94764)	(65055)	(63782)	(67634)
其他	1517	691	768	998	1268
现金净增加额	19611	(43547)	15002	20136	21491

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	174144	172054	178887	188529	198007
营业成本	13789	14892	16283	17275	18143
营业税金及附加	26926	27354	28387	29917	31421
营业费用	5639	7253	8282	8539	8969
管理费用	9316	8320	8187	8602	9035
研发费用	218	190	198	208	219
财务费用	(1470)	(815)	(768)	(998)	(1268)
资产减值损失	(23)	20	20	0	0
公允价值变动收益	61	76	76	76	76
其他收益	21	29	29	29	29
投资收益	9	1	1	1	1
营业利润	119689	114809	118445	125091	131595
营业外收入	71	75	75	75	75
营业外支出	121	129	129	129	129
利润总额	119639	114755	118391	125037	131541
所得税	30304	29445	30259	31583	33226
少数股东损益	3107	2990	3089	3276	3446
归属于母公司净利润	86228	82320	85042	90178	94869

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	16%	-1%	4%	5%	5%
营业利润	15%	-4%	3%	6%	5%
归母净利润	15%	-5%	3%	6%	5%
获利能力					
毛利率	92.1%	91.3%	90.9%	90.8%	90.8%
净利率	49.5%	47.8%	47.5%	47.8%	47.9%
ROE	38.4%	34.5%	33.4%	32.5%	31.1%
ROIC	37.9%	34.2%	33.0%	31.8%	30.2%
偿债能力					
资产负债率	19.0%	16.4%	16.0%	15.2%	14.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.5	5.1	5.3	5.7	6.1
速动比率	3.5	3.9	4.0	4.4	4.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
应收账款周转率	168.0	172.0	67229.0	67676.0	67562.0
应付账款周转率	4.2	4.0	3.9	3.8	3.8
每股资料(元)					
EPS	68.86	65.74	67.91	72.01	75.76
每股经营净现金	73.84	49.13	65.27	68.14	72.08
每股净资产	186.15	195.36	211.32	232.39	254.14
每股股利	51.72	51.95	50.93	54.01	22.73
估值比率					
PE	21.2	22.2	21.5	20.3	19.3
PB	7.8	7.5	6.9	6.3	5.7
EV/EBITDA	15.3	15.8	15.2	14.5	13.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。