

# 贵州茅台 (600519)

## 2026 年一季报点评: 锐意改革全面 2C, 强势开局确立企稳

买入 (维持)

2026 年 04 月 26 日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书: S0600525040001

guoxd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	174,144	172,054	180,895	190,069	198,465
同比 (%)	15.66	(1.20)	5.14	5.07	4.42
归母净利润 (百万元)	86,228	82,320	85,041	90,059	93,076
同比 (%)	15.38	(4.53)	3.31	5.90	3.35
EPS-最新摊薄 (元/股)	68.86	65.74	67.91	71.92	74.33
P/E (现价&最新摊薄)	21.18	22.19	21.48	20.28	19.62

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 公司公告 2026 年一季报, Q1 实现营收 539.09 亿元, 同比增长 6.54%; 实现归母净利润 272.43 亿元, 同比增长 1.47%; 经营活动产生现金流量净额 269.10 亿元, 同比增长 205.48%。Q1 营收增长好于市场预期, 净利润增幅虽落后于营收, 但正增亦符合我们预期。
- **25Q4 变革酝酿, 2026 伊始改革落地, Q1 强势增长确定企稳。** 2026 元旦 i 茅台上线普飞, 较好的把握住春节前的社会大众需求机会, 1 月份公司出台了《2026 年贵州茅台酒市场化运营方案》, 茅台营销改革的轮廓已基本清晰, 在价格底盘夯实情况下, 3 月底公司调升了飞天的出厂价和自营零售价。26Q1 公司营收在上年高基数上增长 6.54% 实属不易, 我们认为公司以务实姿态主动变革应对行业下行, 已率先确立企稳。
- **全面 2C 普通飞天需求潜力激发, i 茅台 Q1 激增, 26 年产品和渠道增长主力清晰。** 茅台酒市场价回落, 公司调整务实, 基于茅台品牌的强大号召力, 营销全面 2C 大力度激发了大众需求。仅 1 月份新增 i 茅台注册用户 628 万, Q1 新增约 1400 万 (含春节后相对淡季)。数据上, Q1 公司直销 295 亿元, 同比增长 27.06%, 而同期批发营收同比下滑 10.88%; 其中通过 i 茅台销售实现收入 215.53 亿元, 同比激增 267.16%, i 茅台销售收入占直销收入的 73.05%; 26Q1 直销占比 54.75%, 较上年同期提升 8.8pct。除普飞重点放量外, 26Q2 开始部分非标产品的代售也通过 i 茅台实现下单结算。普飞是 26 年营收增长贡献的产品主力, i 茅台是主力增长渠道。
- **转型阶段补强 2C 投入着眼中长期, 结构亦在筑底。** Q1 综合毛利率 89.76%, 同比下滑 2.2pct, 普飞销售均价有提升, 但非标控货且部分在售渠道价格向下调整, 随着销售模式调整, 26 年销售结构筑底, 且我们预计 Q2 非标代售落地均价环比改善, 27 年有望重新回升。2024-2025 年公司销售费用同比增长 21.31%/28.62%, 均领先营收增长, 我们认为主因公司品牌和渠道和消费者教育投入较大, 匹配全面 2C 转型着眼中长期。销售费用扩张同时, 管理费用节约, 2024-2025 管理费用率 5.35%/4.84%, 分别下降 1.11pct/0.51pct。Q1 营业税金率 15.90%, 同比提升 1.97pct, 判断主因生产节奏更快且结构变动, 而主要税种消费税为生产环节征收并且从价从量一并征收, 我们预计后续季度有收敛。
- **盈利预测与投资评级:** 公司快速调整并于 26Q1 强势实现开门红。基于 25 年业绩下滑和 26 年非标调低价格而更新 2026/2027 年归母净利润预测为 850.41/900.59 亿元 (前值 901.39/939.80 亿元), 2028 年为 930.76 亿元, 对应 PE 为 21.5/20.3/19.6X, 基于企稳判断维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济面影响; 白酒消费场景恢复不及预期; 成本上涨; 需求波动情况下部分产品仍有调价可能。

### 市场数据

收盘价(元)	1,458.49
一年最低/最高价	1,322.01/1,645.00
市净率(倍)	6.74
流通 A 股市值(百万元)	1,826,423.59
总市值(百万元)	1,826,423.59

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	216.32
资产负债率(% ,LF)	12.12
总股本(百万股)	1,252.27
流通 A 股(百万股)	1,252.27

### 相关研究

- 《贵州茅台(600519): 步入 2C 新时代, 降维竞争持续增长》  
2026-03-17
- 《贵州茅台(600519): 营销改革复盘 专题: 笃行不怠, 臻于至善》  
2026-03-03

### 全面 2C，普通飞天需求潜力极大激发

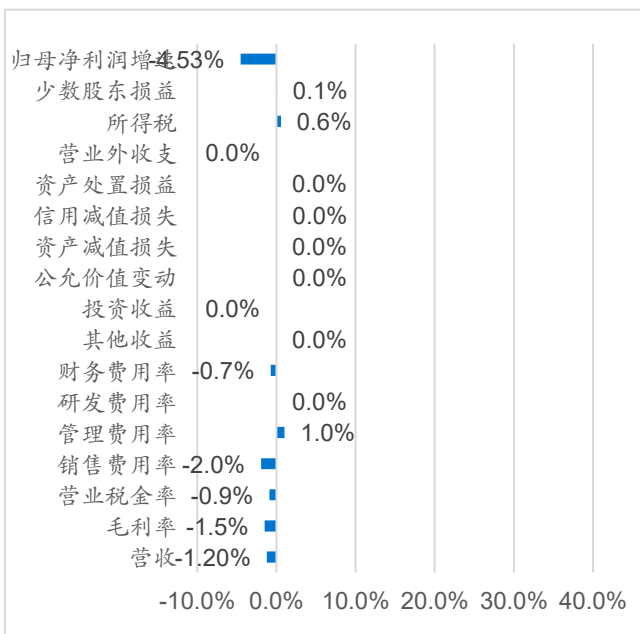
i 茅台官方公众号披露,2026 年 1 月 i 茅台新增 628 万新用户朋友,月活用户超 1531 万,随着飞天 53%vol 500ml 贵州茅台酒及其往年酒、53%vol 500ml 贵州茅台酒(丙午马年)、53%vol 500ml 贵州茅台酒(鼓乐飞天)、53%vol 500ml 陈年贵州茅台酒(15)等产品陆续上架,1 月超过 145 万位用户成功购买,成交订单超 212 万笔,其中飞天 53%vol 500ml 贵州茅台酒的成交订单超 143 万笔。2026Q1, i 茅台累计新增约 1400 万新用户,超过 398 万用户成功购买产品。

考虑到春节假期和 3 月淡季, 2-3 月份新增用户仍然高度踊跃, 购买十分积极, 与 Q1 公司经营数据当中 i 茅台销售营收增长超过 200%相互印证, 普飞需求被很大激发。

### 结构筑底短期毛利率承压, Q2 预计环比有改善

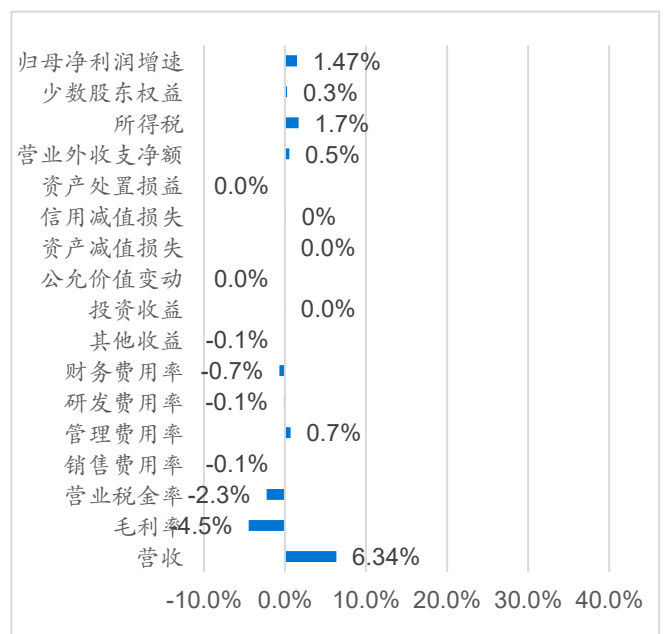
Q1 毛利率下降对利润增速影响最大, 其次是消费税占大头的税金率提升。Q1 综合毛利率 89.76%, 同比下滑 2.2pct, 普飞销售均价有提升, 但非标控货且部分在售渠道价格向下调整, 随着销售模式调整, 26 年销售结构筑底, 且我们预计 Q2 非标代售落地均价环比改善, 27 年有望重新回升。2024-2025 年公司销售费用同比增长 21.31%/28.62%, 均领先营收增长, 我们认为主因公司品牌和渠道和消费者教育投入较大, 匹配全面 2C 转型着眼中长期。销售费用扩张同时, 管理费用节约, 2024-2025 管理费用率 5.35%/4.84%, 分别下降 1.11pct/0.51pct。Q1 营业税金率 15.90%, 同比提升 1.97pct, 判断主因生产节奏更快且结构变动, 而主要税种消费税为生产环节征收并且从价从量一并征收, 预计后续季度有收敛。

图1: 2025 年贵州茅台归母净利润增速贡献分拆(同比)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图2: 26Q1 贵州茅台归母净利润增速贡献分拆(同比)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 贵州茅台三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>252,519</b>	<b>270,243</b>	<b>291,532</b>	<b>317,095</b>	<b>营业总收入</b>	<b>172,054</b>	<b>180,895</b>	<b>190,069</b>	<b>198,465</b>
货币资金及交易性金融资产	51,691	81,946	87,278	91,110	营业成本(含金融类)	15,068	17,156	18,480	19,585
经营性应收款项	4,466	4,134	805	5,607	税金及附加	27,354	29,880	29,891	31,889
存货	61,427	65,308	72,697	76,566	销售费用	7,253	9,017	10,024	11,069
合同资产	0	0	0	0	管理费用	8,320	8,098	8,239	8,379
其他流动资产	134,934	118,855	130,752	143,812	研发费用	190	205	206	205
<b>非流动资产</b>	<b>51,316</b>	<b>53,142</b>	<b>55,013</b>	<b>56,229</b>	财务费用	(815)	(1,132)	(1,797)	(1,914)
长期股权投资	147	294	442	589	加:其他收益	29	31	29	32
固定资产及使用权资产	22,710	24,714	26,019	26,499	投资净收益	1	17	9	10
在建工程	2,472	1,986	1,178	738	公允价值变动	76	0	0	0
无形资产	8,686	9,220	9,436	9,631	减值损失	17	17	17	17
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	3	9	0	0
长期待摊费用	135	135	135	135	<b>营业利润</b>	<b>114,809</b>	<b>117,743</b>	<b>125,082</b>	<b>129,311</b>
其他非流动资产	17,166	16,792	17,803	18,637	营业外净收支	(54)	(24)	(43)	(40)
<b>资产总计</b>	<b>303,835</b>	<b>323,385</b>	<b>346,545</b>	<b>373,325</b>	<b>利润总额</b>	<b>114,755</b>	<b>117,719</b>	<b>125,039</b>	<b>129,271</b>
<b>流动负债</b>	<b>49,610</b>	<b>52,750</b>	<b>54,929</b>	<b>55,046</b>	减:所得税	29,445	29,547	31,713	32,801
短期借款及一年内到期的非流动负债	44	71	76	64	<b>净利润</b>	<b>85,310</b>	<b>88,171</b>	<b>93,325</b>	<b>96,470</b>
经营性应付款项	4,007	3,540	3,580	2,892	减:少数股东损益	2,990	3,130	3,266	3,394
合同负债	8,007	10,189	10,070	10,095	<b>归属母公司净利润</b>	<b>82,320</b>	<b>85,041</b>	<b>90,059</b>	<b>93,076</b>
其他流动负债	37,552	38,950	41,203	41,995	每股收益-最新股本摊薄(元)	65.74	67.91	71.92	74.33
非流动负债	265	265	265	265	EBIT	113,914	116,551	123,241	127,353
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	116,173	119,186	126,070	130,324
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.18	90.44	90.20	90.05
租赁负债	190	190	190	190	归母净利率(%)	48.76	47.87	48.21	47.69
其他非流动负债	76	76	76	76	收入增长率(%)	(1.20)	5.14	5.07	4.42
<b>负债合计</b>	<b>49,876</b>	<b>53,015</b>	<b>55,194</b>	<b>55,311</b>	归母净利润增长率(%)	(4.53)	3.31	5.90	3.35
归属母公司股东权益	244,638	257,918	275,633	298,902					
少数股东权益	9,321	12,452	15,718	19,112					
<b>所有者权益合计</b>	<b>253,959</b>	<b>270,369</b>	<b>291,351</b>	<b>318,014</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>303,835</b>	<b>323,385</b>	<b>346,545</b>	<b>373,325</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	61,522	80,595	70,887	77,748	每股净资产(元)	195.36	205.96	220.11	238.69
投资活动现金流	(31,642)	21,399	(4,420)	(4,090)	最新发行在外股份(百万股)	1,252	1,252	1,252	1,252
筹资活动现金流	(73,427)	(71,740)	(72,345)	(69,825)	ROIC(%)	34.10	33.27	32.72	31.17
现金净增加额	(43,544)	30,255	(5,878)	3,833	ROE-摊薄(%)	33.65	32.97	32.67	31.14
折旧和摊销	2,259	2,634	2,830	2,972	资产负债率(%)	16.42	16.39	15.93	14.82
资本开支	(3,127)	(4,702)	(3,586)	(3,247)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.19	21.48	20.28	19.62
营运资本变动	(24,874)	(11,210)	(24,976)	(21,585)	P/B(现价)	7.47	7.08	6.63	6.11

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>