

证券研究报告

公司研究

点评报告

贵州茅台 (600519.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

贵州茅台 (600519): 面对承压, 坚定改革 2026.04.17

贵州茅台 (600519): 市场化改革下的价格体系重构 2026.03.31

贵州茅台 (600519): 务实降速, 坚韧前行 2025.10.30

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

改革成效凸显, i 茅台放量激增

2026年04月26日

事件: 公司 2026 年一季度实现营业总收入 547.03 亿元, 同比增长 6.34%; 归母净利润 272.43 亿元, 同比增长 1.47%。

点评:

- **市场化转型成效凸显, i 茅台收入占比四成。** 2026 年, 公司明确将“以消费者为中心, 推进市场化转型”为营销工作首要任务, 自 1 月 1 日起在 i 茅台上线 53 度飞天产品, 并全面调整产品价格体系, 建立“自售+经销+代售+寄售”的多维协同营销体系, 更好适配、触达、转化消费需求。叠加春节旺季, 普通消费者通过 i 茅台渠道更容易购买到茅台产品, 并且价格与往年相比更具吸引力, 催生消费热情。26Q1, 公司直销收入 295.04 亿元, 同比+27.06%, 占酒类收入近 55%, 其中 i 茅台收入 215.53 亿元, 同比+267.17%, 占酒类收入 40%; 经销收入 243.82 亿元, 同比-10.88%, 我们推测或与省内国资渠道的投放节奏有关。
- **转型中基本盘稳定, 彰显品牌韧性。** 在价格体系调整过程中, 茅台非标酒降价幅度较大, 而 26Q1 茅台酒收入 460.05 亿元, 同比+5.62%, 收入端的增长意味着投放量需要更大幅度增长, 从批价表现来看, 需求端承接住了放量压力, 使得公司市场转型顺利推进。此外, 26Q1 系列酒收入 78.81 亿元, 同比+12.23%, 在连续下滑三个季度后重回增长, 也得益于对消费者触达的深入。
- **盈利上阶段性放缓, 提价助推改善。** 受产品价格及结构的大幅调整影响, 26Q1 毛利率同比-2.21pct 至 89.76%。叠加营业税金率同比+1.10pct、销售费用率同比+0.02pct、管理费用率同比-0.36pct, 一季度归母净利率同比-2.52pct 至 50.53%。虽然短期盈利能力有下滑, 但 53 度飞天茅台自 3 月 31 日起提价, 我们认为二季度将对冲一部分市场化改革的影响, 全年保持盈利稳定性的概率较大。另外, 由于承兑汇票的使用, 合同负债同比-57.61 亿元至 30.27 亿元。在代售模式下, 经销商打款压力减轻, 资金周转使用效率较去年明显提升, 渠道经营状态得到改善。
- **盈利预测与投资评级:** 面对行业调整压力, 公司市场化转型的成效已在一季度显现, 消费者需求被进一步激发, 彰显品牌韧性, 企业经营稳定。我们预计, 公司 2026-2028 年摊薄每股收益分别为 67.12 元、70.16 元、73.12 元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 宏观经济不确定性风险; 消费环境变化; 茅台酒技改建设项目进度不及预期风险

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	174,144	172,054	180,209	187,575	195,266
增长率 YoY %	15.7%	-1.2%	4.7%	4.1%	4.1%
归属母公司净利润 (百万元)	86,228	82,320	84,054	87,854	91,560
增长率 YoY%	15.4%	-4.5%	2.1%	4.5%	4.2%
毛利率%	91.9%	91.2%	89.5%	89.5%	89.4%
净资产收益率ROE%	37.0%	33.6%	33.4%	35.3%	37.4%
EPS(摊薄)(元)	68.86	65.74	67.12	70.16	73.12
市盈率 P/E(倍)	21.18	22.19	21.73	20.79	19.95
市净率 P/B(倍)	7.84	7.47	7.26	7.35	7.45

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 04 月 24 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	251,727	252,519	264,689	266,043	267,560	
货币资金	59,296	51,691	83,122	78,656	73,978	
应收票据	1,984	0	0	0	0	
应收账款	19	3	30	45	61	
预付账款	27	7	9	10	10	
存货	54,343	61,427	67,243	72,860	78,846	
其他	136,057	139,391	114,286	114,472	114,666	
非流动资产	47,218	51,316	49,665	49,666	49,401	
长期股权投资	0	147	147	147	147	
固定资产	21,871	22,488	22,435	22,272	22,000	
无形资产	8,850	8,686	8,926	9,166	9,166	
其他	16,496	19,995	18,157	18,080	18,088	
资产总计	298,945	303,835	314,355	315,708	316,961	
流动负债	56,516	49,610	49,959	51,272	52,644	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	3,515	4,007	4,655	4,857	5,069	
其他	53,001	45,603	45,304	46,415	47,576	
非流动负债	417	265	328	328	328	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	417	265	328	328	328	
负债合计	56,933	49,876	50,287	51,600	52,972	
少数股东权益	8,905	9,321	12,370	15,556	18,877	
归属母公司股东权益	233,106	244,638	251,698	248,552	245,112	
负债和股东权益	298,945	303,835	314,355	315,708	316,961	
重要财务指标	单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	174,144	172,054	180,209	187,575	195,266	
同比(%)	15.7%	-1.2%	4.7%	4.1%	4.1%	
归属母公司净利润	86,228	82,320	84,054	87,854	91,560	
同比(%)	15.4%	-4.5%	2.1%	4.5%	4.2%	
毛利率(%)	91.9%	91.2%	89.5%	89.5%	89.4%	
ROE%	37.0%	33.6%	33.4%	35.3%	37.4%	
EPS(摊薄)(元)	68.86	65.74	67.12	70.16	73.12	
P/E	21.18	22.19	21.73	20.79	19.95	
P/B	7.84	7.47	7.26	7.35	7.45	
EV/EBITDA	15.43	14.40	14.73	14.20	13.68	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	174,144	172,054	180,209	187,575	195,266	
营业成本	13,895	15,068	18,806	19,623	20,478	
营业税金及附加	26,926	27,354	28,673	29,866	31,112	
销售费用	5,639	7,253	8,142	8,849	9,218	
管理费用	9,316	8,320	8,496	8,481	8,450	
研发费用	218	190	195	203	211	
财务费用	-1,470	-815	-1,026	-1,655	-1,566	
减值损失合计	-23	17	15	15	15	
投资净收益	9	1	9	9	10	
其他	83	108	28	29	31	
营业利润	119,689	114,809	116,977	122,262	127,417	
营业外收支	-50	-54	-60	-60	-60	
利润总额	119,639	114,755	116,917	122,202	127,357	
所得税	30,304	29,445	29,814	31,161	32,476	
净利润	89,335	85,310	87,103	91,040	94,881	
少数股东损益	3,107	2,990	3,049	3,186	3,321	
归属母公司净利润	86,228	82,320	84,054	87,854	91,560	
EBITDA	120,233	116,173	118,366	123,127	128,155	
EPS(当年)(元)	68.64	65.66	67.12	70.16	73.12	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	92,464	61,522	85,082	89,171	92,478	
净利润	89,335	85,310	87,103	91,040	94,881	
折旧摊销	2,085	2,259	2,475	2,580	2,364	
财务费用	14	29	8	8	8	
投资损失	-9	-1	-9	-9	-10	
营运资金变动	1,919	-24,874	-5,457	-4,491	-4,808	
其它	-881	-1,201	962	43	43	
投资活动现金流	-1,785	-31,642	23,282	-2,629	-2,148	
资本支出	-4,678	-3,127	-2,675	-2,658	-2,158	
长期投资	2,805	-28,642	0	0	0	
其他	88	127	25,957	29	10	
筹资活动现金流	-71,068	-73,427	-66,934	-71,008	-75,008	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-70,951	-67,242	-67,008	-71,008	-75,008	
现金流净增加额	19,610	-43,544	41,431	15,534	15,322	

研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，4 年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究卫龙美味、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、绝味食品、周黑鸭、煌上煌等），深度研究零食量贩业态（万辰集团等）和折扣零售。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，4 年食品饮料研究经验。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、全国性次高端酒、苏酒、酱酒板块）及社区店型扩品类机会（立高食品、百果园等）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。3 年食品饮料行业研究经验，覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多和天润乳业等）和食品添加剂（深度研究安琪酵母、百龙创园、嘉必优、晨光生物和保龄宝等）。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。