

公司研究

平稳开局，渠道改革落地

——贵州茅台（600519.SH）2026年一季度报点评

要点

事件：贵州茅台发布2026年一季度报，26Q1实现总营收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%，扣非归母净利润272.40亿元，同比增长1.45%。Q1收入端符合市场预期，利润端略低于市场预期。

26Q1 平稳开局，“i 茅台”贡献主要增量。26Q1 公司收入端同比增长 6.3%，一季度平稳开局。考虑 25Q4 报表出清、大幅释放渠道风险，以及春节错期影响，若合并 25Q4 和 26Q1，公司收入端同比下滑 6.45%，表现相对稳健。1) 分产品看，26Q1 茅台酒/系列酒收入分别为 460.05/78.81 亿元，同比 +5.62%/+12.22%。茅台酒 26Q1 收入同比增速环比 25Q4 明显改善，26 年开始飞天茅台渠道向“i 茅台”转向，渠道结构转变或增厚报表收入，三月底公司针对飞天茅台销售合同价以及自营体系零售价同时提价，估计二季度开始将提振吨价。非标产品 26 年投放量或有所减少，主要缓解渠道压力。系列酒收入同比增速环比亦有改善，茅台 1935 在价格市场化以后，产品性价比进一步凸显。2) 分渠道，26Q1 直销/批发代理渠道收入分别为 295.04/243.82 亿元，同比 +27.06%/-10.88%，其中“i 茅台”实现酒类不含税收入 215.53 亿元，同比增幅 267%，“i 茅台”渠道收入在主营业务收入占比已达到 40%。一季度“i 茅台”为核心增量驱动，渠道结构转变下茅台酒 C 端消费属性继续强化，传统批发渠道收入同比承压。3) 截至 26Q1 末国内/国外经销商数量 2098/124 家，较 25 年末净减 255/净减 2 家，国内经销商数量减少主要为系列酒经销商优化。

毛利率承压、税金率波动影响净利率。1) 公司 26Q1 销售毛利率 89.76%、同比下降 2.21pct，毛利率同比承压估计与产品结构变化、均价较高的非标产品减少投放等因素有关。26Q1 税金及附加项占总营收比重 15.04%、同比提升 1.11pct，销售费用率 2.94%、同比基本持平，管理及研发费用率 3.5%、同比 -0.28pct。综合看 26Q1 销售净利率 52.22%、同比下降 2.67pct，主要受毛利率波动影响。2) 26Q1 销售现金回款 563.93 亿元、同比略增 0.44%，经营活动现金流净额 269.1 亿元、同比增长 205%，主要系财务公司不可随时支取的同业存款净增加额减少。截至 26Q1 末合同负债 30.27 亿元，同比/环比均有减少，估计与直销收入占比提升、传统渠道蓄水池功能减弱有关。

盈利预测、估值与评级：公司一季度开局稳健，渠道改革成效逐步显现，26 年或呈现前低后高的经营节奏。我们维持 2026-28 年归母净利润预测为 847/888/935 亿元，折合 EPS 为 67.64/70.95/74.67 元，当前股价对应 P/E 为 22/21/20 倍，维持“买入”评级。

风险提示：高端白酒需求疲软，渠道改革不及预期，飞天茅台批价下行。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	174,144	172,054	177,576	185,429	194,128
营业收入增长率	15.66%	-1.20%	3.21%	4.42%	4.69%
净利润(百万元)	86,228	82,320	84,709	88,845	93,513
净利润增长率	15.38%	-4.53%	2.90%	4.88%	5.25%
EPS(元)	68.64	65.74	67.64	70.95	74.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	36.99%	33.65%	32.05%	30.92%	29.97%
P/E	21	22	22	21	20
P/B	7.9	7.5	6.9	6.4	5.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-24

买入（维持）

当前价：1,458.49 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.52
总市值(亿元)	18264.23
一年最低/最高(元)	1322.01/1586.37
近 3 月换手率	21.08%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.69	7.35	-28.37
绝对	3.42	8.68	-2.43

资料来源：Wind

相关研报

主动出清，积极改革——贵州茅台（600519.SH）2025 年年报点评（2026-04-19）
飞天提价，量价工具充足——贵州茅台（600519.SH）重大事项公告点评（2026-03-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	174,144	172,054	177,576	185,429	194,128
营业成本	13,789	14,892	15,156	15,655	16,209
折旧和摊销	1,970	2,183	2,370	2,580	2,754
税金及附加	26,926	27,354	28,232	29,481	30,864
销售费用	5,639	7,253	7,636	7,973	8,347
管理费用	9,316	8,320	9,412	9,828	10,289
研发费用	218	190	195	204	214
财务费用	-1,470	-815	-943	-1,301	-1,683
投资收益	9	1	1	1	1
营业利润	119,689	114,809	117,979	123,641	129,922
利润总额	119,639	114,755	117,929	123,571	129,812
所得税	30,304	29,445	30,259	31,707	33,308
净利润	89,335	85,310	87,670	91,864	96,503
少数股东损益	3,107	2,990	2,961	3,019	2,990
归属母公司净利润	86,228	82,320	84,709	88,845	93,513
EPS(元)	68.64	65.74	67.64	70.95	74.67

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	92,464	61,522	91,108	92,816	95,962
净利润	86,228	82,320	84,709	88,845	93,513
折旧摊销	1,970	2,183	2,370	2,580	2,754
净营运资金增加	35,803	14,856	1,190	2,656	4,215
其他	-31,537	-37,836	2,839	-1,265	-4,520
投资活动产生现金流	-1,785	-31,642	-4,612	-3,094	-3,089
净资本支出	-4,678	-3,127	-4,644	-3,050	-3,050
长期投资变化	0	147	0	0	0
其他资产变化	2,893	-28,662	31	-44	-39
融资活动现金流	-71,068	-73,427	-64,106	-64,452	-67,216
股本变化	0	-4	0	0	0
债务净变化	55	-68	6	0	0
无息负债变化	7,835	-6,990	600	819	621
净现金流	19,610	-43,544	22,389	25,270	25,657

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	92.1%	91.3%	91.5%	91.6%	91.7%
EBITDA 率	69.1%	67.6%	67.2%	67.3%	67.5%
EBIT 率	67.9%	66.3%	65.9%	66.0%	66.1%
税前净利润率	68.7%	66.7%	66.4%	66.6%	66.9%
归母净利润率	49.5%	47.8%	47.7%	47.9%	48.2%
ROA	29.9%	28.1%	26.8%	26.0%	25.2%
ROE (摊薄)	37.0%	33.6%	32.1%	30.9%	30.0%
经营性 ROIC	38.5%	34.6%	35.2%	36.3%	37.4%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	19%	16%	15%	14%	14%
流动比率	4.45	5.09	5.48	5.91	6.38
速动比率	3.49	3.85	4.29	4.70	5.14
归母权益/有息债务	2082.21	5534.01	5285.82	5747.67	6239.96
有形资产/有息债务	2539.71	6521.58	6266.87	6807.91	7374.83

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	298,945	303,835	327,055	353,985	382,212
货币资金	59,296	51,691	74,079	99,349	125,007
交易性金融资产	249	0	0	0	0
应收账款	19	3	14	15	16
应收票据	1,984	0	1,776	927	971
其他应收款 (合计)	30	36	37	39	41
存货	54,343	61,427	59,714	61,681	63,860
其他流动资产	134,568	112,484	112,484	112,484	112,484
流动资产合计	251,727	252,519	275,003	301,388	329,269
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	147	147	147	147
固定资产	21,871	22,488	24,838	25,869	26,512
在建工程	2,150	2,472	2,649	2,225	2,012
无形资产	8,850	8,686	8,561	8,440	8,320
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2,614	1,729	1,729	1,729	1,729
非流动资产合计	47,218	51,316	52,052	52,597	52,943
总负债	56,933	49,876	50,481	51,300	51,921
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,515	4,007	3,486	3,914	4,052
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	24,326	19,033	19,033	19,033	19,033
流动负债合计	56,516	49,610	50,181	51,000	51,621
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	417	265	300	300	300
股东权益	242,011	253,959	276,574	302,686	330,291
股本	1,256	1,252	1,252	1,252	1,252
公积金	48,011	50,545	50,545	50,545	50,545
未分配利润	182,787	191,905	211,558	234,651	259,265
归属母公司权益	233,106	244,638	264,291	287,383	311,998
少数股东权益	8,905	9,321	12,283	15,302	18,293

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	3.24%	4.22%	4.30%	4.30%	4.30%
管理费用率	5.35%	4.84%	5.30%	5.30%	5.30%
财务费用率	-0.84%	-0.47%	-0.53%	-0.70%	-0.87%
研发费用率	0.13%	0.11%	0.11%	0.11%	0.11%
所得税率	25%	26%	26%	26%	26%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	51.56	51.95	52.51	55.02	57.80
每股经营现金流	73.61	49.13	72.75	74.12	76.63
每股净资产	185.56	195.36	211.05	229.49	249.15
每股销售收入	138.63	137.39	141.80	148.07	155.02

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	21	22	22	21	20
PB	7.9	7.5	6.9	6.4	5.9
EV/EBITDA	15.3	15.9	15.3	14.5	13.7
股息率	3.5%	3.6%	3.6%	3.8%	4.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼