

# 贵州茅台 (600519.SH)

## 2026Q1 收入稳健增长，市场化改革成效逐步显现

### 核心观点

**2026Q1 收入同比+6.3%，市场化改革下，经营韧性显现。**2026Q1 公司实现营业总收入 547 亿元/同比+6.3%，归母净利润 272 亿元/同比+1.5%。结合 25Q4+26Q1 看，收入同比-6.5%/净利润同比-14.0%/收入+合同负债环比变动之和同比-10.1%。公司在 2025Q4 释放经营压力后，于 2026 年以来进行全面市场化改革，第一季度在市场端和报表端均反馈积极：1) i 茅台作为市场化改革的核心载体，拓展消费者群体；2) 我们预计茅台酒整体投放量增加，同时投放结构符合消费需求；3) 价格机制及渠道运营模式进一步市场化下，飞天茅台批价底部支撑力更加坚实。

**2026Q1 茅台酒中预计飞天投放量增加，系列酒恢复增长，i 茅台收入同比+267%。**

分产品看，1) 茅台酒 26Q1 实现收入 460 亿元/同比+5.62%，我们预计销量增长更快、吨价略有下降，系①预计飞天茅台投放量同比增加较多，叠加 i 茅台放量贡献更高吨价，Q1 飞天收入预计增速最快、占收入比例提升；②预计非标酒、其他规格缩量，企业团购等线下直营渠道亦受到供应量限制，对应直营渠道收入-i 茅台收入之差同比-54%。2) 系列酒 26Q1 实现收入 78.8 亿元/同比+12.22%，预计茅台 1935/金王子/贵州大曲等春节动销表现较好，经销商回款进度较快。

分渠道看，1) 直销渠道 26Q1 实现收入 295 亿元/同比+27.1%/占比提升至 55%，其中 i 茅台收入 215.53 亿元/同比+267%，我们预计飞天贡献主要销量和收入增量；根据小茅 i 茅台公众号，Q1 平台新增 1400 万新用户、超 398 万用户成交。2) 批发代理渠道收入 244 亿元/同比-10.9%，我们预计主要和经销商开发品减少、部分计划内非标取消原有模式、商超小金小白等取消占比有关。

**2026Q1 整体净利率同比-2.4pcts 至 49.8%，市场化改革导向下合同负债环比减少。**26Q1 毛利率同比-2.2pcts 至 89.8%，系茅台酒内部结构下降、系列酒增速快于整体。26Q1 税金/销售/管理费用率分别 15.0%/2.9%/3.4%，同比+1.11/+0.03/-0.34pcts，其中消费税受到生产销售节奏错期影响。展望后续，1) Q2 起飞天出厂价/零售价双提，在一定程度上缓解结构下移对吨价的拖累；2) 伴随代售模式落地和飞天供给量约束，非标收入占比或环比回升。截至 26Q1 末合同负债 30.27 亿元/环比-49.80 亿元，判断系 Q1 经销渠道发货节奏较快、大部分非标类产品不再合同内销售，也体现了市场化改革下收款模式的转变，但公司对经销商仍具较强议价能力，代售模式仍有缺货现象。2026Q1 销售收现 564 亿元/同比+0.4%，现金流仍保持健康；经营性现金流净额 269 亿元/同比+206%，和同业存放款项有关。

**盈利预测与投资建议：**我们认为一季报反映公司市场化改革下消费者基础扩大、经营逐步向上，略上调年内收入预测；但在产品结构贴近消费者真实需求的过程中，净利率短期有压力、长期仍具有 ROE 持续提升的能力，略下调 26 年净利润预测：预计 2026-28 年公司营业总收入 1785/1882/2029 亿元，同比+3.7%/+5.5%/+7.8%（前值同比+3.2%/+5.6%/+7.8%）；预计归母净利润 840/895/977 亿元，同比+2.0%/+6.6%/+9.1%（前值+2.8%/+6.7%/+8.6%），当前股价对应 2026/2027 年 21.7/20.4 倍 PE，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**宏观经济复苏不及预期致行业需求承压，食品安全问题等。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	174,144	172,054	178,496	188,235	202,916
(+/-%)	15.7%	-1.2%	3.7%	5.5%	7.8%
净利润(百万元)	86228	82320	83979	89481	97659
(+/-%)	15.4%	-4.5%	2.0%	6.6%	9.1%
每股收益(元)	68.64	65.74	67.06	71.46	77.99
EBIT Margin	67.9%	66.3%	64.3%	64.4%	65.1%
净资产收益率 (ROE)	37.0%	33.6%	32.1%	32.0%	33.2%
市盈率 (PE)	21.2	22.2	21.7	20.4	18.7
EV/EBITDA	15.7	16.1	16.0	15.2	14.0
市净率 (PB)	7.86	7.47	6.99	6.54	6.21

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn

zhangweiai@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980525070005

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	1458.49 元
总市值/流通市值	1826424/1826424 百万元
52 周最高价/最低价	1645.00/1322.01 元
近 3 个月日均成交额	6551.18 百万元

#### 市场走势

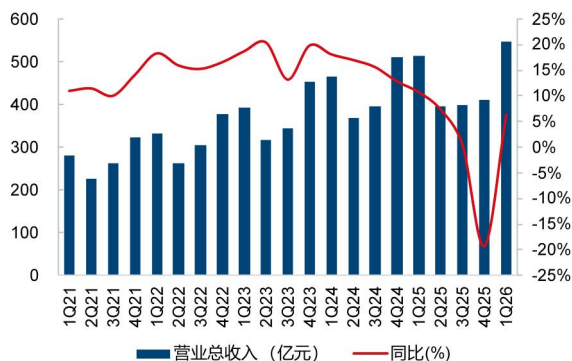


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

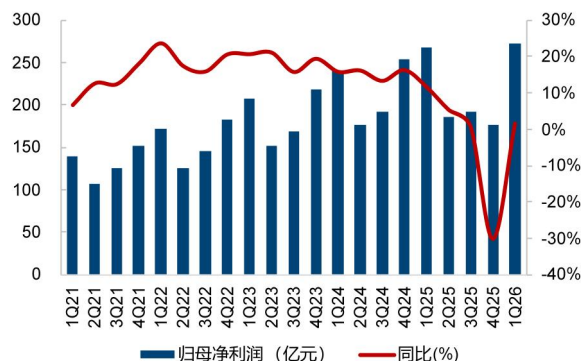
- 《贵州茅台 (600519.SH) -2025 年释放经营压力，2026 年改革破局》——2026-04-18
- 《贵州茅台 (600519.SH) -革故鼎新，与时偕行，再论茅台的护城河与增长潜力》——2026-03-19
- 《贵州茅台 (600519.SH) -全面推进市场化转型，解决供需适配问题》——2026-01-05
- 《贵州茅台 (600519.SH) -2025Q3 收入同比持平，经营理性务实，行稳致远》——2025-10-30
- 《贵州茅台 (600519.SH) -2025Q2 收入同比增长 9.2%，公司根据市场调整产品结构》——2025-08-13

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



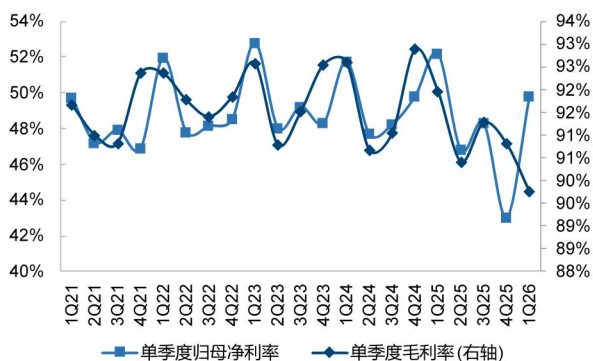
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



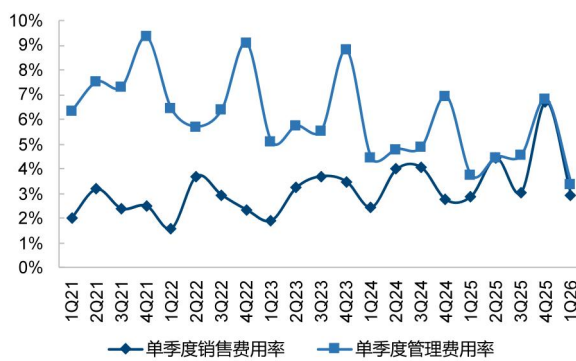
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)		调整幅度	
	2025A	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	172,054	177,612	187,493	178,496	188,235	0.5%	0.4%
收入同比增速%	-1.20%	3.23%	5.56%	3.74%	5.46%	0.51pcts	-0.11pcts
毛利率%	91.34%	90.58%	90.44%	90.08%	89.85%	-0.5pcts	-0.59pcts
销售费用率%	4.22%	4.20%	4.00%	4.25%	4.00%	0.05pcts	0pcts
归母净利润 (百万元)	82,320	84,658	90,356	83,979	89,481	-0.8%	-1.0%
归母净利润同比增速%	-4.53%	2.84%	6.73%	2.01%	6.55%	-0.83pcts	-0.18pcts
归母净利率%	47.85%	47.66%	48.19%	47.05%	47.54%	-0.62pcts	-0.65pcts
EPS (元)	65.74	67.60	72.15	67.06	71.46	-0.8%	-1.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2026/4/24	2026/4/24	2025A/E	2026E	2025A/E	2026E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,458.5	18,264.2	823.2	839.8	22.2	21.7		
000858.SZ	五粮液	优于大市	101.3	3,930.9	256.45	262.2	15.3	15.0		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	102.6	1,510.7	117.83	121.2	12.8	12.5		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	142.0	1,731.7	122.46	124.5	14.1	13.9		
002304.SZ	洋河股份	中性	49.9	751.3	36.91	41.6	20.4	18.1		
000799.SZ	酒鬼酒	中性	42.9	139.4	0.14	0.8	967.2	173.5		

600702.SH	舍得酒业	优于大市	45.5	151.5	2.23	3.8	68.0	40.2
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	109.5	518.3	44.19	47.0	11.7	11.0
603369.SH	今世缘	优于大市	26.7	332.3	27.46	29.0	12.1	11.4
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	39.9	318.8	19.86	21.0	16.1	15.2
603589.SH	口子窖	中性	24.8	148.2	6.73	8.2	22.0	18.1
603919.SH	金徽酒	优于大市	18.5	93.6	3.54	3.7	26.4	25.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除贵州茅台以外其他公司采用 Wind 一致预期

## 风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，供给增加下批价大幅下跌，食品安全问题等。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	186483	150787	169028	186549	199909	营业收入	174144	172054	178496	188235	202916
应收款项	2033	39	40	43	46	营业成本	13789	14892	17708	19111	20299
存货净额	54343	61427	64324	68598	73415	营业税金及附加	26926	27354	29095	30682	32264
其他流动资产	7407	13394	13896	14654	15797	销售费用	5639	7253	7586	7529	7914
<b>流动资产合计</b>	<b>251727</b>	<b>252519</b>	<b>274160</b>	<b>296716</b>	<b>316039</b>	管理费用	9316	8320	9094	9571	10189
固定资产	24021	24960	25554	24909	24751	研发费用	218	190	197	208	224
无形资产及其他	8850	8686	8338	7991	7643	财务费用	(1470)	(815)	(2206)	(3556)	(3865)
投资性房地产	14347	17523	17523	17523	17523	投资收益	9	1	0	0	0
长期股权投资	0	147	147	147	147	资产减值及公允价值变动	61	76	3	0	0
<b>资产总计</b>	<b>298945</b>	<b>303835</b>	<b>325722</b>	<b>347286</b>	<b>366104</b>	其他收入	(325)	(317)	(197)	(208)	(224)
短期借款及交易性金融负债	112	44	0	0	0	营业利润	119689	114809	117025	124689	135891
应付款项	3515	4007	4214	4469	4794	营业外净收支	(50)	(54)	(54)	(54)	(54)
其他流动负债	52889	45559	49726	52326	55286	<b>利润总额</b>	<b>119639</b>	<b>114755</b>	<b>116971</b>	<b>124635</b>	<b>135837</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>56516</b>	<b>49610</b>	<b>53940</b>	<b>56796</b>	<b>60080</b>	所得税费用	30304	29445	29945	31907	34638
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	3107	2990	3048	3248	3540
其他长期负债	417	265	265	265	265	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>86228</b>	<b>82320</b>	<b>83979</b>	<b>89481</b>	<b>97659</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>417</b>	<b>265</b>	<b>265</b>	<b>265</b>	<b>265</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>56933</b>	<b>49876</b>	<b>54205</b>	<b>57061</b>	<b>60345</b>	净利润	86228	82320	83979	89481	97659
少数股东权益	8905	9321	10083	10895	11780	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	233106	244638	261434	279330	293979	折旧摊销	1970	2183	2757	2992	3150
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>298945</b>	<b>303835</b>	<b>325722</b>	<b>347286</b>	<b>366104</b>	公允价值变动损失	(61)	(76)	(3)	0	0
						财务费用	(1470)	(815)	(2206)	(3556)	(3865)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	(3240)	(21243)	974	(2179)	(2679)
每股收益	68.64	65.74	67.06	71.46	77.99	其它	550	548	762	812	885
每股红利	56.48	53.70	53.65	57.16	66.29	<b>经营活动现金流</b>	<b>85448</b>	<b>63731</b>	<b>88469</b>	<b>91106</b>	<b>99015</b>
每股净资产	185.56	195.36	208.77	223.06	234.76	资本开支	0	(2908)	(3000)	(2000)	(2644)
ROIC	77.5%	70.9%	61.6%	58.7%	61.2%	其它投资现金流	(22692)	2679	99096	0	0
ROE	37.0%	33.6%	32.1%	32.0%	33.2%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(22692)</b>	<b>(376)</b>	<b>96096</b>	<b>(2000)</b>	<b>(2644)</b>
毛利率	92.1%	91.3%	90.1%	89.8%	90.0%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	67.9%	66.3%	64.3%	64.4%	65.1%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	69.0%	67.6%	65.9%	65.9%	66.6%	支付股利、利息	(70951)	(67242)	(67183)	(71585)	(83010)
收入增长	15.7%	-1.2%	3.7%	5.5%	7.8%	其它融资现金流	69373	63523	(44)	0	0
净利润增长率	15.4%	-4.5%	2.0%	6.6%	9.1%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(72530)</b>	<b>(70960)</b>	<b>(67227)</b>	<b>(71585)</b>	<b>(83010)</b>
资产负债率	22.0%	19.5%	19.7%	19.6%	19.7%	<b>现金净变动</b>	<b>(9774)</b>	<b>(7605)</b>	<b>117338</b>	<b>17521</b>	<b>13360</b>
股息率	3.9%	3.7%	3.7%	3.9%	4.5%	货币资金的期初余额	69070	59296	51691	169028	186549
P/E	21.2	22.2	21.7	20.4	18.7	货币资金的期末余额	59296	51691	169028	186549	199909
P/B	7.9	7.5	7.0	6.5	6.2	企业自由现金流	0	62813	86154	88936	96186
EV/EBITDA	15.7	16.1	16.0	15.2	14.0	权益自由现金流	0	126336	87751	91582	99065

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032