

600519.SH
买入

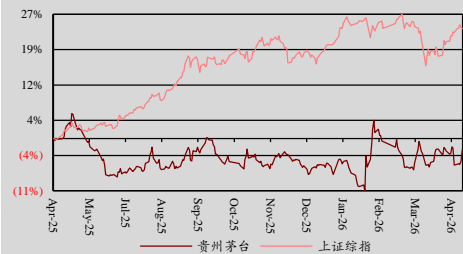
原评级: 买入

市场价格: 人民币 1,458.49

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 贵州茅台公告 2026 年 1 季报, 1Q26 公司稳健开局, 为全年目标达成奠定基础, 维持买入评级。

股价表现


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	2.3	3.6	9.1	(6.0)
相对上证综指	0.9	(1.5)	10.4	(29.8)

发行股数 (百万)	1,252.27
流通股 (百万)	1,252.27
总市值 (人民币 百万)	1,826,423.59
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	6,551.18
主要股东	
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	54.4%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2026 年 4 月 24 日收市价为标准

相关研究报告

- 《贵州茅台》20260422
- 《贵州茅台》20260402
- 《贵州茅台》20251209

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒 II

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300526030002

贵州茅台

i 茅台大放异彩, 2026 年稳健开局

贵州茅台公告 2026 年 1 季报。1Q26 公司实现营收 539.1 亿元, 同比+6.5%, 归母净利 272.4 亿元, 同比+1.5%。1Q26 公司业绩稳健, 实现良好开局, 为全年目标达成奠定基础, 我们维持买入评级。

支撑评级的要点

- 1Q26 实现良好开局, 系列酒平稳恢复, 渠道调整效果显现。产品端来看, (1) 1Q26 茅台酒营收 460.0 亿元, 同比+5.6%。2026 年 1 月 1 日, 公司在 i 茅台上架 1499 元飞天, 同时取消非标产品分销、推行“代售”模式。我们判断, 在传统渠道非标产品配额大幅缩减, 且 i 茅台大幅放量的推动下, 1Q26 普飞实现较快增长, 为茅台酒主要贡献。(2) 1Q26 系列酒实现营收 78.8 亿元, 同比+12.2%, 营收占比同比提升 0.7pct 至 14.6%。分季度来看, 系列酒自 3Q25 收入大幅下滑后 (-42.8%), 4Q25 降幅收窄, 且 1Q26 在去年同期高基数下, 回归至双位数正增长, 产品改革效果显著。参考 2025 年系列酒量价表现, 公司以价换量效果显著, 预计大单品 1935 在春节期间动销表现较好。
- 1Q26 i 茅台大放异彩, 实现收入 215.5 亿元, 带动直营渠道占比提升 8.8pct 至 54.8%, 渠道结构发生明显转变。渠道端来看, 1 季度渠道结构呈现较大变化。(1) 1Q26 批发代理渠道营收 243.8 亿元, 同比-10.9%, 我们判断或与国资渠道及非标产品配额减少有关。(2) 1Q26 直销渠道营收 295.0 亿元, 同比+27.1%, 收入占比 54.8%, 同比提升 8.8pct。直销渠道中, i 茅台 1 季度实现销售 215.5 亿元, 同比+267.2%, 占直销渠道比重为 73.1%, 去年同期占比 25.3%。i 茅台作为官方平台, 通过平价飞天有效拉动了大众需求, 同时承接了因产业转型、场景受损丢失的部分销量, 对公司报表业绩形成了较强支撑。跟据 i 茅台官方数据, 春节期间 i 茅台活跃用户达 1500 万人次, 随着用户基数的增加, 以及公司对不同渠道产品批价的动态调节, 我们认为 i 茅台可持续保持较强的渠道热度。
- 受毛利率、税金及附加比率影响, 1Q26 公司归母净利率同比-2.5pct 至 50.5%。(1) 1Q26 公司合同负债为 30.3 亿元, 环比 2025 年末减少 49.8 亿元, 去年同期减少 8.0 亿元。合同负债降幅较大主要与公司渠道结构变化, 传统经销渠道蓄水池作用减少有关。(2) 受产品结构调整影响, 1Q26 公司毛利率为 89.8%, 同比-2.2pct。分不同系列产品来看, 1Q26 茅台酒中非标产品营收占比下降, 系列酒营收占比提升。1Q26 公司期间费用率为同比基本持平, 税金及附加比率同比提升 1.1pct 至 15.3%。综上, 1Q26 年公司归母净利率为 50.5%, 同比降 2.5pct。
- 公司改革成效初显, 2026 年实现平稳开局。2025 年公司全面推行营销体系市场化转型, 重构渠道生态, 根据市场实际情况动态调整产品价格, 1Q26 实现平稳开局, 彰显了公司的经营韧性。公司自 2026 年 3 月 31 日起上调普飞价格, 4 月通过“代售”新政向市场投放非标产品, 渠道反馈积极。短期来看, 我们认为随着各项改革效果的显现, 公司业绩有望逐季好转, 盈利能力稳定, 茅台配置价值凸显。

估值

- 我们维持此前盈利预测, 预计公司 26 至 28 年归母净利分别为 853.0、908.5、980.6 亿元, 同比增速分别为 3.6%、6.5%、7.9%, EPS 分别为 68.1、72.6、78.3 元/股, 当前市值对应 PE 分别为 20.7X、19.4X、18.0X, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 经济恢复不及预期。渠道库存超预期, 终端销售价格波动较大。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	170,899	168,838	176,677	187,211	199,962
增长率(%)	15.7	(1.2)	4.6	6.0	6.8
EBITDA(人民币 百万)	117,072	113,105	116,563	123,850	133,407
归母净利润(人民币 百万)	86,228	82,320	85,301	90,849	98,056
增长率(%)	15.4	(4.5)	3.6	6.5	7.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	68.86	65.74	68.12	72.55	78.30
市盈率(倍)	20.5	21.5	20.7	19.4	18.0
市净率(倍)	7.6	7.2	6.6	6.1	5.6
EV/EBITDA(倍)	15.8	14.5	14.3	13.2	12.0
每股股息 (人民币)	51.6	52.0	51.1	54.4	58.7
股息率(%)	3.4	3.8	3.6	3.9	4.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 公司 4Q25 及 1Q26 季度业绩概览

(人民币, 百万元)	4Q24	4Q25	同比 (%)	1Q25	1Q26	同比 (%)
营业收入	50,123	40,384	(19.4)	50,601	53,909	6.5
营业成本	3,561	3,708	4.1	4,061	5,521	35.9
毛利率(%)	92.9	90.8	(2.1)	92.0	89.8	(2.2)
毛利	46,562	36,676	(21.2)	46,540	48,389	4.0
税金及附加	7,014	6,709	(4.4)	7,165	8,227	14.8
销售费用	1,404	2,775	97.6	1,495	1,606	7.4
管理费用	3,548	2,817	(20.6)	1,920	1,854	(3.4)
研发费用	78	77	(1.2)	26	59	125.1
财务费用	-297	-181	(39.3)	(283)	(116)	(59.0)
资产减值损失	0	0	-	0	0	-
公允价值变动收益	20	69	242.4	1	(3)	(571.2)
投资收益	1	1	(54.8)	0	0	63.8
营业利润	35,692	25,319	(29.1)	37,037	37,537	1.4
营业利润率(%)	71.2	62.7	(8.5)	73.2	69.6	(3.6)
营业外收入	17	35	107.2	16.4	6.8	(58.8)
营业外支出	119	2	(98.0)	21.6	0.5	(97.6)
利润总额	35,590	25,352	(28.8)	37,031	37,543	1.4
所得税	9,286	6,940	(25.3)	9,257	9,389	1.4
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	26	27	1.4	25	25	0.0
少数股东权益	903	718	(20.4)	927	911	(1.7)
归属于母公司净利润	25,401	17,693	(30.3)	26,847	27,243	1.5
归母净利率(%)	50.7	43.8	(6.9)	53.1	50.5	(2.5)
EPS (元/股)	20.28	14.13	(30.3)	21.44	21.75	1.5

资料来源: 同花顺, 中银证券

注: 表内毛利率、利润率、所得税率、归母净利率指标的同比单位为 pct

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	174,144	172,054	179,893	190,491	203,308
营业收入	170,899	168,838	176,677	187,211	199,962
营业成本	13,789	14,892	17,071	17,790	18,896
营业税金及附加	26,926	27,354	28,622	30,328	31,794
销售费用	5,639	7,253	7,597	8,050	8,298
管理费用	9,316	8,320	9,011	9,548	9,998
研发费用	218	190	194	122	114
财务费用	(1,470)	(815)	(1,018)	(1,456)	(1,907)
其他收益	21	29	25	22	20
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	(23)	17	(10)	(10)	(5)
资产处置收益	0	3	3	3	3
公允价值变动收益	61	76	60	60	60
投资收益	9	1	15	20	20
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	119,689	114,809	118,510	126,205	136,213
营业外收入	71	75	75	75	75
营业外支出	121	129	129	120	120
利润总额	119,639	114,755	118,456	126,160	136,168
所得税	30,304	29,445	29,969	31,918	34,451
净利润	89,335	85,310	88,487	94,241	101,718
少数股东损益	3,107	2,990	3,186	3,393	3,662
归母净利润	86,228	82,320	85,301	90,849	98,056
EBITDA	117,072	113,105	116,563	123,850	133,407
EPS(最新股本摊薄, 元)	68.86	65.74	68.12	72.55	78.30

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	251,727	252,519	299,394	310,987	360,651
货币资金	59,296	51,691	87,335	110,313	147,323
应收账款	19	3	20	4	22
应收票据	1,984	0	1,963	94	106
存货	54,343	61,427	87,470	67,205	87,109
预付账款	27	7	69	10	64
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	136,057	139,391	122,537	133,362	126,028
非流动资产	47,218	51,316	47,373	46,305	43,689
长期投资	5,544	5,365	5,365	5,365	5,365
固定资产	21,871	22,488	21,557	20,205	18,481
无形资产	8,850	8,686	8,494	8,288	8,070
其他长期资产	10,952	14,777	11,958	12,446	11,772
资产合计	298,945	303,835	346,767	357,292	404,340
流动负债	56,516	49,610	67,956	52,414	71,267
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,515	4,007	4,244	3,861	4,327
其他流动负债	53,001	45,603	63,712	48,554	66,940
非流动负债	417	265	341	303	322
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	417	265	341	303	322
负债合计	56,933	49,876	68,297	52,717	71,589
股本	1,256	1,252	1,252	1,252	1,252
少数股东权益	8,905	9,321	12,507	15,900	19,561
归属母公司股东权益	233,106	244,638	265,963	288,675	313,189
负债和股东权益合计	298,945	303,835	346,767	357,292	404,340

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	89,335	85,310	88,487	94,241	101,718
折旧摊销	2,085	2,259	2,391	2,487	2,549
营运资金变动	(27,506)	10,177	(18,813)	8,784	(264)
其他	28,550	(36,224)	26,636	(15,406)	4,943
经营活动现金流	92,464	61,522	98,700	90,107	108,946
资本支出	(4,679)	(3,128)	(205)	(405)	(305)
投资变动	3,991	508	(30)	(30)	(30)
其他	(1,097)	(29,022)	18	23	23
投资活动现金流	(1,785)	(31,642)	(217)	(412)	(312)
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(72,640)	(74,050)	(63,976)	(68,137)	(73,542)
其他	1,572	623	1,136	1,420	1,918
筹资活动现金流	(71,068)	(73,427)	(62,839)	(66,716)	(71,624)
净现金流	19,611	(43,547)	35,644	22,979	37,009

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	15.7	(1.2)	4.6	6.0	6.8
营业利润增长率(%)	15.4	(4.1)	3.2	6.5	7.9
归属于母公司净利润增长率(%)	15.4	(4.5)	3.6	6.5	7.9
息税前利润增长率(%)	16.0	(3.6)	3.0	6.3	7.8
息税折旧前利润增长率(%)	15.9	(3.4)	3.1	6.3	7.7
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	15.4	(4.5)	3.6	6.5	7.9
获利能力					
息税前利润率(%)	67.3	65.7	64.6	64.8	65.4
营业利润率(%)	68.7	66.7	65.9	66.3	67.0
毛利率(%)	91.9	91.2	90.3	90.5	90.6
归母净利润率(%)	49.5	47.8	47.4	47.7	48.2
ROE(%)	37.0	33.6	32.1	31.5	31.3
ROIC(%)	49.4	49.9	37.9	40.1	40.3
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
净负债权益比	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
流动比率	4.5	5.1	4.4	5.9	5.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	4,307.6	15,645.3	15,645.3	15,645.3	15,645.3
应付账款周转率	51.7	44.9	42.8	46.2	48.8
费用率					
销售费用率(%)	3.3	4.3	4.3	4.3	4.2
管理费用率(%)	5.5	4.9	5.1	5.1	5.0
研发费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
财务费用率(%)	(0.9)	(0.5)	(0.6)	(0.8)	(1.0)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	68.9	65.7	68.1	72.5	78.3
每股经营现金流(最新摊薄)	73.8	49.1	78.8	72.0	87.0
每股净资产(最新摊薄)	186.1	195.4	212.4	230.5	250.1
每股股息	51.6	52.0	51.1	54.4	58.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	20.5	21.5	20.7	19.4	18.0
P/B(最新摊薄)	7.6	7.2	6.6	6.1	5.6
EV/EBITDA	15.8	14.5	14.3	13.2	12.0
价格/现金流(倍)	19.1	28.7	17.9	19.6	16.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371