

2026年4月28日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

1525

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2026/4/27)	1403.20
上证指数(2026/4/27)	4086.34
股价 12 个月高/低	1586.37/1322.01
总发行股数(百万)	1252.27
A 股数(百万)	1252.27
A 市值(亿元)	17571.86
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 (54.40%)
每股净值(元)	216.32
股价/账面净值	6.49
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-0.9 4.5 -6.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2026-01-09	1412.30	区间操作
2025-10-30	1431.90	区间操作
2025-08-13	1437.04	区间操作

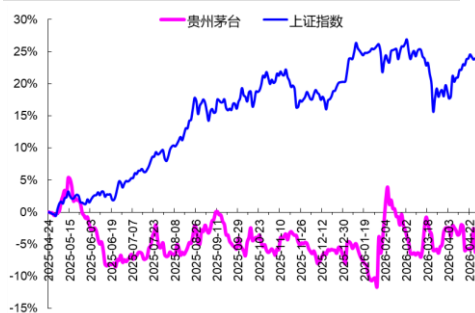
产品组合

茅台酒	85.4%
系列酒	14.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.1%
一般法人	70.7%

股价相对大盘走势



贵州茅台 (600519. SH) TRADING BUY 区间操作

转型初见成效，i 茅台收入大幅增长

业绩概要：

公告 2026 年第一季度实现营收 547 亿，同比增 6.3%，录得归母净利润 272.4 亿，同比增 1.5%，利润增速不及预期。

点评与建议：

- 一季度是公司全面市场化转型的起点，报告期收入符合预期。产品看，茅台酒实现收入 460 亿，同比增 5.6%，系列酒实现收入近 79 亿，同比增 12.2%，在调价调整的背景下，系列酒增速好于我们预期。
 - 渠道方面，Q1 直销收入 295 亿，同比增 27.1%，其中 i 茅台收入 215.5 亿，同比增 267.2%；传统渠道收入 243.8 亿，同比下降 10.9%。Q1 渠道结构有较大变动，一方面 i 茅台作为市场化的标志，承接 Q1 飞天茅台放量任务，实现显著增长，i 茅台收入占直销比重上升至 73.1%（去年同期为 25.3%），另一方面，传统渠道收缩，主要由于非标产品投放克制和价格调整。
 - Q1 经营活动现金净流入 269 亿，同比增 205%，直销渠道放量之下，现金回款显著加速。
 - 毛利率看，Q1 毛利率同比下降 2.2pcts，至 89.9%，主要受产品调价和结构调整影响；费率方面，期间费率基本保持平稳，同比上升 0.08pct 至 6.22%；此外，Q1 营业税率同比上升 1.11pcts 至 15.04%。毛利率降低和营业税率提升是 Q1 利润增速慢于收入的主要原因。
 - Q1 公司市场化转型开局顺利，i 茅台一季度有近 1400 万新用户，真实实现破圈、提升终端消费率，未来通过 i 茅台公司将更准确通过量价的调整把握市场动向。尽管 Q2 起飞天茅台合同价和自营体系调价，但预计全年投放量将保持审慎，提价对业绩提振的作用较小。
 - 关注市场化转型、以及需求向塔腰、塔尖产品拓展的效果。下调盈利预测，预计 2026-2028 年将分别实现净利润 863 亿、901 亿和 937 亿（原预测为 890 亿、954.4 亿和 1003.6 亿），分别同比增 4.8%、4.5%和 4%，EPS 分别为 68.91 元、71.98 元和 74.83 元，当前股价对应 PE 分别为 20 倍、19 倍和 19 倍，维持“区间操作”的投资建议。
 - 风险提示：经济增长压力，改革成效不及预期
- 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	74734	86228	82320	86296	90135	93708
同比增减	%	19.16	15.38	-4.53	4.83	4.45	3.96
每股盈余 (EPS)	RMB 元	59.49	68.64	65.66	68.91	71.98	74.83
同比增减	%	19.15	15.38	-4.34	4.95	4.45	3.96
市盈率(P/E)	X	24	20	21	20	19	19
股利 (DPS)	RMB 元	49.98	51.51	51.95	55.13	57.58	59.86
股息率 (Yield)	%	3.56	3.67	3.70	3.93	4.10	4.27

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
营业收入	150560	174144	172054	180491	187262	193981
经营成本	11867	13789	14892	16177	16490	17139
营业税金及附加	22234	26926	27354	29315	29977	30917
销售费用	4649	5639	7253	7471	7707	7847
管理费用	9729	9316	8320	8517	8837	9154
财务费用	-1790	-1470	-815	-671	-697	-722
资产减值损失				0	0	0
投资收益	34	9	1	25	19	15
营业利润	103709	119689	114809	119519	124803	129494
营业外收入	87	71	75	70	72	76
营业外支出	133	121	129	159	131	116
利润总额	103663	119639	114755	119431	124744	129454
所得税	26141	30304	29445	30023	31359	32367
少数股东损益	2787	3107	2990	3111	3249	3378
归属于母公司所有者的净利润	74734	86228	82320	86296	90135	93708

附二：合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
货币资金	69070	59296	51691	60478	69550	79287
拆出资金	105554	127187	99096	104051	109254	112531
应收账款	60	19	3	3	3	3
存货	46435	54343	61427	67570	72300	75192
流动资产合计	225173	251727	252519	257891	279007	296682
长期股权投资	0	0	147	147	147	147
固定资产	19909	21871	22488	22263	22041	21820
在建工程	2137	2150	2472	2670	2803	2943
非流动资产合计	47527	47218	51316	54908	57654	59383
资产总计	272700	298945	303835	312799	336661	356065
流动负债合计	48698	56516	49610	40797	46110	46230
非流动负债合计	346	417	265	318	350	378
负债合计	49043	56933	49876	41115	46460	46608
少数股东权益	7988	8905	9321	9788	10277	10791
股东权益合计	215669	233106	244638	261897	279924	298666
负债及股东权益合计	272700	298945	303835	312799	336661	356065

附三：合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
经营活动产生的现金流量净额	66593	92464	61522	99270	102994	106690
投资活动产生的现金流量净额	-9724	-1785	-31642	-1805	-1873	-1940
筹资活动产生的现金流量净额	-58889	-71068	-73427	-77611	-80523	-83412
现金及现金等价物净增加额	-2019	19610	-43544	19854	20599	21338

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇

员或会对这份报告内描述之证i@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。