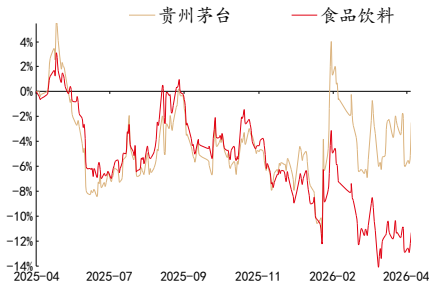




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	1,458.49
总股本/流通股本(亿股)	12.52 / 12.52
总市值/流通市值(亿元)	18,264 / 18,264
52周内最高/最低价	1,634.99 / 1,323.69
资产负债率(%)	16.4%
市盈率	22.21
第一大股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 张子健
SAC 登记编号: S1340524050001
Email: zhangzjian@cnpsec.com

贵州茅台(600519)

收入利润双稳增符合预期，i 茅台放量显著

● 投资要点

公司 2026 年 Q1 年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 547.03/539.09/272.43/272.4 亿元，同比 6.34%/6.54%/1.47%/1.45%。26Q1，公司毛利率/归母净利率为 89.91%/49.8%，分别同比-2.2/-2.39pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.04%/2.94%/3.39%/0.11%/-0.21%，分别同比 1.11/0.03/-0.34/0.06/0.34pct。26Q1 公司实现销售收现 563.93 亿元，同比+0.44%；经现净额 269.1 亿元，同比 181.01 亿元；26Q1 末合同负债 30.27 亿元，同比-57.61 亿元，环比-49.8 亿元（去年同口径环比-8.04 亿元）。

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%，拆分量价来看，26Q1 茅台酒销量约 1.68 万吨，同比+21.82%，均价 273.84 万元/吨，同比-13.30%；其他系列酒销量 1.42 万吨，同比+26.61%，均价 55.50 万元/吨，同比-11.36%。分渠道来看，26Q1 直销渠道实现收入 295.04 亿元，同比+27.06%，经销渠道 243.82 亿元，同比-10.88%，直销占比同比提升 8.84pct 至 54.75%。26Q1 直销高增长主要依靠 i 茅台放量，26Q1 i 茅台实现收入 215.53 亿元，同比+267.16%。

26Q1 公司毛利率、净利率双双下滑，费用率维稳。毛利率下滑主因价格和结构的下降，26Q1 茅台酒均价和系列酒均价同比均下滑，与主动调整 53 度飞天以外的产品的出厂价、以及 Q1 飞天放量、非标发货较少均有关。26Q1 茅台酒、系列酒收入均实现增长、主要依靠销量 20 个点以上的增长。经现净额同比增加主因控股子公司同业存款净增加额减少，合同负债下滑预计与公司今年渠道改革，加大直营占比、以及非标代售有关，经销商只需交保证金，预收款自然减少、经销商现金流压力减轻。

● 盈利预测与投资建议

2025 年公司分红+回购占利润比例为 86%，若按 2026 年 86%的分红率来计算，对应当前股价公司股息率在 4.03%。我们预计公司 2026-2028 年实现营收 1817.98/1950.59/2114.52 亿元，同比 +5.66%/+7.29%/+8.40%；实现归母净利润 853.60/909.67/999.35 亿元，同比 +3.69%/+6.57%/+9.86%，对应 EPS 为 68.16/72.64/79.80 元，对应当前股价 PE 为 21/20/18 倍，给予“买入”评级。

● **风险提示:**

食品安全风险；需求不及预期风险；改革不及预期风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (亿元)	1721	1818	1951	2115
增长率 (%)	-1.20	5.66	7.29	8.40
EBITDA (亿元)	1161.73	1205.10	1285.23	1402.99
归属母公司净利润 (亿元)	823.20	853.60	909.67	999.35
增长率 (%)	-4.53	3.69	6.57	9.86
EPS (元/股)	65.74	68.16	72.64	79.80
市盈率 (P/E)	22.19	21.40	20.08	18.28
市净率 (P/B)	7.47	6.90	6.35	5.84
EV/EBITDA	14.40	14.58	13.52	12.18

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	1721	1818	1951	2115	营业收入	-1.2%	5.7%	7.3%	8.4%
营业成本	151	188	216	225	营业利润	-4.1%	3.5%	6.6%	9.9%
税金及附加	274	289	311	337	归属于母公司净利润	-4.5%	3.7%	6.6%	9.9%
销售费用	73	77	81	83	获利能力				
管理费用	83	84	86	90	毛利率	91.2%	89.6%	88.8%	89.3%
研发费用	2	2	2	2	净利率	48.8%	47.8%	47.4%	48.0%
财务费用	-8	-9	-10	-13	ROE	33.6%	32.2%	31.6%	32.0%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	33.3%	31.6%	30.8%	30.8%
营业利润	1148	1188	1266	1391	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	16.4%	16.8%	16.6%	15.9%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	5.09	5.05	5.19	5.52
利润总额	1148	1187	1265	1390	营运能力				
所得税	294	303	323	354	应收账款周转率	15645.30	47183.66	37288.74	37475.05
净利润	853	885	943	1036	存货周转率	0.26	0.28	0.28	0.26
归母净利润	823	854	910	999	总资产周转率	0.57	0.57	0.56	0.56
每股收益(元)	65.74	68.16	72.64	79.80	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	65.74	68.16	72.64	79.80
货币资金	517	702	889	1187	每股净资产	195.36	211.51	229.67	249.62
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	0	10	11	12	PE	22.19	21.40	20.08	18.28
预付款项	0	0	0	0	PB	7.47	6.90	6.35	5.84
存货	614	723	832	868	现金流量表				
流动资产合计	2525	2811	3110	3447	净利润	853	885	943	1036
固定资产	225	232	236	210	折旧和摊销	23	27	30	26
在建工程	25	25	25	25	营运资本变动	-249	-41	-70	-14
无形资产	87	89	91	90	其他	-12	1	1	1
非流动资产合计	513	522	528	502	经营活动现金流净额	615	871	904	1048
资产总计	3038	3333	3638	3949	资本开支	-31	-37	-37	-1
短期借款	0	1	2	2	其他	-285	0	0	0
应付票据及应付账款	40	46	53	56	投资活动现金流净额	-316	-37	-37	-1
其他流动负债	456	509	544	567	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	496	557	600	625	债务融资	0	2	2	0
其他	3	4	5	5	其他	-734	-651	-682	-750
非流动负债合计	3	4	5	5	筹资活动现金流净额	-734	-649	-680	-750
负债合计	499	560	604	630	现金及现金等价物净增加额	-435	185	187	298
股本	13	13	13	13					
资本公积金	0	0	0	0					
未分配利润	1930	2015	2106	2206					
少数股东权益	93	124	157	193					
其他	504	621	758	907					
所有者权益合计	2540	2773	3033	3319					
负债和所有者权益总计	3038	3333	3638	3949					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048