

业绩稳健增长，直销收入首次超越代理渠道

增持 (维持)

——贵州茅台 (600519) 点评报告

2026 年 04 月 27 日

报告关键要素:

近日公司披露 2026 年一季报。公司 2026Q1 实现总营收 547.03 亿元，同比+6.34%；实现营收 539.09 亿元，同比+6.54%；实现归母净利润 272.43 亿元，同比+1.47%，业绩增速较 2025Q4 有所回升。

投资要点:

实行全面市场化改革，产品体系有所调整。2026Q1 公司茅台酒收入为 460.05 亿元，同比+5.62%，系列酒收入为 78.81 亿元，同比+12.22%。全面市场化改革后，公司茅台酒产品结构回归金字塔型，“塔基”产品以飞天 53%vol 500ml 茅台为主，用于进一步强化当年茅台的社交属性以及往年茅台的收藏属性，形成消费价值认同；“塔腰”产品包括精品茅台及生肖茅台，主要承接消费升级与高端商务/礼赠场景，以及聚焦民间收藏消费需求；“塔尖”产品则包括陈年系列和文化系列，为公司超高端产品。此外，飞天 43%vol 500ml 茅台聚焦主力消费场景和年轻群体，形成产品结构的重要支撑。

全系主品登陆“i 茅台”，营销体系改革精准触达 C 端。稳步推进“全面向 C”战略，2026Q1 公司直销/批发代理实现收入 295.04/243.82 亿元，同比分别+27.06%/-10.88%，分别占比 53.94%/44.57%，直销收入增长迅速，且首次超过批发代理渠道。其中，公司将全系主品登陆“i 茅台”，包括飞天茅台在内的茅台酒均能以平价方式抢购，形成“全民抢茅”热潮。数据显示，2026Q1“i 茅台”新增用户近 1400 万，成功购酒用户累计近 400 万，且实现营收 215.53 亿元，同比+267.16%，市场化改革已初见成效。

盈利能力保持稳健，现金流表现亮眼。2026Q1 公司毛/净利率分别为 89.76%/52.22%，同比-2.21pct/-2.67pct，主要原因可能包括：1) 高毛利的非标茅台酒随行就市，且产品配额有所下降；2) 税金及附加有所上升。费用端，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.94%/3.39%/0.11%/-0.21%，同比 +0.03pct/-0.34pct/+0.06pct/+0.34pct，期间费用率总体稳健，费用控制情况良好。现金流端，2026Q1

基础数据

总股本 (百万股)	1,252.27
流通 A 股 (百万股)	1,252.27
收盘价 (元)	1,403.20
总市值 (亿元)	17,571.86
流通 A 股市值 (亿元)	17,571.86

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

三季度茅台酒稳健增长，系列酒承压
茅台酒韧性强而系列酒承压，直销渠道增速亮眼

业绩稳增长，茅台酒和批发渠道增速亮眼

分析师: 陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	172054.17	183015.67	198958.30	214700.63
增长比率 (%)	-1.20	6.37	8.71	7.91
归母净利润 (百万元)	82320.07	86196.94	93608.83	100735.09
增长比率 (%)	-4.53	4.71	8.60	7.61
每股收益 (元)	65.74	68.83	74.75	80.44
市盈率 (倍)	21.35	20.39	18.77	17.44
市净率 (倍)	7.18	6.61	6.07	5.59

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

公司实现经营性净现金流 269.10 亿元，同比+205.48%，表现亮眼。

盈利预测与投资建议：我们认为，当前行业处于筑底阶段，白酒需求整体疲软，且渠道处于去库存阶段，因此白酒公司业绩普遍较为低迷。随着渠道库存的逐步出清，以及宏观经济的复苏，白酒需求将逐步回暖。公司作为高端白酒龙头，具备强大的品牌力和极深的护城河，随着全面市场化改革的持续深化，公司业绩有望稳健提升。我们根据最新数据调整盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润 861.97/936.09/1007.35 亿元(调整前 2026-2027 年为 1009.46/1101.39 亿元)，同比增长 4.71%/8.60%/7.61%，对应 EPS 为 68.83/74.75/80.44 元/股，4 月 27 日收盘价对应 PE 为 20/19/17 倍，维持“增持”评级。

风险因素：消费复苏不及预期风险，政策风险，宏观经济波动风险。

利润表 (百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	172054	183016	198958	214701
同比增速 (%)	-1.20	6.37	8.71	7.91
营业成本	15068	18303	19791	21286
毛利	153946	161681	176145	190404
营业收入 (%)	91.18	89.92	89.99	90.03
税金及附加	27354	28175	31076	33660
营业收入 (%)	16.20	15.67	15.88	15.92
销售费用	7253	6439	7293	8179
营业收入 (%)	4.30	3.58	3.73	3.87
管理费用	8320	10168	10462	11228
营业收入 (%)	4.93	5.66	5.34	5.31
研发费用	190	208	232	245
营业收入 (%)	0.11	0.12	0.12	0.12
财务费用	-815	0	0	0
营业收入 (%)	-0.48	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	17	0	0	0
其他收益	29	32	31	35
投资收益	1	17	10	11
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	76	0	0	0
资产处置收益	3	1	2	2
营业利润	114809	119772	130147	140151
营业收入 (%)	68.00	66.61	66.49	66.27
营业外收支	-54	0	0	0
利润总额	114755	119772	130147	140151
营业收入 (%)	67.97	66.61	66.49	66.27
所得税费用	29445	30424	33140	35750
净利润	85310	89347	97007	104401
营业收入 (%)	50.53	49.69	49.56	49.37
归属于母公司的净利润	82320	86197	93609	100735
同比增速 (%)	-4.53	4.71	8.60	7.61
少数股东损益	2990	3150	3398	3666
EPS (元/股)	65.74	68.83	74.75	80.44

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	65.74	68.83	74.75	80.44
BVPS	195.36	212.32	231.01	251.12
PE	21.35	20.39	18.77	17.44
PEG	-4.71	4.33	2.18	2.29
PB	7.18	6.61	6.07	5.59
EV/EBITDA	14.40	13.48	12.25	11.18
ROE	33.65%	32.42%	32.36%	32.03%
ROIC	33.32%	32.07%	31.76%	31.23%

资产负债表 (百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	51691	107798	130184	158339
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	3	997	1415	1212
存货	61427	70987	76815	82478
预付款项	7	218	296	410
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	139391	109861	109864	109868
流动资产合计	252519	289862	318574	352308
长期股权投资	147	147	147	147
固定资产	22488	23982	24327	24789
在建工程	2472	1795	1352	587
无形资产	8686	9568	10249	11063
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	6602	5687	5687	5687
其他非流动资产	10921	10089	10131	10154
资产总计	303835	341132	370467	404735
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4007	4632	4977	5347
预收账款	0	0	0	0
合同负债	8007	14619	14980	17623
应付职工薪酬	5523	8021	8594	9357
应交税费	7697	8479	9238	10124
其他流动负债	24376	26701	27198	27953
流动负债合计	49610	62451	64986	70405
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	76	79	79	79
其他非流动负债	190	249	249	249
负债合计	49876	62779	65314	70732
归属于母公司的所有者权益	244638	265881	289283	314467
少数股东权益	9321	12472	15870	19536
股东权益	253959	278353	305153	334003
负债及股东权益	303835	341132	370467	404735

现金流量表 (百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	61522	99351	95893	107065
投资	-28642	-4	-4	-3
资本性支出	-3127	-4300	-3306	-3366
其他	127	25946	10	11
投资活动现金流净额	-31642	21642	-3300	-3359
债权融资	0	9	0	0
股权融资	0	-311	0	0
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0
筹资成本	-67242	-64648	-70207	-75551
其他	-6185	65	0	0
筹资活动现金流净额	-73427	-64885	-70207	-75551
现金净流量	-43544	56107	22386	28155

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场