

2026年05月02日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

i 茅台持续发力，改革效果初显

—贵州茅台（600519.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

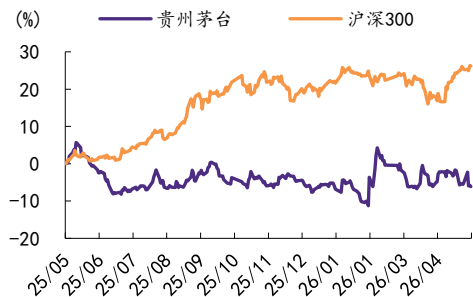
分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2026-04-30

当前股价(元)	1384.79
总市值(亿元)	17341
总股本(百万股)	1252
流通股本(百万股)	1252
52周价格范围(元)	1323.69-1634.99
日均成交额(百万元)	5426.65

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《贵州茅台（600519）：释放渠道压力，主动降速保障良性经营》2025-11-05
- 2、《贵州茅台（600519）：定海神针稳，时间换空间》2025-08-13
- 3、《贵州茅台（600519）：业绩略超预期，彰显龙头韧性》2025-05-02

2026年4月24日，贵州茅台发布2025年报和2026年一季度报：2025年总营收1720.54亿元（同比-1%），归母净利润823.20亿元（同比-5%），扣非净利润822.93亿元（同比-5%）；2025Q4总营收411.50亿元（同比-19%），归母净利润176.93亿元（同比-30%），扣非净利润176.12亿元（同比-31%）。2026Q1总营收547.03亿元（同比+6%），归母净利润272.43亿元（同比+1%），扣非净利润272.40亿元（同比+1%）。

投资要点

■ 产品结构拖累盈利，净利率保持50%+

毛利率来看，2025年/2025Q4/2026Q1为91.18%/90.82%/89.76%，分别同比-0.8pct/-2.1pct/-2.2pct，主要系产品结构变化拖累所致；费用率方面，销售费用率2025年/2025Q4/2026Q1为4.22%/6.74%/2.94%，分别同比+1pct/+4pct/+0.03pct；管理费用率2025年/2025Q4/2026Q1为4.84%/6.84%/3.39%，分别同比-0.5pct/-0.1pct/-0.3pct。综合作用下，净利率2025年/2025Q4/2026Q1为50.53%/45.59%/52.22%，分别同比-2pct/-7pct/-3pct。2025年末合同负债为80.07亿元，同比/环比-17%/+3%；2026Q1末合同负债为30.27亿元，同比/环比-66%/-62%。

■ 茅台酒微增，i 茅台表现亮眼

产品端来看，2025年茅台酒/系列酒营收分别为1465/222.75亿元，分别同比+0.39%/-9.76%；量价拆分来看，2025年茅台酒销量4.675万吨（同增0.73%），对应吨价为313.4万元/吨，同减0.34%；系列酒销量3.835万吨（同增3.88%），对应吨价为58.1万元/吨，同减13.1%。渠道端来看，2025年直销/经销营收分别为845.43/842.32亿元，分别同比+13%/-12%，系自营渠道增长所致。2026Q1末i 茅台营收215.53亿元，同增267%，i 茅台春节期间放量明显。经销商来看，截至2026Q1末，公司拥有2222家经销商，较2025年末净减少257家，系系列酒经销商变动所致。

■ 盈利预测

我们看好公司发力直营渠道特别是 i 茅台放量，稳步推进“全面向 C”战略，通过推动场景、客群、服务“三个转型”与产品端、渠道端、终端“三端变革”，茅台酒、系列酒及国际化三大板块协同发力。根据 2025 年报和 2026 年一季报，我们预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 68.71/73.01/78.25 元，当前股价对应 PE 分别为 20/19/18 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、产能扩张不及预期、直营增长不及预期、改革进程不及预期等。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	172,054	179,110	187,993	198,873
增长率（%）	-1.2%	4.1%	5.0%	5.8%
归母净利润（百万元）	82,320	86,044	91,427	97,988
增长率（%）	-4.5%	4.5%	6.3%	7.2%
摊薄每股收益（元）	65.74	68.71	73.01	78.25
ROE（%）	32.4%	32.4%	32.9%	33.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产:				
现金及现金等价物	51,691	65,286	80,729	96,899
应收款	39	49	77	109
存货	61,427	61,896	60,894	59,488
其他流动资产	139,362	138,705	138,161	138,151
流动资产合计	252,519	265,937	279,861	294,647
非流动资产:				
金融类资产	125,967	126,167	126,317	126,417
固定资产	22,488	22,472	21,567	20,367
在建工程	2,472	989	396	158
无形资产	8,686	8,251	7,817	7,404
长期股权投资	147	147	147	147
其他非流动资产	17,523	17,523	17,523	17,523
非流动资产合计	51,316	49,383	47,450	45,600
资产总计	303,835	315,320	327,311	340,247
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	4,007	3,922	3,679	3,569
其他流动负债	37,596	37,596	37,596	37,596
流动负债合计	49,610	49,370	49,001	48,794
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	265	265	265	265
非流动负债合计	265	265	265	265
负债合计	49,876	49,635	49,266	49,059
所有者权益				
股本	1,252	1,252	1,252	1,252
股东权益	253,959	265,684	278,045	291,188
负债和所有者权益	303,835	315,320	327,311	340,247

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	85310	89165	94645	101331
少数股东权益	2990	3121	3218	3344
折旧摊销	2183	1933	1911	1829
公允价值变动	76	70	60	50
营运资金变动	-29037	137	1300	1277
经营活动现金净流量	61522	94426	101134	107831
投资活动现金净流量	-31642	1299	1348	1338
筹资活动现金净流量	-16285	-77440	-82285	-88189
现金流量净额	13,596	18,286	20,197	20,980

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	172,054	179,110	187,993	198,873
营业成本	14,892	16,079	16,414	16,829
营业税金及附加	27,354	28,658	29,891	31,422
销售费用	7,253	7,702	7,896	8,154
管理费用	8,320	8,508	8,836	9,148
财务费用	-815	-1,828	-2,260	-2,713
研发费用	190	198	208	220
费用合计	14,948	14,579	14,679	14,808
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	76	70	60	50
投资收益	1	2	3	4
营业利润	114,809	119,900	127,101	135,888
加:营业外收入	75	65	50	45
减:营业外支出	129	120	110	100
利润总额	114,755	119,845	127,041	135,833
所得税费用	29,445	30,680	32,395	34,502
净利润	85,310	89,165	94,645	101,331
少数股东损益	2,990	3,121	3,218	3,344
归母净利润	82,320	86,044	91,427	97,988

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业收入增长率	-	4.1%	5.0%	5.8%
归母净利润增长率	-	4.5%	6.3%	7.2%
盈利能力				
毛利率	91.3%	91.0%	91.3%	91.5%
四项费用/营收	8.7%	8.1%	7.8%	7.4%
净利率	49.6%	49.8%	50.3%	51.0%
ROE	32.4%	32.4%	32.9%	33.7%
偿债能力				
资产负债率	16.4%	15.7%	15.1%	14.4%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	4424.1	3650.0	2433.3	1825.0
存货周转率	0.2	0.7	0.8	0.8
每股数据(元/股)				
EPS	65.74	68.71	73.01	78.25
P/E	21.1	20.2	19.0	17.7
P/S	10.1	9.7	9.2	8.7
P/B	7.1	6.8	6.6	6.4

食品饮料组介绍

孙山山：深圳大学经济学硕士，9年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名，2024年东方财富行业最佳分析师第五名，2025年“美市科技”菁英榜食品饮料组第3名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。