

2026年05月13日

# 主动调整迎来经营韧性，i 茅台加速 C 端直销

## 贵州茅台(600519)

评级:	买入	股票代码:	600519
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	1645.0/1322.01
目标价格:		总市值(亿)	16,962.63
最新收盘价:	1354.55	自由流通市值(亿)	16,962.63
		自由流通股数(百万)	1,252.27

### 事件概述

2026年4月15日，公司发布年报，25年实现营业收入1688.38亿元，同比-1.21%，实现归母净利润823.20亿元，同比-4.53%。2026年4月23日，公司发布一季报，26Q1实现营业收入547.03亿元，同比+6.34%，实现归母净利润272.43亿元，同比+1.47%。

### 分析判断:

#### ► 25年主动降速、为市场减负蓄力，26年春节动销强劲。

25年营收利润下滑主要由Q4造成，我们认为系公司为了维护市场和渠道健康，为2026年全面落地《市场化运营方案》主动做出的调整。也正是在Q4的调整蓄力下，今年春节旺季飞天茅台动销强劲，Q1公司收入超预期。

预收款方面，26Q1末公司合同负债余额为30.27亿元，同比-65.55%，环比25年末减少49.80亿元。自25年下半年开始，公司合同负债余额呈持续下降趋势，我们认为系行业下行期，公司主动纾解经销商资金压力，降低渠道运营成本，提升渠道经营韧性，以便更好地维护厂商合作关系。

#### ► 积极调整展现经营韧性，i 茅台促进 C 端改革深化。

分产品看，25年公司茅台酒/系列酒分别实现收入1465.00/222.75亿元，同比分别+0.39%/-9.76%，茅台酒作为营收主要贡献来源，需求稳定，得益于公司积极转型，引导消费场景向新经济、新业态商务消费，以及家宴、私聚等个人消费场景渗透，抵消了禁酒令对存量需求的影响，系列酒则主动去库存、挤泡沫，尽管报表端下滑，全系产品动销显著提升，大单品茅台1935存销比回归合理水平，渠道信心回升。经过公司的积极转型和主动调整，伴随i茅台的火热，26Q1公司茅台酒/系列酒均重新展现出经营韧性，分别实现收入460.05/78.81亿元，同比分别+5.62%/+12.22%，茅台酒在飞天茅台上线i茅台的带动下增速回升，系列酒重回增长通道。

分渠道看，25年公司批发代理/直销渠道分别实现收入842.32/845.43亿元，同比分别-12.05%/+12.96%，直销占比已超过50%，其中i茅台实现收入130.31亿元，同比-34.92%，占直销的比重为15.41%，分季度来看，i茅台在25年下半年下滑幅度较大，我们认为系非标产品价格倒挂加剧，零售价直销失去性价比所致。基于此，26年开始公司下调了多款非标产品出厂价和零售价，并于1月1日起在i茅台上正式开售53度500ml飞天茅台，在大单品飞天以及非标性价比提升的带动下，i茅台销售火热，26Q1即实现收入215.53亿元，同比+267.16%，超25年全年i茅台营收，带动直销渠道整体收入同比+27.06%，批发代理渠道同比-10.88%，渠道改革持续向C端推进，根据“i茅台”官微，一季度i茅台新增近1400万用户，成交用户超398万，直连C端的真实消费需求被彻底激活。

经销体系方面，25年末国内/国外分别有2353/126家经销商，报告期内分别净增210/22家经销商，其国内增加的经销商均为系列酒经销商。过去两年，茅台国内经销体系持续呈扩张趋势，增加的均为系列酒经销商，茅台酒经销商保持稳定，而26Q1公司收缩了国内系列酒的经销体系，我们预计是对过去两年快速扩张的经销体系重新梳理的结果，筛选并保留了符合公司经营要求的更高质量的经销商。

#### ► 市场化改革致短期盈利能力承压，展望未来有望保持稳定。

盈利能力方面，25年公司毛利率为91.18%，同比-0.75pct，拆分看茅台酒/系列酒毛利率分别同比-0.54pct/-3.76pcts，我们推测茅台酒毛利率下降主要系出厂价更低的飞天茅台需求韧性更强，而出厂价更高的非标茅台酒价格倒挂影响销售所致。26Q1，公司毛利率为89.76%，同比-2.21pcts，我们认为毛利率的进一步下降主要由两方面构成：1) 系列酒增速快于茅台酒拉低整体毛利率；2) 公司下调多款产品出厂价对毛利率

产生影响。从价格来看，目前茅台酒各单品市场价已较为稳定，动销良好对价格也有支撑，市场价与下调后的零售价已贴合，出厂价进一步下调的空间小、风险低，且3月开始针对多款非标茅台酒推行代售制，清明假期后首批代售茅台酒产品陆续发往各地经销商门店，我们预计Q2开始茅台酒结构有望好于Q1，叠加3月31日起，53度500ml飞天茅台合同价/零售价分别上调100元/40元，我们认为Q2茅台酒的吨价有望提升，往后看，毛利率暂不存在进一步下行的诱因，Q2开始毛利率或小幅恢复。

费用率方面，25年/26Q1税金及附加费用率分别同比+0.45pct/+1.10pcts，期间费用率同比+0.84pct/+0.07pct，我们认为营收增速趋降阶段税金及附加费用率会呈现小幅上升走势，期间费用率的增加主要由销售费用率上行带来，公司始终致力于提升企业内部管理效率，管理费用率有望持续优化，抵消部分销售费用率的增加，但面对日趋激烈的存量竞争环境，尤其是对系列酒的大力培育，需要投入较以往更多的市场费用和资源，我们预计未来中短期内，期间费用率仍会小幅面临进一步提升的压力。

综合影响下，25年/26Q1公司净利率分别同比-1.70pcts/-2.52pcts，利润增速慢于营收增速。结合对年内盈利能力和费用率的展望，我们预计未来净利率整体趋势是保持相对稳定，或稳中略降。

## 投资建议

基于25年年报及26年一季报，我们小幅下调公司盈利预测，并新增28年盈利预测，26-27年营业总收入由1853.71/1924.63亿元下调至1804.76/1888.08亿元，新增28年营业总收入为1969.35亿元，26-27年归母净利润由919.41/960.14亿元下调至845.30/886.24亿元，新增28年归母净利润为920.19亿元，26-27年EPS由73.42/76.67元下调至67.50/70.77元，新增28年EPS为73.48元，2026年5月12日收盘价为1354.55元，对应26-28年PE分别为20.1/19.1/18.4倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

i 茅台申购热度不及预期，茅台酒主要单品市场价走势不及预期等

## 盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	174,144	172,054	180,476	188,808	196,935
YoY (%)	15.7%	-1.2%	4.9%	4.6%	4.3%
归母净利润(百万元)	86,228	82,320	84,530	88,624	92,019
YoY (%)	15.4%	-4.5%	2.7%	4.8%	3.8%
毛利率 (%)	91.9%	91.2%	89.9%	89.3%	88.5%
每股收益 (元)	68.64	65.66	67.50	70.77	73.48
ROE	37.0%	33.6%	25.8%	21.3%	18.1%
市盈率	19.73	20.63	20.07	19.14	18.43

资料来源：iFind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：沈嘉雯

邮箱：shenjw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524070001

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	172,054	180,476	188,808	196,935	净利润	85,310	87,619	91,841	95,367
YoY (%)	-1.2%	4.9%	4.6%	4.3%	折旧和摊销	2,259	2,472	2,651	2,758
营业成本	15,068	17,955	20,021	22,294	营运资金变动	-24,874	2,953	-5,853	-8,964
营业税金及附加	27,354	28,693	29,740	31,207	经营活动现金流	61,522	93,027	88,628	89,149
销售费用	7,253	8,501	9,078	9,661	资本开支	-3,127	-3,159	-2,911	-2,711
管理费用	8,320	8,501	8,707	8,984	投资	-28,642	-54	-71	-91
财务费用	-815	-775	-2,100	-3,385	投资活动现金流	-31,642	-3,197	-2,972	-2,792
研发费用	190	195	185	193	股权募资	0	-1,521	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	1	17	9	9	筹资活动现金流	-73,427	-1,521	0	0
营业利润	114,809	117,455	123,216	128,024	现金净流量	-43,544	88,309	85,656	86,357
营业外收支	-54	0	0	0					
利润总额	114,755	117,455	123,216	128,024	<b>主要财务指标</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
所得税	29,445	29,836	31,375	32,656	<b>成长能力</b>				
净利润	85,310	87,619	91,841	95,367	营业收入增长率	-1.2%	4.9%	4.6%	4.3%
归属于母公司净利润	82,320	84,530	88,624	92,019	净利润增长率	-4.5%	2.7%	4.8%	3.8%
YoY (%)	-4.5%	2.7%	4.8%	3.8%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	65.66	67.50	70.77	73.48	毛利率	91.2%	89.9%	89.3%	88.5%
					净利率	48.8%	47.7%	47.8%	47.6%
					总资产收益率 ROA	27.1%	21.1%	17.9%	15.5%
					净资产收益率 ROE	33.6%	25.8%	21.3%	18.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>偿债能力</b>				
货币资金	51,691	140,000	225,656	312,013	流动比率	5.09	5.75	7.15	8.22
预付款项	7	32	28	27	速动比率	<b>1.13</b>	<b>2.36</b>	<b>3.70</b>	<b>4.81</b>
存货	61,427	70,973	78,265	89,440	现金比率	1.04	2.31	3.65	4.74
其他流动资产	139,394	137,978	137,624	139,447	资产负债率	16.4%	15.2%	12.6%	11.1%
流动资产合计	252,519	348,982	441,572	540,927	<b>经营效率</b>				
长期股权投资	147	196	262	349	总资产周转率	0.56	0.50	0.41	0.36
固定资产	22,488	22,885	23,414	23,581	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	8,686	9,220	9,436	9,631	每股收益	65.66	67.50	70.77	73.48
非流动资产合计	51,316	52,058	52,390	52,436	每股净资产	195.36	261.64	332.41	405.89
资产合计	303,835	401,040	493,962	593,363	每股经营现金流	49.13	74.29	70.77	71.19
短期借款	0	0	0	0	每股股利	51.95	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	4,007	4,602	5,126	5,785	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	45,603	56,115	56,672	60,047	PE	20.63	20.07	19.14	18.43
流动负债合计	49,610	60,718	61,798	65,832	PB	7.05	5.18	4.07	3.34
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	265	265	265	265					
非流动负债合计	265	265	265	265					
负债合计	49,876	60,983	62,063	66,097					
股本	1,252	1,251	1,251	1,251					
少数股东权益	9,321	12,411	15,628	18,977					
股东权益合计	253,959	340,058	431,899	527,266					
负债和股东权益合计	303,835	401,040	493,962	593,363					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。