



贵州茅台 (600519.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

直营化改革成效凸显，经营仍具韧性

业绩简评

2026年8月14日，公司披露2026年中报。报告期间，公司实现营业收入922.8亿元，同比+1.3%；归母净利润445.2亿元，同比-2.0%。其中，单二季度公司实现营业收入375.8亿元，同比-5.2%；归母净利润172.7亿元，同比-6.9%。

经营分析

营收拆分：(1)分产品：系列酒是拖累26Q2营收表现的主因。26Q2茅台酒/系列酒分别实现营收317.2/50.5亿元，同比分别-1.0%/-25.0%，茅台酒表现符合预期、系列酒较26Q1同比+12.2%表现环比明显走弱；期内茅台1935批价保持稳定，26Q2系列酒营收回落预计系公司应对淡季该价位竞争环境变化时落地控量措施。

26H1茅台酒/系列酒毛利率分别为92.3%/73.6%，同比分别-1.6pct/-4.0pct；考虑到26Q2代售模式落地，以及i茅台26Q2投放结构中非标占比环比提升，我们预计茅台酒内部结构环比或有改善，而系列酒内部结构弱化。

(2)分渠道：i茅台为核心直销表现超预期。26Q2直销/批发代理分别实现营收224.6/143.1亿元，同比+33.8%/-34.9%；i茅台26Q2实现营收187.1亿元，同比+283%，倒推非i茅台直营部分营收37.5亿元、同比-68.5%。直营店部分营收符合预期，预计i茅台口径中包含26Q2起推进的经销商代售业务、单i茅台放量超预期；反观经销渠道26Q2并未过多投放，预计与公司收缩部分经销渠道飞天配额、收缩部分非标总经销条码供给相关。整体26Q2直销营收占比较26Q1的55%进一步提升至61%。

报表结构方面：(1)利润率表现符合预期，相较于26Q1毛利率/归母净利率同比-2.2pct/-2.4pct，26Q2得益于产品结构回升、毛利率/归母净利率同比-1.2pct/-0.8pct，下降幅度有所收窄。

(2)26Q2末合同负债余额31.8亿元，26Q2营收+△合同负债口径同比+4.0%；26Q2销售收现420亿元，同比+7.9%，与营收表现基本匹配，应收款项融资26Q2末余额环比减少约10.6亿元。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2026~2028年营业总收入分别为1774/1860/1953亿元，同比分别+3.1%/+4.8%/+5.0%；归母净利润分别为828/882/935亿元，同比分别+0.6%/+6.5%/+6.0%；当前股价对应PE分别为20.3/19.0/17.9X，维持“买入”评级

风险提示

市场化运营改革不及预期，宏观经济恢复不及预期，禁酒令等政策风险，食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：1341.99元

相关报告：

- 《贵州茅台公司点评：业绩符合预期，市场化改革成效斐然》，2026.4.25
- 《贵州茅台公司点评：超预期出清，市场化改革持续推进》，2026.4.17
- 《贵州茅台公司点评：飞天茅台调价，市场化改革持续推进》，2026.3.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	174,144	172,054	177,418	185,997	195,348
营业收入增长率	15.7%	-1.2%	3.1%	4.8%	5.0%
归母净利润(百万元)	86,228	82,320	82,795	88,192	93,514
归母净利润增长率	15.4%	-4.5%	0.6%	6.5%	6.0%
摊薄每股收益(元)	68.6	65.7	66.2	70.5	74.8
每股经营性现金流净额	73.6	49.1	56.0	66.1	69.9
ROE(归属母公司)(摊薄)	37.0%	33.6%	31.7%	31.1%	30.5%
P/E	22.2	20.9	20.3	19.0	17.9
P/B	8.2	7.0	6.4	5.9	5.5

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	150,560	174,144	172,054	177,418	185,997	195,348
增长率		15.7%	-1.2%	3.1%	4.8%	5.0%
主营业务成本	-11,867	-13,789	-14,892	-17,465	-17,338	-17,862
%销售收入	7.9%	7.9%	8.7%	9.8%	9.3%	9.1%
毛利	138,693	160,355	157,162	159,953	168,659	177,486
%销售收入	92.1%	92.1%	91.3%	90.2%	90.7%	90.9%
营业税金及附加	-22,234	-26,926	-27,354	-29,094	-30,315	-31,644
%销售收入	14.8%	15.5%	15.9%	16.4%	16.3%	16.2%
销售费用	-4,649	-5,639	-7,253	-7,540	-7,812	-8,107
%销售收入	3.1%	3.2%	4.2%	4.3%	4.2%	4.2%
管理费用	-9,729	-9,316	-8,320	-8,605	-8,835	-9,084
%销售收入	6.5%	5.3%	4.8%	4.9%	4.8%	4.7%
研发费用	-157	-218	-190	-196	-206	-216
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	101,924	118,255	114,044	114,518	121,492	128,436
%销售收入	67.7%	67.9%	66.3%	64.5%	65.3%	65.7%
财务费用	1,790	1,470	815	773	1,008	1,156
%销售收入	-1.2%	-0.8%	-0.5%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	38	-23	17	0	0	0
公允价值变动收益	3	61	76	0	0	0
投资收益	34	9	1	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	103,709	119,689	114,809	115,320	122,528	129,620
营业利润率	68.9%	68.7%	66.7%	65.0%	65.9%	66.4%
营业外收支	-46	-50	-54	0	0	0
税前利润	103,663	119,639	114,755	115,320	122,528	129,620
利润率	68.9%	68.7%	66.7%	65.0%	65.9%	66.4%
所得税	-26,141	-30,304	-29,445	-29,474	-31,194	-32,870
所得税率	25.2%	25.3%	25.7%	25.6%	25.5%	25.4%
净利润	77,521	89,335	85,310	85,845	91,334	96,750
少数股东损益	2,787	3,107	2,990	3,050	3,142	3,236
归属于母公司的净利润	74,734	86,228	82,320	82,795	88,192	93,514
净利率	49.6%	49.5%	47.8%	46.7%	47.4%	47.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	77,521	89,335	85,310	85,845	91,334	96,750
少数股东损益	2,787	3,107	2,990	3,050	3,142	3,236
非现金支出	1,900	2,108	2,242	2,195	2,442	2,730
非经营收益	-1,160	-898	-1,156	-644	-708	-778
营运资金变动	-11,667	1,919	-24,874	-17,300	-10,315	-11,230
经营活动现金净流	66,593	92,464	61,522	70,096	82,753	87,472
资本开支	-2,595	-4,678	-3,127	23,134	-4,239	-4,741
投资	-7,268	2,805	-28,642	-87	0	0
其他	138	88	127	0	0	0
投资活动现金净流	-9,724	-1,785	-31,642	23,047	-4,239	-4,741
股权募资	0	0	0	120	0	0
债权募资	0	0	0	-44	0	0
其他	-58,889	-71,068	-73,427	-66,245	-66,154	-70,147
筹资活动现金净流	-58,889	-71,068	-73,427	-66,169	-66,154	-70,147
现金净流量	-2,019	19,610	-43,544	26,974	12,359	12,583

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	69,070	59,296	51,691	78,652	90,996	103,562
应收款项	102	2,033	4,496	5,420	5,682	5,967
存货	46,435	54,343	61,427	71,775	75,052	79,767
其他流动资产	111,696	138,435	136,458	119,615	129,615	139,616
流动资产	227,303	254,108	254,072	275,462	301,345	328,913
%总资产	83.4%	85.0%	83.6%	84.1%	84.6%	85.1%
长期投资	9,330	5,552	8,865	8,952	8,952	8,952
固定资产	22,047	24,021	24,960	25,934	27,173	28,634
%总资产	8.1%	8.0%	8.2%	7.9%	7.6%	7.4%
无形资产	8,950	9,101	8,938	9,501	10,055	10,600
非流动资产	45,396	44,837	49,763	52,102	54,676	57,536
%总资产	16.6%	15.0%	16.4%	15.9%	15.4%	14.9%
资产总计	272,700	298,945	303,835	327,564	356,021	386,449
短期借款	57	112	44	0	0	0
应付款项	8,306	8,944	9,306	11,403	11,683	12,143
其他流动负债	40,334	47,460	40,261	42,163	45,107	48,419
流动负债	48,698	56,516	49,610	53,566	56,790	60,562
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	346	417	265	310	353	395
负债	49,043	56,933	49,876	53,876	57,143	60,957
普通股股东权益	215,669	233,106	244,638	261,317	283,365	306,744
其中：股本	1,256	1,256	1,252	1,252	1,252	1,252
未分配利润	172,983	182,787	191,905	208,464	230,512	253,891
少数股东权益	7,988	8,905	9,321	12,372	15,513	18,749
负债股东权益合计	272,700	298,945	303,835	327,564	356,021	386,449

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	59.49	68.64	65.74	66.23	70.55	74.81
每股净资产	171.68	185.56	195.36	209.04	226.68	245.38
每股经营现金净流	53.01	73.61	49.13	55.98	66.08	69.85
每股股利	49.98	75.44	51.95	52.89	52.82	56.01
回报率						
净资产收益率	34.65%	36.99%	33.65%	31.68%	31.12%	30.49%
总资产收益率	27.41%	28.84%	27.09%	25.28%	24.77%	24.20%
投入资本收益率	34.06%	36.45%	33.37%	31.14%	30.29%	29.44%
增长率						
主营业务收入增长率	18.04%	15.66%	-1.20%	3.12%	4.84%	5.03%
EBIT 增长率	17.80%	16.02%	-3.56%	0.42%	6.09%	5.72%
净利润增长率	19.16%	15.38%	-4.53%	0.58%	6.52%	6.03%
总资产增长率	7.21%	9.62%	1.64%	7.81%	8.69%	8.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	1,311.2	1,333.8	1,418.7	1,500.0	1,580.0	1,630.0
应付账款周转天数	84.6	87.5	92.2	97.0	102.0	104.0
固定资产周转天数	48.3	45.8	47.7	47.2	46.5	46.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.04%	-24.56%	-20.34%	-28.74%	-30.45%	-31.82%
EBIT 利息保障倍数	-57.0	-80.4	-139.9	-148.1	-120.5	-111.1
资产负债率	17.98%	19.04%	16.42%	16.45%	16.05%	15.77%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	38	49	66	198
增持	0	1	2	2	2
中性	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.08	1.08	1.06	1.03

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究