

贵州茅台（600519）

2026 年中报点评：全面向 C 夯实塔基，底色不改向好可期

买入（维持）

2026 年 08 月 16 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	174,144	172,054	178,146	189,877	198,514
同比（%）	15.66	(1.20)	3.54	6.59	4.55
归母净利润（百万元）	86,228	82,320	84,398	91,152	94,800
同比（%）	15.38	(4.53)	2.52	8.00	4.00
EPS-最新摊薄（元/股）	68.98	65.85	67.51	72.92	75.84
P/E（现价&最新摊薄）	19.46	20.38	19.88	18.40	17.70

投资要点

■ **事件：**公司披露 2026 年半年报。26H1 公司实现营业收入 907.03 亿元（半年报主营口径），同比增长 1.47%；实现归属上市公司股东净利润 445.17 亿元，同比下滑 1.95%；其中 Q2 实现营收 367.94 亿元，同比下滑 5.14%，归属上市公司股东净利润 172.74 亿元，同比下滑 6.90%。基于非标茅台酒销售观察，Q2 营收仍在市场预期范围。

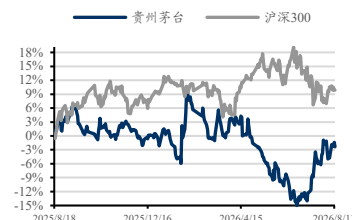
■ **应对承压理性换挡，彰显发展韧性，i 茅台和普飞是增长的重要抓手。**2025 年以来白酒行业进入深度调整期，而公司凭借长期积累的深厚的品牌和渠道护城河，进入转型换挡的发展新阶段，上半年虽然低速增长，我们预计仍显著优于行业整体水平，主力价格带大单品份额仍在提升，彰显强发展韧性。上半年 i 茅台酒类营收 402.64 亿元，同比增长 274.18%，带动直销增长 29.87%，i 茅台于直销占比达 77.5%，直销占酒类收入比重达 57.3%。其中普飞为 i 茅台销售主力，以 1 月份旺季为例，超 212 万笔订单中普飞成交订单超过 143 万笔（约占 67.5%）。高性价比让普飞成为 BC 端接受度俱高的热销产品。

■ **销售模式转变影响合同负债等指标属正常，代售模式仍在探索，毛利率受生产成本影响较大。**全面向 C 营销转型下，公司直营比例大幅提升，占款情形大幅减少，销售和回款匹配度更高，26 年 1-6 月销售商品收到现金 984.22 亿元，同比增长 3.51%，同营业收入增幅差异小。公司 6 月末合同负债余额 31.78 亿元，同比大幅下降 42.30%，但环比 Q1 末基本接近。受销售结构变化和和生产成本增加共同影响，公司上半年主业毛利率 89.56%，同比下降 1.74pct，Q1 和 Q2 分别下降 2.21pct 和 1.16pct。销售结构方面，塔身乃至塔尖产品的批发代理渠道收缩转向代售，而代售主要从 Q2 开始推进，因代售产品价格较高而消费相对较疲软，因此还处于探索阶段。

■ **全面向 C 转型，多维举措落地，普飞塔基夯实，塔身塔尖向好亦可期。**26 年公司坚定方向，深入推进“全面向 C”茅台酒营销市场化改革。在产品结构上，系统梳理产品体系，构建了以市场需求为导向的“金字塔”型产品结构，在价格机制上，构建了“随行就市、相对平稳、供需适配、量价平衡”的动态价格调整机制；在渠道方面，构建批发、线下零售、线上零售等有机并行的渠道布局；在销售模式上，充分发挥了自营渠道平衡器和稳定器、社会渠道转化器和放大器的作用，构建“自售+经销+代售”多维协同的营销体系。我们认为今年以来最重要的塔基产品普飞量增价升（批价 1700+，普飞放量看 i 茅台），反映出改革的卓有成效，塔身和塔尖作为次要矛盾，随着普飞塔基夯实，价格支撑增强，销售操作完善，后续改善向好亦可期。

■ **盈利预测与投资评级：**普飞今年量价齐升得益于性价比改善+购买渠道壁垒破除+务实有效的投放策略，普飞放量也是今年业绩稳健的支撑。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,341.99
一年最低/最高价	1,151.01/1,568.00
市净率(倍)	6.68
流通 A 股市值(百万元)	1,677,597.01
总市值(百万元)	1,677,597.01

基础数据

每股净资产(元,LF)	200.99
资产负债率(% LF)	15.19
总股本(百万股)	1,250.08
流通 A 股(百万股)	1,250.08

相关研究

《贵州茅台(600519)：2026 年一季度点评：锐意改革全面 2C，强势开局确立企稳》

2026-04-26

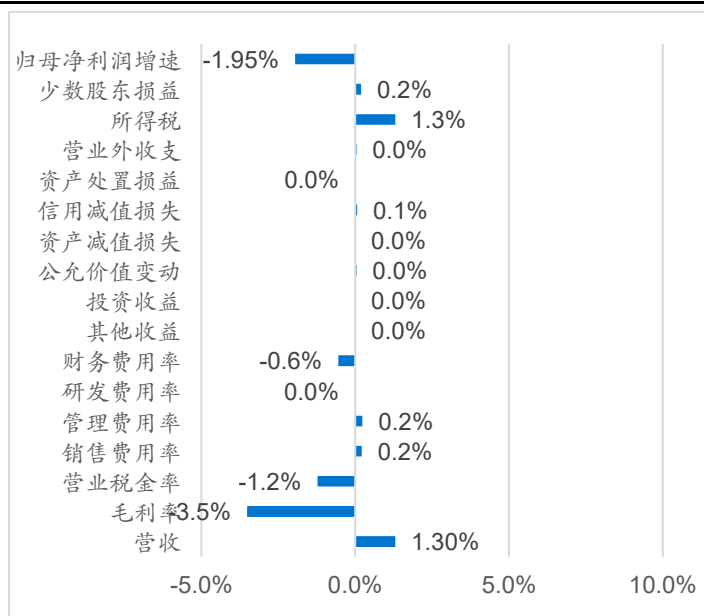
《贵州茅台(600519)：步入 2C 新时代，降维竞争持续成长》

2026-03-17

我们略调整 26-28 年归母净利润预测为 844.0/911.5/948.0 亿元（前值 850.4/900.6/930.8 亿元），对应 PE 为 19.9/18.4/17.7x，基于改革稳步推进基石稳健，持续较高分红，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**高端酒消费受宏观经济影响持续，塔身产品和系列酒或持续承压，生产成本上涨，价格波动风险等。

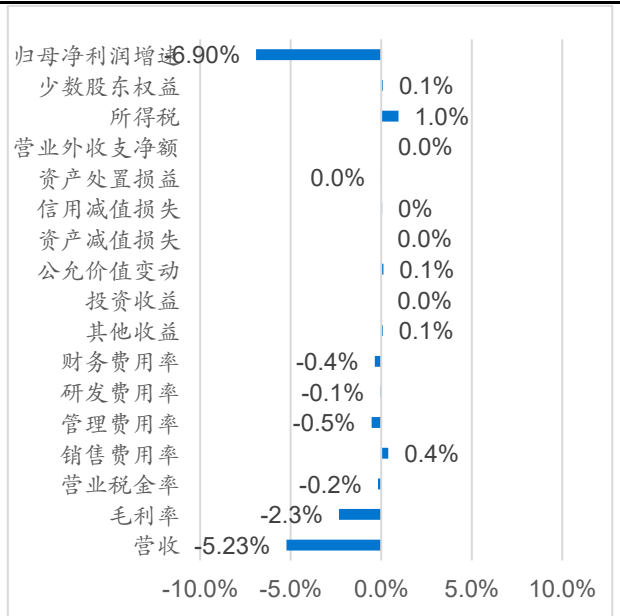
图1：公司 2026H1 归母净利润增速贡献分析（同比）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

注：本图中采用了“营业总收入”口径；首页采用的是“营业收入”口径，差异是金融业务

图2：公司 26Q2 归母净利润增速贡献分析（同比）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：本图中采用了“营业总收入”口径；首页采用的是“营业收入”口径，差异是金融业务

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	252,519	262,537	284,867	310,747	营业总收入	172,054	178,146	189,877	198,514
货币资金及交易性金融资产	51,691	76,791	84,019	93,971	营业成本(含金融类)	15,068	16,823	18,316	19,437
经营性应收款项	4,466	4,071	2,913	3,497	税金及附加	27,354	29,418	29,861	31,897
存货	61,427	62,821	67,182	69,468	销售费用	7,253	7,606	8,000	8,390
合同资产	0	0	0	0	管理费用	8,320	8,447	8,635	8,780
其他流动资产	134,934	118,854	130,753	143,811	研发费用	190	202	205	205
非流动资产	51,316	53,142	55,013	56,229	财务费用	(815)	(1,132)	(1,684)	(1,843)
长期股权投资	147	294	442	589	加:其他收益	29	30	29	32
固定资产及使用权资产	22,710	24,714	26,019	26,499	投资净收益	1	16	9	10
在建工程	2,472	1,986	1,178	738	公允价值变动	76	0	0	0
无形资产	8,686	9,220	9,436	9,631	减值损失	17	17	17	17
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	3	9	0	0
长期待摊费用	135	135	135	135	营业利润	114,809	116,853	126,599	131,707
其他非流动资产	17,166	16,792	17,803	18,637	营业外净收支	(54)	(24)	(43)	(40)
资产总计	303,835	315,678	339,880	366,976	利润总额	114,755	116,829	126,556	131,666
流动负债	49,610	45,710	48,618	48,557	减:所得税	29,445	29,324	32,098	33,409
短期借款及一年内到期的非流动负债	44	71	76	64	净利润	85,310	87,505	94,458	98,258
经营性应付款项	4,007	3,392	3,665	2,758	减:少数股东损益	2,990	3,106	3,306	3,457
合同负债	8,007	3,663	3,811	3,853	归属母公司净利润	82,320	84,398	91,152	94,800
其他流动负债	37,552	38,584	41,067	41,882	每股收益-最新股本摊薄(元)	65.85	67.51	72.92	75.84
非流动负债	265	265	265	265	EBIT	113,914	115,662	124,871	129,820
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	116,173	118,296	127,701	132,792
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	91.18	90.48	90.28	90.13
租赁负债	190	190	190	190	归母净利率(%)	48.76	48.26	48.84	48.57
其他非流动负债	76	76	76	76	收入增长率(%)	(1.20)	3.54	6.59	4.55
负债合计	49,876	45,975	48,883	48,822	归母净利润增长率(%)	(4.53)	2.52	8.00	4.00
归属母公司股东权益	244,638	257,275	275,263	298,963					
少数股东权益	9,321	12,428	15,734	19,191					
所有者权益合计	253,959	269,703	290,997	318,154					
负债和股东权益	303,835	315,678	339,880	366,976					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	61,522	75,441	73,602	85,161	每股净资产(元)	195.36	205.81	220.20	239.16
投资活动现金流	(31,642)	21,399	(4,420)	(4,090)	最新发行在外股份(百万股)	1,250	1,250	1,250	1,250
筹资活动现金流	(73,427)	(71,740)	(73,165)	(71,118)	ROIC(%)	34.10	33.06	33.21	31.78
现金净增加额	(43,544)	25,101	(3,983)	9,952	ROE-摊薄(%)	33.65	32.80	33.11	31.71
折旧和摊销	2,259	2,634	2,830	2,972	资产负债率(%)	16.42	14.56	14.38	13.30
资本开支	(3,127)	(4,702)	(3,586)	(3,247)	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.38	19.88	18.40	17.70
营运资本变动	(24,874)	(15,698)	(23,393)	(15,960)	P/B (现价)	6.87	6.52	6.09	5.61

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>