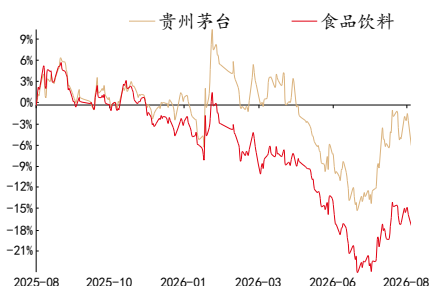


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	1,293.09
总股本/流通股本(亿股)	12.50 / 12.50
总市值/流通市值(亿元)	16,165 / 16,165
52周内最高/最低价	1,555.00 / 1,168.63
资产负债率(%)	16.4%
市盈率	19.69
第一大股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

贵州茅台(600519)

淡季收入短期承压，提价有望带动下半年改善

● 投资要点

公司发布 2026 年中报,实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 907.03/445.17/444.64 亿元,同比+1.47%/-1.95%/-2.04%。26H1 公司毛利率/归母净利率为 89.56%/48.24%,分别同比-1.74/-1.6pct;销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 3.47%/3.94%/0.12%,分别同比-0.1/-0.12/+0.04pct。公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 375.75/172.74/172.24 亿元,同比-5.23%/-6.9%/-7.1%。26Q2 公司毛利率/归母净利率为 89.48%/45.97%,分别同比-1.15/-0.82pct;销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 4.26%/4.74%/0.15%,分别同比-0.19/0.27/0.03pct。

26H1 公司实现销售收现 984.22 亿元,同比 3.51%;经现净额 706.91 亿元,同比+575.72 亿元;26H1 末合同负债 31.78 亿元,同比-23.29 亿元,环比+1.50 亿元(去年同口径环比-32.81 亿元)。经营活动产生的现金流量净额增加主要是公司控股子公司贵州茅台集团财务有限公司吸收集团公司成员单位存款增加及不可随时支取的同业存款减少。合同负债同比下滑预计与公司今年渠道改革,加大直营占比、以及非标代售有关,经销商只需交保证金,整体来看导致经销商提前打款减少。

分产品看,26Q2 茅台酒/系列酒收入分别为 317.20/50.53 亿元,同比-0.98%/-25.03%;分渠道看,直销/经销收入分别为 224.58/143.15 亿元,同比 33.77%/-34.88%;分地区看,国内/国外收入 358.88/8.85 亿元,同比-3.00%/-50.15%。i 茅台单 Q2 收入 187.11 亿元,同比 283%,占整体收入比例 51%,同比提升 38pct。

● 盈利预测与投资建议

公司飞天动销稳健、淡季批价稳中有增助力提价基础,市场化改革下,价格本身能很大程度反应出需求端韧性。下半年逐季进入低基数,叠加飞天等产品提价,我们预计下半年公司营收利润增速有望环比改善。我们预计 2026-2028 年公司营收 1776.38/1855.91/1945.43 亿元,同比 3.25%/4.48%/4.82%,归母净利润 831.71/862.19/912.85 亿元,同比 1.03%/3.66%/5.88%,对应当前股价 PE 为 19/19/18 倍,维持“买入”评级。2025 年公司分红+回购占利润比例为 86%,若按 2026 年 86%的分红率来计算,对应当前股价公司股息率在 4.4%。

● 风险提示:

批价下行风险;库存风险;食品安全风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	1721	1776	1856	1945
增长率(%)	-1.20	3.25	4.48	4.82
EBITDA（亿元）	1161.73	1174.66	1215.48	1279.12
归属母公司净利润（亿元）	823.20	831.71	862.19	912.85
增长率(%)	-4.53	1.03	3.66	5.88
EPS（元/股）	65.85	66.53	68.97	73.02
市盈率（P/E）	19.64	19.44	18.75	17.71
市净率（P/B）	6.61	6.16	5.69	5.27
EV/EBITDA	14.40	12.96	12.38	11.54

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(亿元)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	1721	1776	1856	1945	营业收入	-1.2%	3.2%	4.5%	4.8%
营业成本	151	185	211	216	营业利润	-4.1%	0.8%	3.7%	5.9%
税金及附加	274	282	295	310	归属于母公司净利润	-4.5%	1.0%	3.7%	5.9%
销售费用	73	75	77	77	获利能力				
管理费用	83	84	86	88	毛利率	91.2%	89.5%	88.5%	88.8%
研发费用	2	2	2	2	净利率	48.8%	47.7%	47.3%	47.7%
财务费用	-8	-9	-14	-17	ROE	33.6%	31.7%	30.4%	29.8%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	33.3%	31.1%	29.4%	28.6%
营业利润	1148	1157	1200	1270	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	16.4%	16.8%	16.5%	15.7%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	5.09	5.08	5.25	5.63
利润总额	1148	1157	1199	1270	营运能力				
所得税	294	295	306	324	应收账款周转率	15645.30	46793.86	36802.68	36862.63
净利润	853	862	893	946	存货周转率	0.26	0.28	0.27	0.26
归母净利润	823	832	862	913	总资产周转率	0.57	0.56	0.54	0.52
每股收益(元)	65.85	66.53	68.97	73.02	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	65.85	66.53	68.97	73.02
货币资金	517	949	1126	1406	每股净资产	195.70	209.93	227.18	245.43
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	0	10	10	11	PE	19.64	19.44	18.75	17.71
预付款项	0	0	0	0	PB	6.61	6.16	5.69	5.27
存货	614	714	813	832	现金流量表				
流动资产合计	2525	2798	3075	3376	净利润	853	862	893	946
固定资产	225	232	236	210	折旧和摊销	23	27	30	26
在建工程	25	25	25	25	营运资本变动	-249	-38	-66	-7
无形资产	87	89	91	90	其他	-12	10	1	1
非流动资产合计	513	505	510	484	经营活动现金流净额	615	860	858	966
资产总计	3038	3302	3586	3860	资本开支	-31	-37	-37	-1
短期借款	0	1	2	2	其他	-285	259	0	0
应付票据及应付账款	40	46	52	54	投资活动现金流净额	-316	223	-37	-1
其他流动负债	456	503	531	544	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	496	550	586	599	债务融资	0	2	2	0
其他	3	4	5	5	其他	-734	-653	-647	-685
非流动负债合计	3	4	5	5	筹资活动现金流净额	-734	-651	-645	-685
负债合计	499	555	591	605	现金及现金等价物净增加额	-435	432	177	280
股本	13	13	13	13					
资本公积金	0	0	0	0					
未分配利润	1930	2013	2099	2190					
少数股东权益	93	123	155	188					
其他	504	599	728	865					
所有者权益合计	2540	2748	2995	3256					
负债和所有者权益总计	3038	3302	3586	3860					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048