



2026 年 08 月 16 日

公司点评

增持/下调

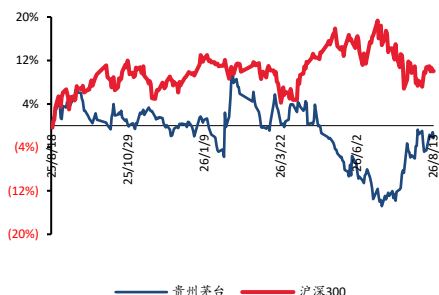
贵州茅台(600519)

目标价:

昨收盘:1,341.99

市场化改革重塑渠道和价格体系，业绩保持韧性

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股)	12.5/12.5
总市值/流通(亿元)	16,775.97/16,775.97
12 个月内最高/最低价(元)	1,568/1,151.0

相关研究报告

<<贵州茅台: Q3 主动降速, 奠定健康发展基石>>--2025-11-01

<<贵州茅台: 业绩符合预期, 茅台酒表现稳健>>--2025-08-14

<<贵州茅台: 2024 年顺利收官, 2025 年理性增长行稳致远>>--2025-04-03

证券分析师: 郭梦婕

电话:

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

事件: 公司披露 2026 年半年度报告, 2026H1 公司实现营业总收入 922.78 亿元, 同比增长 1.30%; 归母净利润 445.17 亿元, 同比下降 1.95%; 扣非归母净利润 444.64 亿元, 同比下降 2.04%。其中 2026Q2 实现营业总收入 375.75 亿元, 同比-5.23%; 归母净利润 172.74 亿元, 同比-6.90%; 扣非归母 172.24 亿元, 同比-7.10%。

茅台酒仍是压舱石, 建立动态调价体系, i 茅台 Q2 占比过半。分产品看, H1 茅台酒/系列酒收入分别为 777.24/129.34 亿元, 同比+2.82%/-6.02%。2026Q2 茅台酒/系列酒收入分别为 317.2/50.53 亿元, 同比-0.98%/-25%, Q2 茅台酒表现趋稳, 预计主要系飞天量增, 公司在 i 茅台上增加飞天投放, 非标调价和占比下降影响茅台酒吨价, 我们预估 Q2 茅台酒吨价下降双位数, 系列酒收入降幅有所扩大。2026 年茅台价格体系进入“小步高频、随行就市”新阶段, 先通过年初非标大幅降价理顺渠道利润, 再在 3 月、5 月、7 月、8 月连续小幅上调核心品与非标指导价/合同价。3 月 31 日公司上调 500ml 飞天合同出厂价 100 元至 1269 元, i 茅台自营零售价由 1499 元上调至 1539 元; 5 月完成精品、15 年陈、小容量飞天等非标产品自营价格调整; 7 月 18 日飞天茅台年内第二次提价, 飞天合同价由 1269 元/瓶上调至 1369 元/瓶, i 茅台零售价由 1539 元/瓶上调至 1639 元/瓶; 8 月 8 日全国约 42 家茅台自营店上调四款产品售价。公司建立“供需匹配、随行就市”动态调价体系。分渠道看, 2026H1 直销/批发代理收入分别为 520.07/386.97 亿元, 同比+29.81%/274.18%, 占比为 57.33%/42.67%, 直销已超过批发, 其中 i 茅台占比已达 44.39%。单看 2026Q2, i 茅台占比过半达 50.78%, 同比增长 282.6%, 直营团购(剔除 i 茅台)渠道下降 68.5%。公司主动收缩批发渠道投放更多转向 i 茅台, 2026 年 1 月 i 茅台上线飞天茅台, Q2 飞天开始放量, 更多渠道利润回流直营渠道。

飞天占比增加&非标调价拉低毛利率。2026H1 公司毛利率为 89.56%, 同比下降 1.74pct; 净利率为 49.89%, 同比下降 1.69pct。单季度看, Q2 毛利率和净利率为 89.26%/47.58%, 同比分别下降 1.16/0.87pct, 降幅较 Q1 有所收窄。毛利率回落主要系非标占比下降和非标价盘调整抬升所致。费用端保持克制, 2026H1 销售费用率/管理费用率为 3.47%/3.94%, 同比分别下降 0.11/0.12pct。经营现金流净额 706.91 亿元, 同比增长 438.84%; Q2 销售收现同比约 +8%, 预计和 i 茅台占比提升有关。2026 年 6 月底合同负债较年初下降, 主要系销售模式及预收款政策调整。

投资建议: 我们预计公司 26-28 年营业收入分别为 1777/1851/1902 亿元, 分别同比增长 3.27%/4.15%/2.8%; 预计 26-28 年归母净利润分别为 854/891/915 亿元, 分别同比增长 3.78%/4.33%/2.65%, 对应 PE 分别为 20/19/18X, 给予“增持”评级。

风险提示: 终端需求不及预期; 提价传导不及预期; 系列酒调整拖累毛利率。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	172,054	177,686	185,051	190,232
营业收入增长率(%)	-1.20%	3.27%	4.15%	2.80%
归母净利（百万元）	82,320	85,428	89,129	91,490
净利润增长率(%)	-4.53%	3.78%	4.33%	2.65%
摊薄每股收益（元）	65.85	68.34	71.30	73.19
市盈率（PE）	20.38	19.64	18.82	18.34

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	59,296	51,691	102,773	124,087	147,018
应收和预付款项	2,030	9	718	739	639
存货	54,343	61,427	62,437	65,340	68,295
其他流动资产	136,057	139,391	112,160	112,663	112,950
流动资产合计	251,727	252,519	278,088	302,829	328,902
长期股权投资	0	147	147	147	147
投资性房地产	8	3	3	3	3
固定资产	21,871	22,488	20,577	18,661	16,739
在建工程	2,150	2,472	2,422	2,374	2,327
无形资产开发支出	8,949	8,803	8,553	8,283	8,012
长期待摊费用	152	135	135	135	135
其他非流动资产	265,815	269,787	293,948	318,645	344,673
资产总计	298,945	303,835	325,787	348,248	372,037
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	3,515	4,007	4,076	4,258	4,454
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	53,418	45,868	49,696	50,022	51,078
负债合计	56,933	49,876	53,772	54,280	55,532
股本	1,256	1,252	1,250	1,250	1,250
资本公积	1,375	2	2	2	2
留存收益	230,485	243,510	261,448	280,164	299,377
归母公司股东权益	233,106	244,638	259,585	278,302	297,514
少数股东权益	8,905	9,321	12,430	15,666	18,990
股东权益合计	242,011	253,959	272,015	293,968	316,505
负债和股东权益	298,945	303,835	325,787	348,248	372,037

现金流量表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	92,464	61,522	95,292	91,772	95,254
投资性现金流	-1,785	-31,642	26,210	-43	-42
融资性现金流	-71,068	-73,427	-70,418	-70,415	-72,280
现金增加额	19,610	-43,544	51,082	21,314	22,931

利润表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	174,144	172,054	177,686	185,051	190,232
营业成本	13,895	15,068	15,590	16,245	16,950
营业税金及附加	26,926	27,354	27,645	29,032	29,875
销售费用	5,639	7,253	6,575	7,038	7,312
管理费用	9,316	8,320	9,375	9,534	9,795
财务费用	-1,470	-815	-514	-1,025	-1,238
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	9	1	10	7	7
公允价值变动	61	76	0	0	0
营业利润	119,689	114,809	118,853	124,052	127,361
其他非经营损益	-50	-54	-51	-52	-52
利润总额	119,639	114,755	118,802	124,000	127,309
所得税	30,304	29,445	30,265	31,635	32,495
净利润	89,335	85,310	88,536	92,365	94,814
少数股东损益	3,107	2,990	3,109	3,236	3,324
归母股东净利润	86,228	82,320	85,428	89,129	91,490

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	91.93%	91.18%	91.11%	91.12%	90.99%
销售净利率	50.46%	48.76%	49.02%	48.99%	48.89%
销售收入增长率	15.66%	-1.20%	3.27%	4.15%	2.80%
EBIT 增长率	15.96%	-3.58%	3.84%	3.96%	2.52%
净利润增长率	15.38%	-4.53%	3.78%	4.33%	2.65%
ROE	36.99%	33.65%	32.91%	32.03%	30.75%
ROA	31.26%	28.31%	28.12%	27.41%	26.33%
ROIC	36.39%	33.32%	32.38%	31.13%	29.64%
EPS (X)	68.98	65.85	68.34	71.30	73.19
PE (X)	19.46	20.38	19.64	18.82	18.34
PB (X)	7.20	6.86	6.46	6.03	5.64
PS (X)	9.82	9.94	9.63	9.22	8.97
EV/EBITDA (X)	15.43	14.40	13.06	12.40	11.93

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。