

信义山证汇通天下

证券研究报告

白酒

贵州茅台（600519.SH）

买入-A(维持)

短期业绩承压，i 茅台延续高增

2026 年 8 月 18 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 8 月 17 日

收盘价（元/股）：	1,293.09
年内最高/最低（元/股）：	1,568.00/1,151.01
流通 A 股/总股本（亿股）：	12.50/12.50
流通 A 股市值（亿元）：	4,681.6
总市值（亿元）：	16,164.68

基础数据：2026 年 6 月 30 日

基本每股收益(元/股)：	35.57
摊薄每股收益(元/股)：	35.57
每股净资产(元/股)：	209.66
净资产收益率(%)：	17.56

资料来源：常闻

分析师：

熊鹏

执业登记编码：S0760525080002

邮箱：xiongpeng@sxzq.com

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布半年报，上半年实现营业总收入 922.78 亿元，同比增长 1.3%；归母净利润 445.17 亿元，同比下降 1.95%。

事件点评

➢ **Q2 收入和利润实现双降，系列酒短期承压。**公司上半年营收 922.78 亿元，同比增长 1.3%，归母净利润为 445.17 亿元，同比下降 1.95%，其中单 Q2 营收为 375.75 亿元，同比下降 5.23%，归母净利润为 172.74 亿元，同比下降 6.90%。具体来看：1）产品端，上半年茅台酒 777.24 亿元，同比增长 2.82%，单 Q2 同比下滑 0.98%；上半年系列酒 129.34 亿元，同比下降 6.02%，单 Q2 同比下滑 25.04%，主要在于茅台 1935 下调出厂价；2）渠道端，i 茅台放量增长，直营渠道占比提升，直销和批发代理分别实现收入 402.64/386.97 亿元，同比+29.88%/-21.58%，主要系 i 茅台大幅拓圈放量贡献主要增量，i 茅台收入 402.64 亿元，同比大幅高增 273.65%。

➢ **受产品结构影响，净利率同比下降。**公司 26H1 净利率 50.75%，同比下降 1.81pct，销售毛利率 89.56%，同比下降 1.74pcts，主要受产品结构拖累，非标占比下降。费用率相对平稳，26H1 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 3.47%/4.06%/-0.26%，分别同比-0.11/-0.08/+0.34pct。

投资建议

➢ 短期来看，渠道模式调整非标和系列酒承压影响业绩，但无基本面实质性利空，回调空间十分有限，渠道重构拐点已明确，后续直营规模效应持续释放，同时考虑公司承诺分红率底线为 75%，加上回购注销金额股东回报率近 4%，龙头底仓配置价值凸显。预计 2026-2028 年公司归母净利润 852.69 亿、895.01 亿、938.97 亿，EPS 分别为 68.21/71.60/75.11 元，对应当前股价，2026-2028 年 PE 分别为 19.0X/18.1X/17.2X，维持“买入-A”评级。

风险提示

➢ 宏观经济回暖节奏放缓业绩增长不及预期，改革推进不及预期，行业竞争加剧等。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	174,144	172,054	178,598	186,668	194,571
YoY(%)	15.7	-1.2	3.8	4.5	4.2
净利润(百万元)	86,228	82,320	85,269	89,501	93,897
YoY(%)	15.4	-4.5	3.6	5.0	4.9
毛利率(%)	92.1	91.3	90.8	90.8	91.0



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

EPS(摊薄/元)	68.98	65.85	68.21	71.60	75.11
ROE(%)	36.9	33.6	28.8	25.4	22.8
P/E(倍)	18.7	19.6	19.0	18.1	17.2
P/B(倍)	6.9	6.6	5.5	4.6	4.0
净利率(%)	49.5	47.8	47.7	47.9	48.3

资料来源：常闻，山西证券研究所



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	251727	252519	310552	365370	430358
现金	59296	51691	103320	157882	221040
应收票据及应收账款	2003	3	2080	97	2172
预付账款	27	7	28	8	30
存货	54343	61427	65737	67989	67726
其他流动资产	136057	139391	139388	139394	139391
非流动资产	47218	51316	51407	51458	51254
长期投资	0	147	294	442	589
固定资产	21871	22488	22293	22097	21682
无形资产	8949	8803	9369	9799	10138
其他非流动资产	16398	19878	19451	19119	18844
资产总计	298945	303835	361959	416828	481612
流动负债	56516	49610	54319	51598	54934
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3515	4007	4255	4434	4385
其他流动负债	53001	45603	50063	47164	50550
非流动负债	417	265	265	265	265
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	417	265	265	265	265
负债合计	56933	49876	54584	51863	55200
少数股东权益	8905	9321	12562	15866	19323
股本	1256	1252	1252	1252	1252
资本公积	1375	2	2	2	2
留存收益	229423	242448	289636	340324	395082
归属母公司股东权益	233106	244638	294813	349099	407089
负债和股东权益	298945	303835	361959	416828	481612

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	92464	61522	87586	90134	98676
净利润	89335	85310	88510	92805	97354
折旧摊销	1991	2204	1875	1996	2115
财务费用	-1470	-815	-1085	-1630	-2232
投资损失	-9	-1	-27	-18	-14
营运资金变动	1919	-24874	-6652	-2976	-1494
其他经营现金流	699	-301	965	456	946
投资活动现金流	-1785	-31642	-1904	-1986	-1843
筹资活动现金流	-71068	-73427	-74053	-53585	-53675
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	68.98	65.85	68.21	71.60	75.11
每股经营现金流(最新摊薄)	73.97	49.21	70.06	72.10	78.94
每股净资产(最新摊薄)	186.47	195.70	235.84	279.26	325.65

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	174144	172054	178598	186668	194571
营业成本	13789	14892	16358	17202	17458
营业税金及附加	26926	27354	28395	29678	30934
营业费用	5639	7253	6144	6421	6693
管理费用	9316	8320	11966	12507	13231
研发费用	218	190	197	206	215
财务费用	-1470	-815	-1085	-1630	-2232
资产减值损失	-23	17	18	19	19
公允价值变动收益	61	76	35	44	54
投资净收益	9	1	27	18	14
营业利润	119689	114809	116667	122326	128320
营业外收入	71	75	75	75	75
营业外支出	121	129	129	129	129
利润总额	119639	114755	116614	122273	128266
所得税	30304	29445	28104	29468	30912
税后利润	89335	85310	88510	92805	97354
少数股东损益	3107	2990	3241	3304	3457
归属母公司净利润	86228	82320	85269	89501	93897
EBITDA	121036	116442	117714	122963	128487

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	15.7	-1.2	3.8	4.5	4.2
营业利润(%)	15.4	-4.1	1.6	4.9	4.9
归属于母公司净利润(%)	15.4	-4.5	3.6	5.0	4.9
获利能力					
毛利率(%)	92.1	91.3	90.8	90.8	91.0
净利率(%)	49.5	47.8	47.7	47.9	48.3
ROE(%)	36.9	33.6	28.8	25.4	22.8
ROIC(%)	38.1	34.7	29.8	26.3	23.6
偿债能力					
资产负债率(%)	19.0	16.4	15.1	12.4	11.5
流动比率	4.5	5.1	5.7	7.1	7.8
速动比率	1.1	1.0	1.9	3.1	4.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	167.6	171.5	171.5	171.5	171.5
应付账款周转率	4.2	4.0	4.0	4.0	4.0
估值比率					
P/E	18.7	19.6	19.0	18.1	17.2
P/B	6.9	6.6	5.5	4.6	4.0
EV/EBITDA	13.0	13.5	13.0	12.0	11.0

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

