

600519.SH

买入

原评级：买入

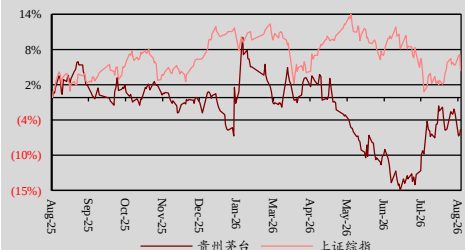
市场价格：人民币 1,307.88

板块评级：强于大市

本报告要点

- 市场化改革带来短期业绩阵痛，季度业绩存在波动。中长期来看，随着公司对价格体系的梳理及渠道生态的重构，公司对产品定价的话语权显著提升，且压舱石飞天需求稳定，整体经营兼具韧性。维持买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8.3)	4.4	(1.2)	(9.0)
相对上证综指	(5.1)	0.9	5.4	(13.5)

发行股数 (百万)	1,250.08
流通股 (百万)	1,250.08
总市值 (人民币 百万)	1,634,956.72
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	5,918.71
主要股东 (%)	
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	54.5

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2026 年 8 月 19 日收市价为标准

相关研究报告

《贵州茅台》20260427

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料：白酒 II

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

证券分析师：李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300526030002

贵州茅台

市场化改革带来短期业绩阵痛，公司改革成效显著，基本面仍具韧性

贵州茅台公告 2026 年半年报业绩。1H26 公司实现营收 907.0 亿元，同比+1.5%，归母净利 445.2 亿元，同比-2.0%。2Q26 公司营收、归母净利分别为 367.9 亿元、172.7 亿元，同比分别为-5.1%、-6.9%。市场化改革带来公司业绩短期阵痛，公司改革成效显著，基本面仍具韧性，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 茅台酒表现稳健，系列酒主动降速拖累 2 季度业绩表现。1H26 公司实现营收 907.0 亿元，同比+1.5%，其中 2Q26 营收 367.9 亿元，同比-5.1%。分产品来看，1H26 茅台酒、系列酒营收分别为 777.2 亿元、129.3 亿元，同比增速分别为+2.8%、-6.0%。其中 2Q26 茅台酒营收 317.2 亿元，同比-1.0%，系列酒营收 50.5 亿元，同比-25.0%。1H26 茅台酒毛利率 92.3%，同比-1.6pct，茅台酒内部产品结构变化，主要为非标茅台受价格调整及渠道政策变化影响，占茅台酒的比重下降，飞天占比提升。2 季度系列酒下滑幅度较大或与公司淡季主动控量、终端销售疲软有关。截至 2 季度末，公司经销商数量合计 2426 家，其中国内经销商数量 2307 家，较 2025 年末减少 46 家，国内经销商数量变化主要为系列酒经销商。
- 公司渠道改革效果显现，直营渠道实现高增，其中 i 茅台放量明显。分渠道来看：(1) 1H26 传统批发渠道营收 387.0 亿元，同比-21.6%，2Q26 营收 143.1 亿元，同比-34.9%。批发渠道下滑幅度较大与公司调整非标产品投放模式及海外渠道发货减少有关。1H26 海外渠道营收 10.4 亿元，同比-64.2%。(2) 受益公司“全面向 C”的市场化改革，上半年公司直营渠道实现高增。1H26 直营渠道营收 519.6 亿元，同比+29.9%(1Q26、2Q26 营收增速分别为+27.1%、+33.8%)，直营渠道占比提升至 57.3% (2Q26 为 61.1%)，渠道结构变化明显。上半年 i 茅台实现营收 402.6 亿元，同比+274.2%，营收占直营渠道比重为 77.5%，占公司整体收入比重为 44.4%，渠道改革成效显著。i 茅台对于公司进行价格动态调整起到关键作用，充分发挥了自营渠道平衡器和稳定器的作用。
- 市场化改革带来公司业绩短期阵痛，但公司改革成效显著，整体经营依然向上，基本面兼具韧性。2Q26 公司实现归母净利 172.7 亿元，同比-6.9%，市场化改革带来业绩短期阵痛。2Q26 公司税金及附加比率同比基本持平，期间费用率表现平稳。受产品结构下移影响，2Q26 公司毛利率同比降 1.2pct 至 89.3%。综上，公司 2 季度归母净利率 46.9%，同比降 0.9pct。从回款端来看，截至 2 季度末，公司合同负债 31.8 亿元，较 1 季度末增加 1.5 亿元。市场化改革下，公司运营模式由此前的“自售+经销”转变为“自售+经销+代售+寄售”模式，预收款受政策调整影响。1H26 公司销售收现 984.2 亿元，同比+3.5%，其中 2Q26 销售回款 420.3 亿元，同比+7.9%，表现好于收入，回款仍具韧性。市场化改革带来业绩短期阵痛，但是公司改革路径清晰，经营彰显韧性。公司年内两次公告对飞天提价，根据我们测算，两次提价有望增厚 2026 年报表净利润，对应 2.5%左右的增量。当前飞天批价稳定在 1700 元以上，需求稳定，基本面表现稳健。

估值

- 市场化改革带来短期业绩阵痛，季度业绩存在波动。中长期来看，随着公司对价格体系的梳理及渠道生态的重构，公司对产品定价的话语权显著提升，且压舱石飞天需求稳定，整体经营兼具韧性。作为消费品的龙头公司，茅台拥有强大的品牌护城河，公司当前股息率 4.0%，具备一定的安全垫。考虑到短期产品结构下移及渠道改革带来的阵痛，我们调整此前盈利预测，公司 26 至 28 年归母净利分别为 838.4、877.6、920.9 亿元，同比增速分别为 1.8%、4.7%、4.9%，EPS 分别为 67.1、70.2、73.7 元/股，当前市值对应 PE 分别为 19.5X、18.6X、17.8X，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 经济恢复不及预期。渠道库存超预期，终端销售价格波动较大。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	170,899	168,838	173,295	180,164	188,649
增长率(%)	15.7	(1.2)	2.6	4.0	4.7
EBITDA(人民币 百万)	117,072	113,105	114,514	119,541	125,444
归母净利润(人民币 百万)	86,228	82,320	83,837	87,763	92,091
增长率(%)	15.4	(4.5)	1.8	4.7	4.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	68.98	65.85	67.07	70.21	73.67
当前股本预测此前每股收益(人民币)			68.24	72.68	78.44
变动幅度 (%)			(1.7)	(3.4)	(6.1)
市盈率(倍)	19.0	19.9	19.5	18.6	17.8
市净率(倍)	7.0	6.7	6.2	5.7	5.3
EV/EBITDA(倍)	15.8	14.5	13.4	12.5	11.7
每股股息 (人民币)	51.6	52.0	50.3	52.7	55.3
股息率(%)	3.4	3.8	3.8	4.0	4.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 2025 年半年报业绩概览

(人民币, 百万元)	2Q25	2Q26	同比 (%)	1H25	1H26	同比 (%)
营业收入	38,788	36,794	(5.1)	89,389	90,703	1.5
营业成本	3,716	3,953	6.4	7,777	9,474	21.8
毛利率(%)	90.4	89.3	(1.2)	91.3	89.6	(1.7)
毛利	35,072	32,841	(6.4)	81,612	81,229	(0.5)
税金及附加	6,778	6,455	(4.8)	13,942	14,682	5.3
销售费用	1,765	1,601	(9.3)	3,260	3,206	(1.7)
管理费用	1,775	1,782	0.4	3,695	3,635	(1.6)
研发费用	48	56	17.0	74	115	55.5
财务费用	(204)	(127)	(37.6)	(487)	(243)	(50.0)
资产减值损失	0	0	-	0	0	-
公允价值变动收益	1.1	25.2	2,176.8	2	22	1,156.1
投资收益	(0)	1	(380.9)	0	1	1,613.6
营业利润	25,732	23,874	(7.2)	62,769	61,411	(2.2)
营业利润率(%)	66.3	64.9	(1.5)	70.2	67.7	(2.5)
营业外收入	16	29	78.6	32	35	9.0
营业外支出	2	8	322.7	23	8	(65.0)
利润总额	25,747	23,895	(7.2)	62,778	61,438	(2.1)
所得税	6,535	6,016	(7.9)	15,791	15,405	(2.4)
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	25	25	(0.2)	25	25	(0.1)
少数股东权益	657	605	(7.8)	1,584	1,516	(4.2)
归属于母公司净利润	18,555	17,274	(6.9)	45,403	44,517	(2.0)
归母净利率(%)	47.8	46.9	(0.9)	50.8	49.1	(1.7)
EPS (元/股)	14.84	13.82	(6.9)	36.32	35.61	(2.0)

资料来源：同花顺，中银证券

注：图表中毛利率、归母净利率、营业利润率、所得税率等同比变化单位为 pct

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	174,144	172,054	176,511	183,444	191,995
营业收入	170,899	168,838	173,295	180,164	188,649
营业成本	13,789	14,892	16,607	16,860	17,347
营业税金及附加	26,926	27,354	28,074	29,187	30,750
销售费用	5,639	7,253	7,452	7,747	8,112
管理费用	9,316	8,320	8,838	9,188	9,432
研发费用	218	190	191	117	108
财务费用	(1,470)	(815)	(1,033)	(1,480)	(1,930)
其他收益	21	29	25	22	20
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	(23)	17	(10)	(10)	(5)
资产处置收益	0	3	3	3	3
公允价值变动收益	61	76	60	60	60
投资收益	9	1	15	20	20
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	119,689	114,809	116,476	121,920	128,274
营业外收入	71	75	75	75	75
营业外支出	121	129	129	120	120
利润总额	119,639	114,755	116,423	121,875	128,229
所得税	30,304	29,445	29,455	30,834	32,698
净利润	89,335	85,310	86,968	91,040	95,530
少数股东损益	3,107	2,990	3,131	3,277	3,439
归母净利润	86,228	82,320	83,837	87,763	92,091
EBITDA	117,072	113,105	114,514	119,541	125,444
EPS(最新股本摊薄, 元)	68.98	65.85	67.07	70.21	73.67

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	251,727	252,519	297,216	307,968	353,731
货币资金	59,296	51,691	89,332	111,437	149,225
应收账款	19	3	20	3	21
应收票据	1,984	0	1,926	90	99
存货	54,343	61,427	83,425	63,165	78,504
预付账款	27	7	67	8	60
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	136,057	139,391	122,447	133,264	125,824
非流动资产	47,218	51,316	47,373	46,305	43,689
长期投资	5,544	5,365	5,365	5,365	5,365
固定资产	21,871	22,488	21,557	20,205	18,481
无形资产	8,850	8,686	8,494	8,288	8,070
其他长期资产	10,952	14,777	11,958	12,446	11,772
资产合计	298,945	303,835	344,589	354,273	397,420
流动负债	56,516	49,610	66,203	50,707	67,373
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,515	4,007	4,020	3,661	3,856
其他流动负债	53,001	45,603	62,183	47,046	63,517
非流动负债	417	265	341	303	322
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	417	265	341	303	322
负债合计	56,933	49,876	66,544	51,010	67,695
股本	1,256	1,252	1,250	1,250	1,250
少数股东权益	8,905	9,321	12,452	15,730	19,169
归属母公司股东权益	233,106	244,638	265,593	287,533	310,556
负债和股东权益合计	298,945	303,835	344,589	354,273	397,420

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	89,335	85,310	86,968	91,040	95,530
折旧摊销	2,085	2,259	2,391	2,487	2,549
营运资金变动	(27,506)	10,177	(16,390)	8,798	2,227
其他	28,550	(36,224)	26,621	(15,429)	4,920
经营活动现金流	92,464	61,522	99,589	86,896	105,227
资本支出	(4,679)	(3,128)	(205)	(405)	(305)
投资变动	3,991	508	(30)	(30)	(30)
其他	(1,097)	(29,022)	18	23	23
投资活动现金流	(1,785)	(31,642)	(217)	(412)	(312)
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(72,640)	(74,050)	(62,882)	(65,822)	(69,068)
其他	1,572	623	1,151	1,444	1,940
筹资活动现金流	(71,068)	(73,427)	(61,731)	(64,379)	(67,128)
净现金流	19,611	(43,547)	37,641	22,106	37,787

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	15.7	(1.2)	2.6	4.0	4.7
营业利润增长率(%)	15.4	(4.1)	1.5	4.7	5.2
归属于母公司净利润增长率(%)	15.4	(4.5)	1.8	4.7	4.9
息税前利润增长率(%)	16.0	(3.6)	1.2	4.4	5.0
息税折旧前利润增长率(%)	15.9	(3.4)	1.2	4.4	4.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	15.4	(4.5)	1.8	4.7	4.9
获利能力					
息税前利润率(%)	67.3	65.7	64.7	65.0	65.1
营业利润率(%)	68.7	66.7	66.0	66.5	66.8
毛利率(%)	91.9	91.2	90.4	90.6	90.8
归母净利润率(%)	49.5	47.8	47.5	47.8	48.0
ROE(%)	37.0	33.6	31.6	30.5	29.7
ROIC(%)	49.4	49.9	37.4	39.0	38.4
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
净负债权益比	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
流动比率	4.5	5.1	4.5	6.1	5.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	4,307.6	15,645.3	15,645.3	15,645.3	15,645.3
应付账款周转率	51.7	44.9	43.2	46.9	50.2
费用率					
销售费用率(%)	3.3	4.3	4.3	4.3	4.3
管理费用率(%)	5.5	4.9	5.1	5.1	5.0
研发费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
财务费用率(%)	(0.9)	(0.5)	(0.6)	(0.8)	(1.0)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	69.0	65.9	67.1	70.2	73.7
每股经营现金流(最新摊薄)	74.0	49.2	79.7	69.5	84.2
每股净资产(最新摊薄)	186.5	195.7	212.5	230.0	248.4
每股股息	51.6	52.0	50.3	52.7	55.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	19.0	19.9	19.5	18.6	17.8
P/B(最新摊薄)	7.0	6.7	6.2	5.7	5.3
EV/EBITDA	15.8	14.5	13.4	12.5	11.7
价格/现金流(倍)	17.7	26.6	16.4	18.8	15.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371