

食品饮料 | 白酒 II

非金融 | 首次覆盖报告

2026 年 03 月 02 日

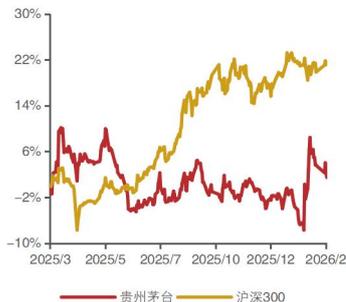
投资评级：买入（首次）

证券分析师

张东雪  
SAC: S1350525060001  
zhangdongxue@huayuanstock.com  
林若尧  
SAC: S1350525070002  
linruoyao@huayuanstock.com  
周翔  
SAC: S1350525070003  
zhouxiang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026 年 02 月 27 日

收盘价 (元)	1455.02
一年内最高/最低 (元)	1,657.99/1,322.01
总市值 (百万元)	1,822,078.21
流通市值 (百万元)	1,822,078.21
总股本 (百万股)	1,252.27
资产负债率 (%)	12.81
每股净资产 (元/股)	204.64

资料来源：聚源数据

# 贵州茅台 (600519.SH)

——经营拐点已至，白酒消费新常态强者恒强

投资要点：

- **公司渠道改革效果短期已现，长期价值或进一步提升。**2026 年春节前普飞动销或实现正增长，公司的渠道改革效果明显：（1）自营电商平台“i 茅台”自 2026 年 1 月 1 日上线 1499 元/瓶普飞以来，1 月成交订单超 212 万笔，其中普飞的成交订单超 143 万笔，假设人均购买 4 瓶飞天，则 i 茅台 1 月普飞销售或贡献税前收入 86 亿元，预计春节前共计 129 亿元；（2）42 家直营门店亦出现抢购潮，春节前普飞批价一度达到 1750 元/瓶，借助价差，茅台成功向直营店引流，培育消费者购买习惯。（3）茅台的渠道实现多元化、市场化，不再单一依靠传统经销商。我们认为，春节开门红有望减轻全年任务压力，公司或可更从容的调控经销商发货节奏，保持批价整体平稳，与 1499 元/瓶建议零售价保持价差，从而继续向直营渠道引流。**长期看，茅台已实质性提高对渠道及价格的把控能力，为未来提高出厂价奠定坚实的基础，已完成最难的第一步，长期价值或将提升。**
- **茅台春节动销超预期并不只是旺季的脉冲，或是白酒消费恢复新常态的标志。**2025 年白酒消费结构中，商务消费占比 40%，大众消费 55%，大众消费也是重要需求市场。普飞批价回落回归消费品属性，性价比提高，大众消费需求大幅增长，这是春节前需求超预期的主要原因之一，春节后这部分消费回归平淡，普飞动销下滑、批价大幅回落是市场当前的主要担忧，但我们认为行业的调整已经迈入新阶段，茅台的经营拐点已至。
- 根据微酒对郑州、合肥、成都等多个城市的调研，白酒春节销售出现明显分化：（1）经销商表现分化。春节动销同比增长/基本持平/下滑的经销商比例为 43%/33%/24%；（2）价格带表现分化。增长较好的价格带有 100-300 元/100 元以下，其次是 800 元以上高端酒中的头部品牌（普飞、普五），下滑较为严重的是 300-800 元。各个价格带的头部品牌在价格下降后均有虹吸效应，表现优于所处价格带整体。**白酒行业“泥沙俱下”的全面调整期或已结束，目前需求下滑幅度明显收窄，经销商之间、品牌之间均出现明显分化，我们判断后续将强者恒强，白酒行业的集中度或将进一步提升。**
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 909/975/1052 亿元，同比增速分别为 3.44%/7.3%/7.94%，当前股价对应的 PE 分别为 20/19/17 倍。我们选取五粮液、泸州老窖、山西汾酒作为可比公司，我们认为茅台的品牌价值、长期盈利空间均更优，故给予高于行业的估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：经济恢复不及预期商务需求恢复不佳、社会库存大规模释放批价大幅下降等**

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	150,560	174,144	181,042	193,768	208,833
同比增长率 (%)	18.04%	15.66%	3.96%	7.03%	7.78%
归母净利润 (百万元)	76,155	87,829	90,850	97,485	105,222
同比增长率 (%)	18.23%	15.33%	3.44%	7.30%	7.94%
每股收益 (元/股)	60.81	70.14	72.55	77.85	84.02
ROE (%)	35.31%	37.68%	36.57%	36.80%	37.22%
市盈率 (P/E)	23.93	20.75	20.06	18.69	17.32

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	59,296	84,019	100,434	121,458
应收票据及账款	2,003	784	839	904
预付账款	27	448	479	517
其他应收款	30	36	39	42
存货	54,343	62,644	67,163	72,420
其他流动资产	136,027	136,082	136,182	136,300
<b>流动资产总计</b>	<b>251,727</b>	<b>284,013</b>	<b>305,136</b>	<b>331,641</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	22,282	20,456	18,782	17,247
在建工程	2,150	2,594	2,836	2,877
无形资产	8,850	8,669	8,528	8,384
长期待摊费用	152	83	13	13
其他非流动资产	13,784	13,852	14,990	14,197
<b>非流动资产合计</b>	<b>47,218</b>	<b>45,654</b>	<b>45,148</b>	<b>42,719</b>
<b>资产总计</b>	<b>298,945</b>	<b>329,667</b>	<b>350,284</b>	<b>374,360</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	3,515	4,052	4,344	4,684
其他流动负债	53,001	64,493	64,751	66,819
<b>流动负债合计</b>	<b>56,516</b>	<b>68,545</b>	<b>69,095</b>	<b>71,503</b>
长期借款	314	238	163	92
其他非流动负债	103	103	103	103
<b>非流动负债合计</b>	<b>417</b>	<b>341</b>	<b>267</b>	<b>196</b>
<b>负债合计</b>	<b>56,933</b>	<b>68,886</b>	<b>69,362</b>	<b>71,699</b>
股本	1,256	1,252	1,252	1,252
资本公积	1,375	1,379	1,379	1,379
留存收益	230,475	245,816	262,277	280,045
归属母公司权益	233,106	248,447	264,908	282,676
少数股东权益	8,905	12,334	16,014	19,985
<b>股东权益合计</b>	<b>242,011</b>	<b>260,781</b>	<b>280,922</b>	<b>302,661</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>298,945</b>	<b>329,667</b>	<b>350,284</b>	<b>374,360</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	89,335	95,109	101,994	110,023
折旧与摊销	2,085	2,696	2,748	2,741
财务费用	-1,470	-2,351	-3,034	-3,655
投资损失	-9	-36	-36	-36
营运资金变动	1,919	4,466	-4,157	-3,073
其他经营现金流	604	-29	-29	-29
<b>经营性现金净流量</b>	<b>92,464</b>	<b>99,855</b>	<b>97,486</b>	<b>105,971</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-1,785</b>	<b>-1,897</b>	<b>-3,007</b>	<b>-1,077</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-71,068</b>	<b>-73,234</b>	<b>-78,064</b>	<b>-83,870</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>19,610</b>	<b>24,723</b>	<b>16,415</b>	<b>21,024</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>174,144</b>	<b>181,042</b>	<b>193,768</b>	<b>208,833</b>
<b>营业成本</b>	<b>13,789</b>	<b>15,896</b>	<b>17,042</b>	<b>18,376</b>
税金及附加	26,926	27,993	29,960	32,290
销售费用	5,639	5,378	5,756	6,203
管理费用	9,316	9,685	10,365	11,171
研发费用	218	203	217	234
财务费用	-1,470	-2,351	-3,034	-3,655
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-23	0	0	0
其他经营损益	3,140	3,140	3,140	3,140
投资收益	9	36	36	36
公允价值变动损益	61	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	21	27	27	27
<b>营业利润</b>	<b>122,933</b>	<b>127,442</b>	<b>136,663</b>	<b>147,416</b>
营业外收入	71	76	76	76
营业外支出	121	168	168	168
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>122,883</b>	<b>127,351</b>	<b>136,572</b>	<b>147,325</b>
所得税	31,948	33,072	35,408	38,132
<b>净利润</b>	<b>90,936</b>	<b>94,279</b>	<b>101,164</b>	<b>109,193</b>
少数股东损益	3,107	3,429	3,679	3,971
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>87,829</b>	<b>90,850</b>	<b>97,485</b>	<b>105,222</b>
EPS(元)	70.14	72.55	77.85	84.02

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	15.66%	3.96%	7.03%	7.78%
营业利润增长率	15.41%	3.67%	7.24%	7.87%
归母净利润增长率	15.33%	3.44%	7.30%	7.94%
经营现金流增长率	38.85%	7.99%	-2.37%	8.70%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	92.08%	91.22%	91.20%	91.20%
净利率	52.22%	52.08%	52.21%	52.29%
ROE	37.68%	36.57%	36.80%	37.22%
ROA	29.38%	27.56%	27.83%	28.11%
<b>估值倍数</b>				
P/E	20.75	20.06	18.69	17.32
P/S	10.46	10.06	9.40	8.73
P/B	7.82	7.33	6.88	6.45
股息率	3.55%	4.14%	4.45%	4.80%
EV/EBITDA	15	14	13	12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。