

今日焦點:

► 貴州茅台 (600519 SH, 股價人民幣1375.00元, 市值人民幣1.72萬億元) 價值回歸

在2025年第四季至2026年第一季期間, 茅台的業績打破了其平穩增長的趨勢。合併季節性銷售高峰來看, 營業收入按年下跌6.3%, 由人民幣1,020億元降至959億元; 淨利潤更按年下跌14%, 由人民幣541億元降至466億元, 反映邊際利潤壓力加劇。我們認為, 這是茅台傳統依賴經銷商的業務模式在需求疲弱下的結果。短期內, 由於渠道及定價改革, 盈利可能會持續波動, 但茅台產品的稀缺性及高質量現金流仍然完好。

茅台正積極拓展直銷渠道。公司一直將核心產品「飛天茅台」與其他非核心產品捆綁銷售, 以獲取更高利潤。對經銷商而言, 為了確保飛天茅台的供應, 他們非常樂意接受捆綁銷售安排, 甚至在某些情況下提前付款。對茅台來說, 這種做法帶來了高度可預見的收入趨勢和強勁的現金流。然而, 對經銷商的依賴也導致公司對終端市場定價失去控制。因此, 茅台正逐步改革其銷售渠道, 增加直銷比例。批發渠道佔茅台酒類收入的比例, 已從2019年的約92%降至2025年的僅50%。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	26,213	1.2%	2.3%
中資企業指數	8,800	0.8%	-1.3%
紅籌指數	4,487	1.8%	11.8%
滬深300指數	4,877	1.5%	5.3%
上海A股	4,362	1.2%	12.7%
上海B股	286	1.7%	12.7%
深圳A股	2,970	2.2%	12.2%
深圳B股	1,177	-0.4%	-6.9%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	49,910	1.2%	3.8%
標普500	7,365	1.5%	7.6%
美國納斯達克指數	25,838	2.0%	11.2%
日經平均指數	61,846	3.9%	22.9%
英國富時指數	10,438	2.1%	5.1%
法國證商公會指數	8,299	2.9%	1.8%
德國法蘭克福指數	24,918	2.1%	1.7%

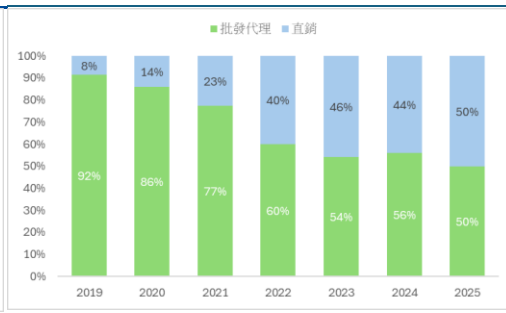
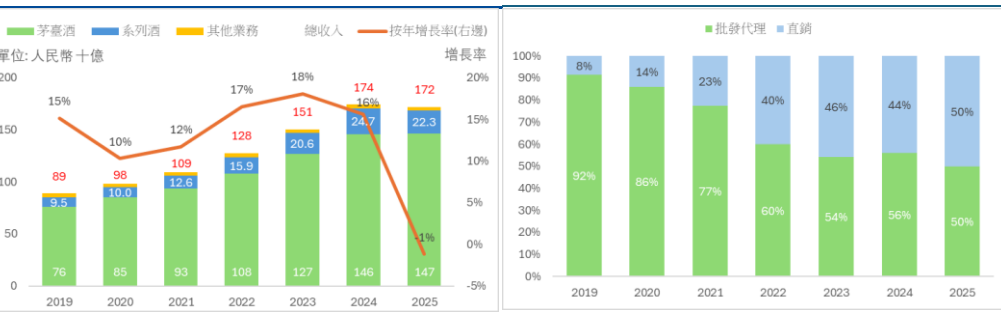
商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,691	3.0%	8.6%
銅價 (美元/盎司)	3,306	7.0%	30.0%
銀價 (美元/盎司)	77	6.2%	7.8%
原油 (美元/桶)	95	-7.0%	67.7%
銅價 (美元/盎司)	13,392	3.0%	7.8%
鋁價 (美元/盎司)	3,522	0.0%	17.6%
鎳價 (美元/盎司)	2,063	5.4%	0.6%
鎘價 (美元/盎司)	3,399	1.6%	9.0%
小麥 (美分/蒲式耳)	606	-3.7%	19.5%
玉米 (美分/蒲式耳)	468	-2.4%	3.0%
糖 (美分/磅)	110	-4.6%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,194	-1.4%	11.2%
PVC (美元/噸)	5,306	0.2%	58.3%
CRB 指數	388	-3.3%	3.0%
BDI			50.9%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣	
美元			7.8	0.9	156.4	0.8	6.8
港元	0.1		0.1	20.0	9.9	0.9	
歐羅	1.2	9.2		183.7	1.1	8.0	
日元	0.0	5.0	0.5		0.5	0.0	
瑞郎	1.3	10.1	1.1	200.8		8.7	
人民幣	0.1	1.2	0.1	23.0	0.1		

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	17	-7.5%

圖 1: 收入及按年增長 (人民幣 十億)

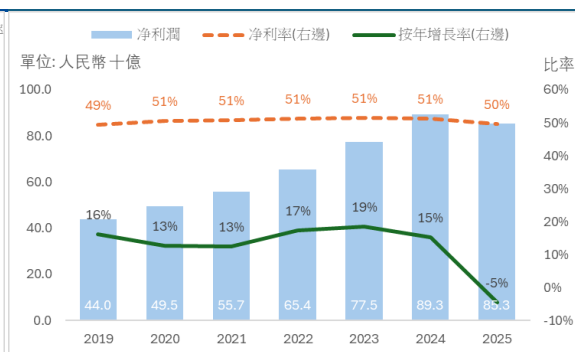
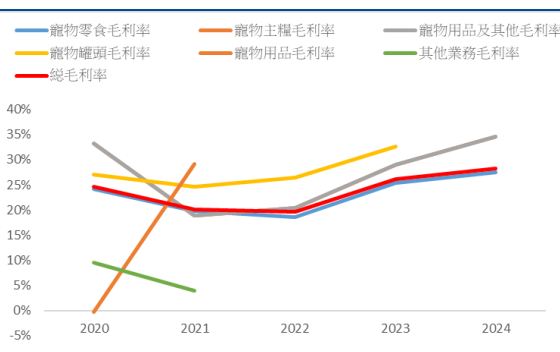
圖 2: 銷售模式



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

圖 3: 毛利率

圖 4: 淨利潤 (人民幣 十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

在市場疲弱時，經銷商業務模式反而成為拖累。高端消費疲軟及經濟低迷壓抑了整體需求，繼而影響經銷商的盈利能力。他們日益增加的庫存和資金壓力，導致終端市場出現價格壓力。這形成一個惡性循環，經銷商現在不太願意持有庫存及預先付款。這一效應在2025年第四季最為明顯，當季營業收入按年下跌19%至人民幣412億元。下跌主要由於向經銷商的發貨減少，以及12月份暫停非核心產品銷售所致。因此，直銷渠道佔季度總收入的比例躍升至70%，儘管部分銷售仍由經銷商執行。由於直銷渠道中的捆綁銷售減少，毛利率輕微下降至90.6%。與此同時，因市場推廣開支增加，銷售費用按年急升93%，推動營運開支比率升至14%。結果，淨利潤按年下跌30%至人民幣184億元，淨利率降至45%。

2026年第一季的復甦主要由飛天茅台銷售帶動。第一季度營業收入按年增長6%至人民幣547億元，其中茅台酒增長6%，主要受飛天產品推動。按渠道劃分，批發收入按年下跌近11%至人民幣244億元，而直銷收入則增長27%，佔總收入54%。直銷增長主要來自「i茅台」平台，貢獻了人民幣216億元（佔直銷的73%），大部分交易來自飛天茅台。由於非核心產品銷售減少及價格調整，毛利率進一步降至約90%。營運開支比率回復正常水平，淨利潤按年微升1%至人民幣282億元，淨利率回升至51%。

圖 5：收入及按年增長（人民幣 十億）

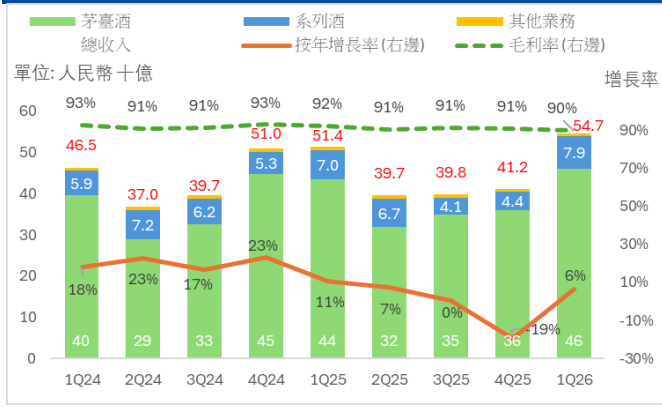
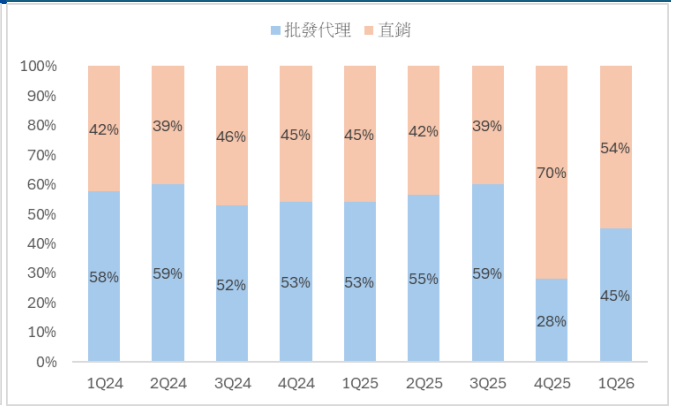


圖 6：銷售模式



資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 7：運營費用拆解(人民幣 十億)

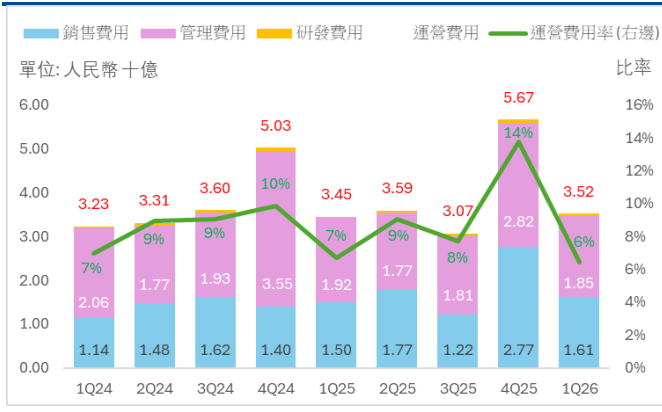
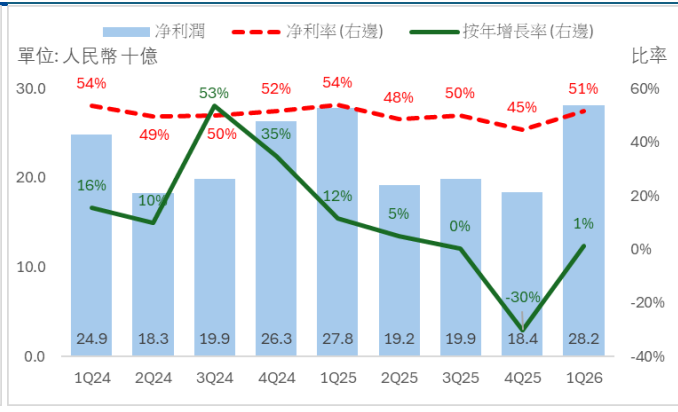


圖 8：淨利潤（人民幣 十億）



資料來源：公司數據，新華滙富研究

自2026年第一季以來，茅台開始重建其分銷模式，作出了三項關鍵變革：

第一，取消捆綁銷售，讓產品回歸真實需求。非核心產品不再與飛天配額掛鉤。因此，茅台將能根據市場接受程度，對非核心產品的定價擁有更大控制權。

第二，茅台正改革飛天產品的定價模式。茅台將不再設定建議零售價及出廠價，而是設定一個官方零售價，然後根據最新市場狀況，以官方零售價的一定折讓來釐定出廠價。這一調整確保茅台能從市場上升週期中獲得最大利益。

第三，「i茅台」將經銷商轉變為銷售代理。在新安排下，經銷商不再持有庫存。產品擁有權仍屬茅台，而消費者通過「i茅台」平台付款。新安排將向銷售代理支付約為售價5%的服務費，售價由「i茅台」平台釐定。銷售代理需為其銷售點放置的產品繳納保證金。他們只允許在售出所獲貨品的70%後，才可補充庫存。此舉旨在避免囤積庫存，並減少銷售代理的營運資金需求。由於所有交易均可追蹤，這也降低了客戶購買假冒產品的風險。

我們的觀點：五糧液近期對收入的修訂，暴露了渠道囤貨的弊端。對於茅台，市場有兩大擔憂：一是產能限制還是大型經銷商囤積飛天產品造成了稀缺假象；二是消費者基礎老化，且需求與傳統經濟活動掛鉤。這些因素很可能拖累茅台的股價。然而，「i茅台」的實施或許為這些問題提供了一些答案。2026年第一季的「i茅台」數據顯示，約30%的新註冊用戶是首次購買者，近60%年齡在40歲以下，顯示消費者需求更廣泛且更年輕化。

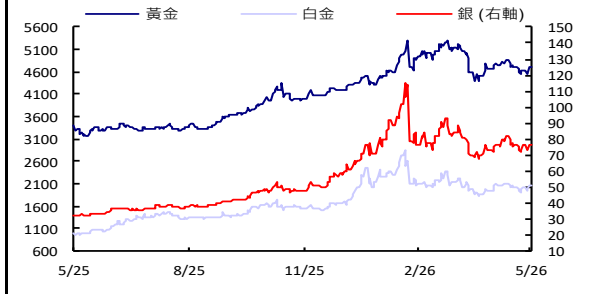
短期內，茅台仍面臨需求疲弱及市場積累庫存的問題。渠道反饋顯示，經銷商庫存已降至不足一個月的健康水平，但這主要是由於主動控制發貨量，而非終端需求復甦。投機者囤積的庫存是另一個不確定因素，可能會在二級市場引發價格壓力。

我們認為，真實需求復甦的關鍵信號，在於飛天茅台的市場價格能否保持在官方價格之上，並在「i茅台」供應增加的情況下依然保持韌性。目前，一瓶飛天茅台在「i茅台」上的售價為人民幣1,539元，而近期歷史上相當長時間內其價格都在2,000元人民幣以上。

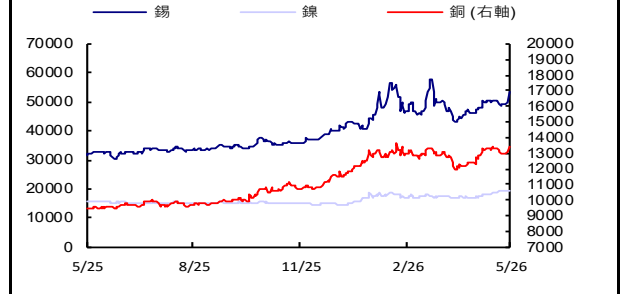
在股東回報方面，茅台的派息比率在2025年穩步上升至79%，收益率約為3.7%。在穩定盈利、資本開支需求相對較小以及無債務的支撐下，股息應可持續。鑑於中國10年期國債收益率低於2%，3.7%的股息率提供了顯著的息差，吸引注重收益的投資者。該股現價對應2026年預測市盈率約20倍。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4694	10	8.1	38.4
白金 (盎司)	2063	5.8	14	109.8
銀 (盎司)	77	2.5	8.8	136.1



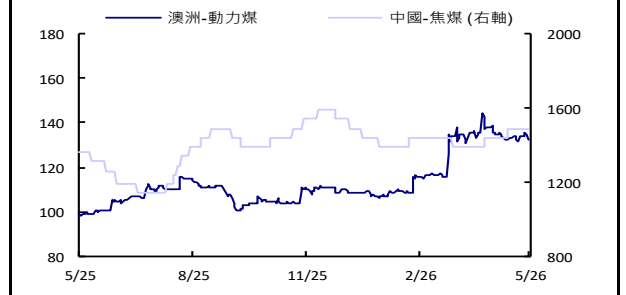
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	13392	8.6	7.8	42.2
鎳 (噸)	19199	12.2	15.3	23.5
錫 (噸)	53808	15.1	32.7	70.1



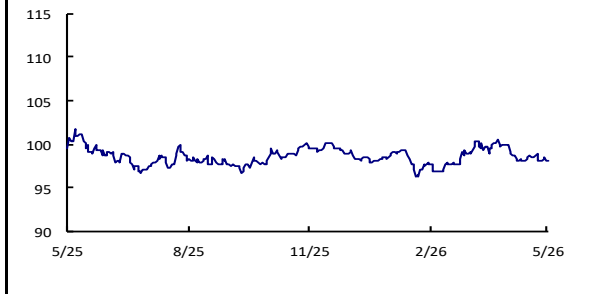
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	95.1	(6.2)	65.6	63.7
天然氣 (百萬英熱)	2.7	(5.3)	(25.9)	(24.6)



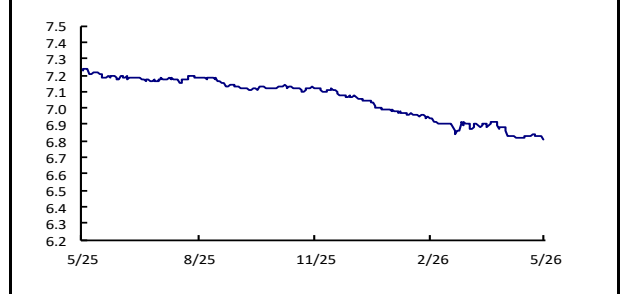
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1490.0	7.2	3.5	9.6
澳洲動力煤 (US\$/t)	132.1	(7.3)	22.8	33.7



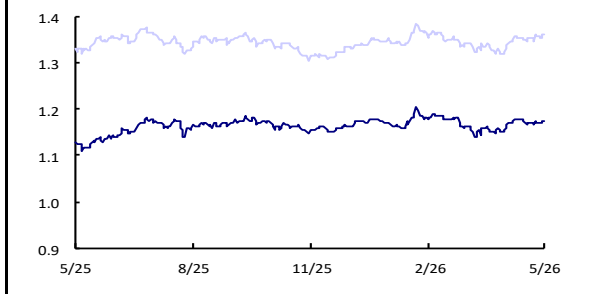
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	98.0	(19)	(0.3)	(16)



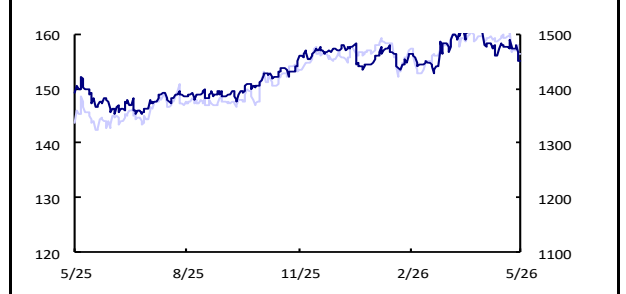
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.8	(12)	(2.5)	(5.7)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	12	17	0.0	4.0
英鎊	14	2.8	0.9	2.3



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	156.4	(15)	(0.2)	8.7
韓圓	1448.7	(4.4)	0.3	4.1



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
首次申請失業保險金人數	週		26年5月7日
批發庫存	月		26年5月8日
就業報告	月		26年5月8日
成屋銷售量	月		26年5月11日
消費者物價指數	月		26年5月12日
生產者物價指數	月		26年5月13日
零售業銷售額	月		26年5月14日
商業庫存	月		26年5月14日
工業生產指數	月		26年5月15日
新屋開工與管建許可	月		26年5月21日
消費者信心指數	月		26年5月26日
個人收入與支出	月		26年5月28日
耐久財訂單	月		26年5月28日
國內生產毛額	季		26年5月28日
新屋銷售	月		26年5月28日
採購經理人指數	月		26年6月1日
工廠訂單	月		26年6月3日
貿易收支	月		26年6月9日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
外匯儲備	季		26年5月7日
M2貨幣供應量	月		26年5月9日
貿易收支	月		26年5月9日
生產者物價指數	月		26年5月11日
消費者物價指數	月		26年5月11日
零售業銷售額	月		26年5月18日
工業生產報告	月		26年5月18日
採購經理人指數	月		26年5月31日
國內生產毛額	年		26年7月15日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
外匯儲備	月		26年5月7日
國內生產毛額	季		26年5月15日
失業率報告	月		26年5月19日
消費者物價指數	月		26年5月21日
貿易收支	月		26年5月28日
M2貨幣供應量	月		26年5月29日
零售業銷售額	月		26年6月2日
採購經理人指數	月		26年6月3日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)

電郵

howard.wong@sunwahkingsway.com
alan.li@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837306

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
中國廣州市南沙區
蕉西路130號3棟6樓601-5室
郵編511455