

2026 年 09 月 18 日

贵州茅台（600519.SH） 食品饮料/白酒 II



以动销定投放，缓解市场压力，低速稳态发展

——贵州茅台公司跟踪报告

公司跟踪

● 贵州茅台 2026 年上半年收入增速放缓，利润增速转负：

公司 2026 年中报实现营收 922.78 亿元/+1.30%；归母净利润 445.17 亿元/-1.95%；扣非归母净利润 444.64 亿元/-2.04%。茅台终端价格体系松动后，公司放量补价迎合市场需求，产品结构调整和渠道变革带来的吨价下行压力，拖累利润增长，公司毛利率上半年 89.56%/-1.74pct。两费方面，销售费用率 3.47%/-0.10pct；管理费用率 4.06%/-0.07pct，净利率 50.75%/-1.81pct。两费率再收窄空间有限，净利率同步承压。

二季度单季营收净利负增长，2026Q1/Q2 分别实现营收 54703/375.75 亿元，同比增长 6.34%/-5.23%；归母净利润 272.43/172.74 亿元同比增长 1.47%/-6.90%，扣非归母净利润为 185.40/172.24 亿元，同比增长 5.23%/-7.10%。

● 以动销定投放，飞天承压，系列酒回落明显

飞天/系列酒上半年收入分别为 777.24/129.34 亿元，同比增长 2.82%/-6.02%，收入占比 84.23%/14.02%，收入占比分别增长 1.25pct/-1.09pct，毛利率同比下降 1.57pct/4pct；Q1/Q2 飞天茅台收入分别为 460.05/317.20 亿元，同比增长 5.62%/-0.98%；Q1/Q2 系列酒收入分别为 78.81/50.53 亿元，同比增长 12.22%/-25.03%。二季度单季茅台与系列酒收入增速均转负，系列酒渠道收缩与经销商数量净减少，系列酒收入回落更明显。

● 渠道转型“全面向 C”，i 茅台平台收入大增 274%至 402.64 亿元

白酒行业整体承压仍在探底中，贵州茅台在 2026 年初启动了以消费者为中心、以市场需求为驱动的市场化改革，一系列举措密集落地。上半年飞天茅台合同价已提价两次，每次上调 100 元/瓶。2026 年 3 月 31 日茅台改行“零售价”体系，茅台进入“随行就市、动态调整”的新定价周期。2018 年—2026 年公司执行 1499 元市场指导价，8 年价格未变），2026 年上半年三连涨，为上市以来首次。2026 年上半年公司飞天茅台已提价两次，3 月飞天合同价上调 100 元至 1269 元，7 月再度上调至 1369 元，i 茅台零售价同步由 1539 元提至 1639 元，提价效应将逐步释放。

● 公司分红、回购和增持维护股价，回报股东

公司 2024—2026 年制定现金分红规划，每年分配的现金红利总额不低于当年实现归属于上市公司股东的净利润的 75%，每年度的现金分红分两次（年度和中期分红）实施，2025 年分红两次，全年合计分红 650 亿元（2026 年 6 月底已实施），创历史新高。

公司完善市值管理制度，2025 年 9 月完成 60 亿元上市以来首轮“注销式”股份回购，2026 年 5 月完成第二轮 30 亿元的“注销式”股份回购，切实保护投资者利益并持续为投资者创造价值。

截至 2025 年 12 月 26 日，公司控股股东茅台集团增持金额 30 亿元已完成。本次增持完成后，茅台集团及一致行动人贵州茅台酒厂（集团）技术开发有限公司持股占总股本的 56.63%。

强烈推荐（维持评级）

陈文倩（分析师）

chenwenqian@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280515080002

市场数据

时间 2026.09.18

收盘价(元):	1,257.12
一年最低/最高(元):	1,151.01/1,568.00
总股本(亿股):	12.50
总市值(亿元):	15,715.03
流通股本(亿股):	12.50
流通市值(亿元):	15,715.03
近 3 月换手率(%):	21.24

股价一年走势



相关报告

《顺势出清舒缓压力 巩固优势稳健前行——贵州茅台 2025 年年报及 2026 年一季报点评》2026-05-22

《茅台高端地位稳固，中端白酒竞争激烈——贵州茅台 2025 年中报点评》2025-08-14

《2025 年稳健前行，双轮驱动优化产品结构——贵州茅台 2024 年年报点评》2025-04-14

《主动控量助力企业稳健发展——贵州茅台 2024 年三季报点评》2024-11-12

● 盈利预测及投资建议

白酒行业正经历着深刻的周期性与结构性调整，“存量竞争”和“马太效应”的特点也会愈发明显。行业承压之际，公司以消费者为中心、以市场需求为驱动，开启“全面向 C”的市场化改革；通过推动场景、客群、服务“三个转型”与产品端、渠道端、终端“三端变革”，有效稳住了市场基本盘，巩固飞天市场地位，展现企业发展韧性，缓解经销商压力，实现市场稳健发展。2026 年茅台酒回归“金字塔型”产品结构，每一产品的全年计划量依据市场需求侧和供给侧平衡双向确定。公司现金流强劲，分红和回购回报股东，短期面临经营环境压力较大，市场交易分歧较多，在消费整体遇冷之际，公司选择低速稳态健康发展，公司龙头地位不改。

我们预计公司 26/27/28 年实现营业收入分别为 1736/1802/1879 亿元，同比增速 0.9%/3.8%/4.3%，净利润分别为 814/848/892 亿元，对应 EPS 分别为 65.14/67.87/71.32 元/股。当前股价对应 PE 分别为 19.7/18.9/18.0 倍，公司当前 PE19 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**消费信心不足，商务消费持续低迷，高端白酒销量不振，中端白酒竞争加剧，企业经营成本费用增加，行业食品安全风险等。

财务摘要和估值指标（2026/09/18）

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	170,899	168,838	173,574	180,206	187,908
增长率(%)	15.7	-1.2	0.9	3.8	4.3
净利润(百万元)	86,228	82,320	81,424	84,844	89,160
增长率(%)	15.4	-4.5	-1.1	4.2	5.1
毛利率(%)	91.9	91.2	90.0	89.9	89.9
净利率(%)	50.5	48.8	46.9	47.1	47.4
ROE(%)	36.9	33.6	27.9	24.7	22.3
EPS(摊薄/元)	68.98	65.85	65.14	67.87	71.32
P/E	18.6	19.5	19.7	18.9	18.0
P/B	6.9	6.6	5.5	4.7	4.1

资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为 2026 年 9 月 18 日

目 录

1、 贵州茅台 2026 年上半年收入增速放缓，利润转负增长	4
1.1、 二季度单季营收/净利增速转负，拖累上半年增速	4
1.2、 以动销定投放，飞天承压，系列酒回落明显	4
1.3、 经销商渠道持续扁平化	4
1.4、 渠道转型“全面向 C”，i 茅台平台收入大增 274%	5
1.5、 渠道改革，合同负债大幅下降	5
1.6、 上半年飞天茅台合同价已提价两次，每次上调 100 元/瓶	7
2、 白酒行业延续深度调整，消费场景和动机发生根本性转移	8
2.1、 上半年白酒市场客单价走低，企业利润下降	8
2.2、 白酒产量持续下降，国家和地方陆续出台政策支持产业高质量发展	9
3、 散户数量创历史新高，机构持仓持续回落	10
4、 公司分红、回购和增持维护股价，回报股东	11
5、 估值与投资建议	12
6、 风险提示	12
附：财务预测摘要	13

图表目录

图 1： 经销商数量稳定，波动主要来自系列酒经销商调整	5
图 2： 2022Q1-2026Q2 单季营业收入及其同比，26Q2 单季增速再度转负	6
图 3： 2022Q1-2026Q2 单季归母净利润及其同比，26Q2 单季增速再度转负	6
图 4： 2022Q1-2026Q2 单季毛利率持续下滑至 90%以下	6
图 5： 2022Q1-2026Q2 单季销售费用率提升态势放缓，管理费用率下降趋势放缓，控费区间收窄	6
图 6： 2022Q1-2026Q2 单季净利率继续回落	6
图 7： 2022Q1-2026Q2 公司合同负债（亿元）持续回落，直销占比提升，预售贷款腰斩	6
图 8： 2022Q1-2026Q2 单季销售商品现金流入随收入增长而增长	7
图 9： 2022Q1-2026Q2 单季销售商品现金流入/营业总收入表现稳健向好	7
图 10： 时隔四年 2026 年 3 月底贵州茅台提高出厂价 100 元至 1269 元/瓶，2026 年 7 月再次提价 100 元至 1369 元/瓶	7
图 11： 2026 年上半年申万白酒板块营收降幅收窄	8
图 12： 2026 年上半年申万白酒板块营业利润降幅收窄	8
图 13： 调查问卷对白酒行业中长期发展趋势的看法	8
图 14： 2026 年上半年白酒累计产量持续下滑，较高位累计下降 73.87%。	9
图 15： 上半年基金持仓比例明显回落，基金持仓创近年新低	10
图 16： 机构持仓比例持续单边回落	10
图 17： 股东户数创新高，持股集中度下降	11
表 1： 连续两年回购减少注册资本，保护投资者利益	11

1、 贵州茅台 2026 年上半年收入增速放缓，利润转负增长

贵州茅台 2026 年上半年实现营收 922.78 亿元/+1.30%；归母净利润 445.17 亿元/-1.95%；扣非归母净利润 444.64 亿元/-2.04%。2026Q2 实现营收 375.75 亿元/-5.23%；归母净利润 172.74 亿元/-6.90%，扣非归母净利润为 172.24 亿元/-7.10%。茅台终端价格体系松动后，公司放量补价迎合市场需求，产品结构调整和渠道变革带来的吨价下行压力，拖累利润增长，公司毛利率 89.56%/-1.74pct。两费方面，销售费用率 3.47%/-0.10pct；管理费用率 4.06%/-0.07pct，净利率 50.75%/-1.81pct。两费率再收窄空间有限，净利率同步承压。

1.1、 二季度单季营收/净利增速转负，拖累上半年增速

2026Q1/Q2 分别实现营收 54703/375.75 亿元,同比增长 6.34%/-5.23%；归母净利润 272.43/172.74 亿元同比增长 1.47%/-6.90%，扣非归母净利润为 185.40/172.24 亿元，同比增长 5.23%/-7.10%。

1.2、 以动销定投放，飞天承压，系列酒回落明显

2026 年上半年飞天/系列酒收入分别为 777.24/129.34 亿元，同比增长 2.82%/-6.02%，收入占比 84.23%/14.02%，收入占比分别增长 1.25pct/-1.09pct，毛利率同比下降 1.57pct/4pct。

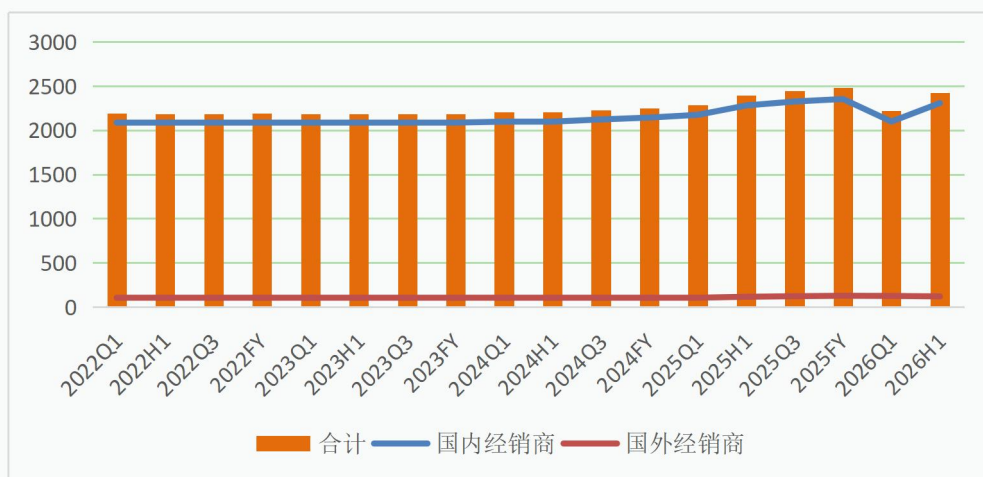
2026Q1/Q2 飞天茅台收入分别为 460.05/317.20 亿元，同比增长 5.62%/-0.98%；Q1/Q2 系列酒收入分别为 78.81/50.53 亿元，同比增长 12.22%/-25.03%。二季度单季茅台、系列酒收入增速均转负，系列酒渠道收缩与经销商数量净减少，系列酒收入回落明显。

公司在业绩交流会上表示：2026 年公司彻底打破“压货冲量”的增长惯性，主动切换至“以动销定投放”的精耕细作模式。一季度借“双节”旺季势能，系列酒销量、营收实现同比增长；二季度进入行业传统淡季，公司围绕市场化转型的工作要求，主动精准调控，尽管短期报表同比有所回落，但终端动销实现同比增长，渠道库存、存销比处于健康区间。截至目前，茅台 1935 酒渠道商合同执行计划已近 80%，终端动销良好。后续，公司将根据市场形势，合理用好剩余的计划量，配套调整茅台 1935 酒市场政策，加大面向终端消费的市场费用投入，取消低于合同价销售的渠道商销售激励政策，同时强化费用审核，严厉防范套取费用等违规行为，持续提升品牌口碑与服务质量，不断做好茅台 1935 酒市场。

1.3、 经销商渠道持续扁平化

上半年经销商数量净减少 46 家（新增 220 家、退出 266 家），主要是系列酒经销商调整，公司经销商渠道持续扁平化。

图 1： 经销商数量稳定，波动主要来自系列酒经销商调整



资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.4、 渠道转型“全面向 C”，i 茅台平台收入大增 274%

白酒行业整体承压仍在探底中，贵州茅台在 2026 年初启动了以消费者为中心、以市场需求为驱动的市场化改革，一系列举措密集落地。

公司构建“自售+经销+代售+寄售”多维协同体系的销售模式统筹调度全国市场茅台酒投放计划，全面实施以市场为导向的自营体系零售价定价机制。其中代售模式是茅台市场化改革的重要举措，是推进“全面向 C”的重要销售模式。通过动态调价机制有效理顺渠道利润，实现从管理渠道向经营消费者的模式转型，显著增强对终端价盘与消费者数据资产的掌控力。

“i 茅台”上线飞天 53%vol 500ml 贵州茅台酒。2026 年 1 月 1 日起，飞天茅台全系产品登陆 i 茅台，普飞销售全面切换至 i 茅台直营体系。i 茅台平台上半年营收同比增长 274.18%至 402.64 亿元（其中 Q1/Q2 同比增长 267.16%/282.61%），占营业总收入比重达 43.63%，较去年上半年的 11.81%增长了近 32pct，其中 Q1/Q2 单季 i 茅台收入占比分别为 39.40%/49.80%，飞天茅台压舱石作用凸显，茅台“全面向 C”战略效果显著，切合市场需求。

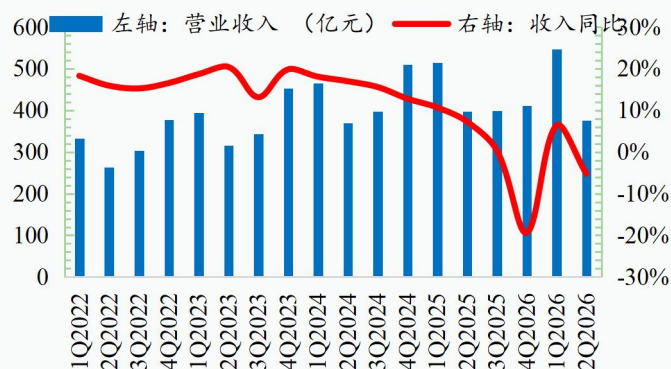
i 茅台不仅是销售渠道，更是茅台完成从“渠道驱动”到“直连消费者”模式切换的核心载体。其意义在于：1、大幅压缩中间环节，提升渠道利润率；2、掌握终端消费者数据，实现精准投放；3、官方零售价与市场批价首次几乎持平，渠道投机套利空间被压缩，价格体系更加透明。

公司将构建批发、线下零售、线上零售、餐饮、私域“五大渠道”并行的渠道布局，通过“线上+线下”融合转型，线上管效率、管触达，线下管转化、管服务，形成以消费者为中心的良性渠道生态体系。未来将按照市场化原则逐步丰富 i 茅台上架产品矩阵。

1.5、 渠道改革，合同负债大幅下降

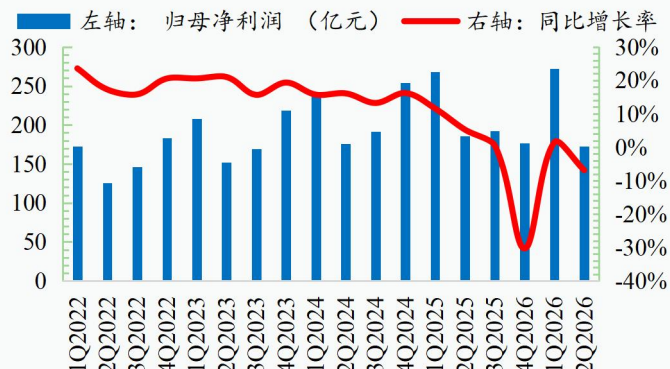
合同负债从年初 80.07 亿元缩水至一季度末的 30.27 亿元，二季度合同负债 31.78 亿元，连续两个季度合同负债保持在约 30 亿元，同比分别下降 65.55%/42.30%。公司合同负债是经销商预付款，i 茅台直销爆发式增长，茅台传统经销渠道蓄水池功能下降。

图 2： 2022Q1-2026Q2 单季营业收入及其同比，26Q2 单季增速再度转负



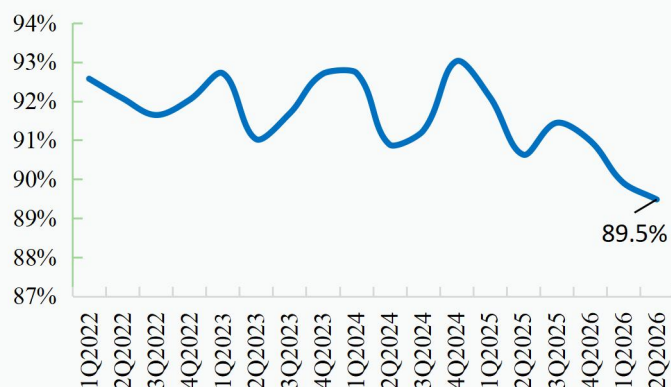
资料来源：wind，诚通证券研究所

图 3： 2022Q1-2026Q2 单季归母净利润及其同比，26Q2 单季增速再度转负



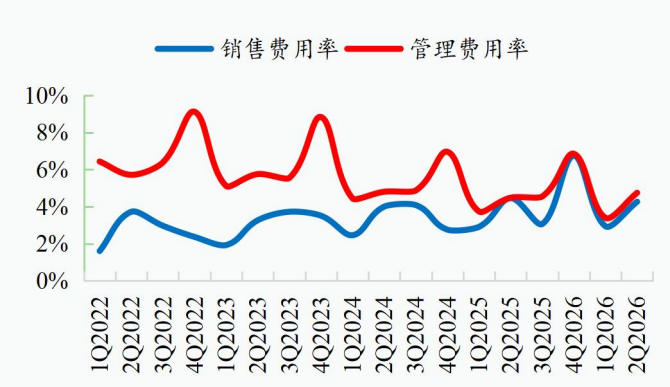
资料来源：wind，诚通证券研究所，

图 4： 2022Q1-2026Q2 单季毛利率持续下滑至 90% 以下



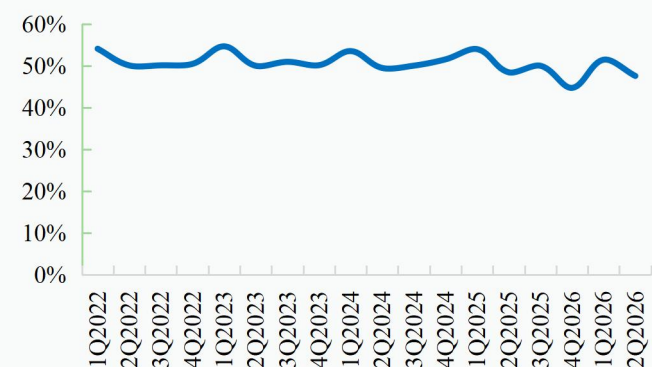
资料来源：wind，诚通证券研究所

图 5： 2022Q1-2026Q2 单季销售费用率提升态势放缓，管理费用率下降趋势放缓，控费区间收窄



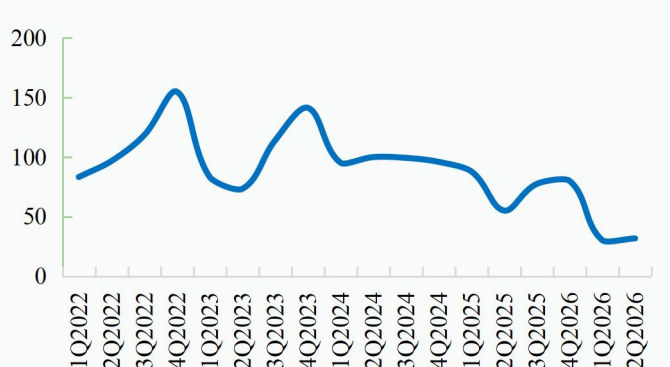
资料来源：wind，诚通证券研究所

图 6： 2022Q1-2026Q2 单季净利率继续回落



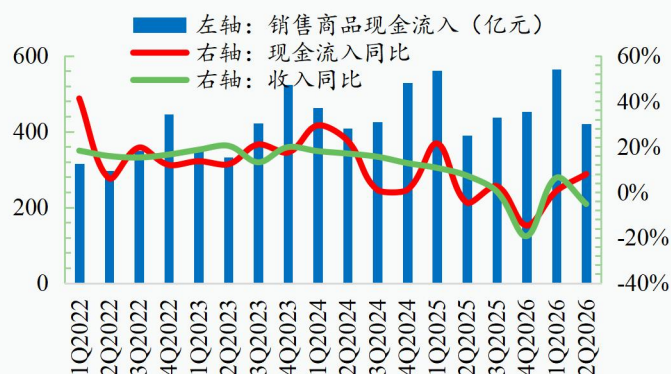
资料来源：wind，诚通证券研究所

图 7： 2022Q1-2026Q2 公司合同负债(亿元)持续回落，直销占比提升，预售货款腰斩



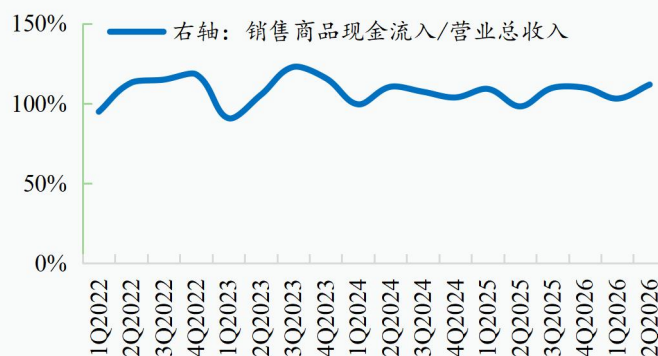
资料来源：wind，诚通证券研究所

图 8： 2022Q1-2026Q2 单季销售商品现金流入随收入增长而增长



资料来源：wind，诚通证券研究所

图 9： 2022Q1-2026Q2 单季销售商品现金流入/营业总收入表现稳健向好



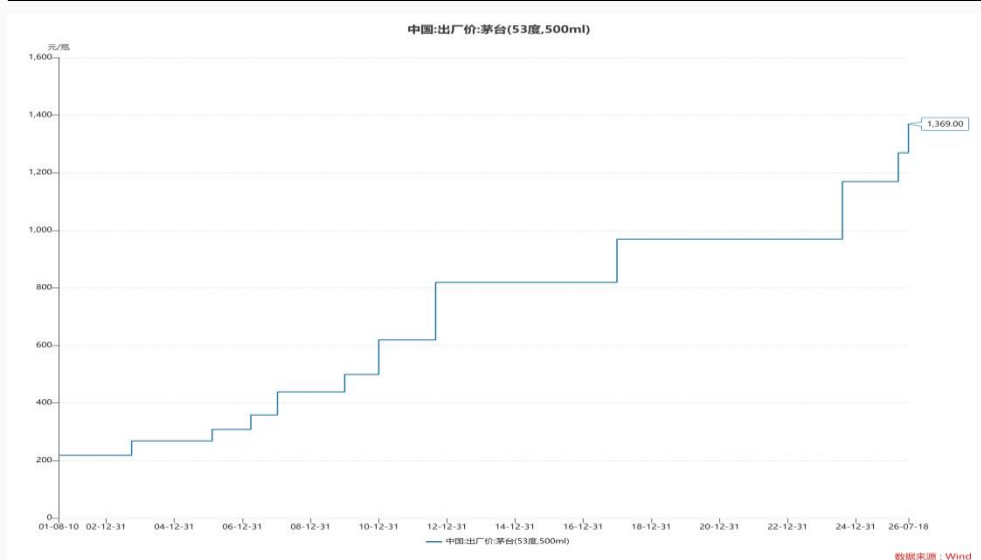
资料来源：wind，诚通证券研究所

1.6、 上半年飞天茅台合同价已提价两次， 每次上调 100 元/瓶

2026 年贵州茅台实施《2026 年贵州茅台酒市场化运营方案》，定价原则改为“随行就市、相对平稳、供需适配、量价平衡”，替换以往的静态指导价，转向“小幅、高频、随行就市”的常态化动态调价。2018 年—2026 年公司执行 1499 元市场指导价，8 年价格未变），半年内三连涨，为上市以来首次。2026 年 3 月 31 日改行“零售价”体系，茅台进入“随行就市、动态调整”的新定价周期。2026 年上半年公司飞天茅台已提价两次，3 月飞天合同价上调 100 元至 1269 元，7 月再度上调至 1369 元，i 茅台零售价同步由 1539 元提至 1639 元，提价效应将逐步释放。

以市场为导向，灵活调整产品和价格应对市场需求。2026 年 3 月飞天合同价由 1169 上调至 1269 元/瓶，7 月再度上调至 1369 元/瓶；自营零售价 1499 上调至 1539 元/瓶，直营店飞天零售价调至 1753 元/瓶，比 i 茅台 1639 元/瓶高 114 元，直营店成为 i 茅台的价格锚点。

图 10： 时隔四年 2026 年 3 月底贵州茅台提高出厂价 100 元至 1269 元/瓶，2026 年 7 月再次提价 100 元至 1369 元/瓶



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、白酒行业延续深度调整，消费场景和动机发生根本性转移

2.1、上半年白酒市场客单价走低，企业利润下降

中国酒业协会联合毕马威中国发布的《2026 中国白酒市场中期研究报告》指出，2026 年 1—6 月，调研数据显示，74.1%的企业客单价走低，74.8%的企业营业额缩水，86.7%的企业营业利润同比减少，营业利润下降是全部指标中最严峻的一项。行业营收下滑，成本、费用等刚性支出难以同步缩减，盈利能力受挫，行业可能面临需求端结构性拐点。

2026 年上半年申万白酒板块实现营业总收入 1979 亿元，同比下降 6.76%，较 2025 年上半年降幅 12.87%明显收窄；实现营业利润 1003 亿元，同比下降 8.31%，较 2025 年上半年降幅 16.59%明显收窄。白酒板块上半年营收和利润连续两年负增长，但降幅均明显收窄，利润降幅高于收入降幅。

图 11：2026 年上半年申万白酒板块营收降幅收窄



资料来源：Wind，诚通证券研究所

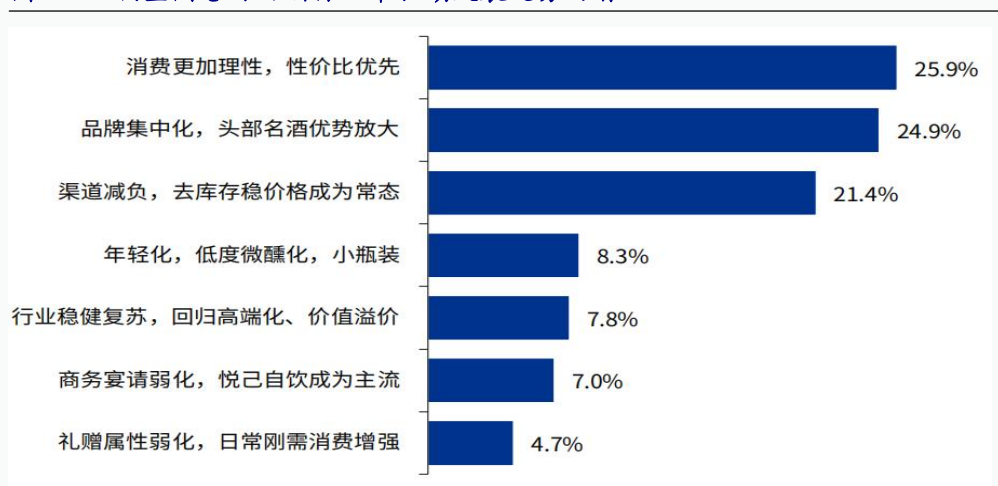
图 12：2026 年上半年申万白酒板块营业利润降幅收窄



资料来源：Wind，诚通证券研究所

《2026 中国白酒市场中期研究报告》调研数据显示，49.3%的企业指出消费场景正从传统的商务礼赠向日常刚需渗透，同时 47.6%的企业认为消费动机由社交驱动转向悦己为主。这标志着白酒正逐步剥离其厚重的“社交货币”属性，回归饮品本源，高频、自饮的消费模式正在崛起。

图 13：调查问卷对白酒行业中长期发展趋势的看法



资料来源：《2026 中国白酒市场中期研究报告》，毕马威分析，诚通证券研究所

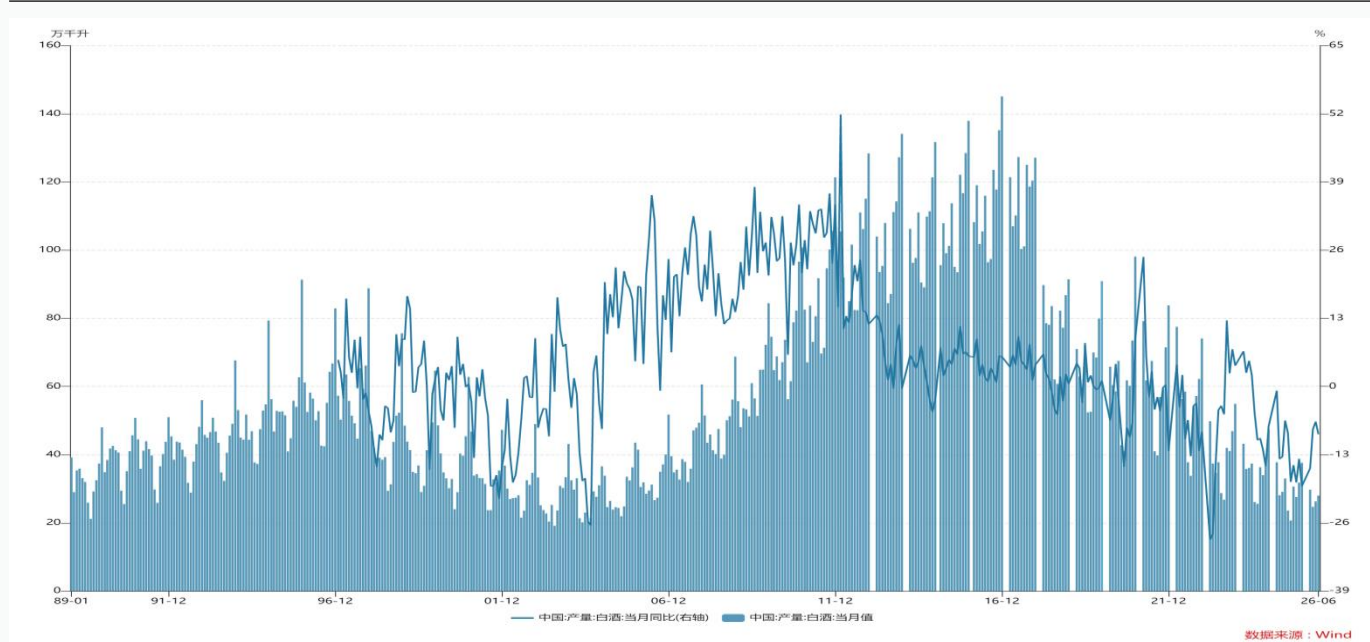
2.2、白酒产量持续下降，国家和地方陆续出台政策支持产业高质量发展

2026 年 2 月《酿酒产业提质升级指导意见（2026—2030 年）》（工信部、人社部、市场监管总局联合印发）：围绕原料保障、科技创新、结构调整等七大方面提出 21 项重点任务，明确到 2028 年培育 3 个以上千亿级酒产区、10 个以上百亿级特色产业园区。

2026 年 9 月，六部门《关于推动历史经典产业高质量发展的意见》：首次将酿酒与丝绸、茶叶、瓷器并列“历史经典产业”，提出到 2028 年培育 50 家百亿龙头企业、100 个中国消费名品。叠加《酿酒产业提质升级指导意见（2026—2030 年）》全面落地，行业彻底告别过往“限制性发展”阶段，迈入国家战略层面全面支持、系统培育的全新发展周期。在此政策拐点下，全行业需主动锚定核心定位，跳出过往规模内卷、价格竞争、重营销轻品质的发展误区，全面重塑产业价值体系与行业生态。

2026 年 7 月贵州省发布《贵州省打造“卖酒向卖生活方式”转变升级版行动方案（2026—2030 年）》明确了工作目标，到 2027 年，打造一批示范性白酒消费场景，白酒生活体验方式逐步丰富，省级新增打造 10 个特色酒庄、10 条美酒美食街区、5 家高星级白酒体验酒店、10 个特色酒馆，升级打造 21 个酒旅融合景区。到 2030 年，白酒消费场景矩阵全面成型，“卖酒向卖生活方式”转变理念更加深入人心，成为行业共识和消费潮流，成为一种可感知、可体验、可向往的生活方式。

图 14： 2026 年上半年白酒累计产量持续下滑，较高位累计下降 73.87%。



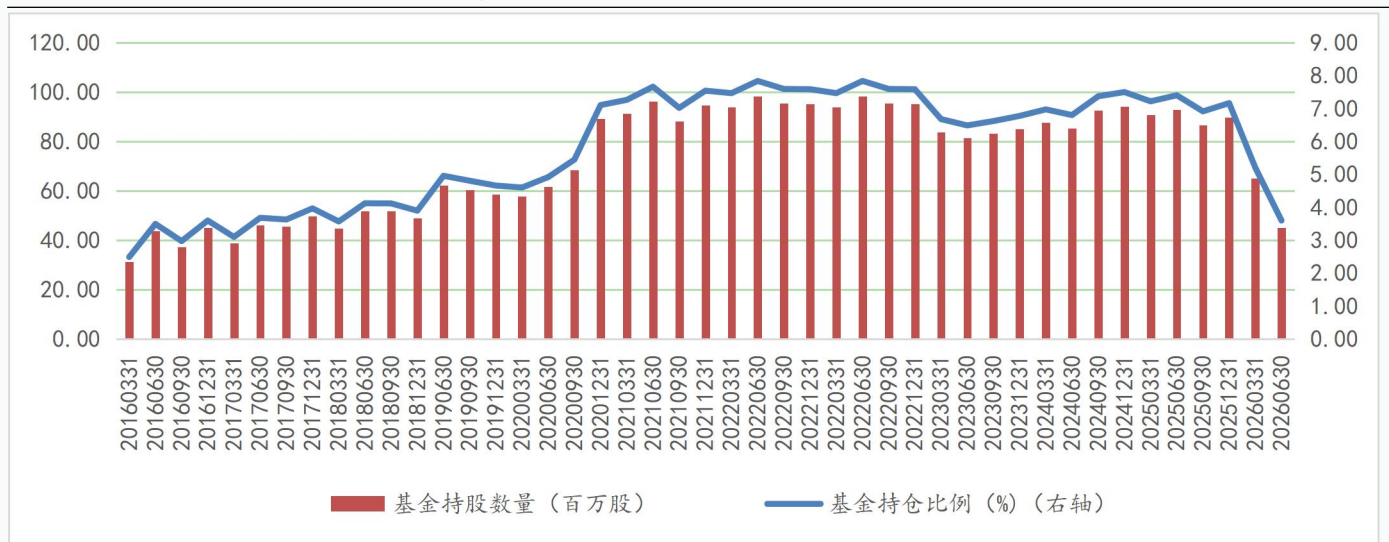
资料来源：Wind，诚通证券研究所

3、散户数量创历史新高，机构持仓持续回落

截至 2026 年 6 月末，“国家队”中央汇金、证金公司从贵州茅台前十大股东名单中消失。散户数量创历史新高，机构持仓持续回落。

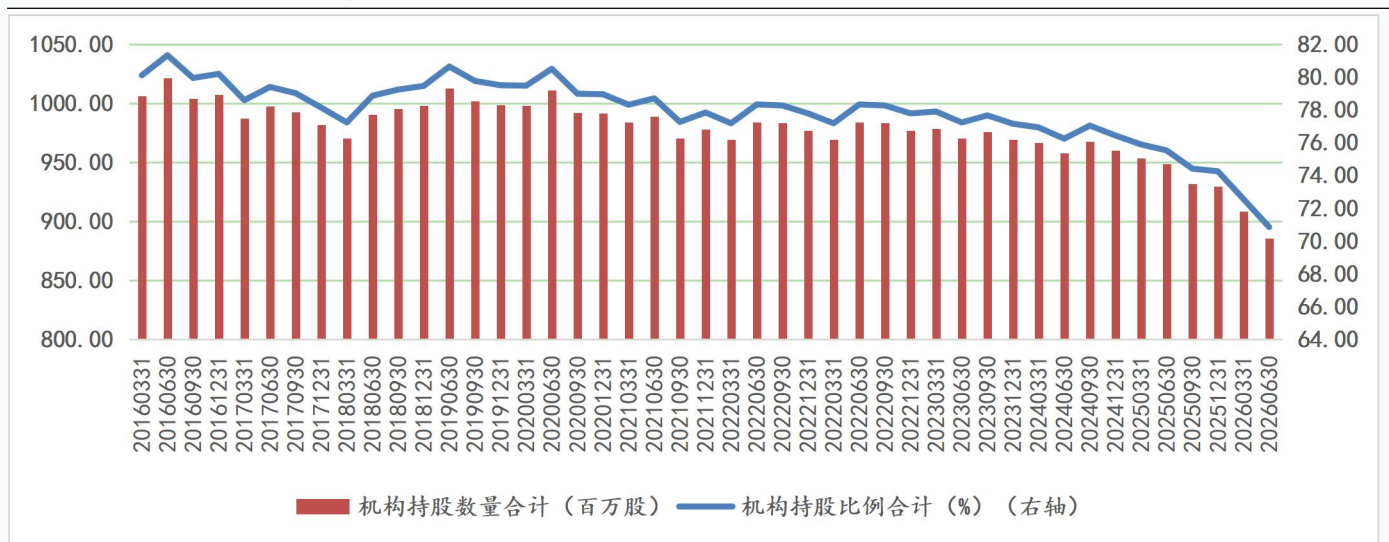
上半年基金持仓比例持续明显回落，基金 2026 年二季度最新持仓比例低至 3.60%，近十年前低位。

图 15：上半年基金持仓比例明显回落，基金持仓创近年新低



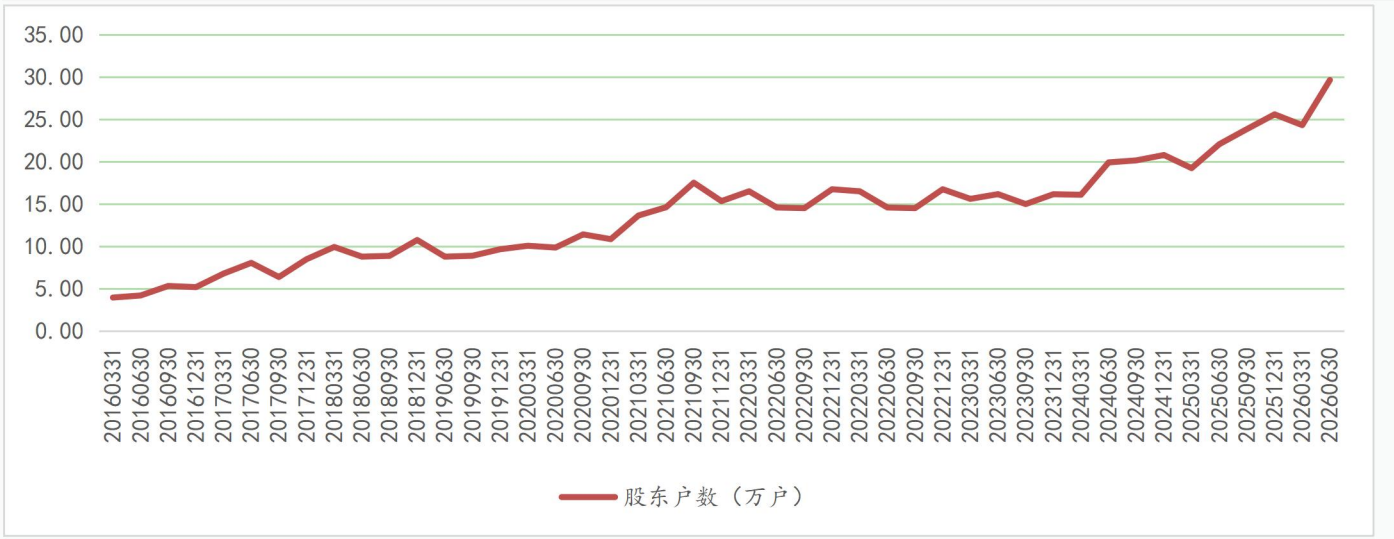
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 16：机构持仓比例持续单边回落



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 17： 股东户数创新高，持股集中度下降



资料来源：Wind，诚通证券研究所

4、 公司分红、回购和增持维护股价，回报股东

公司 2024—2026 年现金分红规划，每年度分配的现金红利总额不低于当年实现归属于上市公司股东的净利润的 75%，每年度的现金分红分两次（年度和中期分红）实施，公司 2024 年和 2025 年已经完成年度和中期分红。2025 年中期分红 300 亿元，年底年度分红 350 亿元，2025 年全年分红 650 亿元（2026 年 6 月底已实施），创历史新高。

公司完善市值管理制度，2025 年 9 月完成 60 亿元上市以来首轮“注销式”股份回购，并于 2025 年底推出 15 亿—30 亿元第二轮回购计划，2026 年 5 月完成第二轮 30 亿元的“注销式”股份回购，切实保护投资者利益并持续为投资者创造价值。

截至 2025 年 12 月 26 日，公司控股股东茅台集团增持计划已实施完毕。茅台集团增持了 2,071,359 股公司股票，占公司总股本的 0.17%，增持金额为 30 亿元。本次增持完成后，茅台集团及一致行动人贵州茅台酒厂（集团）技术开发有限公司持股占总股本的 56.63%。

表 1： 连续两年回购减少注册资本，保护投资者利益

指标	第一轮	第二轮
回购方案首次披露日	2024 年 9 月 21 日	2025 年 11 月 6 日
回购方案实施期限	公司股东大会审议通过回购方案之日起 12 个月内	公司股东大会审议通过回购方案之日起 6 个月内
预计回购金额	30 亿~60 亿元	15 亿~30 亿元
实际回购金额	60 亿元	30 亿元
回购资金来源	公司自有资金	公司自有资金
完成度	100%（顶格）	100%（顶格）
回购用途	减少注册资本	减少注册资本
注销情况	已全部注销	已全部注销

资料来源：Wind，贵州茅台《关于回购股份实施结果暨股份变动的公告》，诚通证券研究所

5、估值与投资建议

白酒行业正经历着深刻的周期性与结构性调整，“存量竞争”和“马太效应”的特点也会愈发明显。行业承压之际，公司以消费者为中心、以市场需求为驱动，开启“全面向 C”的市场化改革；通过推动场景、客群、服务“三个转型”与产品端、渠道端、终端“三端变革”，有效稳住了市场基本盘，巩固飞天市场地位，展现企业发展韧性，缓解经销商压力，实现市场稳健发展。2026 年茅台酒回归“金字塔型”产品结构，每一产品的全年计划量依据市场需求侧和供给侧平衡双向确定。公司现金流强劲，分红和回购回报股东，短期面临经营环境压力较大，市场交易分歧较多，在消费整体遇冷之际，公司选择低速稳态健康发展，公司龙头地位不改。我们预计公司 26/27/28 年实现营业收入分别为 1736/1802/1879 亿元，同比增速 0.9%/3.8%/4.3%，净利润分别为 814/848/892 亿元，对应 EPS 分别为 65.14/67.87/71.32 元/股。当前股价对应 PE 分别为 20/19/18 倍，公司当前 PE19 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

6、风险提示

消费信心不足，消费低迷，社零增速明显放缓，餐饮仅微增，商务消费持续低迷，高端白酒销量不振，中端白酒竞争加剧，企业经营成本费用增加，行业食品安全风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	251727	252519	299952	351952	411267	营业收入	170899	168838	173574	180206	187908
现金	59296	51691	98426	148842	198976	营业成本	13789	14892	17340	18271	18900
应收票据及应收账款合计	2003	3	0	0	0	营业税金及附加	26926	27354	27945	28743	29783
其他应收款	30	36	29	37	34	营业费用	5639	7253	7117	7208	7328
预付账款	27	7	38	3	42	管理费用	9316	8320	8505	8740	9020
存货	54343	61427	73371	68663	78265	研发费用	218	190	260	270	282
其他流动资产	136027	139355	128088	134407	133950	财务费用	-1470	-815	-863	-1006	-1459
非流动资产	47218	51316	51150	51029	50849	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	147	295	442	589	公允价值变动收益	61	76	69	72	70
固定资产	21871	22488	22057	21701	21304	其他收益	21	29	27	28	26
无形资产	8949	8803	9369	9799	10138	投资净收益	9	1	15	8	8
其他非流动资产	16398	19878	19429	19087	18818	营业利润	119689	114809	113381	118089	124159
资产总计	298945	303835	351102	402981	462117	营业外收入	71	75	76	77	75
流动负债	56516	49610	47453	46229	47906	营业外支出	121	129	158	135	136
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	119639	114755	113299	118031	124098
应付票据及应付账款合计	3515	4007	0	0	0	所得税	30304	29445	28780	30055	31655
其他流动负债	53001	45603	47453	46229	47906	净利润	89335	85310	84519	87976	92443
非流动负债	417	265	265	265	265	少数股东损益	3107	2990	3094	3132	3283
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	86228	82320	81424	84844	89160
其他非流动负债	417	265	265	265	265	EBITDA	119850	115408	112914	116294	120965
负债合计	56933	49876	47718	46495	48171	EPS (元)	68.98	65.85	65.14	67.87	71.32
少数股东权益	8905	9321	12416	15548	18830	主要财务比率					
股本	1256	1252	1252	1252	1252	成长能力					
资本公积	1375	2	2	2	2	营业收入(%)	15.7	-1.2	0.9	3.8	4.3
留存收益	229423	242448	288977	339448	391767	营业利润(%)	15.4	-4.1	-1.2	4.2	5.1
归属母公司股东权益	233106	244638	290968	340938	395115	归属于母公司净利润(%)	15.4	-4.5	-1.1	4.2	5.1
负债和股东权益	298945	303835	351102	402981	462117	获利能力					
						毛利率(%)	91.9	91.2	90.0	89.9	89.9
						净利率(%)	50.5	48.8	46.9	47.1	47.4
						ROE(%)	36.9	33.6	27.9	24.7	22.3
						ROIC(%)	53.2	46.1	45.6	47.0	47.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	19.0	16.4	13.6	11.5	10.4
						净负债比率(%)	-24.3	-20.3	-32.4	-41.7	-48.0
						流动比率	4.5	5.1	6.3	7.6	8.6
						速动比率	1.1	1.0	2.1	3.2	4.2
						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	164.5	168.3	166.4	167.4	166.9
						应付账款周转率	4.2	4.0	0.0	0.0	0.0
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	68.98	65.85	65.14	67.87	71.32
						每股经营现金流(最新摊薄)	48.17	56.02	66.10	68.84	68.38
						每股净资产(最新摊薄)	186.47	195.70	232.76	272.73	316.07
						估值比率					
						P/E	18.6	19.5	19.7	18.9	18.0
						P/B	6.9	6.6	5.5	4.7	4.1
						EV/EBITDA	13.0	13.6	13.5	12.7	11.8

资料来源：Wind，诚通证券研究所预测

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于C3的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>