

2026 年 10 月 31 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩稳增长，C 端放量明显

—贵州茅台（600519.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

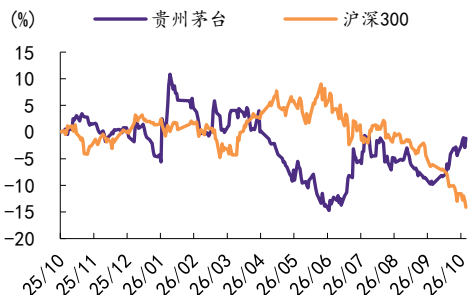
分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2026-10-30

当前股价（元）	1392.05
总市值（亿元）	17402
总股本（百万股）	1250
流通股本（百万股）	1250
52 周价格范围（元）	1168.63-1555
日均成交额（百万元）	5469.15

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《贵州茅台（600519）：i 茅台超预期，改革效果逐步明显》2026-08-17
- 2、《贵州茅台（600519）：i 茅台持续发力，改革效果初显》2026-05-02
- 3、《贵州茅台（600519）：释放渠道压力，主动降速保障良性经营》2025-11-05

2026 年 10 月 30 日，贵州茅台发布 2026 年三季报：2026Q1-Q3 总营收 1332.84 亿元（同增 2%），归母净利润 644.67 亿元（同增 0.2%），扣非净利润 643.25 亿元（同减 0.6%）。

2026Q3 总营收 410.06 亿元（同增 3%），归母净利润 199.51 亿元（同增 3.8%），扣非净利润 198.61 亿元（同增 3%）。

投资要点

■ 结构变化拖累毛利率，继续精简系列酒经销商

毛利率方面，2026Q1-Q3/2026Q3 分别同比-1.7pct/-1.6pct 至 89.6%/89.6%，系产品结构变化所致。费用方面，销售费用率 2026Q1-Q3/2026Q3 分别同比+0.2pct/+0.9pct 至 3.6%/4%，管理费用率 2026Q1-Q3/2026Q3 分别同比-0.2pct/-0.4pct 至 4%/4.1%，费用精准投放。综合作用下，公司净利率 2026Q1-Q3/2026Q3 分别同比-1.1pct/+0.4pct 至 50.9%/51.4%。2026Q1-Q3 末合同负债 20.84 亿元，环比减少 10.93 亿元；销售商品、提供劳务收到现金 1435.23 亿元，环比增加 451.01 亿元。截止 2026Q3 末，公司国内共有 2285 个经销商，净减少 68 个；国外共有 124 个经销商，净减少 2 个。经销商数量变动主要为系列酒经销商。

■ i 茅台持续发力，拥抱 C 端效果明显

产品端来看，2026Q1-Q3 茅台酒/系列酒营收分别为 1129.25/179.69 亿元，分别同比+2.2%/+0.5%。渠道端来看，2026Q1-Q3 直销/经销营收分别为 737.74/571.2 亿元，分别同比+32.8%/-21.6%，系自营渠道增长所致。2026Q1-Q3 末 i 茅台不含税营收 585.62 亿元，同增 361%。区域来看，2026Q1-Q3 国内营收 1292.53 亿元，同增 3.8%；国外营收 16.41 亿元，同减 58%。

■ 盈利预测

我们看好公司发力直营渠道特别是 i 茅台放量，稳步推进“全面向 C”战略，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”，茅台酒、系列酒及国际化三大板块协同发力。根据公司三季报，我们调整公司 2026-2028 年 EPS 分别为 66.98/71.18/76.31 元（前值

分别为 68.82/73.13/78.37 元），当前股价对应 PE 分别为 21/20/18 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、产能扩张不及预期、直营增长不及预期、改革进程不及预期等。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	172,054	175,558	183,778	194,541
增长率（%）	-1.2%	2.0%	4.7%	5.9%
归母净利润（百万元）	82,320	83,748	88,990	95,412
增长率（%）	-4.5%	1.7%	6.3%	7.2%
摊薄每股收益（元）	65.74	66.98	71.18	76.31
ROE（%）	32.4%	31.6%	32.1%	32.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产：				
现金及现金等价物	51,691	66,935	82,307	98,076
应收款	39	48	76	107
存货	61,427	59,956	58,738	57,442
其他流动资产	139,362	138,406	137,795	137,745
流动资产合计	252,519	265,345	278,915	293,370
非流动资产：				
金融类资产	125,967	126,117	126,217	126,267
固定资产	22,488	22,472	21,567	20,367
在建工程	2,472	989	396	158
无形资产	8,686	8,251	7,817	7,404
长期股权投资	147	147	147	147
其他非流动资产	17,523	17,523	17,523	17,523
非流动资产合计	51,316	49,383	47,450	45,600
资产总计	303,835	314,728	326,366	338,970
流动负债：				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	4,007	3,799	3,549	3,447
其他流动负债	37,596	37,596	37,596	37,596
流动负债合计	49,610	49,091	48,698	48,505
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	265	265	265	265
非流动负债合计	265	265	265	265
负债合计	49,876	49,356	48,963	48,770
所有者权益				
股本	1,252	1,250	1,250	1,250
股东权益	253,959	265,372	277,403	290,200
负债和所有者权益	303,835	314,728	326,366	338,970

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	85310	86786	92122	98668
少数股东权益	2990	3038	3132	3256
折旧摊销	2183	1933	1911	1829
公允价值变动	76	70	60	50
营运资金变动	-29037	2049	1508	1172
经营活动现金净流量	61522	93876	98733	104974
投资活动现金净流量	-31642	1349	1398	1388
筹资活动现金净流量	-14636	-75374	-80091	-85871
现金流量净额	15,245	19,851	20,040	20,491

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	172,054	175,558	183,778	194,541
营业成本	14,892	15,245	15,444	15,855
营业税金及附加	27,354	28,089	29,221	30,737
销售费用	7,253	7,900	8,086	8,365
管理费用	8,320	8,778	9,005	9,338
财务费用	-815	-1,874	-2,305	-2,746
研发费用	190	194	203	215
费用合计	14,948	14,998	14,990	15,172
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	76	70	60	50
投资收益	1	2	3	4
营业利润	114,809	117,333	124,214	132,852
加：营业外收入	75	65	50	45
减：营业外支出	129	120	110	100
利润总额	114,755	117,278	124,154	132,797
所得税费用	29,445	30,492	32,032	34,129
净利润	85,310	86,786	92,122	98,668
少数股东损益	2,990	3,038	3,132	3,256
归母净利润	82,320	83,748	88,990	95,412

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业收入增长率	-1.2%	2.0%	4.7%	5.9%
归母净利润增长率	-4.5%	1.7%	6.3%	7.2%
盈利能力				
毛利率	91.3%	91.3%	91.6%	91.9%
四项费用/营收	8.7%	8.5%	8.2%	7.8%
净利率	49.6%	49.4%	50.1%	50.7%
ROE	32.4%	31.6%	32.1%	32.9%
偿债能力				
资产负债率	16.4%	15.7%	15.0%	14.4%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	4424.1	3650.0	2433.3	1825.0
存货周转率	0.2	0.7	0.8	0.8
每股数据(元/股)				
EPS	65.74	66.98	71.18	76.31
P/E	21.2	20.8	19.6	18.2
P/S	10.1	9.9	9.5	8.9
P/B	7.1	6.9	6.6	6.4

食品饮料组介绍

孙山山：深圳大学经济学硕士，9 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业和商社行业，聚焦软饮料和休闲食品子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名，2024 年东方财富行业最佳分析师第五名，2025 年“美市科技”菁英榜食品饮料组第 1 名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。