贵州茅台（600519）

公司 2026 三季报点评：直销夯实塔基，行稳必定致远

买入（维持）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	174,144	172,054	176,913	187,800	196,332
同比（%）	15.66	(1.20)	2.82	6.15	4.54
归母净利润（百万元）	86,228	82,320	83,723	90,066	93,658
同比（%）	15.38	(4.53)	1.70	7.58	3.99
EPS-最新摊薄（元/股）	68.98	65.85	66.97	72.05	74.92
P/E（现价&最新摊薄）	20.18	21.14	20.78	19.32	18.58

投资要点

- **事件：**公司披露 2026 三季报。1-9 月公司实现营业收入 1309.71 亿元（主营口径），同比增长 1.96%；实现归属上市公司股东净利润 644.67 亿元，同比下滑 0.25%；其中 Q3 实现营收 402.67 亿元，同比增长 3.08%，归属上市公司股东净利润 199.51 亿元，同比增长 3.78%。Q3 略好于市场预期。

- **直销旺季再度发力，茅台酒和系列酒均有增长，Q3 好于市场预期。**1-9 月份茅台酒和系列酒营收分别增长 2.18%和 0.47%，其中直销发力是茅台酒保持增长的核心。分产品：26Q3 茅台酒和系列酒收入分别为 352.01 亿元和 50.34 亿元，分别增长 0.79%和 22.14%，茅台酒收入主要依靠塔基产品普飞提价和放量，主要路径是直销，系列酒增长主要由茅台 1935 贡献，公司调整茅台 1935 价格和费用支持政策后，今年上半年茅台 1935 开瓶动销积极，销售进度超前，Q2 调慢出货节奏后，Q3 旺季顺利再度放量。分渠道：Q3 直销同比增长 40.31%，直销占比由上年同期的 39.8%上升至 26Q3 的 54.2%。单三季度 i 茅台销售收入 182.98 亿元，同比增长 847.48%，占直销比例为 83.9%，较上半年的 77.5%上升 6.4pct。受非标茅台酒缩减（停止总经销产品合作）和销售模式调整（塔身茅台酒产品改为代售）的影响，批发渠道收入 Q3 延续下滑，下滑幅度为 21.60%。

- **产品结构处承压期，利润率维稳属难得，现金流表现仍旧良性。**1-9 月综合毛利率为 89.58%，同比下降 1.71pct，归母净利润率 48.37%，同比小幅下降 1.0pct；26Q3 综合毛利率 89.64%，同比下降 1.64pct，归母净利润率 48.65%，同比提升 0.36pct，主因税金率季度波动，Q3 单季税金率下降了 1.98pct，三项费用率合计同比上升了 0.55pct，其中销售费用率同比上升 0.92pct，全面向 C 转型，市场投入相应变化，短期费用率呈现小幅上升实属合理。今年各季销售回款和销售收入均匹配，Q3 销售收现 451.01 亿元，同比增 3.19%，和收入高度一致。

- **直销夯实塔基，代售仍在探索，行稳定能致远。**今年公司推进全面向 C 的市场化改革，在价格机制上，构建了“随行就市、相对平稳、供需适配、量价平衡”的动态价格调整机制，期间普飞价格成功触底回升，并且实现若干次涨价。我们认为直销扩圈，降低了购买壁垒，扩大了购买人群，夯实了普飞作为塔基产品的长期消费基础。受商政务需求疲弱影响和销售方式变化，塔身（精品和生肖等）和塔尖产品（主要指陈年茅台和高端文创系列）的代售模式短期贡献较小，但塔身和塔尖作为次要矛盾，随着普飞塔基夯实，价格支撑增强，销售操作完善，后续改善向好亦可期。

- **盈利预测与投资评级：**普飞今年量价齐升得益于性价比改善+购买渠道壁垒破除+务实有效的投放策略，普飞放量也是今年业绩稳健的支撑。27 春节较晚，我们略微调 26-28 年归母净利润预测为 837.2/900.7/936.6

2026 年 11 月 02 日

证券分析师 苏铖
执业证书：S0600524120010
such@dwzq.com.cn
证券分析师 周源
执业证书：S0600526080002
zhouyuan@dwzq.com.cn
研究助理 林蔚
执业证书：S0600126090009
linw@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,392.05
一年最低/最高价	1,151.01/1,568.00
市净率(倍)	6.42
流通 A 股市值(百万元)	1,740,176.09
总市值(百万元)	1,740,176.09

基础数据

每股净资产(元,LF)	216.95
资产负债率(%,LF)	11.90
总股本(百万股)	1,250.08
流通 A 股(百万股)	1,250.08

相关研究

《贵州茅台(600519)：2026 年中报点评：全面向 C 夯实塔基，底色不改向好可期》

2026-08-16

《贵州茅台(600519)：2026 年一季报点评：锐意改革全面 2C，强势开局确立企稳》

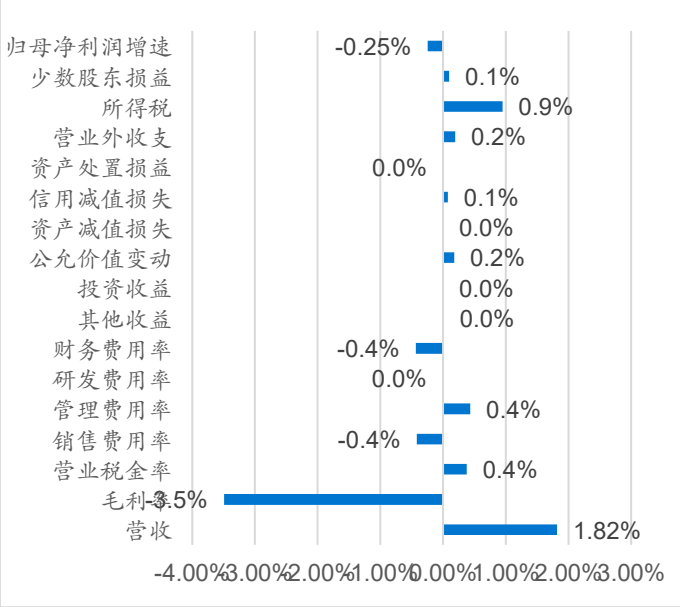
2026-04-26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

亿元（前值 844.0/911.5/948.0 亿元），对应 PE 为 20.8/19.3/18.6x，基于改革稳步推进，向 C 效果显现，持续较高分红，维持“买入”评级。

- **风险提示：**高端酒消费受宏观经济影响持续，塔身产品或持续承压，生产成本上涨，价格向下波动风险等。

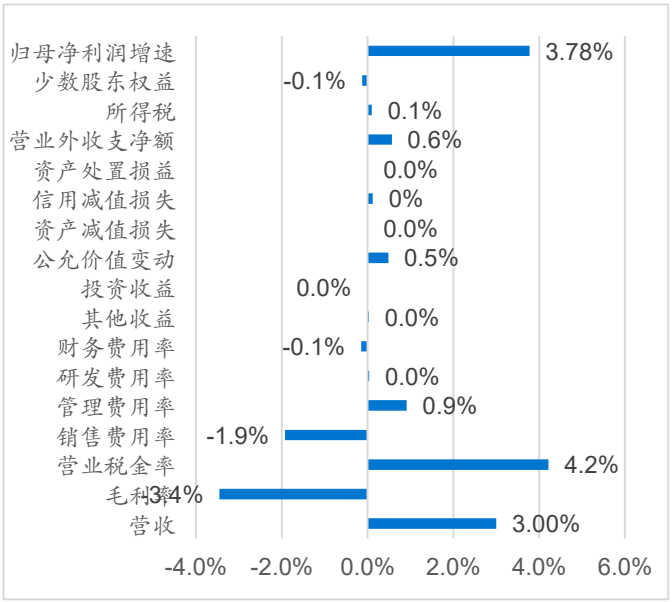
图1：1-9 月归母净利润增速贡献分析（同比）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：总营收口径（含金融收入）

图2：26Q3 归母净利润增速贡献分析（同比）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：总营收口径（含金融收入）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**252,519**	**261,703**	**283,648**	**309,183**
货币资金及交易性金融资产	51,691	71,139	87,346	97,937
经营性应收款项	4,466	9,348	4,073	4,412
存货	61,427	62,363	66,869	68,955
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	134,934	118,853	125,360	137,878
非流动资产	**51,316**	**53,142**	**55,013**	**56,284**
长期股权投资	147	294	442	589
固定资产及使用权资产	22,710	24,714	26,019	26,499
在建工程	2,472	1,986	1,178	738
无形资产	8,686	9,220	9,436	9,631
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	135	135	135	135
其他非流动资产	17,166	16,792	17,803	18,693
资产总计	**303,835**	**314,845**	**338,661**	**365,412**
流动负债	**49,610**	**45,577**	**48,410**	**48,331**
短期借款及一年内到期的非流动负债	44	71	76	64
经营性应付款项	4,007	3,365	3,650	2,733
合同负债	8,007	3,649	3,788	3,830
其他流动负债	37,552	38,492	40,896	41,704
非流动负债	**265**	**265**	**265**	**265**
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	190	190	190	190
其他非流动负债	76	76	76	76
负债合计	**49,876**	**45,842**	**48,675**	**48,596**
归属母公司股东权益	244,638	256,600	274,316	297,731
少数股东权益	9,321	12,403	15,670	19,085
所有者权益合计	**253,959**	**269,003**	**289,986**	**316,816**
负债和股东权益	**303,835**	**314,845**	**338,661**	**365,412**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**172,054**	**176,913**	**187,800**	**196,332**
营业成本(含金融类)	15,068	16,762	18,209	19,320
税金及附加	27,354	29,210	29,528	31,540
销售费用	7,253	7,601	7,991	8,381
管理费用	8,320	8,424	8,598	8,743
研发费用	190	201	203	203
财务费用	(815)	(1,132)	(1,559)	(1,916)
加:其他收益	29	30	28	32
投资净收益	1	16	9	9
公允价值变动	76	0	0	0
减值损失	17	17	17	17
资产处置收益	3	9	0	0
营业利润	**114,809**	**115,919**	**125,091**	**130,119**
营业外净收支	(54)	(24)	(43)	(40)
利润总额	**114,755**	**115,894**	**125,048**	**130,079**
减:所得税	29,445	29,089	31,716	33,006
净利润	**85,310**	**86,805**	**93,332**	**97,073**
减:少数股东损益	2,990	3,082	3,267	3,415
归属母公司净利润	**82,320**	**83,723**	**90,066**	**93,658**
每股收益-最新股本摊薄(元)	65.85	66.97	72.05	74.92
EBIT	113,914	114,728	123,282	128,160
EBITDA	116,173	117,362	126,112	131,131
毛利率(%)	91.18	90.45	90.23	90.08
归母净利率(%)	48.76	48.21	48.80	48.52
收入增长率(%)	(1.20)	2.82	6.15	4.54
归母净利润增长率(%)	(4.53)	1.70	7.58	3.99

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	61,522	69,789	72,408	84,942
投资活动现金流	(31,642)	21,399	(4,420)	(4,090)
筹资活动现金流	(73,427)	(71,740)	(72,350)	(70,261)
现金净增加额	(43,544)	19,448	(4,362)	10,591
折旧和摊销	2,259	2,634	2,830	2,972
资本开支	(3,127)	(4,702)	(3,586)	(3,247)
营运资本变动	(24,874)	(20,651)	(23,462)	(14,994)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	195.36	205.27	219.44	238.17
最新发行在外股份（百万股）	1,250	1,250	1,250	1,250
ROIC(%)	34.10	32.83	32.89	31.50
ROE-摊薄(%)	33.65	32.63	32.83	31.46
资产负债率(%)	16.42	14.56	14.37	13.30
P/E（现价&最新股本摊薄）	21.14	20.78	19.32	18.58
P/B（现价）	7.13	6.78	6.34	5.84

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn