万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

万联证券 WANLIAN SECURITIES

营收利润均同比正增长，大力推动渠道变革

——贵州茅台（600519）点评报告

增持(维持)

2026 年 11 月 02 日

报告关键要素:

2026 年 10 月 30 日，公司发布 2026 年三季度报告。2026 年前三季度公司累计实现营收 1309.71 亿元(同比+1.96%)，归母净利润 644.67 亿元(同比-0.25%)，扣非归母净利润 643.25 亿元(同比-0.55%)。2026 年第三季度公司实现营收 402.67 亿元(同比+3.08%)，归母净利润 199.51 亿元(同比+3.78%)，扣非归母净利润 198.61 亿元(同比+2.96%)。贵州茅台增速环比上半年平稳回升，在当前行业处于深度调整与需求筑底期，凭借极强的品牌护城河与渠道掌控力，单季营收与利润双双实现正增长，验证了其穿越周期的高端白酒龙头定力。

投资要点:

2026Q3 茅台酒基本盘稳健，系列酒引领高增。2026 年前三季度茅台酒营收 1129.25 亿元(同比+2.18%)，占比 86.27%，系列酒营收 179.69 亿元(同比+0.47%)，占比 13.73%；其中 2026Q3 茅台酒营收 352.01 亿元(同比+0.79%)，占比 87.49%，系列酒营收 50.34 亿元(同比+22.14%)，占比为 12.51%。系列酒在 2026Q3 实现亮眼的高速正增长，成为单季度营收增长的主要贡献力量;核心茅台酒大单品保持极强的战略定力与需求韧性，持续巩固公司业绩基本盘，考虑到公司年内针对茅台酒实施两次官方提价，分别是 3 月 31 日和 7 月 18 日，其中自营零售价年内总提价幅度为+9.34%(从 1499 元/瓶提价至 1639 元/瓶)，销售合同价总提价幅度为+17.11%(从 1169 元/瓶提价至 1369 元/瓶)，判断 2026Q3 茅台酒的收入增长主要靠价格而非销量拉动。

毛利率小幅下降，净利率同比修复。2026 第三季度公司毛利率 89.64%(同比-1.64pct)，净利率 51.37%(同比+0.39pct)，毛利率小幅下降但净利率同比修复,毛利率下降判断主要与毛利率相对低的系列酒在三季度销量较好有关，净利率修复判断与税金及附加下降有关。销售费用率 4.03%(同比+0.92pct)，管理费用率 4.19%(同比-0.44pct)，研发费用率 0.08%(同比-0.02pcts)，财务费用率-0.31%(同比+0.07pct)。销售费率小幅抬升、管理与研发费率稳中有降，主要得益于管理效率提

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	172054.17	183015.67	198958.30	214700.63
增长比率(%)	-1.20	6.37	8.71	7.91
归母净利润(百万元)	82320.07	86196.94	93608.83	100735.09
增长比率(%)	-4.53	4.71	8.60	7.61
每股收益(元)	65.85	68.95	74.88	80.58
市盈率(倍)	21.85	20.87	19.22	17.86
市净率(倍)	7.35	6.76	6.21	5.72

数据来源：携宁科技云估值,万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	1,250.08
流通A股(百万股)	1,250.08
收盘价(元)	1,439.10
总市值(亿元)	17,989.92
流通A股市值(亿元)	17,989.92

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

提价与直销双轮驱动，改革深化稳基本盘

业绩稳健增长，直销收入首次超越代理渠道

三季度茅台酒稳健增长，系列酒承压

分析师: 陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

升与期间费用的精细化管控。

渠道重构，以 i 茅台为代表的直销渠道占比大幅提升。公司 2026 年落地“全面向 C”战略，大力推动以 i 茅台为主的直销渠道，公司渠道经历了剧烈的结构切换，消费者买茅台从过去以经销商、第三方渠道为主，转变为以 i 茅台、自营店等为主。2026 年前三季度，直销渠道实现营业收入 737.74 亿元（同比+32.79%），占比从去年同期的 43.27%大幅提升至 56.36%。直销渠道中，i 茅台占据绝大部分份额，而且份额急剧提升，2026 年前三季度，i 茅台实现营业收入 585.62 亿元（同比+361.42%），占直销渠道比例从去年同期的 22.85%大幅提升至 79.38%，其中第三季度进一步提速，实现营业收入 182.99 亿元（同比+847.48%），占直销渠道比例提升至 83.89%。直销占比的提升，使得公司对终端客户和零售价的掌控力加强，并且还能增厚业绩，有利于公司长期发展和产品价盘稳定。

盈利预测与投资建议：我们认为，当前行业处于筑底阶段，白酒需求整体疲软，且渠道处于去库存后段，随着渠道库存的逐步出清，以及宏观经济的复苏，白酒企业报表端有望逐步改善。公司作为高端白酒龙头，具备强大的品牌力和极深的护城河，随着全面市场化改革的持续深化，公司业绩有望稳健提升。我们维持此前盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润为 861.97/936.09/1007.35 亿元，同比增长 4.71%/8.60%/7.61%，对应 EPS 为 68.95/74.88/80.58 元/股，11 月 2 日收盘价对应 PE 为 21/19/18 倍，维持“增持”评级。

风险因素：消费复苏不及预期风险，政策风险，宏观经济波动风险。

利润表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**172054**	**183016**	**198958**	**214701**
同比增速(%)	-1.20	6.37	8.71	7.91
营业成本	15068	18303	19791	21286
毛利	153946	161681	176145	190404
营业收入(%)	91.18	89.92	89.99	90.03
税金及附加	27354	28175	31076	33660
营业收入(%)	16.20	15.67	15.88	15.92
销售费用	7253	6439	7293	8179
营业收入(%)	4.30	3.58	3.73	3.87
管理费用	8320	10168	10462	11228
营业收入(%)	4.93	5.66	5.34	5.31
研发费用	190	208	232	245
营业收入(%)	0.11	0.12	0.12	0.12
财务费用	-815	0	0	0
营业收入(%)	-0.48	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	17	0	0	0
其他收益	29	32	31	35
投资收益	1	17	10	11
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	76	0	0	0
资产处置收益	3	1	2	2
营业利润	**114809**	**119772**	**130147**	**140151**
营业收入(%)	68.00	66.61	66.49	66.27
营业外收支	-54	0	0	0
利润总额	**114755**	**119772**	**130147**	**140151**
营业收入(%)	67.97	66.61	66.49	66.27
所得税费用	29445	30424	33140	35750
净利润	85310	89347	97007	104401
营业收入(%)	50.53	49.69	49.56	49.37
归属于母公司的净利润	**82320**	**86197**	**93609**	**100735**
同比增速(%)	-4.53	4.71	8.60	7.61
少数股东损益	2990	3150	3398	3666
EPS（元/股）	65.85	68.95	74.88	80.58

资产负债表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	51691	108277	130663	158818
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	3	997	1415	1212
存货	61427	70987	76815	82478
预付款项	7	218	296	410
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	139391	109061	109064	109068
流动资产合计	252519	289541	318253	351987
长期股权投资	147	147	147	147
固定资产	22488	23982	24327	24789
在建工程	2472	1795	1352	587
无形资产	8686	9568	10249	11063
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	6602	6751	6751	6751
其他非流动资产	10921	9701	9742	9765
资产总计	**303835**	**341486**	**370821**	**405089**
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4007	4632	4977	5347
预收账款	0	0	0	0
合同负债	8007	14619	14980	17623
应付职工薪酬	5523	8021	8594	9357
应交税费	7697	8479	9238	10124
其他流动负债	24376	26713	27210	27966
流动负债合计	49610	62464	64999	70417
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	76	74	74	74
其他非流动负债	190	282	282	282
负债合计	**49876**	**62820**	**65355**	**70773**
归属于母公司的所有者权益	244638	266195	289597	314780
少数股东权益	9321	12472	15870	19536
股东权益	**253959**	**278666**	**305467**	**334316**
负债及股东权益	**303835**	**341486**	**370821**	**405089**

现金流量表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**61522**	**98282**	**95893**	**107065**
投资	-28642	-4	-4	-3
资本性支出	-3127	-4301	-3306	-3366
其他	127	27136	10	11
投资活动现金流净额	**-31642**	**22831**	**-3300**	**-3359**
债权融资	0	22	0	0
股权融资	0	-2	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-67242	-64648	-70207	-75551
其他	-6185	104	0	0
筹资活动现金流净额	**-73427**	**-64524**	**-70207**	**-75551**
现金净流量	**-43544**	**56587**	**22386**	**28155**

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	65.85	68.95	74.88	80.58
BVPS	195.70	212.94	231.66	251.81
PE	21.85	20.87	19.22	17.86
PEG	-4.82	4.43	2.23	2.35
PB	7.35	6.76	6.21	5.72
EV/EBITDA	14.40	13.82	12.56	11.47
ROE	33.65%	32.38%	32.32%	32.00%
ROIC	33.32%	32.03%	31.73%	31.20%

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，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。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。
市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场