开源证券

贵州茅台（600519.SH）

2026 年 11 月 03 日

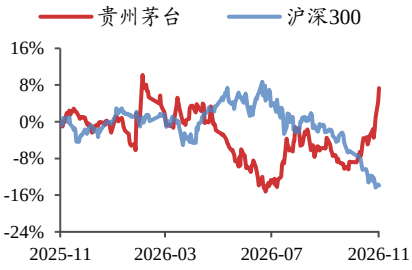
营收业绩均超预期，后续增长仍有余力

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2026/11/3
当前股价(元)	1,480.00
一年最高最低(元)	1,568.00/1,151.01
总市值(亿元)	18,501.21
流通市值(亿元)	18,501.21
总股本(亿股)	12.50
流通股本(亿股)	12.50
近 3 个月换手率(%)	16.77

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《大单品放量价稳，触底信号明确—公司信息更新报告》-2026.4.28

《主动调整释放压力，2026 年改善趋势明确—公司信息更新报告》-2026.4.21

《提振行业信心，增强业绩保障—公司信息更新报告》-2026.4.1

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

逄晓娟（分析师）
pangxiaojuan@kysec.cn
证书编号：S0790521060002

● **三季度收入业绩超预期，验证其成长韧性，维持“买入”评级**

前三季度公司实现营业总收入 1332.84 亿元，同比-1.82%；归母净利润 644.67 亿元，同比-0.25%。其中 Q3 实现营业总收入 410.06 亿元，同比+3.00%；归母净利润 199.51 亿元，同比+3.78%。由于非标产品产品 2026-2027 处于调整期，公司毛利率承压，我们略微下调 2026-2027 年盈利预测，预计 2028 年非标产品调整到位后，有望带动产品结构和毛利率提升，因此略微提高 2028 年盈利预测。我们预计 2026-2028 年净利润分别为 847.7（-4.1）亿元、891.8（-4.9）亿元、939.9（+6.2）亿元，同比分别+3.0%、+5.2%、+5.4%，EPS 分别为 67.81（-0.21）元、71.34（-0.26）元、75.19（+0.63）元，当前股价对应 PE 分别为 21.8、20.7、19.7 倍，产品需求潜力大，后续增长仍有余力，维持“买入”评级。

● **Q3 系列酒加速，直营占比提升**

分产品看，Q3 茅台酒实现收入 352.01 亿元，同比+0.79%，系列酒实现收入 50.34 亿元，同比+22.14%。系列酒上半年控货挺价效果良好，Q3 迎来提速。分渠道看，Q3 直销实现收入 218.12 亿元，同比+40.31%，其中“i 茅台”收入 182.99 亿元，同比+847.48%，批发收入 184.24 亿元，同比-21.60%。

● **渠道结构变化较大，现金流表现符合实际情况**

由于 Q3 渠道结构变化，三季度末合同负债同比减少 56.65 亿元，Q3 经营性现金流 133.68 亿元，同比-46.69%。

● **毛利率下降，但税金比率下降更大，盈利能力提升**

Q3 毛利率同比-1.64pct 至 89.64%，税金及附加比率同比-2.03pct，销售/管理费用率同比+0.90pct/-0.43pct，净利率为同比+0.39pct 至 51.37%。

● **风险提示：**宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	174,144	172,054	174,944	183,271	192,285
YOY(%)	15.7	-1.2	1.7	4.8	4.9
归母净利润(百万元)	86,228	82,320	84,772	89,175	93,991
YOY(%)	15.4	-4.5	3.0	5.2	5.4
毛利率(%)	92.1	91.3	91.3	91.5	91.8
净利率(%)	51.3	49.6	50.3	50.5	50.7
ROE(%)	36.9	33.6	25.7	22.7	20.5
EPS(摊薄/元)	68.98	65.85	67.81	71.34	75.19
P/E(倍)	21.5	22.5	21.8	20.7	19.7
P/B(倍)	7.9	7.6	5.6	4.7	4.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	251727	252519	351688	435953	510677
现金	59296	51691	153356	232241	310763
应收票据及应收账款	2003	3	2037	100	2142
其他应收款	30	36	31	39	35
预付账款	27	7	28	8	29
存货	54343	61427	56881	64209	58352
其他流动资产	136027	139355	139355	139355	139355
非流动资产	47218	51316	51100	51935	53122
长期投资	0	147	294	442	589
固定资产	21871	22488	21838	21886	22008
无形资产	8949	8803	9369	9799	10138
其他非流动资产	16398	19878	19599	19808	20387
资产总计	298945	303835	402788	487887	563799
流动负债	56516	49610	60571	68971	70803
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3515	4007	3680	4188	3775
其他流动负债	53001	45603	56892	64783	67028
非流动负债	417	265	265	265	265
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	417	265	265	265	265
负债合计	56933	49876	60837	69237	71068
少数股东权益	8905	9321	12543	15835	19295
股本	1256	1252	1250	1250	1250
资本公积	1375	2	2	2	2
留存收益	229423	242448	298740	361561	432602
归属母公司股东权益	233106	244638	329408	402816	473435
负债和股东权益	298945	303835	402788	487887	563799

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	92464	61522	102490	107030	112113
净利润	89335	85310	87994	92466	97451
折旧摊销	1991	2204	1859	1971	2116
财务费用	-1470	-815	-829	-868	-911
投资损失	-9	-1	-0	-0	-0
营运资金变动	1919	-24874	13502	13502	13502
其他经营现金流	699	-301	-36	-40	-45
投资活动现金流	-1785	-31642	-1607	-2762	-3249
资本支出	4679	3128	1495	2659	3156
长期投资	2805	-28642	-147	-147	-147
其他投资现金流	89	128	35	44	54
筹资活动现金流	-71068	-73427	783	-25383	-30341
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	-4	-2	0	0
资本公积增加	0	-1373	0	0	0
其他筹资现金流	-71068	-72050	785	-25383	-30341
现金净增加额	19610	-43544	101665	78885	78523

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	174144	172054	174944	183271	192285
营业成本	13789	14892	15219	15577	15766
营业税金及附加	26926	27354	27816	29140	30573
营业费用	5639	7253	7173	7514	7884
管理费用	9316	8320	7348	7697	8076
研发费用	218	190	140	147	154
财务费用	-1470	-815	-829	-868	-911
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	21	29	25	27	26
公允价值变动收益	61	76	35	44	54
投资净收益	9	1	0	0	0
资产处置收益	0	3	0	0	0
营业利润	119689	114809	118137	124139	130832
营业外收入	71	75	76	77	75
营业外支出	121	129	100	100	100
利润总额	119639	114755	118113	124116	130807
所得税	30304	29445	30119	31650	33356
净利润	89335	85310	87994	92466	97451
少数股东损益	3107	2990	3222	3292	3460
归属母公司净利润	86228	82320	84772	89175	93991
EBITDA	121629	116959	119972	126087	132923
EPS(元)	68.98	65.85	67.81	71.34	75.19

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	15.7	-1.2	1.7	4.8	4.9
营业利润(%)	15.4	-4.1	2.9	5.1	5.4
归属于母公司净利润(%)	15.4	-4.5	3.0	5.2	5.4
获利能力					
毛利率(%)	92.1	91.3	91.3	91.5	91.8
净利率(%)	51.3	49.6	50.3	50.5	50.7
ROE(%)	36.9	33.6	25.7	22.7	20.5
ROIC(%)	52.2	44.6	50.6	58.6	68.6
偿债能力					
资产负债率(%)	19.0	16.4	15.1	14.2	12.6
净负债比率(%)	-24.5	-20.3	-44.8	-56.9	-65.5
流动比率	4.5	5.1	5.8	6.3	7.2
速动比率	1.1	1.1	2.6	3.4	4.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	4389.4	15943.3	15943.3	15943.3	15943.3
应付账款周转率	4.2	4.0	4.0	4.0	4.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	68.98	65.85	67.81	71.34	75.19
每股经营现金流(最新摊薄)	73.97	49.21	81.99	85.62	89.68
每股净资产(最新摊薄)	186.47	195.70	263.51	313.85	364.03
估值比率					
P/E	21.5	22.5	21.8	20.7	19.7
P/B	7.9	7.6	5.6	4.7	4.1
EV/EBITDA	14.8	15.5	14.2	13.0	11.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《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）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其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。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn