贵州茅台（600519.SH）

2026Q3 收入同比增长 3%，以销定产、全面向 C 持续推进

优于大市

核心观点

2026Q1-Q3 实现营业收入 1309.71 亿元，同比增长 1.96%；归母净利润 644.67 亿元，同比下降 0.25%；扣非归母净利润 643.25 亿元，同比下降 0.55%。其中，2026Q3 实现营业收入 402.67 亿元，同比增长 3.08%；归母净利润 199.51 亿元，同比增长 3.78%；扣非归母净利润 198.61 亿元，同比增长 2.96%。

系列酒恢复增长，直销占比明显提升。2026Q3 茅台酒/系列酒收入分别为 352.01/50.34 亿元，同比分别+0.79%/+22.14%。系列酒贡献约 77%的酒类收入增量，带动整体收入增长。分渠道看，直销/批发代理收入分别为 218.12/184.24 亿元，同比分别+40.31%/-21.60%，直销占酒类收入比例同比提升 14.40pcts 至 54.21%。其中，i 茅台收入 182.99 亿元，上年同期为 19.31 亿元。i 茅台快速增长，其他直销及批发代理收入下降，渠道结构持续调整。

毛利率仍有压力，税金率下降及管理费率优化形成对冲。2026Q3 毛利率 89.64%，同比下降 1.64pcts。销售/管理/研发费用率分别为 4.03%/4.19%/0.08%，同比分别+0.92/-0.44/-0.02pcts；税金及附加率 15.13%，同比下降 2.03pcts，源于白酒消费税主要于生产销售环节计征，我们判断税金及附加率下降主要与生产端节奏有关，预计 2026Q3 产品生产包装进度慢于销售进度。由此，2026Q3 归母净利率同比提升 0.33pcts 至 49.55%；2026Q3 销售收现 451.01 亿元，同比增长 3.19%。

以销定产、全面向 C 持续推进，供给总量与产品结构逐步适配消费需求。产品端，飞天 500ml 回归主力单品，精品、生肖及陈年酒分别对应不同价格带和消费需求。价格端，动态调整机制使非标产品定价更贴近市场，减轻渠道倒挂压力。渠道端，i 茅台与自营店扩大直接触达消费者的范围，部分非飞天 500ml 产品探索代售模式，减少经销商提前买断库存的资金占用。

盈利预测与投资建议：随着渠道改革，公司供给总量及结构与消费需求逐步适配。在价格相对稳定的假设下，我们预计 2026Q4 销售总量较 2026Q3 适度回落，据此小幅下调 2026 年盈利预测。预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 1706/1809/1899 亿元（前预测值为 1733/1838/1993 亿元），同比-0.8%/6.0%/5.0%；2026-2028 年公司实现归母净利润 809/877/926 亿元（前预测值为 824/886/972 亿元），同比-1.7%/8.3%/5.7%；实现 EPS64.62/70.01/73.98 元；当前股价对应 PE 分别为 22.9/21.1/20.0 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期致行业需求承压，食品安全问题等。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	174,144	172,054	170,612	180,903	189,935
(+/-%)	15.7%	-1.2%	-0.8%	6.0%	5.0%
净利润(百万元)	86228	82320	80918	87667	92645
(+/-%)	15.4%	-4.5%	-1.7%	8.3%	5.7%
每股收益（元）	68.64	65.74	64.62	70.01	73.98
EBIT Margin	67.9%	66.3%	64.9%	65.1%	65.4%
净资产收益率（ROE）	37.0%	33.6%	31.0%	31.5%	31.7%
市盈率（PE）	21.6	22.5	22.9	21.1	20.0
EV/EBITDA	15.9	16.4	16.8	15.8	15.0
市净率（PB）	7.98	7.58	7.11	6.66	6.34

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒Ⅱ

证券分析师：张向伟
zhangxiangwei@guosen.com.cn
S0980523090001

证券分析师：王新雨
021-60875135
wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980526070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	1480.00 元
总市值/流通市值	1850121/1850121 百万元
52 周最高价/最低价	1568.00/1151.01 元
近 3 个月日均成交额	4516.21 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《贵州茅台（600519.SH）-2026 上半年收入同比增长 1.3%，继续深化市场化改革》——2026-08-17

《贵州茅台（600519.SH）-2026Q1 收入稳健增长，市场化改革成效逐步显现》——2026-04-26

《贵州茅台（600519.SH）-2025 年释放经营压力，2026 年改革破局》——2026-04-18

《贵州茅台（600519.SH）-革故鼎新，与时偕行，再论茅台的护城河与增长潜力》——2026-03-19

《贵州茅台（600519.SH）-全面推进市场化转型，解决供需适配问题》——2026-01-05

图1：公司单季度营业总收入及同比增速



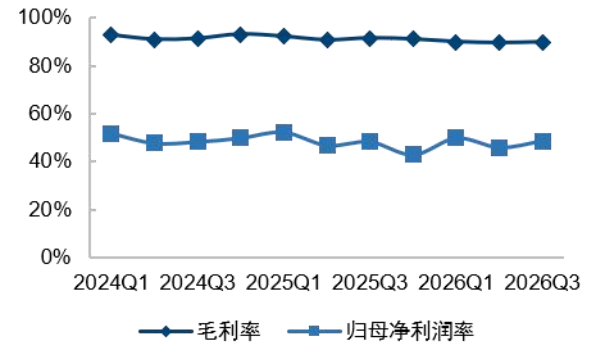
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



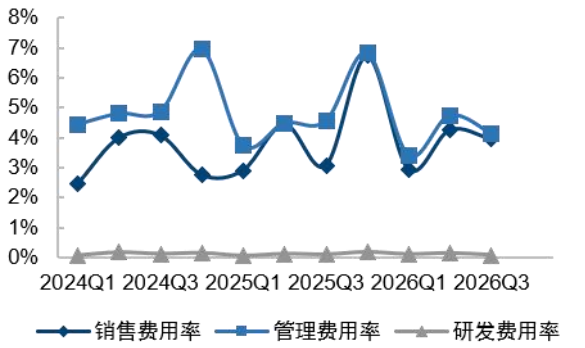
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1：盈利预测调整表（2026 年 11 月 3 日）

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	173,340	183,763	199,348	170,612	180,903	189,935	-1.6%	-1.6%	-4.7%
收入同比增速%	*0.75%*	*6.01%*	*8.48%*	*-0.84%*	*6.03%*	*4.99%*	*-1.59pcts*	*0.02pcts*	*-3.49pcts*
毛利率%	90.42%	90.50%	90.87%	89.70%	89.60%	89.76%	-0.72pcts	-0.91pcts	-1.11pcts
销售费用率%	4.23%	4.00%	3.90%	4.10%	4.00%	4.00%	-0.13pcts	0pcts	0.1pcts
归母净利润（百万元）	82,367	88,628	97,249	80,918	87,667	92,645	-1.8%	-1.1%	-4.7%
归母净利润同比增速%	*0.06%*	*7.60%*	*9.73%*	*-1.70%*	*8.34%*	*5.68%*	*-1.76pcts*	*0.74pcts*	*-4.05pcts*
归母净利率%	47.52%	48.23%	48.78%	47.43%	48.46%	48.78%	-0.09pcts	0.23pcts	-0.01pcts
EPS（元）	65.77	70.77	77.66	64.62	70.01	73.98	-1.8%	-1.1%	-4.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理、预测

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	归母净利润 2026E	归母净利润 2027E	PE 2026E	PE 2027E
600519.SH	**贵州茅台**	**优于大市**	**1,480.0**	**18,501.2**	**809.2**	**876.7**	**22.9**	**21.1**
000858.SZ	五粮液	优于大市	75.6	2,932.6	135.3	151.3	21.7	19.4
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	80.8	1,189.3	69.0	75.1	17.2	15.8
600809.SH	山西汾酒	优于大市	133.1	1,623.5	94.7	102.8	17.1	15.8
002304.SZ	洋河股份	中性	38.6	581.2	18.5	21.7	31.4	26.8
000799.SZ	酒鬼酒	中性	35.6	115.5	0.4	0.7	329.2	157.5
600702.SH	舍得酒业	优于大市	33.9	112.6	2.0	2.7	56.4	41.8
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	105.3	488.3	26.3	30.2	18.6	16.2
603369.SH	今世缘	优于大市	35.1	438.0	26.1	27.8	16.8	15.8
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	46.7	373.2	20.8	22.7	17.9	16.5
603589.SH	口子窖	中性	18.9	112.9	5.1	5.6	22.0	20.0
603919.SH	金徽酒	优于大市	16.8	85.4	2.4	3.4	35.5	25.1

资料来源：公司公告，Wind、国信证券经济研究所整理、预测 注：除贵州茅台外均为Wind一致预测

风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，供给增加下批价大幅下跌，食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	186483	150787	169466	186609	199994
应收款项	2033	39	39	41	43
存货净额	54343	61427	60532	64594	67986
其他流动资产	7407	13394	13282	14083	14786
流动资产合计	**251727**	**252519**	**270189**	**292198**	**309681**
固定资产	24021	24960	25554	24909	24751
无形资产及其他	8850	8686	8338	7991	7643
投资性房地产	14347	17523	17523	17523	17523
长期股权投资	0	147	147	147	147
资产总计	**298945**	**303835**	**321752**	**342769**	**359746**
短期借款及交易性金融负债	112	44	0	0	0
应付款项	3515	4007	3965	4208	4439
其他流动负债	52889	45559	46643	49094	51109
流动负债合计	**56516**	**49610**	**50608**	**53302**	**55549**
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	417	265	265	265	265
长期负债合计	**417**	**265**	**265**	**265**	**265**
负债合计	**56933**	**49876**	**50874**	**53567**	**55814**
少数股东权益	8905	9321	10057	10847	11680
股东权益	233106	244638	260821	278355	292251
负债和股东权益总计	**298945**	**303835**	**321752**	**342769**	**359746**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	68.64	65.74	64.62	70.01	73.98
每股红利	56.48	53.70	51.69	56.01	62.88
每股净资产	185.56	195.36	208.28	222.28	233.38
ROIC	77.5%	70.9%	60.3%	59.1%	60.3%
ROE	37.0%	33.6%	31.0%	31.5%	31.7%
毛利率	92.1%	91.3%	89.7%	89.6%	89.8%
EBIT Margin	67.9%	66.3%	64.9%	65.1%	65.4%
EBITDA Margin	69.0%	67.6%	66.5%	66.7%	67.0%
收入增长	15.7%	-1.2%	-0.8%	6.0%	5.0%
净利润增长率	15.4%	-4.5%	-1.7%	8.3%	5.7%
资产负债率	22.0%	19.5%	18.9%	18.8%	18.8%
股息率	3.8%	3.6%	3.5%	3.8%	4.2%
P/E	21.6	22.5	22.9	21.1	20.0
P/B	8.0	7.6	7.1	6.7	6.3
EV/EBITDA	15.9	16.4	16.8	15.8	15.0

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**174144**	**172054**	**170612**	**180903**	**189935**
营业成本	13789	14892	17570	18820	19443
营业税金及附加	26926	27354	26615	28221	29440
销售费用	5639	7253	6995	7236	7597
管理费用	9316	8320	8537	8669	9084
研发费用	218	190	189	200	210
财务费用	(1470)	(815)	(2211)	(3561)	(3866)
投资收益	9	1	0	0	0
资产减值及公允价值变动	61	76	3	0	0
其他收入	(325)	(317)	(189)	(200)	(210)
营业利润	119689	114809	112919	121318	128026
营业外净收支	(50)	(54)	(54)	(54)	(54)
利润总额	**119639**	**114755**	**112865**	**121264**	**127972**
所得税费用	30304	29445	29006	30437	31993
少数股东损益	3107	2990	2941	3160	3335
归属于母公司净利润	**86228**	**82320**	**80918**	**87667**	**92645**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	86228	82320	80918	87667	92645
资产减值准备	0	0	0	0	0
折旧摊销	1970	2183	2757	2992	3150
公允价值变动损失	(61)	(76)	(3)	0	0
财务费用	(1470)	(815)	(2211)	(3561)	(3866)
营运资本变动	(3240)	(21243)	2050	(2172)	(1851)
其它	550	548	735	790	834
经营活动现金流	**85448**	**63731**	**86458**	**89277**	**94777**
资本开支	0	(2908)	(3000)	(2000)	(2644)
其它投资现金流	(22692)	2679	99096	0	0
投资活动现金流	**(22692)**	**(376)**	**96096**	**(2000)**	**(2644)**
权益性融资	(1)	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(70951)	(67242)	(64734)	(70134)	(78748)
其它融资现金流	69373	63523	(44)	0	0
融资活动现金流	**(72530)**	**(70960)**	**(64779)**	**(70134)**	**(78748)**
现金净变动	**(9774)**	**(7605)**	**117775**	**17144**	**13384**
货币资金的期初余额	69070	59296	51691	169466	186609
货币资金的期末余额	59296	51691	169466	186609	199994
企业自由现金流	0	62813	84062	87020	91774
权益自由现金流	0	126336	85660	89687	94674

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032