市场化改革持续兑现

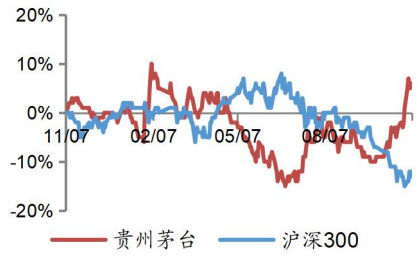
——贵州茅台 26Q3 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-11-07

收盘价（元）	1,453.00
近 12 个月最高/最低（元）	1,568.00/1,151.01
总股本（百万股）	1,250
流通股本（百万股）	1,250
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	18,164
流通市值（亿元）	18,164

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

邮箱：zhengshaoxuan@hazq.com

相关报告

1.贵州茅台 26Q1：市场化改革效果明显 2026-04-27

2.贵州茅台 25 年报：大幅调整，未来蓄力 2026-04-19

主要观点：

➢ **公司发布 26Q3 季报：**

➢ **26Q3：**营收 410.06 亿元，同比增长 3.00%；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%。

➢ **26Q3 收入符合市场预期，业绩超市场预期。**

● **收入：茅台稳健，系列酒改善**

➢ **分产品：茅台酒表现稳健，系列酒改善明显。**26Q3 公司茅台酒/系列酒营收各同比+0.8%/+22.1%。其中，茅台酒增长稳健主因飞天茅台放量+出厂价提升，高价非标产品仍以稳价优先；系列酒在低基数下恢复明显增长，核心产品茅台 1935 经历渠道库存去化与价格调整，动销表现优秀。

➢ **分渠道：直销占比持续提升。**26Q3 公司直销/经销营收各同比+40.3%/-21.6%，直销渠道占比白酒营收达 54.2%（同比+14.4pct），延续高增趋势，主因 i 茅台渠道持续放量。26Q3 公司 i 茅台渠道实现营收约 183 亿元（同比+847.5%），i 茅台渠道占比直销白酒营收达 83.9%（同比+71.5pct）。经销渠道同比下滑我们预计主因非标配额投放相对较少。

➢ 26Q3 公司销售收现同比+3.2%，营收+Δ合同负债同比-5.1%，公司销售收现与营收表现吻合，合同负债因经销转直营市场化改革而持续去化。

● **盈利：税金率下降拉动**

➢ 26Q3 毛利率 89.6%（同比-1.6pct），主因公司非标产品投放谨慎，导致产品结构下移。同期，税金及附加/销售/管理费率各同比-2.0/+0.9/-0.4pct，销售费率上升预计主因市场投入力度提升。

➢ 26Q3 公司归母净利率 48.7%（同比+0.4pct），税金率下降是主要影响因素。

● **投资建议：维持“买入”**

➢ **我们的观点：**

公司经销转直营顺利，i 茅台有效扩容 C 端长尾需求，持续高增放量，带动公司实现稳健增长。当前飞天批价约 1700 元/瓶，由于进度执行提前，预计 26Q4 飞天茅台供给将收紧，叠加当前渠道库存维持低位，未来飞天批价仍有支持。后续关注春节动销反馈与非标投放节奏。

盈利预测：考虑到公司系列酒投放节奏，我们更新盈利预测，预计 2026-2028 年实现营收总收入 1761.0/1852.6/1955.4 亿元（26-28 年原值为 1769.7/1866.6/1974.3 亿元），同比增长 2.4%/5.2%/5.6%；实

现归母净利润 835.5/883.1/935.2 亿元（26-28 年原值为 841.9/890.3/946.2 亿元），同比增长 1.5%/5.7%/5.9%；当前股价对应 PE 分别为 22/21/19 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**

行业景气度不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

- **重要财务指标** 单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	172054	176100	185260	195543
收入同比（%）	-1.2%	2.4%	5.2%	5.6%
归属母公司净利润	82320	83545	88311	93517
净利润同比（%）	-4.5%	1.5%	5.7%	5.9%
毛利率（%）	91.2%	90.2%	90.3%	90.4%
ROE（%）	33.6%	33.8%	30.3%	27.6%
每股收益（元）	65.66	66.83	70.64	74.81
P/E	20.97	21.74	20.57	19.42
P/B	7.05	7.34	6.23	5.37
EV/EBITDA	14.40	14.64	13.41	12.34

资料来源： wind，华安证券研究所
注：数据截至 2026 年 11 月 6 日

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	252519	287240	340232	392761
现金	51691	89432	144398	189412
应收账款	3	0	0	0
其他应收款	36	32	40	36
预付账款	7	8	8	8
存货	61427	61039	61181	66857
其他流动资产	139355	136729	134605	136449
非流动资产	51316	50349	49248	48014
长期投资	147	147	147	147
固定资产	22488	22974	23311	23501
无形资产	8686	9536	10386	11236
其他非流动资产	19995	17692	15404	13131
资产总计	303835	337588	389480	440776
流动负债	49610	77496	82024	83165
短期借款	0	0	0	0
应付账款	4007	2116	4239	2419
其他流动负债	45603	75380	77785	80746
非流动负债	265	265	265	265
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	265	265	265	265
负债合计	49876	77761	82289	83430
少数股东权益	9321	12356	15564	18961
股本	1252	1252	1252	1252
资本公积	2	2	2	2
留存收益	243384	246217	290373	337131
归属母公司股东权益	244638	247471	291626	338385
负债和股东权益	303835	337588	389480	440776

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	61522	119709	100377	93028
净利润	85310	86580	91518	96914
折旧摊销	2259	2368	2501	2634
财务费用	29	6	6	6
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-24874	30706	6302	-6576
其他经营现金流	108984	55924	85267	103540
投资活动现金流	-31642	-1250	-1250	-1250
资本支出	-3127	-3550	-3550	-3550
长期投资	-28642	2300	2300	2300
其他投资现金流	127	0	0	0
筹资活动现金流	-73427	-44778	-44161	-46764
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	-4	0	0	0
资本公积增加	-1373	0	0	0
其他筹资现金流	-72050	-44778	-44161	-46764
现金净增加额	-43544	73681	54966	45013

利润表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	172054	176100	185260	195543
营业成本	15068	17133	17776	18613
营业税金及附加	27354	27656	29117	30757
销售费用	7253	7605	7825	8170
管理费用	8320	7951	8189	8554
财务费用	-815	-924	-978	-1149
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	76	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	114809	116513	123156	130414
营业外收入	75	71	71	71
营业外支出	129	121	121	121
利润总额	114755	116463	123106	130364
所得税	29445	29883	31588	33450
净利润	85310	86580	91518	96914
少数股东损益	2990	3035	3208	3397
归属母公司净利润	82320	83545	88311	93517
EBITDA	116173	117956	124679	131898
EPS（元）	65.66	66.83	70.64	74.81

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-1.2%	2.4%	5.2%	5.6%
营业利润	-4.1%	1.5%	5.7%	5.9%
归属于母公司净利润	-4.5%	1.5%	5.7%	5.9%
获利能力				
毛利率（%）	91.2%	90.2%	90.3%	90.4%
净利率（%）	48.8%	48.3%	48.5%	48.6%
ROE（%）	33.6%	33.8%	30.3%	27.6%
ROIC（%）	33.3%	33.0%	29.5%	26.9%
偿债能力				
资产负债率（%）	16.4%	23.0%	21.1%	18.9%
净负债比率（%）	19.6%	29.9%	26.8%	23.3%
流动比率	5.09	3.71	4.15	4.72
速动比率	1.13	1.18	1.76	2.30
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.54	0.50	0.46
应收账款周转率	15645.30	—	—	—
应付账款周转率	3.96	5.54	5.54	5.54
每股指标（元）				
每股收益	65.66	66.83	70.64	74.81
每股经营现金流(摊薄)	49.21	95.76	80.30	74.42
每股净资产	195.36	197.96	233.29	270.69
估值比率				
P/E	20.97	21.74	20.57	19.42
P/B	7.05	7.34	6.23	5.37
EV/EBITDA	14.40	14.64	13.41	12.34

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10 余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。
联系人：郑少轩，上海财经大学博士，曾任职广银理财。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。