太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2026 年 11 月 12 日

公司点评

增持/维持

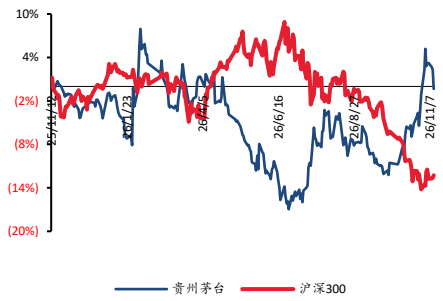
贵州茅台(600519)

目标价:

昨收盘:1,402.30

三季度业绩增速转正，市场化改革重塑渠道和价格体系

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股)	12.5/12.5
总市值/流通(亿元)	17,529.89/17,529.89
12 个月内最高/最低价(元)	1,568/1,151.01

相关研究报告

<<市场化改革重塑渠道和价格体系，业绩保持韧性>>--2026-08-18

<<贵州茅台：Q3 主动降速，奠定健康发展基石>>--2025-11-01

<<贵州茅台：业绩符合预期，茅台酒表现稳健>>--2025-08-14

证券分析师：郭梦婕

电话:

E-MAIL：guomj@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523080002

事件：公司披露 2026 年三季报：26Q1-Q3 实现营业总收入 1,332.84 亿元，同比增长 1.82%；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 26Q3 实现营业总收入 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%。

Q3 恢复正增长，改革阵痛后拐点确认。公司 26Q3 单季收入、利润均由 Q2 的负增长转为正增长，Q2 收入同比-5.14%、Q2 利润同比-6.90%，而 Q3 分别实现+3%和+3.78%，业绩拐点明确。利润增速快于收入增速，显示费用管控和税金节奏优化对利润形成正向贡献。经营活动现金流大幅改善，26Q1-Q3 为 840.59 亿元，同比增长 120.07%。Q3 销售收现 451.01 亿元，同比增长 3.19%，与收入增速基本匹配。分产品看，茅台酒稳健、系列酒强劲反弹。26Q1-Q3 茅台酒/系列酒收入分别为 1129.25/179.69 亿元，同比+2.18%/+0.47%。26Q3 分别实现收入约 352.01/50.35 亿元，茅台酒同比+0.79%、系列酒同比+22.14%。茅台酒保持正增长，核心来自飞天茅台持续放量——年初至今陆续在 i 茅台增加飞天投放，3 月、7 月两次上调飞天合同价(分别+100 元至 1,269 元/瓶和+100 元至 1,369 元/瓶)和零售价，提价效应叠加量增共同驱动。非标产品(精品、生肖、陈年等)年初降价后处于调整期，对吨价形成一定拖累，但飞天占比提升对整体增速起到支撑。系列酒 Q3 增速较上半年(-6.02%)大幅反转，判断与茅台 1935 去库后动销改善以及中秋国庆旺季拉动有关。分渠道看，直销占比持续提升，i 茅台成核心阵地。26Q1-Q3 直销/批发代理收入分别为 737.74/571.20 亿元，同比+32.79%/-21.58%，直销占比从去年同期的约 43.5%提升至 56.4%。其中 i 茅台前三季度收入 585.62 亿元，同比增长 361.42%。批发代理渠道持续收缩，与公司'全面向 C'改革方向一致——主动收回部分经销商配额、减少搭售、将更多货源投放至直营渠道。经销商数量方面，前三季度国内净减少 68 家、国外净减少 2 家，渠道结构持续优化。

飞天占比增加&非标调价拉低毛利率，税金率回落释放利润弹性。26Q1-Q3 公司毛利率为 89.58%，同比下降 1.69 pct；Q3 单季毛利率为 89.64%，同比下降 1.64 pct。毛利率回落主要源于非标产品年初调价和占比下降拉低整体吨价，以及系列酒增速回升带来的产品结构稀释。费用端保持克制，26Q1-Q3 销售费用率/管理费用率为 3.69%/4.06%，同比分别+0.20/-0.21 pct。Q3 税金及附加率同比回落约 2.0 pct，主因去年同期发货节奏高基数，单季度税金弹性释放利润。26Q3 归母净利率约 49.55%，较上年同期基本持平。Q3 末合同负债 20.84 亿元，较年初减少 59.22 亿元，主要系销售模式及预收款政策调整。

市场化改革持续深化，长期价值凸显。2026 年是茅台全面推进市场化改革的元年。产品端聚焦核心大单品飞天茅台，前三季度茅台酒收入占比 86.3%，集中度持续提高。渠道端直销占比快速提升，i 茅台已成为最大单品销售平台。价格端建立了'供需匹配、随行就市'动态调价体系，年

内完成多轮核心品和非标品的指导价/合同价调整，价格体系逐步理顺。Q3 恢复正增长验证了改革方向的正确性。

投资建议：我们预计公司 26-28 年营业收入分别为 1747/1808/1877 亿元，分别同比增长 1.5%/+3.5%/+3.8%；预计 26-28 年归母净利润分别为 838/868/901 亿元，分别同比增长+1.8%/+3.6%/+3.8%，对应 PE 分别为 21/20/19X，维持'增持'评级。

风险提示：终端需求不及预期；提价传导不及预期；系列酒调整拖累毛利率。

■ **盈利预测和财务指标**

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	172,054	174,657	180,754	187,694
营业收入增长率(%)	-1.20%	1.51%	3.49%	3.84%
归母净利（百万元）	82,320	83,797	86,816	90,120
净利润增长率(%)	-4.53%	1.79%	3.60%	3.81%
摊薄每股收益（元）	65.85	67.03	69.45	72.09
市盈率（PE）	21.29	20.92	20.19	19.45

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	59,296	51,691	102,609	123,270	146,006
应收和预付款项	2,030	9	706	722	630
存货	54,343	61,427	62,437	65,340	68,295
其他流动资产	136,057	139,391	111,321	111,798	112,109
流动资产合计	251,727	252,519	277,073	301,130	327,041
长期股权投资	0	147	147	147	147
投资性房地产	8	3	3	3	3
固定资产	21,871	22,488	20,577	18,661	16,739
在建工程	2,150	2,472	2,422	2,374	2,327
无形资产开发支出	8,949	8,803	8,550	8,280	8,010
长期待摊费用	152	135	135	135	135
其他非流动资产	265,815	269,787	293,286	317,299	343,165
资产总计	298,945	303,835	325,122	346,900	370,526
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	3,515	4,007	4,076	4,258	4,454
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	53,418	45,868	49,434	49,646	50,877
负债合计	56,933	49,876	53,509	53,904	55,331
股本	1,256	1,252	1,250	1,250	1,250
资本公积	1,375	2	2	2	2
留存收益	230,485	243,510	261,104	279,335	298,260
归母公司股东权益	233,106	244,638	259,242	277,473	296,398
少数股东权益	8,905	9,321	12,371	15,523	18,797
股东权益合计	242,011	253,959	271,613	292,996	315,195
负债和股东权益	298,945	303,835	325,122	346,900	370,526

现金流量表（百万）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	92,464	61,522	93,028	89,292	93,976
投资性现金流	-1,785	-31,642	26,972	-43	-42
融资性现金流	-71,068	-73,427	-69,079	-68,588	-71,198
现金增加额	19,610	-43,544	50,918	20,661	22,735

利润表（百万）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	174,144	172,054	174,657	180,754	187,694
营业成本	13,895	15,068	15,590	16,245	16,950
营业税金及附加	26,926	27,354	27,164	28,346	29,470
销售费用	5,639	7,253	6,461	6,872	7,213
管理费用	9,316	8,320	9,212	9,309	9,662
财务费用	-1,470	-815	-514	-1,023	-1,230
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	9	1	10	7	7
公允价值变动	61	76	0	0	0
营业利润	119,689	114,809	116,585	120,834	125,454
其他非经营损益	-50	-54	-51	-52	-52
利润总额	119,639	114,755	116,533	120,783	125,402
所得税	30,304	29,445	29,688	30,814	32,008
净利润	89,335	85,310	86,846	89,968	93,394
少数股东损益	3,107	2,990	3,049	3,152	3,275
归母股东净利润	86,228	82,320	83,797	86,816	90,120

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	91.93%	91.18%	90.95%	90.91%	90.87%
销售净利率	50.46%	48.76%	48.93%	48.87%	48.82%
销售收入增长率	15.66%	-1.20%	1.51%	3.49%	3.84%
EBIT 增长率	15.96%	-3.58%	1.85%	3.22%	3.69%
净利润增长率	15.38%	-4.53%	1.79%	3.60%	3.81%
ROE	36.99%	33.65%	32.32%	31.29%	30.40%
ROA	31.26%	28.31%	27.62%	26.78%	26.04%
ROIC	36.39%	33.32%	31.80%	30.42%	29.32%
EPS(X)	68.98	65.85	67.03	69.45	72.09
PE(X)	20.33	21.29	20.92	20.19	19.45
PB(X)	7.52	7.17	6.76	6.32	5.91
PS(X)	10.26	10.38	10.24	9.87	9.50
EV/EBITDA(X)	15.43	14.40	13.95	13.36	12.71

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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

面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。