貴州茅臺（600519）

更新報告

買入

2026 年 11 月 02 日

節奏重回正軌，底部信號確認

- **Q3 修復節奏優於預期，回款匹配印證報表品質：**2026 年前三季度公司實現營業收入 1,310 億元（YoY +2.0%），歸母淨利潤 645 億元（YoY -0.2%）；單 Q3 收入 403 億元（YoY +3.1%），歸母 200 億元（YoY +3.8%），環比 Q2 邊際提速且略超此前悲觀預期。Q3 銷售回款 451 億元（YoY +3.2%），回款與收入節奏基本匹配；合同負債餘額 20.8 億元（同比-73%），預收款淡化主因直營化改革後管道墊資屬性弱化，並非需求端惡化信號。整體而言，在白酒行業加速出清、消費環境偏弱的背景下，公司交出收入利潤雙正增答卷，底部確認、節奏重回正軌。
- **直銷占比繼續躍升，系列酒量價修復確認：**分產品看，Q3 茅臺酒營收 352 億元（YoY +0.8%），普飛提價及直營貨權回攏貢獻核心增量，非標產品主動壓量保價；系列酒 50.3 億（+22.1%），1935 去補貼後批價站住、管道低庫、雙節配額兌現近九成，量價反轉視窗打開，主品托底、副線接彈性。分管道看，直銷 218 億（+40.3%），占比升至 54.2%（+14.4pct），i 茅臺單季 183 億（約+847%），普飛年初常態上架後持續走量、7 月調價放大收入彈性；批發 184 億（-21.6%）回落，主因高附加值品轉代售、經銷收權及海外重整，管道流量與主導權同步向總部收斂。分區域看，國內 Q3 收入 396 億（+4.2%），經銷商環比淨減 22 家、結構出清為主；海外約 6.05 億（-39.5%），處管道與價盤重訂期，短期服從全域秩序修復。
- **毛利承壓但淨利率微升，現金流高增夯實紅利底氣：**Q3 毛利率 89.6%（YoY -1.6pct），承壓主因高毛利產品占比下移帶來結構擾動，但飛天提價與直營回流形成一定對沖。費率端，營業稅金率 15.1%（-2.0pct）系繳稅節奏擺動所致；銷售費率 4.0%（+0.9pct）因終端觸達投放加碼；管理費率 4.2%（-0.4pct）保持克制。綜合帶動 Q3 歸母淨利率至 49.5%（+0.3pct），盈利品質未隨毛利波動而走弱。現金流表現良性，前三季度經營淨流 840 億元（YoY +120%），主因財務子公司同業存出到期收回及成員存款淨流入；單季收現與營收同頻。帳面流動性充裕，高分紅及回購的兌現能力無虞。
- **目標價 1,601 元，買入評級：**綜上，我們預計 26-28 年歸母淨利潤 832/871/904 億元（YoY +1.1%/+4.6%/+3.8%），EPS 約 66.4/69.5/72.2 元，當前股價對應 PE、PB 估值均處歷史中樞下沿，安全邊際充足，故給予目標價 1,601 元，相當於 2027 年盈利預測約 23 倍 PE，維持“買入”評級。公司 75%分紅承諾疊加 30 億回購，綜合股東回報近 4%，為消費板塊估值錨，可視作弱市下防禦底倉與紅利首選。
- **重要風險：**1)食品安全；2)改革成效不及預期；3）經濟復蘇不及預期；4）批價下行超預期。

黎航榮

wayne.li@firstshanghai.com.hk

(852) 2522 2101

主要資料

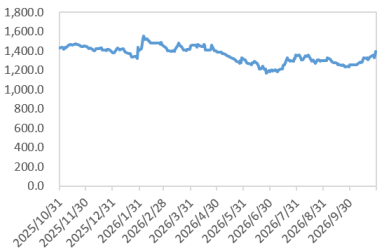
行業	白酒/消費
股價	1392.1 元
目標價	1601.0 元 (+15.0%)
股票代碼	600519
股本	12.50 億股
市值	1.74 萬億元
52 周高/低	1539.98/1151.01 元
每股淨資產	216.95 元
主要股東	中國貴州茅臺酒廠（集團）有限責任公司（54.50%）

盈利摘要

財務年度截至12月31日		2024历史	2025历史	2026预测	2027预测	2028预测
营业总收入(百万元)		174,144	172,054	176,383	183,908	191,207
	变动(%)	15.7%	-1.2%	2.5%	4.3%	4.0%
归母净利润(百万元)		86,228	82,320	83,202	87,066	90,383
	变动(%)	15.4%	-4.5%	1.1%	4.6%	3.8%
基本每股收益(元)		68.64	65.66	66.44	69.53	72.18
市盈率@1,392.1元(倍)		20.3	21.2	21.0	20.0	19.3
每股股息(元)		51.5	28.0	28.3	29.6	30.7
股息现价比 (%)		3.7%	2.0%	2.0%	2.1%	2.2%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

附錄 1：主要財務報表

损益表
财务年度截至12月31日 人民币:百万元

	2024 实际	2025 实际	2026 预测	2027 预测	2028 预测
营业收入	170,899	168,838	173,086	180,470	187,633
营业成本	13,789	14,892	16,236	17,560	19,008
毛利	157,110	153,946	156,849	162,910	168,625
销售费用	5,639	7,253	7,261	7,215	7,223
管理费用	9,316	8,320	9,633	9,421	9,514
研发费用	218	190	192	196	201
财务费用	(1,470)	(815)	(836)	(871)	(906)
营业利润	119,689	114,809	115,884	121,265	125,886
营业外收入	71	75	77	80	83
营业外支出	121	129	132	137	143
利润总额	119,639	114,755	115,829	121,208	125,826
所得税	30,304	29,445	29,605	30,979	32,160
净利润	89,335	85,310	86,224	90,228	93,666
归母净利润	86,228	82,320	83,202	87,066	90,383
基本每股收益	68.6	65.7	66.4	69.5	72.2
增速（%）					
营业收入	15.7%	(1.2%)	2.5%	4.3%	4.0%
营业利润	15.4%	(4.1%)	0.9%	4.6%	3.8%
归母净利润	15.4%	(4.5%)	1.1%	4.6%	3.8%

资产负债表
财务年度截至12月31日 人民币:百万元

	2024 实际	2025 实际	2026 预测	2027 预测	2028 预测
货币资金	59,296	51,691	2,321	(39,000)	(76,392)
应收票据及应收账款	2,003	3	1,028	1,072	1,115
预付款项	27	7	18	20	21
其他应收款合计	30	36	34	35	37
存货	54,343	61,427	63,962	65,265	67,833
固定资产	21,871	22,488	20,409	20,576	20,743
无形资产	8,850	8,686	13,040	14,529	16,018
商誉	0	0	0	0	0
资产总额	298,945	303,835	224,887	198,498	178,430
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3,515	4,007	4,101	4,435	4,801
其他应付款合计	5,429	5,298	5,848	6,325	6,846
长期借款	0	0	0	0	0
负债合计	56,933	49,876	51,533	56,081	61,050
归属于母公司股东权益合计	233,106	244,638	164,033	133,095	108,058
少数股东权益	8,905	9,321	9,321	9,321	9,321
股东权益合计	242,011	253,959	173,355	142,416	117,380
负债和股东权益合计	298,945	303,835	224,887	198,498	178,430

财务能力分析
财务年度截至12月31日 人民币:百万元

	2024 实际	2025 实际	2026 预测	2027 预测	2028 预测
盈利能力					
毛利率	92%	91%	91%	90%	90%
营业利润率	70%	68%	67%	67%	67%
归母净利润率	50%	49%	48%	48%	48%
ROE	38%	34%	40%	57%	72%
ROA	31%	28%	33%	43%	50%
运营能力					
SG&A/收入	9%	9%	10%	9%	9%
实际税率	25%	26%	26%	26%	26%
派息率	75%	43%	43%	43%	43%
应收票据及应收账款周转天数	2	2	2	2	2
存货周转天数	108	125	132	131	129
应付票据及应付账款周转天数	87	92	92	92	92
财务状况					
资产负债率	19%	16%	23%	28%	34%
总资产/股本	124%	120%	130%	139%	152%

现金流量表
财务年度截至12月31日 人民币:百万元

	2024 实际	2025 实际	2026 预测	2027 预测	2028 预测
净利润-现金流量表	89,335	85,310	86,224	90,228	93,666
折旧	1,721	1,893	1,732	1,813	1,893
摊销	249	290	224	251	278
存货的减少	(7,908)	(7,084)	(2,535)	(1,303)	(2,568)
经营性应收项目的减少	1,761	(10,984)	(1,026)	(44)	(43)
经营性应付项目的增加	8,066	(6,806)	93	334	366
其他	(761)	(1,097)	(9)	(280)	(235)
经营活动产生的现金流量净额	92,464	61,522	84,704	90,999	93,357
投资活动现金流入小计	8,649	33,592	0	0	0
投资活动现金流出小计	10,434	65,234	59,307	53,718	48,688
投资活动产生的现金流量净额	(1,785)	(31,642)	(59,307)	(53,718)	(48,688)
筹资活动现金流入小计	0	0	0	0	0
筹资活动现金流出小计	71,068	73,427	74,766	78,602	82,061
筹资活动产生的现金流量净额	(71,068)	(73,427)	(74,766)	(78,602)	(82,061)
现金及现金等价物净增加额	19,610	(43,544)	(49,369)	(41,321)	(37,392)
期初现金及现金等价物余额	150,360	169,970	126,426	77,056	35,735
期末现金及现金等价物余额	169,970	126,426	77,056	35,735	(1,657)

资料來源：公司資料、第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別的投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括(但不限於)在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。

©2026 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。