贵州茅台（600519）

更新报告

买入

2020 年 10 月 27 日

直营渠道持续改善 稳步实现全年目标

➢**利润实现双位数增长，单季增速低于预期：**2020 年前三季度公司实现营收 695.7 亿元，同比增长 9.6%，归母净利润为 338.3 亿元，同比增长 11.1%。三季度营收 239.4 亿元，同比增长 7.2%，归母净利润 112.3 亿元，同比增长 6.9%。

➢**发货节奏调整，直营持续放量：**2020Q3 茅台酒实现收入 208.8 亿元，同比增长 9.7%，其中系列酒实现收入 23.5 亿元，同比下降 1.4%。主要由于发货节奏调整所致。此外，直营渠道持续放量，前三季度渠道收入占比 12.6%，Q3 占比 14.1%，环比进一步提升。经销商方面，期内公司的经销商数量为 2049 家，增加酱香系列酒经销商 14 家，减少酱香系列酒经销商 301 家，调整力度有所减弱。公司在保持经销商份额的同时，将继续加大直营投放力度，我们预计直营占比将在未来持续提升。

➢**税金拖累季度利润，现金流改善明显：**公司 2020 年前三季度毛利率为 91.3%，同比下降 0.2 个百分点，净利率为 53.3%，同比增长 0.2 个百分点，主要由于销售费用率妥善控制同比下降 1.6 个百分点，而管理费用率维持稳健所致。此外，税金及附加比率为 13.5%，同比增长 1.0 个百分点，其中 Q3 税金及附加比率为 16.4%，同比上升 1.4 个百分点，拖累季度利润，预计与缴纳节奏和报表确认有关。实际上，公司期内现金流改善明显，经营现金流环比增加 21.82 亿元，同比增加 92.82 亿元。

➢**短期行为不影响公司内在价值：**贵州省国有资本运营有限责任公司在第三季度减持 1675.26 万股，持股比例由二季末的 4%大幅下滑至 2.67%。根据公告，我们预期减持所得资金或将用于向习水县人民政府捐资（约 5.46 亿元）修建习新大道建设工程。我们认为公司作为大型国企，承担社会责任有望成为常态，市场短期行为不会影响公司的内在价值。

➢**目标价 2000 元，买入评级：**我们预计公司将稳步实现全年增长目标。随着产能稳步释放，我们预计 5 年内将达成 5.6 万吨的茅台酒年产能。另一方面，公司持续推进渠道和产品结构的改善，自营比例将稳步提升带动盈利水平进一步提高。我们认为茅台的供需依然存在较大的缺口，估业绩确定性较高，长期量价提升逻辑不变。我们预计 2020-2022 收入增速为 11.45%/14.32%/13.87%，净利润增速为 14.14%/17.20%/13.67%。目标价 2000 元，对应未来三年市盈率为 53.4/45.6/40.1 倍。

➢**风险因素：**宏观经济疲软；出厂价提升不及预期；终端销售价格低于预期。

杨伊诺

85225321539

allen.yang@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	白酒
股价	1,618 元
目标价	2,000 元
	(+23.61%)
股票代码	600519
已发行股本	12.56 亿股
总市值	20,331 亿元
52 周高/低	1,828.00 元/943.08 元
每股净资产	118.18 元
主要股东	中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司 58.00%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度		18年历史	19年历史	20年预测	21年预测	22年预测
总营业收入（人民币百万元）		77,199	88,854	99,120	113,732	129,309
	变动	26.49%	15.90%	11.45%	14.32%	13.87%
毛利润		67,116	78,000	87,511	101,130	115,152
归属母公司股东的净利润		35,204	41,206	47,032	55,123	62,661
摊薄每股收益		28.0	32.8	37.4	43.9	49.9
	变动	29.96%	17.06%	14.14%	17.20%	13.67%
每股派息（元）		14.0	17.0	19.5	22.8	25.9
股息现价比		0.87%	1.05%	1.20%	1.41%	1.60%
市盈率@1618元（倍）		57.74	49.33	43.22	36.88	32.44

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

主要财务报表

损益表

单位：百万美元,财务年度：3月31日	2018年实际	2019年实际	2020年预测	2021年预测	2022年预测
营业总收入	77,199	88,854	99,120	113,732	129,309
营业收入	73,639	85,345	95,120	108,742	123,820
其他类金融业务收入	3,561	3,510	4,000	4,990	5,490
毛利（不包含其他收入）	67,116	78,000	87,511	101,130	115,152
营业总成本	25,866	29,812	31,422	34,366	39,086
营业成本	6,523	7,430	7,610	7,612	8,667
税金及附加	11,289	12,733	13,877	15,923	18,103
销售费用	2,572	3,279	3,469	3,981	4,526
管理费用	5,326	6,168	6,443	6,824	7,759
研发费用	22	49	28	32	37
财务费用	-4	7	-5	-5	-6
营业利润	51,343	59,041	67,698	79,366	90,223
加：营业外收入	12	9	15	17	19
减：营业外支出	527	268	677	776	883
利润总额	50,828	58,783	67,036	78,607	89,360
减：所得税	12,998	14,813	16,850	19,334	21,983
净利润	37,830	43,970	50,186	59,272	67,378
归属于母公司所有者的净利润	35,204	41,206	47,032	55,123	62,661
基本每股收益	28.02	32.80	37.44	43.88	49.88

财务能力分析

	2018年实际	2019年实际	2020年预测	2021年预测	2022年预测
盈利能力					
毛利率 (%)	91.14%	91.39%	92.00%	93.00%	93.00%
净利率(%)	49.00%	49.49%	50.63%	52.12%	52.11%
净资产收益率	32.22%	30.99%	30.09%	30.17%	29.27%
总资产收益率	23.67%	24.02%	23.68%	24.05%	23.45%
资产负债率	26.55%	22.49%	21.29%	20.29%	19.87%
茅台酒 产销情况					
生产量	49,672	49,923	56,000	56,000	56,000
YoY	16%	1%	12%	0%	0%
销售量	32,464	34,562	36,168	38,117	39,986
YoY	7%	6%	5%	5%	5%
出厂价					
茅台酒（含税）	969	969	1,037	1,130	1,232
茅台酒（不含税）	828	858	918	1,000	1,090
YoY	18%	0%	7%	9%	9%
增值税率	17%	13%	13%	13%	13%
茅台酒 平均售价（倒推）					
ASP	950	1,033	1,097	1,196	1,303
YoY	16%	9%	7%	9%	9%

资产负债表

	2018年实际	2019年实际	2020年预测	2021年预测	2022年预测
货币资金	112,075	13,252	39,987	72,906	111,794
应收票据及应收账款	564	1,463	1,463	1,463	1,463
预付款项	1,182	1,549	1,549	1,549	1,549
其他应收款(合计)	394	77	77	77	77
存货	23,507	25,285	26,919	28,169	29,688
固定资产(合计)	15,249	15,144	15,644	16,044	16,444
在建工程(合计)	1,954	2,519	2,519	2,519	2,519
无形资产	3,499	4,728	4,728	4,728	4,728
递延所得税资产	1,049	1,100	1,100	1,100	1,100
资产总计	159,847	183,042	211,912	246,481	287,287
应付票据及应付账款	1,178	1,514	1,514	1,514	1,514
预收款项	13,577	13,740	17,681	22,581	29,660
应付职工薪酬	2,035	2,445	2,445	2,445	2,445
应交税费	10,771	8,756	8,756	8,756	8,756
其他应付款(合计)	3,405	3,590	3,590	3,590	3,590
其他金融类流动负债	11,473	11,049	11,049	11,049	11,049
负债合计	42,438	41,166	45,107	50,006	57,086
实收资本(或股本)	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积金	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
盈余公积金	13,444	16,596	16,596	16,596	16,596
未分配利润	95,982	115,892	140,821	170,491	204,217
归属于母公司所有者权益合计	112,839	136,010	160,939	190,609	224,335
少数股东权益	4,570	5,866	5,866	5,866	5,866
所有者权益合计	117,408	141,876	166,805	196,475	230,201
负债和所有者权益总计	159,847	183,042	211,912	246,481	287,287

现金流量表

	2018年实际	2019年实际	2020年预测	2021年预测	2022年预测
净利润	37,830	43,970	50,186	59,272	67,378
加：资产减值准备	1	5	-	-	-
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,085	1,150	1,100	1,100	1,100
无形资产摊销	80	83	-	-	-
长期待摊费用摊销	10	10	-	-	-
固定资产报废损失	2	0	-	-	-
递延所得税资产减少	353	-51	-	-	-
存货的减少	-1,449	-1,778	-1,634	-1,250	-1,519
经营性应收项目的减少	526	3,425	-	-	-
经营性应付项目的增加	2,948	-1,615	3,941	4,899	7,080
间接法-经营活动产生的现金流量净	41,385	45,211	53,592	64,022	74,038
投资活动产生的现金流量：		-	-	-	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,607	3,149	1,600	1,500	1,500
支付其他与投资活动有关的现金	33	24	-	-	-
投资活动产生的现金流量净额	-1,629	-3,166	-1,600	-1,500	-1,500
筹资活动产生的现金流量：		-	-	-	-
分配股利、利润或偿付利息支付的	16,441	20,117	21,965	25,744	29,265
其中：子公司支付给少数股东的股	2,624	1,854	3,292	3,859	4,386
筹资活动产生的现金流量净额	-16,441	-19,284	-25,257	-29,603	-33,651
现金及现金等价物净增加额	23,315	22,761	26,735	32,919	38,888
期初现金及现金等价物余额	74,928	98,243	121,004	147,739	180,658
期末现金及现金等价物余额	98,243	121,004	147,739	180,658	219,546

资料来源：公司资料，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准，不得复印、节录，也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得，但第一上海不能保证其准确、正确或完整，而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目，或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括(但不限于)在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2020 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利。