证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

贵州茅台(600519)

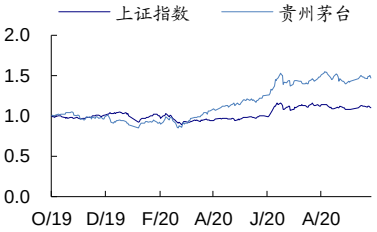
买入

2020 三季报点评

（维持评级）

2020 年 10 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,256/1,256
总市值/流通(百万元)	2,154,794/2,154,794
上证综指/深圳成指	3,278/13,128
12 个月最高/最低(元)	1828.00/960.10

相关研究报告:

《贵州茅台-600519-2020 年半年报点评：稳中有进实现半年目标，直销显著提速》 ——2020-07-29

《贵州茅台-600519-2019 年年报点评：业绩稳定增长，改革渐显成效》 ——2020-04-22

《贵州茅台-600519-重大事件快评：初测业绩波动，稳增信心不变》 ——2020-01-06

《贵州茅台-600519-重大事件快评：计划量超预期，稳增长新活力》 ——2019-12-31

《贵州茅台-600519-2019 年三季报点评：积极调整发货结构，批价回归理性发展》 ——2019-10-16

证券分析师：陈梦瑶
电话：18520127266
E-MAIL：chenmengyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001

证券分析师：熊鹏
电话：13012858690
E-MAIL：xiongpeng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

直营占比继续提升，全年双位数增长有望顺利达成

● **发货进度略低于预期，直营占比持续提升**

公司 2020 前三季度营收 695.75 亿元（+9.55%），归母净利润 338.27 亿元（+11.07%），单 Q3 营收 239.41 亿元(+7.18%)，归母净利润 112.25 亿元（+6.87%）。2020Q3 末公司合同负债 94.11 亿元，环比下滑 0.53 亿元，单三季度营收+预收款变动为 232.09 亿元（+12.88%），销售商品收现 249.02 亿元（+9.03%）。Q3 业绩略低于我们此前预期，主要系茅台酒发货量较少所致，去年三季度传统渠道中秋国庆前计划执行至 10 月份，今年发货进度相对较慢。Q3 茅台酒营收 208.84 亿元(+9.7%)，系列酒受经销商调整营收 23.50 亿元(-1.4%)，分渠道看，直销渠道实现营收 32.80 亿元（+118.57%），占比 14.12%，同比提升 7.11pct，当前茅台已和 67 家直销渠道商合作，随着公司持续布局预计直销比例将继续提升。

● **毛利率小幅提升，税金拉低整体净利润**

2020 前三季度公司毛利率 91.33%，同比下滑 0.17pct，其中单三季度毛利率 91.06%，同比增长 0.27pct，毛利率上行主要系产品结构和渠道结构改善拉动。Q3 公司销售费用率同比下滑 0.25pct 至 2.56%，管理费用率（加研发费用）同比增长 0.22pct 至 6.59%，税金及附加比例同比增长 1.56pct 至 15.92%，拉低公司盈利能力，预计系生产周期下的季节性因素，全年将维持平稳。综合影响下，单三季度公司净利率同比微降 1.04pct 至 51.26%。

● **批价高位，终端需求旺盛，全年双位数增长目标望顺利完成**

今年公司受疫情影响较小，终端需求旺盛，渠道结构持续优化，批价在 2-3 月份触底后连续上行，当前批价稳定在 2800 元左右，短期仍处于供不应求状态，Q3 公司过渡平稳，全年双位数增长目标有望顺利完成。中长期看，茅台稀缺性仍在，公司依靠绝对的领先地位、高渠道价差安全垫、产品及渠道结构调整和基酒扩产，将中长期保持量价齐升的状态，高业绩确定性同时将享受估值溢价。

● **投资建议：维持 “买入”评级。**

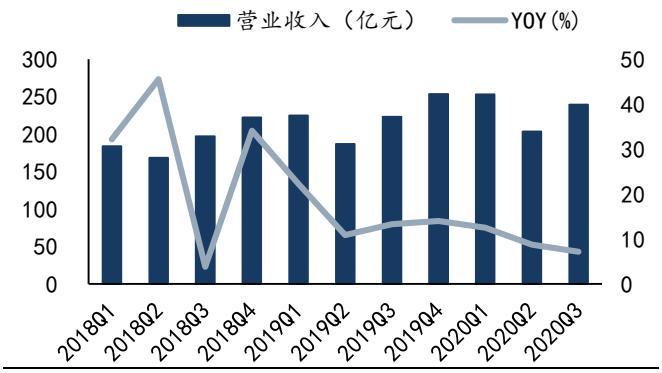
三季度业绩低预期，略下调 2020-2022 年归母净利润至 467/5467/636 亿元，摊薄公司 EPS 为 37.17/43.50/50.61 元，当前股价对应 PE=46/39/34x。维持“买入”评级。**风险提示：**批价快速上涨，需求不及预期

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	77,199	88,854	98,895	114,931	132,708
(+/-%)	*26.4%*	15.1%	11.3%	16.2%	15.5%
净利润(百万元)	35204	41206	46696	54640	63574
(+/-%)	*30.0%*	17.1%	13.3%	17.0%	16.4%
摊薄每股收益(元)	28.02	32.80	37.17	43.50	50.61
EBIT Margin	66.7%	66.7%	66.9%	67.4%	67.9%
净资产收益率(ROE)	31.2%	30.3%	29.2%	29.1%	28.8%
市盈率(PE)	61.2	52.3	46.1	39.4	33.9
EV/EBITDA	41.7	36.3	32.4	27.8	24.0
市净率(PB)	19.10	15.84	13.48	11.47	9.78

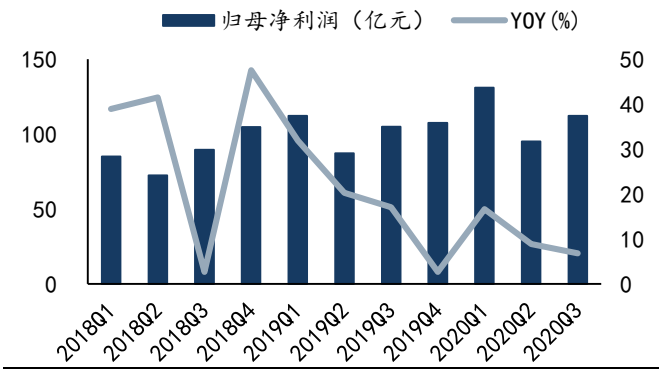
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：贵州茅台分季度营业收入及同比增速



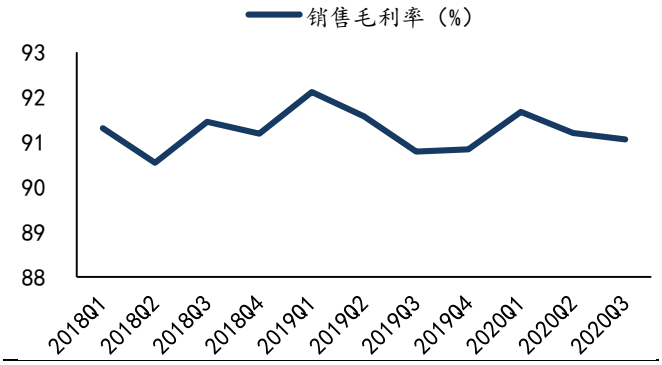
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：贵州茅台分季度归母净利润及同比增速



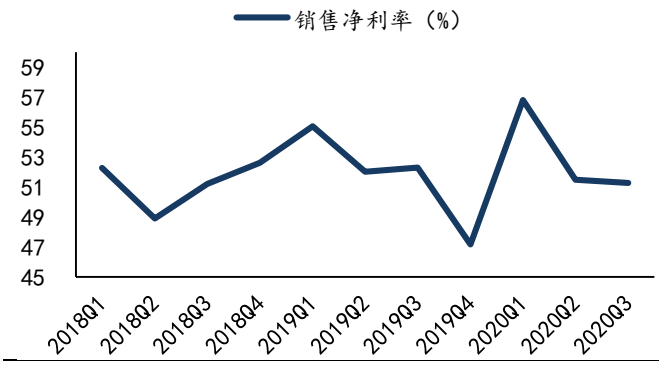
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 3：贵州茅台分季度毛利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：贵州茅台分季度净利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 1：可比公司的估值对比（截止至 2020 年 10 月 25 日）

股票代码	简称	PE（TTM）	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
000858.SZ	五粮液	48.5	9185	**4.48**	**5.25**	**6.40**	52.82	45.07	36.97	买入
000568.SZ	泸州老窖	44.6	2279	3.17	3.67	4.50	49.09	42.40	34.58	,买入
600809.SH	山西汾酒	77.0	1813	2.22	2.84	3.58	93.69	73.24	58.10	买入
	平均	56.7	4426	3.29	3.92	4.83	65.20	53.57	43.22	
600519.SH	**贵州茅台**	**49.1**	**21548**	**32.80**	**37.17**	**43.50**	**52.30**	**46.15**	**39.43**	**买入**

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	13252	159939	190207	226084
应收款项	1540	1510	1754	2026
存货净额	25285	30164	35046	40124
其他流动资产	1570	1872	2229	2477
流动资产合计	159024	193484	229236	270711
固定资产	17663	19435	21261	22844
无形资产及其他	4728	4539	4350	4161
投资性房地产	1627	1627	1627	1627
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**183042**	**219085**	**256473**	**299342**
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	1514	1542	1795	2096
其他流动负债	39580	50069	57337	65180
流动负债合计	**41093**	**51611**	**59132**	**67276**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	73	92	117	119
长期负债合计	**73**	**92**	**117**	**119**
负债合计	**41166**	**51703**	**59249**	**67394**
少数股东权益	5866	7473	9351	11537
股东权益	136010	159909	187873	220410
负债和股东权益总计	**183042**	**219085**	**256473**	**299342**

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	32.80	37.17	43.50	50.61
每股红利	16.01	18.15	21.24	24.71
每股净资产	108.27	127.30	149.56	175.46
ROIC	63%	221%	283%	343%
ROE	30%	29%	29%	29%
毛利率	92%	92%	92%	92%
EBIT Margin	67%	67%	67%	68%
EBITDA Margin	68%	69%	69%	70%
收入增长	15%	11%	16%	15%
净利润增长率	17%	13%	17%	16%
资产负债率	26%	27%	27%	26%
息率	0.9%	1.1%	1.2%	1.4%
P/E	52.3	46.1	39.4	33.9
P/B	15.8	13.5	11.5	9.8
EV/EBITDA	36.3	32.4	27.8	24.0

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**88854**	**98895**	**114931**	**132708**
营业成本	7430	8208	9367	10617
营业税金及附加	12733	14082	16547	19007
销售费用	3279	3560	3908	4247
管理费用	6168	6865	7660	8682
财务费用	7	(938)	(932)	(1050)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(14)	(2)	(6)	(7)
其他收入	(181)	0	0	0
营业利润	59041	67116	78375	91198
营业外净收支	(259)	(325)	(325)	(325)
利润总额	**58783**	**66791**	**78051**	**90873**
所得税费用	14813	16955	19741	23026
少数股东损益	2764	3140	3669	4272
归属于母公司净利润	**41206**	**46696**	**54640**	**63574**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	**41206**	**46696**	**54640**	**63574**
资产减值准备	4	1	1	1
折旧摊销	1233	1877	2167	2408
公允价值变动损失	14	2	6	7
财务费用	7	(938)	(932)	(1050)
营运资本变动	(4220)	5388	2063	2548
其它	1410	1606	1877	2186
经营活动现金流	**39648**	**55570**	**60754**	**70725**
资本开支	(1600)	(3464)	(3810)	(3810)
其它投资现金流	(117378)	117378	0	0
投资活动现金流	**(118978)**	**113914**	**(3810)**	**(3810)**
权益性融资	833	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(20117)	(22797)	(26676)	(31038)
其它融资现金流	19909	0	0	0
融资活动现金流	**(19493)**	**(22797)**	**(26676)**	**(31038)**
现金净变动	**(98823)**	**146687**	**30268**	**35877**
货币资金的期初余额	112075	13252	159939	190207
货币资金的期末余额	13252	159939	190207	226084
企业自由现金流	39728	53181	58280	68457
权益自由现金流	59637	54797	61550	72342

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　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 楼
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