**2020 年 10 月 26 日**

顾向君
H70420@capitalcom.tw

目标价(元) 1810

**公司基本资讯**

| | |
|---|---|
| 产业别 | 食品饮料 |
| A 股价(2020/10/23) | 1715.33 |
| 上证指数(2020/10/23) | 3278.00 |
| 股价 12 个月高/低 | 1828/949.02 |
| 总发行股数(百万) | 1256.20 |
| A 股数(百万) | 1256.20 |
| A 市值(亿元) | 21547.94 |
| 主要股东 | 中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司(58.00%) |
| 每股净值(元) | 118.18 |
| 股价/账面净值 | 14.52 |

| | 一个月 | 三个月 | 一年 |
|---|---|---|---|
| 股价涨跌(%) | 2.7 | 2.7 | 49.7 |

**近期评等**

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|---|---|---|
| 2020-07-29 | 1670.00 | 买入 |
| 2020-04-28 | 1276.00 | 买入 |
| 2020-01-02 | 1183.00 | 买入 |
| 2019-10-16 | 1211.00 | 买入 |
| 2019-07-18 | 963.50 | 买入 |

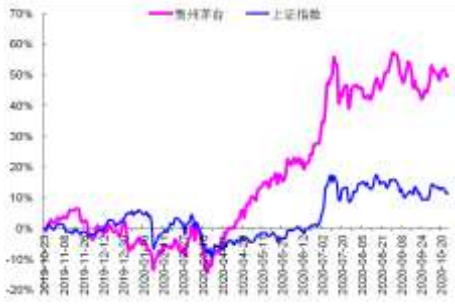
**产品组合**

| | |
|---|---|
| 茅台酒 | 89% |
| 系列酒 | 11% |

**机构投资者占流通 A 股比例**

| | |
|---|---|
| 基金 | 0.3% |
| 一般法人 | 73.1% |

**股价相对大盘走势**




# 贵州茅台(600519.SZ) TRADING BUY 区间操作

**前三季度净利润增 11%，增长稳健**

**结论与建议：**

业绩概要：公司公告前三季度实现营业总收入 695.亿，同比增 9.6%，净利润 33.3 亿，同比增 11.1%，毛利率基本持平。3Q 实现营业总收入 239.4 亿，同比增 7.2%，净利润 112.3 亿，同比增 6.9%。3Q 业绩符合我们预期。

- 3Q 业绩增长平稳。尽管 3Q 面临中秋国庆旺季，但茅台酒放量有限（3Q 单季度经销商渠道收入 199.5 亿，同比增 0.2%，9 月起直销渠道陆续投放 33.5 万瓶，去年中秋国庆合计投放 0.74 万吨），使 3Q 相较上半年而言增速有所放缓，目前茅台酒市场价在 3000 元左右亦表明出市场供给紧张。3Q 单季度茅台酒收入为 20.8 亿，同比增 9.7%，系列酒收入 23.5 亿，同比下降 1.4%，系列酒收入下降主要受渠道调整影响，单季度酱香系列酒经销商减少 8 家（前三季度累计减少 301 家）。以渠道来看，3Q 直销收入基本与 2Q 持平，单季度实现收入 32.8 亿，同比增 118.6%，直销收入占比为 14.1%，直销占比较 2Q 下降 1.6pct，但直销将成为公司重要渠道趋势不改。
- 费用上，3Q 费用率下降 0.3pct 至.86%，得益于市场投入减少以及运输费科目调整使销售费用率下降 0.25pct 至 2.56%以及利息收入增加使财务费用减少 0.35pct。
- 3Q 末公司合同负债余额 94.1 亿，与二季度末基本持平，考虑春节前备货以及经济活动持续转好，4Q 公司增速或将有所加快,全年实现 10%收入增长应无虞。从长期看，公司已完成“十三五”茅台酒技改，当前茅台酒基酒产量已突破 5 万吨，是公司长期稳健发展的保障。
- 维持盈利预测，预计 2020-2021 年将分别实现净利润 471 亿和 559 亿，分别同比增 14.3%和 18.8%，EPS 分别为 37.49 元和 44.54 元，当前股价对应 PE 分别为 46 倍和 39 倍，维持“区间操作”投资建议。
- 风险提示：宏观经济波动，直销提升不及预期

.....接续下页.....

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 27079 | 35204 | 41206 | 47098 | 55945 |
| 同比增减 | % | 61.97 | 30.00 | 17.05 | 14.30 | 18.78 |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 21.56 | 28.02 | 32.80 | 37.49 | 44.19 |
| 同比增减 | % | 61.98 | 29.96 | 17.06 | 14.31 | 17.86 |
| 市盈率(P/E) | X | 79.56 | 61.22 | 52.30 | 45.75 | 38.82 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 10.99 | 14.54 | 17.03 | 19.50 | 22.98 |
| 股息率 (Yield) | % | 0.64 | 0.85 | 0.99 | 1.14 | 1.34 |

【投资评等说明】

| 评等 | 定义 |
| --- | --- |
| 强力买进（Strong Buy） | 潜在上涨空间≥ 35% |
| 买进（Buy） | 15%≤潜在上涨空间<35% |
| 区间操作（Trading Buy） | 5%≤潜在上涨空间<15% |
| 中立（Neutral） | 无法由基本面给予投资评等<br>预期近期股价将处于盘整<br>建议降低持股 |

附一：合并损益表

| 百万元 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 61063 | 77199 | 88854 | 99090 | 116620 |
| 经营成本 | 5940 | 6523 | 7430 | 8224 | 9172 |
| 营业税金及附加 | 8404 | 11289 | 12733 | 14358 | 16898 |
| 销售费用 | 2986 | 2572 | 3279 | 3685 | 4100 |
| 管理费用 | 4721 | 5326 | 6168 | 6389 | 7361 |
| 财务费用 | -56 | -4 | 7 | 9 | 10 |
| 资产减值损失 | -8 | 1 | | -7 | -6 |
| 投资收益 | | | | 0 | 0 |
| 营业利润 | 38940 | 51343 | 59041 | 66370 | 79014 |
| 营业外收入 | 12 | 12 | 9 | 9 | 9 |
| 营业外支出 | 212 | 527 | 268 | 235 | 225 |
| 利润总额 | 38740 | 50828 | 58783 | 66145 | 78799 |
| 所得税 | 9734 | 12998 | 14813 | 15891 | 19269 |
| 少数股东损益 | 1927 | 2626 | 2764 | 3156 | 3585 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 27079 | 35204 | 41206 | 47098 | 55945 |

附二：合并资产负债表

| 百万元 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 87869 | 112075 | 13252 | 15240 | 16764 |
| 应收账款 | 0 | 0 | 117378 | 135604 | 154605 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动资产合计 | 22057 | 23507 | 25285 | 27813 | 30595 |
| 长期股权投资 | 112249 | 137862 | 159024 | 178657 | 201964 |
| 固定资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 15244 | 15249 | 15144 | 15599 | 16066 |
| 非流动资产合计 | 2016 | 1954 | 2519 | 2897 | 3186 |
| 资产总计 | 22361 | 21985 | 24018 | 25219 | 26480 |
| 流动负债合计 | 134610 | 159847 | 183042 | 203876 | 228443 |
| 非流动负债合计 | 38575 | 42438 | 41093 | 45235 | 42944 |
| 负债合计 | 16 | 0 | 73 | 20 | 20 |
| 少数股东权益 | 38590 | 42438 | 41166 | 45255 | 42964 |
| 股东权益合计 | 4568 | 4570 | 5866 | 6159 | 6467 |
| 负债及股东权益合计 | 91452 | 112839 | 136010 | 158621 | 185479 |

附三：合并现金流量表

| 百万元 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 22153 | 41385 | 45211 | 46572 | 52479 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -1121 | -1629 | -3166 | -3567 | -3965 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -8899 | -16441 | -19284 | -22791 | -27989 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 12133 | 23315 | 22761 | 20214 | 20525 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。