消费升级与娱乐研究中心

贵州茅台 (600519.SH) 买入（维持评级）

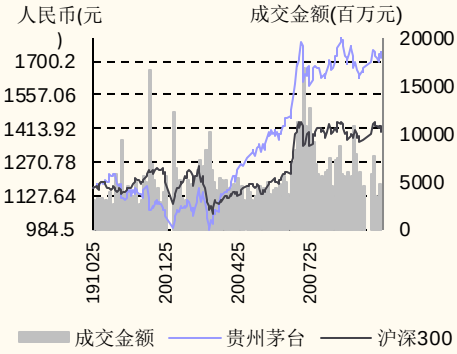
公司点评

市场价格（人民币）：1715.33 元

业绩稳定增长，全年目标无虞

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	12.56
已上市流通 A 股(亿股)	12.56
总市值(亿元)	21,547.94
年内股价最高最低(元)	1750.61/1635.11
沪深 300 指数	4718
上证指数	3278



相关报告

1.《酱香龙头扬帆起航，20Q1 稳健增长-酱香龙头扬帆起航，20Q...》，2020.4.29

2.《19 年顺利收官，20 年拥抱确定性-19 年顺利收官，20 年拥抱...》，2020.4.22

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	28.02	32.80	36.74	45.58	54.71
每股净资产(元)	89.83	108.27	125.79	147.87	172.58
每股经营性现金流(元)	32.94	35.99	38.97	54.17	61.19
市盈率(倍)	21.05	36.06	46.69	37.64	31.35
净利润增长率(%)	30.00%	17.05%	11.99%	24.06%	20.05%
净资产收益率(%)	31.20%	30.30%	29.20%	30.82%	31.70%
总股本(百万股)	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布三季报，20Q1-Q3 营业收入 672.15 亿元，同比+10.31%；归母净利 338.27 亿元，同比+11.07%。其中 20Q3 营业收入 232.62 亿元，同比+8.46%；归母净利 112.25 亿元，同比+6.87%。

经营分析

- **20Q3 业绩低于预期，全年收入 10%增长目标依旧可期。**20Q1-Q3 茅台酒收入 601.45 亿元，同比+11.73%；系列酒收入 70.00 亿元，同比-0.53%。单 Q3 茅台酒收入 208.84 亿元，同比+ 9.70%；系列酒收入 23.50 亿元，同比-1.38%。从全年规划的 10%增长来看，茅台酒的增长基本符合预期，Q3 收入增速下滑主要受系列酒拖累。Q1-Q3 经销商增加 14 家，减少 343 家（系列酒减少 301 家），经销商体系持续优化。分渠道，20Q1-Q3 直销收入 84.33 亿元，占比 12.56%，提升 7.46pcts；其中 Q3 直销收入 32.80 亿元，占比 14.12%，提升 7.11pcts，主要系 6 月新增 22 家直销渠道商，Q3 也加强了对商超、电商等平台的平价茅台投放。
- **实际收入增速稳健，现金流回款良好。**20Q3 合同负债+其他流动负债环降 0.11 亿元，去年同期预收款项环降 10.02 亿元。考虑预收款项变动，Q3 实际营收同增 13.72%。20Q3 销售收现现金流同比+9.03%，现金回款良好，经营质量向上。20 Q3 经营活动现金流净额 124.90 亿元，同增 286.87%，主要系客户存款和同业存放款项净增加额同比提升较多。
- **产品结构改善，盈利能力基本稳定。**20Q3 毛利率为 91.06%，同比+0.27pcts，主要系茅台酒、非标等高毛利率产品占比提升。净利率略降 1.04pcts，其中销售费用率同比-0.29pct，预计系疫情影响茅台酒市场费用投入+新会计准则下运输费用计入营业成本；管理费用率同比+0.14pct，营业税金及附加占比同比+1.42pcts，预计与消费税率提升有关。
- **新增产能有望稳步释放，长期护城河稳固。**20 年计划营业总收入同比+10%，销售计划 3.45 万吨，同比+11.3%，全年目标实现毋庸置疑。当前茅台批价站上 2800 元，中秋放量后批价仍然维稳。建议合理降低茅台直接提价预期，核心关注长期护城河。我们认为，“非标产品投放+直营放量”，茅台吨价有望持续提升，长期业绩稳定增长可期。20 年茅台基酒产量约 5.02 万吨，同增 0.6%；21 年规划茅台基酒产量 5.53 万吨，系列酒产量 2.9 万吨，新增产能有望逐步释放。中长期看高端酒格局稳定，茅台的护城河在于“强品牌+高渠道价差”，其仍是最攻守兼备的龙头白酒。

盈利预测

- 预计 20-22 年公司营业总收入增速为 10%/20%/16%，归母净利润同增 12%/24%/20%，对应 eps 为 36.74/45.58/54.71 元，对应 PE 为 47X/38X/31X，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行；食品安全风险；疫情不确定性影响需求；行业竞争加剧。

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**61,062**	**77,198**	**88,854**	**97,739**	**117,287**	**136,053**
增长率		26.4%	15.1%	10.0%	20.0%	16.0%
主营业务成本	-6,076	-6,659	-7,576	-8,406	-8,797	-9,252
%销售收入	10.0%	8.6%	8.5%	8.6%	7.5%	6.8%
毛利	54,986	70,539	81,278	89,334	108,491	126,802
%销售收入	90.0%	91.4%	91.5%	91.4%	92.5%	93.2%
营业税金及附加	-8,404	-11,289	-12,733	-14,074	-16,420	-18,367
%销售收入	13.8%	14.6%	14.3%	14.4%	14.0%	13.5%
销售费用	-2,986	-2,572	-3,279	-2,932	-3,753	-4,082
%销售收入	4.9%	3.3%	3.7%	3.0%	3.2%	3.0%
管理费用	-4,721	-5,326	-6,168	-6,744	-7,858	-8,571
%销售收入	7.7%	6.9%	6.9%	6.9%	6.7%	6.3%
研发费用	0	-22	-49	-39	-23	-14
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润（EBIT）	38,876	51,330	59,049	65,544	80,436	95,768
%销售收入	63.7%	66.5%	66.5%	67.1%	68.6%	70.4%
财务费用	56	4	-7	1	8	6
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	8	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-14	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	38,940	51,343	59,041	65,545	80,444	95,774
营业利润率	63.8%	66.5%	66.4%	67.1%	68.6%	70.4%
营业外收支	-200	-515	-259	-280	-240	-200
税前利润	38,740	50,828	58,783	65,265	80,204	95,574
利润率	63.4%	65.8%	66.2%	66.8%	68.4%	70.2%
所得税	-9,734	-12,998	-14,813	-16,316	-20,051	-23,894
所得税率	25.1%	25.6%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	29,006	37,830	43,970	48,949	60,153	71,681
少数股东损益	1,927	2,626	2,764	2,800	2,900	2,950
归属于母公司的净利润	**27,079**	**35,204**	**41,206**	**46,149**	**57,253**	**68,731**
净利率	44.3%	45.6%	46.4%	47.2%	48.8%	50.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	29,006	37,830	43,970	48,949	60,153	71,681
少数股东损益	1,927	2,626	2,764	2,800	2,900	2,950
非现金支出	1,118	1,177	1,243	1,140	1,179	1,411
非经营收益	347	354	-40	386	245	205
营运资金变动	-8,318	2,025	32	-1,515	6,469	3,569
经营活动现金净流	**22,153**	**41,385**	**45,205**	**48,960**	**68,046**	**76,865**
资本开支	-1,125	-1,607	-3,149	-2,110	-1,760	-1,820
投资	0	0	0	0	0	0
其他	4	-22	-17	0	0	0
投资活动现金净流	**-1,121**	**-1,629**	**-3,166**	**-2,110**	**-1,760**	**-1,820**
股权募资	6	0	833	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-8,905	-16,441	-20,117	-24,142	-29,524	-37,690
筹资活动现金净流	**-8,899**	**-16,441**	**-19,284**	**-24,142**	**-29,524**	**-37,690**
现金净流量	**12,133**	**23,315**	**22,755**	**22,708**	**36,762**	**37,355**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	87,869	112,075	13,252	35,960	72,722	110,077
应收款项	1,494	958	1,540	1,565	1,878	2,043
存货	22,057	23,507	25,285	28,786	29,643	30,416
其他流动资产	828	1,359	118,997	116,267	114,298	112,354
流动资产	112,249	137,898	159,073	182,579	218,541	254,890
%总资产	83.4%	86.3%	86.9%	88.1%	89.8%	91.0%
长期投资	29	29	320	320	320	320
固定资产	17,294	17,203	17,663	18,286	18,569	18,722
%总资产	12.8%	10.8%	9.6%	8.8%	7.6%	6.7%
无形资产	3,636	3,668	4,886	4,954	5,011	5,068
非流动资产	22,361	21,949	23,969	24,559	24,900	25,109
%总资产	16.6%	13.7%	13.1%	11.9%	10.2%	9.0%
资产总计	**134,610**	**159,847**	**183,042**	**207,138**	**243,441**	**279,999**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	4,055	4,583	5,103	5,141	5,616	5,997
其他流动负债	34,520	37,855	35,990	35,235	40,430	42,611
流动负债	38,575	42,438	41,093	40,376	46,046	48,608
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	16	0	73	75	76	77
负债	**38,590**	**42,438**	**41,166**	**40,451**	**46,122**	**48,685**
普通股股东权益	**91,452**	**112,839**	**136,010**	**158,021**	**185,753**	**216,798**
其中：股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
未分配利润	80,011	95,982	115,892	138,802	166,534	197,578
少数股东权益	4,568	4,570	5,866	8,666	11,566	14,516
负债股东权益合计	**134,610**	**159,847**	**183,042**	**207,138**	**243,441**	**279,999**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	21.56	28.02	32.80	36.74	45.58	54.71
每股净资产	72.80	89.83	108.27	125.79	147.87	172.58
每股经营现金净流	17.63	32.94	35.99	38.97	54.17	61.19
每股股利	6.79	10.99	14.54	18.50	23.50	30.00
回报率						
净资产收益率	29.61%	31.20%	30.30%	29.20%	30.82%	31.70%
总资产收益率	20.12%	22.02%	22.51%	22.28%	23.52%	24.55%
投入资本收益率	30.31%	32.54%	31.12%	29.48%	30.56%	31.04%
增长率						
主营业务收入增长率	52.07%	26.43%	15.10%	10.00%	20.00%	16.00%
EBIT增长率	60.35%	32.04%	15.04%	11.00%	22.72%	19.06%
净利润增长率	61.97%	30.00%	17.05%	11.99%	24.06%	20.05%
总资产增长率	19.19%	18.75%	14.51%	13.16%	17.53%	15.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	1,282.0	1,248.7	1,175.4	1,250.0	1,230.0	1,200.0
应付账款周转天数	61.1	59.5	64.8	58.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	91.1	72.1	62.2	54.4	43.7	37.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-91.51%	-95.46%	-9.34%	-21.57%	-36.85%	-47.59%
EBIT利息保障倍数	-697.7	-14,577.4	7,917.5	-54,168.6	-9,797.3	-15,421.6
资产负债率	28.67%	26.55%	22.49%	19.53%	18.95%	17.39%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH