贵州茅台（600519）

公司研究/点评报告

直营支撑公司增长，全年任务稳步推进

——贵州茅台（600519）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 10 月 26 日

一、事件概述

10 月 25 日公司发布 2020 年三季报，前三季度公司实现营业收入 672.15 亿元，同比+10.31%；实现归母净利润 338.27 亿元，同比+11.07%，折合基本 EPS26.93 元。20Q3 单季度公司实现营业收入 232.62 亿元，同比+8.46%；实现归母净利润 112.25 亿元，同比+6.87%。

二、分析与判断

➢ 直营放量支撑 Q3 经营同比改善，预收账款蓄水池作用与回款大幅改善

20Q3 单季度公司营收同比+8.46%，增速有所放缓但前三季度收入累计增幅仍符合公司全年增长指引。**从产品端看，**茅台酒/系列酒实现收入 208.84/23.50 亿元，分别同比+9.70%/-1.38%，其中系列酒由于经销商队伍调整和公司主动控量维护价盘的原因，叠加同期基数较高，表现略有承压。**从渠道端看，**20Q3 公司直销/批发渠道分别实现营收 32.80/199.54 亿元，分别同比+118.57%/+0.17%，直营渠道持续放量，其中直销渠道收入占比较 19Q3 增长 7.11ppt 至 14.12%，公司渠道改革效果显著。20Q3 单季度公司净增加 5 家系列酒经销商，减少 7 家茅台酒经销商，判断经销商队伍调整动作预计已基本到位。**从预收账款和现金流看，**20Q3 公司预收账款（合同负债+其他流动负债）环比减少 1150 万元，优于 19Q3 环比减少的 10 亿元的表现，预收款蓄水池作用稳健；20Q3 单季度公司销售收现/经营净现金流分别为 249.02/124.90 亿元，同比+9.03%/+286.87%，经营现金流同比大幅改善主要系客户存款和同业存款同比由大额减少转为正增长所致。

➢ 经营效率稳健，税金及附加拖累盈利能力改善

20Q3 单季度销售毛利率为 91.06%，同比+0.27ppt，预计主要系非标产品叠加直营占比提高贡献产品盈利能力。期间费用率为 8.86%，同比-0.38ppt，其中管理/销售/研发/财务费用率分别为 2.56%/6.59%/0.06%/-0.34%，分别-0.25ppt/+0.21ppt/0/-0.35ppt，公司整体经营水平稳健。20Q3 归母净利率为 46.89%，同比-0.14ppt，主要系 20Q3 税金占比同增 1.56ppt 至 15.92%，拖累公司盈利能力。

➢ 全年任务稳步推进，价格上行反应真实需求与行业回暖

公司目前正按年初规划有条不紊地持续推进各项工作，疫情后茅台展现龙头风范积极作为，支撑行业发展信心，预计全年任务将顺利完成。今年中秋与国庆双节期间，茅台通过直销渠道进行飞天茅台投放以满足大众消费者的消费需求，叠加公司在直销渠道的各类举措，这对于缓解供需失衡、培育消费者等方面具有重大意义。从批价来看，在公司加码直营同时，公司三季度批价稳步上行，于 2700-2800 元区间浮动。随着经济复苏推动行业需求转暖，茅台批价上行验证其需求强势，也使得未来提出厂价动作兑现概率持续处于高位。作为白酒行业内增长最具确定性的公司，我们坚定看好茅台强大基本面韧性及未来增长的确定性。

三、盈利预测与投资建议

在不考虑未来提价的假设下，预计 20-22 年公司实现营收 992/1145/1314 亿元，同比+11.6%/+15.5%/+14.7%；归母净利润 485/576/673 亿元，同比+16.9%/+19.5%/+16.8%，EPS 为 38.36/45.86/53.58 元，目前股价对应 PE 为 45/37/32 倍,估值略高于白酒板块 2020 年 44 倍 PE（wind 一致预期，算数平均法），考虑公司增长确定性，维持“推荐”评级。

推荐　维持评级

当前价格：　1715.33 元

交易数据	2020-10-23
近 12 个月最高/最低(元)	1801.98/996.0
总股本（百万股）	1,256
流通股本（百万股）	1,256
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	21,548
流通市值（亿元）	21,548

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

研究助理：郝宇新

执业证号：　S0100120070030

电话：　021-60876735

邮箱：　haoyuxin@mszq.com

相关研究

1.贵州茅台（600519）2020 年半年报点评：20H1 圆满完成任务，直营渠道放量显著提速

2.贵州茅台（600519）2020 年一季报点评：　20Q1 业绩稳健增长，全年业绩确定性仍冠绝行业

四、风险提示：

疫情或经济下滑拖累需求，业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	88,854	99,161	114,531	131,368
增长率（%）	15.1%	11.6%	15.5%	14.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	41,206	48,166	57,565	67,255
增长率（%）	17.1%	16.9%	19.5%	16.8%
每股收益（元）	32.80	38.36	45.86	53.58
PE（现价）	52.3	44.7	37.4	32.0
PB	15.8	13.1	11.0	9.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	88,854	99,161	114,531	131,368
营业成本	7,576	7,040	6,872	7,094
营业税金及附加	12,733	13,883	16,034	18,391
销售费用	3,279	2,628	2,806	3,021
管理费用	6,168	4,958	4,810	4,598
研发费用	49	45	34	39
EBIT	59,050	70,608	83,974	98,224
财务费用	7	(166)	(239)	(242)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	59,041	70,794	84,233	98,486
营业外收支	(259)	(232)	(256)	(224)
利润总额	58,783	70,535	83,974	98,227
所得税	14,813	17,704	20,994	24,557
净利润	43,970	52,830	62,981	73,670
归属于母公司净利润	41,206	48,166	57,565	67,255
EBITDA	60,293	71,822	85,202	99,454

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	13252	43426	80716	127620
应收账款及票据	1463	1178	1623	1712
预付款项	1549	1338	1237	1206
存货	25285	21473	23475	23281
其他流动资产	117399	117399	117399	117399
流动资产合计	159024	185428	224538	271989
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	15144	15094	15017	14953
无形资产	4728	5023	5473	6079
非流动资产合计	24018	23729	23385	23150
资产合计	183042	209157	247923	295139
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1514	1267	1168	1135
其他流动负债	11049	11049	11049	11049
流动负债合计	41093	37583	39247	41259
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	73	73	73	73
非流动负债合计	73	73	73	73
负债合计	41166	37656	39319	41331
股本	1256	1256	1256	1256
少数股东权益	5866	7400	12815	19231
股东权益合计	141876	171501	208604	253808
负债和股东权益合计	183042	209157	247923	295139

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	15.1%	11.6%	15.5%	14.7%
EBIT 增长率	15.0%	19.6%	18.9%	17.0%
净利润增长率	17.1%	16.9%	19.5%	16.8%
盈利能力				
毛利率	91.5%	92.9%	94.0%	94.6%
净利润率	46.4%	48.6%	50.3%	51.2%
总资产收益率 ROA	22.5%	23.0%	23.2%	22.8%
净资产收益率 ROE	30.3%	29.4%	29.4%	28.7%
偿债能力				
流动比率	3.9	4.9	5.7	6.6
速动比率	3.3	4.4	5.1	6.0
现金比率	0.3	1.2	2.1	3.1
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	—	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	1,159.3	1,195.4	1,177.4	1,186.4
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标（元）				
每股收益	32.8	38.4	45.9	53.6
每股净资产	108.3	130.6	155.9	186.7
每股经营现金流	36.0	43.4	51.2	61.0
每股股利	17.0	18.7	20.6	22.7
估值分析				
PE	52.3	44.7	37.4	32.0
PB	15.8	13.1	11.0	9.2
EV/EBITDA	35.5	29.4	24.3	20.4
股息收益率	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	43,970	52,830	62,981	73,670
折旧和摊销	1,243	1,214	1,228	1,230
营运资金变动	32	261	(157)	1,465
经营活动现金流	45,205	54,564	64,311	76,624
资本开支	3,149	864	1,143	1,254
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(3,166)	(864)	(1,143)	(1,254)
股权募资	833	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(19,284)	(23,525)	(25,878)	(28,466)
现金净流量	22,755	30,175	37,289	46,904

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

郝宇新，食品饮料行业研究助理，约翰霍普金斯大学金融学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖白酒、啤酒板块。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。