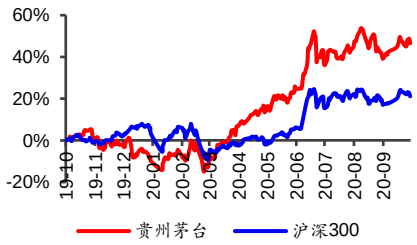
十三五有望平稳收官，十四五仍值得期待

投资评级：买入

报告日期：	2020-10-25
收盘价（元）	1715.33
近 12 个月最高/最低（元）	1828.00/949.02
总股本（亿股）	1,256.20
流通股本（亿股）	1,256.20
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	21,548
流通市值（亿元）	21,548

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：文献
执业证书号：S0010520060002
电话：13923413412
邮箱：wenxian@hazq.com
联系人：姚启璠
执业证书号：S0010120040033
电话：13795262443
邮箱：yaoqf@hazq.com

相关报告

《华安证券_公司研究_深度报告_贵州茅台（600519）：产能释放新周期，量价齐升仍可期》20200728

《华安证券_公司研究_公司点评_贵州茅台（600519.SH）：中报符合预期，唯需紧密关注供给》20200729

事件

公司三季报，1-3Q20 营业总收入 696 亿，+9.55%，归母净利 338 亿，+11.1%。3Q20 营业总收入 239 亿，+7.18%，归母净利 112 亿，+6.87%，基本符合我们预期，应略低于市场预期。

主要观点

3Q20 茅台酒营收同增 9.7%，估计报表确认茅台酒出货量稳中略增。3Q20 利息收入同降 23.6%至 6.79 亿，系列酒收入同降 1.4%至 23.5 亿，茅台酒收入同增 9.7%至 209 亿。分渠道看，3Q20，直营、关联交易（主要是集团营销公司）、海外收入分别为 32.8、13.7（估算）、9.2 亿，分别+119%、+35.7%、+10.6%。估算经销商渠道收入同降小个位数，传统经销商（剔除贵州国资）降幅或达 20-30%。受益于直营等出货价格更高渠道占比上升，及更贵产品占比上升，估计 3Q20 茅台酒均价同增中高个位数，报表确认出货量大体稳定。

3Q20 合同负债（预收款）94.1 亿，环比 2Q20 持平，同比 3Q19 降约 18 亿。因酒厂客户结构大变，且对经销商的打款要求多变，合同负债口径同比意义暂小。根据合并报表和母公司报表存货估算，3Q20 末销售公司存货成本价值为 4.26 亿，环比 2Q20 末降约 35%，同比 3Q19 末仍增约 21%，或许表明，公司三季度加大了发货速度，但应该还谈不上缺酒。

税金及附加占比略升，费用表现基本正常。3Q20，营业税金及附加占白酒收入比例为 16.4%，比 3Q19 升约 1.4Pcts，考虑合并报表成本同增 8.68%，但母公司成本同降 16.8%，或表明实际消费税率有所上升，考虑支持贵州财政，税率上升符合预期。3Q20 销售费用同降 2.3%，管理费用同增约 10.8%，均基本正常。

十三五有望平稳收官，十四五仍值得期待，维持“买入”评级。维持 2020~2022 年业绩预测，预计归母净利同增 8.9%、6.9%、26.5%，EPS35.73、38.2、48.32 元，PE 为 45.4、42.5、33.6 倍。通过渠道、产品结构驱动均价上升，茅台酒厂有望顺利完成 2020 年营收增 10%的计划。展望十四五，茅台可涨出厂价收回部分渠道利差，消费升级和份额变化也能支持销量增长，价、量齐升推动，成长前景仍值得期待，维持“买入”评级。

风险提示：1)白酒行业景气度下行风险；2)管理层更换易导致业务波动风险；3)政策风险。

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	88,854	97,610	104,301	128,297
收入同比(%)	15.1%	9.9%	6.9%	23.0%
归属母公司净利润	41,206	44,880	47,988	60,704
净利润同比(%)	17.1%	8.9%	6.9%	26.5%
毛利率(%)	91.6%	91.6%	91.7%	92.2%
ROE(%)	33.1%	30.2%	27.6%	29.7%
每股收益(元)	32.80	35.73	38.20	48.32
P/E	52.3	45.4	42.5	33.6
P/B	15.8	12.6	10.9	9.2
EV/EBITDA	35.7	31.2	29.2	23.3

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	159,024	194,753	224,545	275,721
现金	13,252	46,178	76,524	121,616
应收账款	1,463	1,160	1,478	1,672
其他应收款	77	74	84	100
预付账款	1,549	1,592	1,751	1,989
存货	25,285	28,616	29,976	34,877
其他流动资产	117,399	117,132	114,731	115,467
非流动资产	24,018	24,122	24,207	24,287
长期投资	0	0	0	0
固定资产	17,663	17,791	17,863	17,940
无形资产	4,728	4,705	4,714	4,722
其他非流动资	1,627	1,625	1,630	1,626
资产总计	183,042	218,874	248,752	300,008
流动负债	41,093	48,548	50,110	61,064
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,514	1,570	1,718	1,956
其他流动负债	39,580	46,978	48,392	59,108
非流动负债	73	73	73	73
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	73	73	73	73
负债合计	41,166	48,621	50,183	61,136
少数股东权益	5,866	8,884	12,110	16,192
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,376	1,378
留存收益	132,488	157,848	182,936	219,155
归属母公司股东	136,010	161,370	186,459	222,680
负债和股东权	183,042	218,874	248,752	300,008

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	45,211	53,779	54,532	70,878
净利润	41,206	44,880	47,988	60,704
折旧摊销	1,150	1,106	1,114	1,119
财务费用	7	-2	-5	-9
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-121,381	4,678	2,102	4,877
其他经营现金	124,228	3,117	3,334	4,187
投资活动现金	-3,166	-1,334	-1,293	-1,310
资本支出	-1,621	-1,334	-1,293	-1,310
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	-1,544	0	0	0
筹资活动现金	-19,284	-19,518	-22,894	-24,476
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	-19,284	-19,518	-22,894	-24,476
现金净增加额	22,761	32,927	30,345	45,092

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	88,854	97,610	104,301	128,297
营业成本	7,430	8,168	8,681	10,027
营业税金及附加	12,733	15,300	16,348	20,109
销售费用	3,279	3,279	3,443	3,615
管理费用	6,119	6,608	7,135	7,770
财务费用	7	-2	-5	-9
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收	-14	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	59,041	64,204	68,639	86,782
营业外收入	9	9	9	9
营业外支出	268	268	268	268
利润总额	58,783	63,946	68,380	86,523
所得税	14,813	16,048	17,166	21,738
净利润	43,970	47,897	51,214	64,785
少数股东损益	2,764	3,018	3,226	4,081
归属母公司净利润	41,206	44,880	47,988	60,704
EBITDA	60,292	65,407	69,854	87,996
EPS（元）	32.80	35.73	38.20	48.32

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	15.1%	9.9%	6.9%	23.0%
营业利润	15.0%	8.7%	6.9%	26.4%
归属于母公司净利	17.1%	8.9%	6.9%	26.5%
获利能力				
毛利率(%)	91.6%	91.6%	91.7%	92.2%
净利率(%)	49.5%	49.1%	49.1%	50.5%
ROE(%)	33.1%	30.2%	27.6%	29.7%
ROIC(%)	62.1%	36.6%	40.1%	51.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	22.5%	22.2%	20.2%	20.4%
净负债比率(%)	-9.3%	-27.1%	-38.5%	-50.9%
流动比率	3.87	4.01	4.48	4.52
速动比率	3.25	3.42	3.88	3.94
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.49	0.45	0.47
应收账款周转率	87.68	74.43	79.06	81.46
存货款周转率	5.52	5.30	5.28	5.46
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	32.80	35.73	38.20	48.32
每股经营现金流	35.99	42.81	43.41	56.42
每股净资产(最新	108.27	128.46	148.43	177.27
估值比率				
P/E	52.3	45.4	42.5	33.6
P/B	15.8	12.6	10.9	9.2
EV/EBITDA	35.7	31.2	29.2	23.3

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。
联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。