贵州茅台（600519）

Q3 稳健，且看长远

买入（维持）

2020 年 10 月 25 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	88,854	98,638	115,851	133,651
同比（%）	15.1%	11.0%	17.5%	15.4%
归母净利润（百万元）	41,206	46,611	56,488	66,333
同比（%）	17.1%	13.1%	21.2%	17.4%
每股收益（元/股）	32.80	37.10	44.97	52.80
P/E（倍）	52.29	46.23	38.15	32.48

事件：公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 695.75 亿元（+9.55%），归母净利 338.27 亿元（+11.07%），扣非净利 339.02 亿元（+11.03%）。20Q3 实现营收 239.41 亿元（+7.18%），归母净利 112.25 亿元（+6.87%）。

投资要点

- **营收增长略低于预期，直营体系进一步完善。**公司 20Q1-Q3 实现营收 695.75 亿（同比+9.6%），20Q3 实现营收 239.41 亿元（同比+7.2%），**分产品看，**20Q3 公司茅台酒收入 208.84 亿（同比+9.7%），系列酒收入 23.50 亿（同比-1.4%），但在“酱酒热”背景下系列酒价格提升空间较大。同时公司预收账款（合同负债）为 94.1 亿（同比 19Q3 下滑 18.5 亿，环比下滑约 0.5 亿）。据调研反馈公司前三季度经销商打款节奏正常，预计营收增速略低于预期的主要原因为公司发货节奏延后至十一后所致，而预收款同比下滑总体可控，主要系 19Q3 打款高基数（提前打部分 19Q4 款）以及经销商渠道继续收缩所致。公司 20Q1-Q3 以控量为主，全年增量 Q4 释放可能性大。**分渠道看，**公司直销收入 32.80 亿（同比+118.6%），直销收入比例提升至 14.1%，同比 19Q3+7.1pct，公司直营体系建设进一步完善，经销商收入 119.54 亿（同比+0.2%）。

- **税金影响 Q3 净利率水平，现金流稳健。**公司 20Q1-Q3 实现归母净利 338.27 亿（同比+11.1%），毛利率为 91.33%（同比-0.16pct），净利率为 53.34%(同比+0.15pct)，净利率提振主要由于销售费用率同比下降 1.56pct 为 2.55%，管理费用率（含研发费用）同比下降 0.03pct 亦有带动。此外，公司 20Q3 实现归母净利 112.25 亿（同比+6.9%），其中毛利率由于直销占比上升同比提升 0.27pct，销售/管理费（含研发）费用率分别为 2.56/6.65%，公司实现净利率 51.26%(同比-1.04pct)，净利率下滑主要由于税金及附加率同比+1.6pct，与公司缴税安排有关。**现金流方面，**公司 Q3 经营性现金流净额为 124.90 亿元（同比+286.87%），预计系财务公司金融业务影响。公司 20 年前三季度销售收现为 713.49 亿元（同比+7.8%），20Q3 为 249 亿（同比+9.0%）。

- **业绩确定性较高，公司量价齐升可期。**当前飞天终端需求旺盛批价仍保持在 2800 元高位，高渠道利差带来较强安全垫，20 年度茅台酒计划放量 3.45 万吨（同比增长超 8%），随直销占比持续提升，公司全年 10%的业绩目标超预期完成可能性较大。**长期看**公司基本面稳健，高渠道利差及强品牌力构筑深厚护城河，随茅台酒产能扩张至 5.6 万吨以及直销比例的提升，未来营收保持量价齐升可期。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计 20-22 年公司收入达 986/1159/1337 亿，同比增长 11/18/15%；归母净利润达 466/565/663 亿，同比增长 13/21/17%；对应 PE 分别为 46/38/33X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**高端酒需求回落风险，产能投放不达预期，食品安全问题。

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn
研究助理 宋英男
songyn@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,715.33
一年最低/最高价	949.01/1828.00
市净率(倍)	14.52
流通 A 股市值(百万元)	2154793.77

基础数据

每股净资产(元)	118.18
资产负债率(%)	16.47
总股本(百万股)	1256.20
流通 A 股(百万股)	1256.20

相关研究

1、《贵州茅台（600519）：时间过半任务过半，核心资产稳健前行》2020-07-29
2、《贵州茅台（600519）：压力下显成色，向确定性要溢价》2020-04-28
3、《贵州茅台（600519）：而今迈步从头越，穿越周期看茅台》2020-04-22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

贵州茅台三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**159024**	**197505**	**230795**	**275635**
现金	13252	37607	59750	88294
应收账款	0	0	0	0
存货	25285	28874	28050	35561
其他流动资产	120488	131024	142995	151779
非流动资产	**24018**	**26188**	**30241**	**33577**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	15144	17371	21082	24226
在建工程	2519	2496	2599	2626
无形资产	4728	4850	5012	5232
其他非流动资产	1627	1470	1547	1493
资产总计	**183042**	**223693**	**261036**	**309211**
流动负债	**41093**	**53430**	**51138**	**53578**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1514	1262	1765	1555
其他流动负债	39580	52168	49373	52022
非流动负债	**73**	**36**	**55**	**45**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	73	36	55	45
负债合计	**41166**	**53466**	**51192**	**53623**
少数股东权益	5866	8992	12780	17229
归属母公司股东权益	136010	161235	197064	238359
负债和股东权益	**183042**	**223693**	**261036**	**309211**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	45211	48761	47305	57008
投资活动现金流	-3166	-3333	-5435	-5038
筹资活动现金流	-19284	-21073	-19727	-23426
现金净增加额	22761	24355	22143	28544
折旧和摊销	1243	1134	1390	1691
资本开支	3149	2383	3947	3389
营运资本变动	32	-1789	-13439	-13856

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**88854**	**98638**	**115851**	**133651**
减:营业成本	7430	8000	8539	9469
营业税金及附加	12733	14007	15827	17885
营业费用	3279	3443	3856	4396
管理费用	6168	6837	7658	8807
财务费用	7	-313	-932	-1611
资产减值损失	0	0	0	0
加:投资净收益	0	0	0	0
其他收益	-14	-4	-4	-5
营业利润	**59041**	**66660**	**80899**	**94700**
加:营业外净收支	-259	-344	-315	-325
利润总额	**58783**	**66316**	**80584**	**94375**
减:所得税费用	14813	16579	20307	23594
少数股东损益	2764	3126	3788	4449
归属母公司净利润	**41206**	**46611**	**56488**	**66333**
EBIT	58385	65553	79123	92155
EBITDA	59628	66687	80513	93845

重要财务与估值指标				
每股收益(元)	32.80	37.10	44.97	52.80
每股净资产(元)	108.27	128.35	156.87	189.75
发行在外股份(百万股)	1256	1256	1256	1256
ROIC(%)	32.1%	30.5%	30.0%	29.0%
ROE(%)	31.0%	29.2%	28.7%	27.7%
毛利率(%)	91.6%	91.9%	92.6%	92.9%
销售净利率(%)	46.4%	47.3%	48.8%	49.6%
资产负债率(%)	22.5%	23.9%	19.6%	17.3%
收入增长率(%)	15.1%	11.0%	17.5%	15.4%
净利润增长率(%)	17.1%	13.1%	21.2%	17.4%
P/E	52.29	46.23	38.15	32.48
P/B	15.84	13.36	10.93	9.04
EV/EBITDA	36.01	31.88	26.18	22.20

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn