开源证券

贵州茅台（600519.SH）

2020 年 10 月 25 日

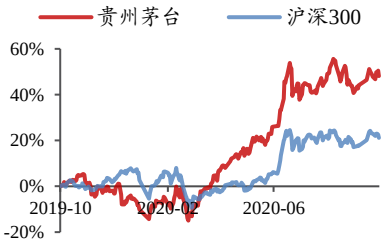
直营渠道高增长，茅台酒稳健发展

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/23
当前股价(元)	1,715.33
一年最高最低(元)	1,828.00/960.10
总市值(亿元)	21,547.94
流通市值(亿元)	21,547.94
总股本(亿股)	12.56
流通股本(亿股)	12.56
近 3 个月换手率(%)	14.42

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-直营如期放量，全年确定性更强》-2020.7.29

《公司信息更新报告-一季报迎来开门红，2020 年业绩确定性强》-2020.4.28

《公司信息更新报告-直营如期落地，业绩增长稳健》-2020.4.22

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

逄晓娟（联系人）
pangxiaojuan@kysec.cn
证书编号：S0790120040011

● **产品需求旺盛，业绩增长确定性强，维持“买入”评级**

公司前三季度实现收入 695.8 亿元，同比+9.6%，归母净利 338.3 亿元，同比+11%；其中 2020Q3 收入 239.7 亿元，同比+7.3%，归母净利 112.0 亿元，同比+6.6%。展望未来，高端白酒需求稳定增长，公司直营渠道逐渐理顺，高端产品占比仍有提升空间，收入增长确定性强。由于捐赠支出规模较大，我们下调之前盈利预测，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 36.83 元（-0.43）、43.10 元（-0.10）、48.23（-0.07）元，同比分别增长 12%、17%、12%，当前股价对应 PE 分别为 47、40、36 倍，维持“买入”评级。

● **直营渠道高增趋势延续，三季度茅台酒收入实现稳健增长**

2020Q3 茅台酒实现收入 208.8 亿元，同比增长 9.7%，我们预计三季度确认量与 2019 年同期体量相当，吨价提升对收入增长贡献更大。分渠道来看，直营渠道实现收入 32.8 亿元，同比增长 118%，进入 2020 年，直营渠道搭建日渐完善，直营占比提升趋势延续。系列酒实现 23.5 亿元，同比减少 1.4%，2020 年处于产品结构和经销商结构优化期，对整体营收略有拖累。往 2021 年展望，系列酒调整完成后可能重回增长轨道，茅台酒大概率延续稳健增长趋势。

● **预收款波动不大，现金流表现良好**

三季度末，公司合同负债 94.1 亿元，环比二季度末下滑 0.5 亿元，变化不大。销售商品收到现金 249 亿元，与收入基本匹配，现金流量净额 124.9 亿，同比增长 92.6 亿，主要原因是 2019 年三季度吸收同业存款大幅减少所致。

● **毛利率和期间费用率稳定，营业税金比率提升导致净利率略降**

2020Q3 公司毛利率较同期提升 0.2pct，疫情下包材等生产成本提升，运费由销售费用调整至成本科目，导致吨价提升显著情况下，毛利率提升不明显。销售费率 2.56%，同比下降 0.2pct，管理费用率 6.59%，同比提升 0.2pct，财务费用率 0.82%，同比下降 0.83pct，主要由于商业银行存款利息收入增加。营业税金比率 15.9%，同比提升 1.6pct，对净利率造成拖累。净利率 46.89%，同比下滑 0.14pct。

● **风险提示：**宏观经济波动导致需求下滑，公司产品价格超预期波动等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	77,199	88,854	98,425	111,605	123,988
YOY(%)	26.4	15.1	10.8	13.4	11.1
归母净利润(百万元)	35,204	41,206	46,265	54,146	60,582
YOY(%)	30.0	17.1	12.3	17.0	11.9
毛利率(%)	91.6	91.6	92.4	92.8	93.0
净利率(%)	45.6	46.4	47.0	48.5	48.9
ROE(%)	32.2	31.0	29.1	27.3	24.9
EPS(摊薄/元)	28.02	32.80	36.83	43.10	48.23
P/E(倍)	61.2	52.3	46.6	39.8	35.6
P/B(倍)	19.1	15.8	13.4	10.8	8.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	137862	159024	184588	227553	272794
现金	112075	13252	40520	77121	124137
应收票据及应收账款	564	1463	782	1764	1064
其他应收款	394	77	445	146	510
预付账款	1182	1549	1477	1955	1857
存货	23507	25285	23966	29168	27826
其他流动资产	140	117399	117399	117399	117399
非流动资产	21985	24018	26296	29106	31153
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15249	15144	17313	20009	21956
无形资产	3499	4728	4850	5012	5232
其他非流动资产	3237	4146	4133	4085	3965
资产总计	159847	183042	210885	256659	303948
流动负债	42438	41093	40758	44039	43685
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1178	1514	1204	1728	1417
其他流动负债	41260	39580	39554	42311	42269
非流动负债	0	73	73	73	73
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	73	73	73	73
负债合计	42438	41166	40830	44111	43758
少数股东权益	4570	5866	9166	13012	17313
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	109426	132488	156551	184640	215979
归属母公司股东权益	112839	136010	160888	199536	242876
负债和股东权益	159847	183042	210885	256659	303948

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	41385	45211	52069	56268	67894
净利润	37830	43970	49565	57992	64883
折旧摊销	1175	1243	1132	1354	1584
财务费用	-4	7	0	0	0
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	2025	32	1369	-3083	1421
其他经营现金流	359	-42	4	4	5
投资活动现金流	-1629	-3166	-3414	-4168	-3636
资本支出	1607	3149	2278	2810	2047
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-22	-17	-1136	-1358	-1589
筹资活动现金流	-16441	-19284	-21387	-15498	-17241
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-16441	-19284	-21387	-15498	-17241
现金净增加额	23315	22761	27268	36601	47016

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	77199	88854	98425	111605	123988
营业成本	6523	7430	7500	8091	8679
营业税金及附加	11289	12733	14075	15960	17730
营业费用	2572	3279	2953	2790	3100
管理费用	5326	6168	6693	6920	7439
研发费用	22	49	39	45	50
财务费用	-4	7	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	0	0
其他收益	10	19	14	16	15
公允价值变动收益	0	-14	-4	-4	-5
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	51343	59041	67176	77812	87000
营业外收入	12	9	10	11	11
营业外支出	527	268	1100	500	500
利润总额	50828	58783	66086	77323	86511
所得税	12998	14813	16522	19331	21628
净利润	37830	43970	49565	57992	64883
少数股东损益	2626	2764	3300	3846	4301
归母净利润	35204	41206	46265	54146	60582
EBITDA	52003	60026	67219	78677	88094
EPS(元)	28.02	32.80	36.83	43.10	48.23

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	26.4	15.1	10.8	13.4	11.1
营业利润(%)	31.9	15.0	13.8	15.8	11.8
归属于母公司净利润(%)	30.0	17.1	12.3	17.0	11.9
获利能力					
毛利率(%)	91.6	91.6	92.4	92.8	93.0
净利率(%)	45.6	46.4	47.0	48.5	48.9
ROE(%)	32.2	31.0	29.1	27.3	24.9
ROIC(%)	33.5	32.3	30.8	29.1	26.7
偿债能力					
资产负债率(%)	26.5	22.5	19.4	17.2	14.4
净负债比率(%)	-95.5	-9.3	-23.8	-36.3	-47.7
流动比率	3.2	3.9	4.5	5.2	6.2
速动比率	2.7	0.4	1.0	1.8	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	86.5	87.7	87.7	87.7	87.7
应付账款周转率	6.0	5.5	5.5	5.5	5.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	28.02	32.80	36.83	43.10	48.23
每股经营现金流(最新摊薄)	32.94	35.99	41.45	44.79	54.05
每股净资产(最新摊薄)	89.83	108.27	128.08	158.84	193.34
估值比率					
P/E	61.2	52.3	46.6	39.8	35.6
P/B	19.1	15.8	13.4	10.8	8.9
EV/EBITDA	39.4	35.8	31.6	26.6	23.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn