

稳健发展为先，直营继续发力

——贵州茅台（600519）季报点评报告

增持（维持）

日期：2020年10月26日

事件：

公司于10月25日发布2020年第三季度报告，公司前三季度实现营业总收入695.7亿元（YoY+9.6%），营收672.1亿元（YoY+10.3%），实现归母净利润338.3亿元（YoY+11.1%），扣非归母净利润为339.0亿元（YoY+11.0%）。其中，Q3实现营业总收入239.4亿元（YoY+7.2%），营收232.6亿元（YoY+8.5%），归母净利润112.3亿元（YoY+6.9%），扣非归母净利润为112.3亿元（YoY+6.9%），基本符合我们预期，略低于市场预期，增速主要受发货节奏影响，实际动销预计好于报表端表现。

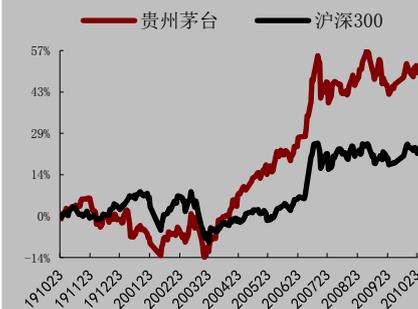
投资要点：

- **产品结构：茅台酒同增10%，系列酒控量挺价。**Q3茅台酒实现收入209.8亿元，同比增长9.7%；系列酒实现收入23.5亿元，同比略降1.4%，主因控量挺价。截至Q3末，公司预收款指标（合同负债+其他流动负债）为105.6亿元，环比减少0.1亿元，同比减少6.95亿元，主因发货及打款节奏变化，今年经销商施行按月打款。Q3公司销售收现249亿元，同增9.0%。
- **渠道结构：直销继续放量，渠道结构进一步优化。**Q3直销收入为32.8亿元，同比增长118.6%，占比达到14.1%（YoY+7.1pct），叠加产品结构升级（飞天茅台酒及以上档次酒占收入比重提升），带动毛利率在新准则（部分运费调至成本）下提升0.3pct至91.1%。Q3酱香系列酒经销商减少8家，净增加5家，茅台酒经销商减少8家。
- **管理费用率及税金率上升拖累净利润。**公司Q3营业税金/销售/管理/财务费用率分别为16.4%/2.6%/6.8%，分别同比+1.4pct/-0.3pct/+0.1pct，净利率同降1pct至51.3%。
- **展望：茅台疫情下提出“四不”目标，基础建设年下完成“换帅”及领导班子调整，顺利完成业绩目标的底气更足。直营渠道预计继续放量，叠加非标投放，吨价有望进一步提升。疫情基本控制，系列酒有望迎来增长。长期看，高端酒行业大逻辑不变，疫情有望加速行业集中。茅台品牌力极强，产能天花板下供给偏紧的局面仍存。**

基础数据

行业	食品饮料
公司网址	
大股东/持股	中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司/58.0%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	1,256.20
流通A股（百万股）	1,256.20
收盘价（元）	1,715.33
总市值（亿元）	21,547.94
流通A股市值（亿元）	21,547.94

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2020年10月23日

相关研究

万联证券研究所 20200729_公司半年报点评_AAA_贵州茅台（600519）半年报点评报告

万联证券研究所 20200428_公司季报点评_AAA_贵州茅台（600519）季报点评报告
万联证券研究所 20200423_公司年报点评_AAA_贵州茅台（600519）年报点评报告

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

号：

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：王鹏

电话：15919158497

邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	888.54	983.14	1146.10	1287.41
增长比率(%)	15.10	10.65	16.58	12.33
净利润(亿元)	412.06	464.02	553.37	628.89
增长比率(%)	17.05	12.61	19.26	13.65
每股收益(元)	32.80	36.94	44.05	50.06
市盈率(倍)	52.29	46.44	38.94	34.26

资料来源：Wind，万联证券研究所 注：净利润为归母净利，采用10.23收盘价

量的层面，产能处于逐步释放阶段，2020/2021年茅台酒基酒产量预计约5.02/5.53万吨，同增0.6%/10.2%，为长期可供销量增长奠基；**价的层面**，在中纪委点名及国庆中秋双节节后，普飞批价仅短期调整后即保持坚挺，目前约2800元左右，高渠道利润带来较厚的安全垫，直接提价预期升温，直营推进+非标放量仍可完成间接提价，量价逻辑兼备，业绩确定性较强，渠道掌控能力和抗风险能力也在不断提升。

- **盈利预测与投资建议**：我们维持预测2020-2022年公司营业总收入为983.14/1146.10/1287.41亿元，同比增长10.65%/16.58%/12.33%，归母净利润为464.02/553.37/628.89亿元，同比增长12.61%/19.26%/13.65%，对应EPS为36.94/44.05/50.06元，10月23日收盘价对应PE为46.4/38.9/34.3倍，维持“增持”评级。
- **风险因素**：1、经济下行风险 2、疫情风险 3、食品安全风险 4、直营推进不及预期

万联证券

图表 1: 贵州茅台单季度利润表及重要财务比率

单位: 百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业总收入	18395	16856	19718	22230	22481	18692	22336	25346	25298	20336	23941
营业收入	17466	15931	18845	21397	21644	17844	21447	24495	24405	19547	23262
营业总成本	6218	6153	6760	6735	6484	6285	7311	9732	6738	6758	8037
其中: 营业成本	1519	1506	1612	1886	1707	1504	1974	2244	2032	1720	2079
营业税金及附加	2526	2114	3216	3433	2407	2332	3208	4786	2448	3156	3811
销售费用	945	1254	646	-273	872	1115	627	665	661	502	613
管理费用	1201	1252	1231	1642	1457	1259	1424	2029	1560	1413	1577
研发费用	3	5	8	7	9	44	13	-16	10	13	14
财务费用	-3	-1	0	1	0	-2	1	8	-5	-68	-82
资产减值损失	2	-4	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	6	-115	95	-3	10	-1
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	12178	10702	12958	15505	15996	12402	14914	15729	18561	13520	15905
营业外收入	2	4	4	1	2	5	2	1	1	2	5
营业外支出	7	159	105	256	110	5	0	153	80	25	9
利润总额	12173	10547	12857	15250	15889	12401	14916	15577	18482	13497	15900
所得税	3042	2757	3207	3992	3973	3121	3700	4019	4619	3432	3977
净利润	9131	7791	9650	11258	11916	9281	11216	11558	13863	10065	11923
少数股东损益	624	534	681	788	694	551	712	806	769	557	698
归属母公司净利润	8507	7257	8969	10470	11221	8730	10504	10752	13094	9508	11225
EPS	6.77	5.78	7.14	8.33	8.93	6.95	8.36	8.56	10.42	7.57	8.94
主要财务比率											
毛利率	91.3%	90.5%	91.4%	91.2%	92.1%	91.6%	90.8%	90.8%	91.7%	91.2%	91.1%
营业税金率	14.5%	13.3%	17.1%	16.0%	11.1%	13.1%	15.0%	19.5%	10.0%	16.1%	16.4%
销售费用率	5.4%	7.9%	3.4%	-1.3%	4.0%	6.3%	2.9%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%
管理费用率	6.9%	7.9%	6.5%	7.7%	6.7%	7.1%	6.6%	8.3%	6.4%	7.2%	6.8%
营业利润率	69.7%	67.2%	68.8%	72.5%	73.9%	69.5%	69.5%	64.2%	76.1%	69.2%	68.4%
实际税率	25.0%	26.1%	24.9%	26.2%	25.0%	25.2%	24.8%	25.8%	25.0%	25.4%	25.0%
净利率	52.3%	48.9%	51.2%	52.6%	55.1%	52.0%	52.3%	47.2%	56.8%	51.5%	51.3%
营业总收入YoY	32.2%	45.6%	3.8%	34.1%	22.2%	10.9%	13.3%	14.0%	12.5%	8.8%	7.2%
营业利润YoY	38.5%	45.9%	3.6%	50.5%	31.4%	15.9%	15.1%	1.4%	16.0%	9.0%	6.6%
归母净利YoY	38.9%	41.5%	2.7%	47.6%	31.9%	20.3%	17.1%	2.7%	16.7%	8.9%	6.9%
收入占比	23.8%	21.8%	25.5%	28.8%	25.3%	21.0%	25.1%	28.5%	-	-	-

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场