



2020-10-25

公司点评报告

买入/维持

贵州茅台(600519)

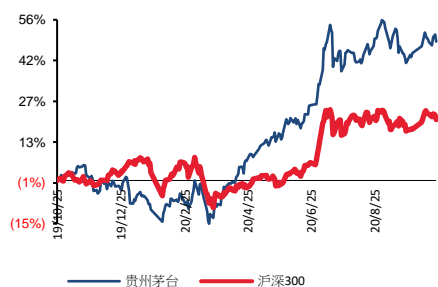
目标价: 1885.00

昨收盘: 1715.33

日常消费 食品、饮料与烟草

## 贵州茅台三季报点评：主营业务稳健，直销比例同比提升

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,256/1,256
总市值/流通(百万元)	2,154,794/2,154,794
12个月最高/最低(元)	1801.98/996.00

### 相关研究报告：

贵州茅台(600519)《贵州茅台中报点评：短期减速不改长期逻辑，报表质量明显回升》  
--2020/07/28

贵州茅台(600519)《贵州茅台一季报点评：业绩略超预期，龙头抗风险能力凸显》  
--2020/04/28

贵州茅台(600519)《贵州茅台年报：净利润略超预期，继续维持健康增长》--2020/04/22

### 证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: [huangfs@tpyzq.com](mailto:huangfs@tpyzq.com)

执业资格证书编码：S1190517030002

### 证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: [caixy@tpyzq.com](mailto:caixy@tpyzq.com)

执业资格证书编码：S1190517050002

### 证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: [zhenghz@tpyzq.com](mailto:zhenghz@tpyzq.com)

执业资格证书编码：S1190518010003

**事件：**贵州茅台发布三季报，前三季度营业总收入695.75亿元，同比增长9.55%；营业收入672.15亿元，同比增长10.31%；归母净利338.27亿元，同比增长11.07%；扣非净利339.02亿元，同比增长11.03%；前三季度销售毛利率91.33%，同比下降0.16pct；销售净利率53.34%，同比上升0.15pct。单三季度营业总收入239.41亿元，同比增长7.18%；营业收入232.62亿元，同比增长8.46%；归母净利润112.25亿元，同比增长6.87%；扣非净利112.29亿元，同比增长6.92%；单三季度销售毛利率91.06%，同比上升0.27pct；销售净利率51.26%，同比下降1.04pct。

报告期内，贵州省国有资本运营有限责任公司持股数量减少1675万股，持股比例下降1.33pct至2.67%。

### 一、茅台酒稳健、系列酒略降，酒类收入基本符合预期

单三季度营业总收入增速略低于营业收入增速，主要是因为利息收入同比下滑23.70%所致。酒类收入同比增长8.47%基本符合预期。其中茅台酒表现稳健，单季度收入209亿元、同比增长9.7%；系列酒略降，单季度收入23.5亿元、同比下滑1.38%。

三季度末合同负债+其他流动负债共105.60亿元，环比二季度末减少0.12亿元、同比去年三季度末（对应到预收账款）减少6.95亿元。去年9月底经销商回款进度更超前，今年9月底基本上只打了10月份的回款，预收款金额和相关负债变化，与打款政策相一致，也体现出今年以来经销商打款政策的相对连贯。

前三季度营业总收入增速9.55%，今年以来首次出现略低于年度指引，但考虑到今年四季度的投放计划量占比明显高于去年同期，单四季度收入环比提速、确保全年收入达成双位数目标的难度不大。

### 二、经销渠道减量、直销占比同比提升，茅台酒销量量降价升

据报表判断前三季度茅台酒经销商数量共计减少42家，其中单三季度进一步减少8家。再结合今年单三季度经销商合同的计划量有所收缩，

测算单三季度经销商渠道同比减量约 1100 吨左右。

前三季度直销渠道的收入占比 14.02%，环比中报进一步提升 0.9pct。单季度对比，Q1/Q2/Q3 的直销收入占比分别为 7.95%/16.47%/14.12%。Q3 直销收入占比环比略下降，主要与淡旺季收入基数差距较大有关。结合类直营渠道的布局进展以及直销收入占比的变化，判断单三季度直销销量同比增加接近 700 吨。考虑单三季度海外收入占比 3.96%、同比提升 0.07pct，判断海外销量略增，但销量占比对平均吨酒价格影响不大。同时判断单三季度集团关联交易对应吨数有所提升。

综上判断，单三季度茅台酒销量大约 8700 吨，同比减少 200 吨左右，降幅 2.25%；对应平均吨酒价格 240 万元/吨，同比增长 12.22%。渠道结构更加优化，叠加酒博会纪念酒等非标产品的占比提升，平均吨酒价格提升，带动收入和利润增长。

### 三、毛利率同比提升，税金及附加导致净利润率出现下降

受益于茅台酒平均吨酒价格提升以及收入更快增长（茅台酒收入占比同比提高 1pct），单三季度销售毛利率同比提升；但由于今年上半年开始运输费计入主营业务成本，导致销售毛利率提升幅度仅 0.27pct。判断这些影响毛利率的因素仍有一定的延续性。

因为运费从栏目移出，单三季度销售费用率 2.56%，同比下降 0.25pct。单三季度管理费用率 6.59%，同比上升 0.22pct；税金及附加同比增加 18.79%，明显高于收入增速。管理费用和税金及附加是导致单三季度净利润略低于预期、净利率下降 1.04pct 的主要原因。

### 四、经营现金流改善，系列酒导致应收票据增加

单三季度销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 9.03%，贴近主营业务的收入增速。经营活动现金流净额 124.90 亿元，环比/同比分别增加 21.82 亿元/92.82 亿元，现金流改善明显，状况较好。报告期末应收票据 19.36 亿元，同比增长 125.42%，主要是公司全资子公司贵州茅台酱香酒营销有限公司银行承兑汇票办理销售业务增加所致。

### 盈利预测和评级：

单三季报收入符合预期、利润略低于预期。主营业务表现稳健，直销占比同比提升。考虑前三季度业绩情况以及公司年初给定的年度收入指引，调整今年的盈利预测。同时，因为公司渠道和产品结构优化等

各方面表现符合预期，考虑当前较好的动销支撑起一定的涨价预期，我们维持明后年对公司偏乐观的盈利预测。

测算 2020-2022 年的收入增速分别为 10%、26%、20%，净利润增速分别为 13%、34%、22%，对应 EPS 分别为 36.93、49.61、60.66 元。

当前市场风格能支撑茅台较高的估值溢价，考虑年底估值切换等因素，给予中期目标价 1885 元，对应明年业绩 38 倍左右 PE，维持买入评级。

**风险提示：**如果未来出厂价的提升或综合销售价格不及预期，则乐观情境下的盈利预测和 EPS 可能不达预期。

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	88854	98175	123685	148422
收入同比(%)	15%	10%	26%	20%
归属母公司净利润	41206	46393	62315	76203
净利润同比(%)	17%	13%	34%	22%
每股收益(元)	32.80	36.93	49.61	60.66

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weih@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。