新时代证券 New Times Securities

改革深化，行稳致远

公司点评

● 事件：中报业绩增长符合预期

公司公布 2020 年中报，实现营收 456.34 亿元/+10.84%，归母净利润 226.02 亿元/+13.29%，销售商品、提供劳务收到的现金 464.46 亿元/+7.19%；2020Q2 实现营收 203.36 亿元/+8.79%，归母净利润 95.08 亿元/+8.92%；合同负债（含其他流动负债）较 2020Q1 增长 37%至 105.71 亿元；收入+Δ合同负债 232 亿元，同比增长 18.6%；销售回款 245.8 亿元/+19.5%；整体符合预期。

● 系列酒经销结构持续调整，直营加速落地

2020H1 公司茅台酒收入 392.6 亿元/+12.8%，系列酒 46.5 亿元/-0.1%，其中 2020Q2 茅台酒收入 170.4 亿元/+11.4%，系列酒 24.8 亿元/-1.6%，主要是报告期内国内酱香系列酒经销商净减少 393 家所致。分渠道来看 2020H1 直销收入 51.5 亿元/+222%，2020Q2 直销收入 32 亿元/+530%，加速落地趋势显著，若全部以自营渠道茅台酒（1499 元）推算，上半年自营发货约 1600 吨，与全年增量 2800 吨规划目标趋势一致，从落地看，2020 年公司分两批继续扩大 KA 商超、电商渠道招商，增量直营以提升成交价格管控能力，当前已完成与 35 家 KA 招商，预计将持续推进。

● 季节性纳税波动干扰二季度盈利

公司毛利率 91.46%，同降 0.40pct，销售费用率 2.55%，同降 2.28pct；管理费用率 6.57%，同降 0.16pct；净利率 54.44%，同升 0.76pct。**其中 2020Q2 税金及附加占比 15.5%，同升 3.0pct，判断主要系季节性纳税因素致消费税增加 8.26 亿元至 43.18 亿元所致；**销售费用率 2.5%，同降 3.5pcts，判断系二季度疫情影响户外营销及文化茅台等活动推广减少，叠加新收入准则下运输费从“销售费用”调整至“营业成本”核算（运费下降 1.14 亿元）；净利率降低 0.2pct 至 49.5%。现金回款 245.8 亿元/+19.5%，经营性现金流 126.21 亿元/-48%，主要系本期客户存款和同业存放款项净增加额减少 135 亿元所致。

● 高端市场格局稳定，扩容趋势持续，维持“强烈推荐”评级

短期看，国家逆周期调节政策效果年内逐步显现支撑需求，非标和直营增量推升均价，全年收入有望突破千亿。长期看，高端格局稳定，按照公司“十四五”规划 5.6 万吨测算，量增价升趋势确立，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 480.41/600.99/704.60 亿元，同比增长 16.6/25.1/17.2%；当前股价对应 PE 分别为 42.4/33.9/28.9X，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：济持续下行影响高端白酒需求，疫情时间拉长致商务活动频次降低等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	73,639	85,430	96,354	118,230	136,613
增长率(%)	26.5	16.0	12.8	22.7	15.5
净利润(百万元)	35,204	41,206	48,041	60,099	70,460
增长率(%)	30.0	17.1	16.6	25.1	17.2
毛利率(%)	91.1	91.3	91.3	91.7	91.6
净利率(%)	47.8	48.2	49.9	50.8	51.6
ROE(%)	32.2	31.0	29.9	29.1	27.0
EPS(摊薄/元)	28.02	32.80	38.24	47.84	56.09
P/E(倍)	57.9	49.5	42.4	33.9	28.9
P/B(倍)	18.1	15.0	12.5	9.8	7.8

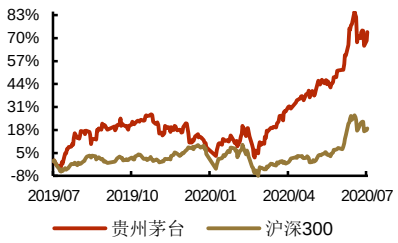
强烈推荐（维持评级）

孙山山（分析师）
sunshanshan@xsdzq.cn
证书编号：S0280520030002

张向伟（联系人）
zhangxiangwei@xsdzq.cn
证书编号：S0280119090008

市场数据	时间 2020.07.28
收盘价(元):	1,670.0
一年最低/最高(元):	923.8/1,787.0
总股本(亿股):	12.56
总市值(亿元):	20,978.5
流通股本(亿股):	12.56
流通市值(亿元):	20,978.5
近 3 月换手率:	16.48%

股价一年走势



相关报告

《起锚“后千亿”开局良好，直营贡献率提升》2020-04-28

《强基固本“后千亿”，2020 规划量超市场预期》2019-12-29

《多措并举，批价理性回归，发货节奏拖累季度业绩略低预期》2019-10-16

《需求支撑批价，全年业绩增长确定性高》2019-07-18

《业绩增速维持高位，渠道变革有望夯实定价基础》2019-04-25

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**	**205338**	**250658**	**299892**
现金	112075	13252	14453	14188	16394
应收票据及应收账款合计	564	1463	848	1972	1295
其他应收款	394	77	454	197	555
预付账款	1182	1549	1532	2249	2120
存货	23507	25285	30652	34653	42130
其他流动资产	140	117399	157399	197399	237399
非流动资产	**21985**	**24018**	**26800**	**32247**	**35837**
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15249	15144	17743	22770	26134
无形资产	3499	4728	4850	5012	5232
其他非流动资产	3237	4146	4207	4465	4470
资产总计	**159847**	**183042**	**232138**	**282905**	**335729**
流动负债	**42438**	**41093**	**60108**	**62006**	**56609**
短期借款	0	0	23093	21911	11077
应付票据及应付账款合计	1178	1514	1397	2075	1963
其他流动负债	41260	39580	35618	38020	43568
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**	**60181**	**62079**	**56681**
少数股东权益	4570	5866	9293	13561	18564
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	109426	132488	153075	178822	209007
归属母公司股东权益	112839	136010	162664	207265	260483
负债和股东权益	**159847**	**183042**	**232138**	**282905**	**335729**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**41385**	**45211**	**4167**	**24816**	**36873**
净利润	37830	43970	51467	64368	75462
折旧摊销	1175	1243	1146	1455	1808
财务费用	-4	7	741	1495	1188
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	2025	32	-49190	-42505	-41592
其他经营现金流	359	-42	4	4	6
投资活动现金流	**-1629**	**-3166**	**-3931**	**-6907**	**-5403**
资本支出	1607	3149	2782	5447	3589
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-22	-17	-1149	-1459	-1814
筹资活动现金流	**-16441**	**-19284**	**-22128**	**-16993**	**-18430**
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	-22128	-16993	-18430
现金净增加额	**23315**	**22761**	**-21892**	**917**	**13040**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**73639**	**85430**	**96354**	**118230**	**136613**
营业成本	6523	7430	8391	9796	11517
营业税金及附加	11289	12733	9635	10641	12295
营业费用	2572	3279	3532	4436	5067
管理费用	5326	6168	4818	5320	5055
研发费用	22	49	55	67	78
财务费用	-4	7	741	1495	1188
资产减值损失	1	0	1	-1	0
公允价值变动收益	0	-14	-4	-4	-5
其他收益	10	19	7	9	11
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	**51343**	**59041**	**69185**	**86481**	**101418**
营业外收入	12	9	10	11	11
营业外支出	527	268	331	335	365
利润总额	**50828**	**58783**	**68865**	**86157**	**101063**
所得税	12998	14813	17398	21789	25601
净利润	**37830**	**43970**	**51467**	**64368**	**75462**
少数股东损益	2626	2764	3427	4269	5002
归属母公司净利润	**35204**	**41206**	**48041**	**60099**	**70460**
EBITDA	48641	59628	70295	88546	103412
EPS（元）	28.02	32.80	38.24	47.84	56.09

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	26.5	16.0	12.8	22.7	15.5
营业利润(%)	31.9	15.0	17.2	25.0	17.3
归属于母公司净利润(%)	30.0	17.1	16.6	25.1	17.2
获利能力					
毛利率(%)	91.1	91.3	91.3	91.7	91.6
净利率(%)	47.8	48.2	49.9	50.8	51.6
ROE(%)	32.2	31.0	29.9	29.1	27.0
ROIC(%)	5056.1	35.7	30.2	30.3	29.8
偿债能力					
资产负债率(%)	26.5	22.5	25.9	21.9	16.9
净负债比率(%)	-95.5	-9.3	5.0	3.5	-1.9
流动比率	3.2	3.9	3.4	4.0	5.3
速动比率	2.7	0.4	0.3	0.3	0.3
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	82.5	84.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.0	5.5	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	28.02	32.80	38.24	47.84	56.09
每股经营现金流(最新摊薄)	33.28	-60.56	3.32	19.76	29.35
每股净资产(最新摊薄)	89.83	108.27	129.49	164.99	207.36
估值比率					
P/E	57.9	49.5	42.4	33.9	28.9
P/B	18.1	15.0	12.5	9.8	7.8
EV/EBITDA	39.7	34.1	29.3	23.3	19.8

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

孙山山，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017 年 9 月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/