贵州茅台（600519）

时间过半任务过半，核心资产稳健前行

买入（维持）

2020 年 07 月 28 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	88,854	99,597	116,918	134,944
同比（%）	15.1%	12.1%	17.4%	15.4%
归母净利润（百万元）	41,206	47,102	56,204	66,043
同比（%）	17.1%	14.3%	19.3%	17.5%
每股收益（元/股）	32.80	37.50	44.74	52.57
P/E（倍）	50.91	44.54	37.33	31.77

事件

- 公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 456.34 亿元（+10.84%），归母净利 226.02 亿元（+13.29%），扣非净利 226.73 亿元（+13.19%）。20Q2 实现营收 203.36 亿元（+8.79%），归母净利 95.08 亿元（+8.92%），扣非净利 95.18 亿元（+9.02%）。

投资要点

- **直销收入高增，渠道建设成果显著。**公司 20H1 酒类业务实现营收 439.5 亿（同比+11.3%），其中茅台酒实现营收 392.6 亿（同比+12.8%），酱香系列酒实现营收 46.5 亿与去年同期基本持平。公司 20Q2 酒类业务实现营收 195.5 亿（同比+9.5%），其中茅台酒/系列酒收入同比+11.1/-1.1%。公司 20H1 直营体系建设加速，直销收入约 51.5 亿（同比+222%），直销收入占比约为 11.7%，首次超过 10%。结合草根调研，公司 20Q1 取消经销商茅台酒约 600-700 吨，并部分用于烟草连锁体系招商等多元化渠道建设，同时在上半年加大商场、电商、团购等渠道投入（公司 20H1 营销公司销售商品关联交易金额约 21 亿，占直销收入约 40.8%，较 19 年底比重显著提升），预计 20 年全年随公司直营体系优化及非标产品增量公司吨价仍将稳步提升。

- **盈利能力稳健，客户存款及同业存放款扰动现金流。利润端，**20H1 公司净利率+0.76pct 至 54.44%，主因受疫情影响公司市场投入费用减少使得销售费用率同比-2.28pct，结合管理费用率同比-0.16pct 共同驱动所致。同时，公司 20Q2 归母净利约 95.1 亿（同比+8.9%），二季度利润略低于预期主因系列酒下滑及毛利率下降（受会计科目运输费用核算至成本影响）。**现金流方面，**公司 20H1 合同负债及其他流动负债合计约 105.7 亿元（同比-13.8%），主因直营比例提升+疫情影响公司打款政策有所调整，预收款指标影响相对减弱；同时，公司 20H1 经营性现金流净额约 126.2 亿（同比-47.6%），主因客户存款和同业存放款项净增加额减少。

- **批价上行有支撑，继续长期看好核心资产价值。中期视角看，**因流动性宽松叠加渠道体系调整加剧供需关系紧张，当前飞天批价仍高居 2500 元左右不下，终端需求旺盛飞天批价上行动力仍足，高渠道利差带来较强安全垫，出厂价提价周期或将加速，同时公司直营体系加速落地将进一步推升吨价，量价齐升可期。**长期看**公司基本面稳健，产品稀缺性、高渠道利差及强品牌力构筑深厚护城河，全球流动性宽松背景下长期坚定看好以茅台为代表的优质核心资产价值。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计 20-22 年公司收入达 996/1169/1349 亿，同比增长 12%/17%/15%；归母净利润达 471/562/660 亿，同比增长 14%/19%/18%；对应 PE 分别为 45/37/32X，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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,670.00
一年最低/最高价	913.13/1787.00
市净率(倍)	15.29
流通 A 股市值(百万元)	2097850.33

基础数据

每股净资产(元)	109.24
资产负债率(%)	17.24
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）：压力下显成色，向确定性要溢价》2020-04-28

2、《贵州茅台（600519）：而今迈步从头越，穿越周期看茅台》2020-04-22

3、《贵州茅台（600519）：行稳方致远，质地享溢价》2020-03-02

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**	**198561**	**230689**	**275984**
现金	13252	107461	110169	162580
应收账款	0	0	0	0
存货	25285	29960	28129	36838
其他流动资产	120488	61141	92391	76567
非流动资产	**24018**	**26495**	**30563**	**33938**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	15144	17631	21363	24547
在建工程	2519	2543	2641	2666
无形资产	4728	4850	5012	5232
其他非流动资产	1627	1470	1547	1493
资产总计	**183042**	**225057**	**261252**	**309923**
流动负债	**41093**	**54270**	**51351**	**54470**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1514	1317	1771	1620
其他流动负债	39580	52953	49580	52850
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**	**54306**	**51405**	**54515**
少数股东权益	5866	9025	12794	17223
归属母公司股东权益	136010	161725	197053	238184
负债和股东权益	**183042**	**225057**	**261252**	**309923**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	45211	120820	29880	83051
投资活动现金流	-3166	-3649	-5467	-5098
筹资活动现金流	-19284	-22962	-21704	-25543
现金净增加额	22761	94209	2709	52410
折旧和摊销	1243	1142	1407	1711
资本开支	3149	2691	3961	3428
营运资本变动	32	67849	-32338	10234

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**88854**	**99597**	**116918**	**134944**
减:营业成本	7430	8161	8713	9671
营业税金及附加	12733	13147	15667	17948
营业费用	3279	3177	3847	4305
管理费用	6168	6175	7366	8097
财务费用	7	1576	828	632
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**	**67358**	**80493**	**94287**
加:营业外净收支	-259	-344	-315	-325
利润总额	**58783**	**67014**	**80178**	**93962**
减:所得税费用	14813	16754	20205	23491
少数股东损益	2764	3159	3769	4429
归属母公司净利润	**41206**	**47102**	**56204**	**66043**
EBIT	58385	65203	76914	89871
EBITDA	59628	66346	78321	91582

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	32.80	37.50	44.74	52.57
每股净资产(元)	108.27	128.74	156.86	189.61
发行在外股份(百万股)	1256	1256	1256	1256
ROIC(%)	32.1%	30.2%	29.2%	28.3%
ROE(%)	31.0%	29.4%	28.6%	27.6%
毛利率(%)	91.6%	91.8%	92.5%	92.8%
销售净利率(%)	46.4%	47.3%	48.1%	48.9%
资产负债率(%)	22.5%	24.1%	19.7%	17.6%
收入增长率(%)	15.1%	12.1%	17.4%	15.4%
净利润增长率(%)	17.1%	14.3%	19.3%	17.5%
P/E	50.91	44.54	37.33	31.77
P/B	15.42	12.97	10.65	8.81
EV/EBITDA	35.06	30.14	25.54	21.32

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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